

2009 年 11 月 26 日

中油化建

成长性不可小视

买入
A

600546.SS - 人民币 34.97

目标价格: 人民币 40.62

唐倩*

 +8610 6622 9077
 qian.tang@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	424	19	37	419
相对新华富时 A50 指数 (%)	338	15	23	337

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	300
流通股 (%)	60
流通股市值 (人民币 百万)	6,320
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	119
净负债比率 (%)	53
主要股东 (%)	
山西煤炭进出口集团	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

经过本次重组, 公司的基本面将发生重大变化。我们预计公司 09-11 年的煤炭产量复合增长率为 45%; 未来将从集团获得 8 倍于公司 09 年产量的煤炭资源注入。我们预计公司煤炭产能最终将达到 5,000 万吨/年以上。公司具有在短、中、长期皆较高的成长性优势, 成长性在煤炭行业中属于佼佼者, 且确定性较好。我们给予其高于同业 20% 的估值溢价, 基于 25 倍 10 年市盈率, 我们将目标价定为 40.62 元, 首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 高速的短期内生增长, 确定性较好。公司现有五个煤矿, 预计 09-11 年产量增长率分别为 53%、62% 和 23%。
- 较好的中长期外延式增长。母公司承诺公司为集团唯一的煤炭业务平台。预计公司 2015 年前将从集团获得 8 倍于 09 年产量的煤炭资源, 共计 4,000 万吨/年的产能。预计公司的煤炭产量将从 2008 年的 327 万吨, 增长至 2015 年的 5,000 万吨, 产量年均复合增长率 48%。
- 随着高毛利的煤炭开采在利润中的占比不断增加, 以及公司煤炭入洗率的提高, 我们预计公司的利润率将会不断提高, 预计 09-11 年净利润率分别为 3.9%、4.7% 和 5.1%, 优于 08 年的 1.9%。

评级面临的主要风险

- 公司主要货源来自山西中小煤矿, 山西整合将导致中小煤矿大量被兼并, 预计公司的货源将受到影响。

估值

- 公司未来煤炭产量增长迅速, 成长性属于行业的佼佼者; 且公司盈利能力不断增强, 09-11 年每股收益复合增长率达到 42%, 增速 2 倍于行业平均。我们给予其高于同业 20% 的估值溢价, 基于 25 倍 10 年市盈率, 将目标价设为 40.62 元, 首次评级为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	2,927	2,768	20,051	25,998	30,693
变动 (%)	48	(5)	624	30	18
净利润 (人民币 百万)	7	4	785	1,219	1,577
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.023	0.012	1.047	1.625	2.103
变动 (%)	(43.2)	(48.2)	8,646.7	55.2	29.4
市盈率 (倍)	1513.9	2922.3	33.4	21.5	16.6
每股现金流量 (人民币)	0.03	0.04	1.06	1.24	1.44
价格/每股现金流量 (倍)	1,113.7	892.1	32.9	28.1	24.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	193.9	155.2	15.8	10.0	7.7
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.314	0.487	0.631
股息率 (%)	0.0	0.0	0.9	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

投资摘要.....	3
估值与盈利假设.....	4
资产重组.....	6
高速的内生增长具有确定性.....	8
较好的长期外延式增长	11
煤炭贸易稳步增长	14
利润率不断提高.....	17
风险.....	19
附录一、重组资产 07-08 年财务数据	20
附录二、母公司山煤集团背景介绍	22
研究报告中所提及的有关上市公司	26

投资摘要

高速的内生增长具有确定性。公司现有 5 个煤矿，我们预计煤炭产量将由 08 年的 327 万吨增加至 11 年的 1,000 万吨，增幅 206%。我们预计 09-11 年，公司产量增速分别为 53%、62% 和 23%。

未来可注入资源巨大。母公司承诺公司为集团唯一的煤炭业务平台。集团将在山西整合约 3,000 万吨/年的产能，我们预计五年内完成并注入上市公司。此外，母公司在内蒙古建设 1,000 万吨/年的煤矿，预计也将于 2015 年前注入公司。上述资源相当于公司 09 年产量的 8 倍。

煤种优势较为明显，较好议价能力。公司目前所产煤炭主要为动力煤，少量用作配焦煤；具有低硫、低灰分、发热量高的优点，售价较高。其 09 年上半年的综合煤炭售价高于除了焦煤集团外的山西五大集团平均综合煤炭售价。此外，随着整合资源注入，预计公司的煤种结构将由目前的主要为动力煤，变为动力煤、无烟煤、半无烟煤和焦煤各占 56%、10%、20% 和 14%，多元化的产品结构将使得公司抗风险能力增强，煤种的盈利能力将进一步提高。

煤炭开采成本低。公司煤炭开采业务处于快速发展的初期，社会负担少，人工成本占吨煤成本的比重不到 20%，远低于五大集团 30% 左右的比例；而现有及在建的五个矿均为低瓦斯矿，安全费用仅 15 元/吨，远低于五大集团（多为 30 元以上）。

未来利润率预计不断提高。1. 在建矿盈利能力优于现有煤矿；
2. 高利润的煤炭开采业务在公司收入中的占比中不断增长；
3. 入洗率不断提高，保守预计 09-11 年净利润率分别为 3.9%、4.7% 和 5.1%，优于 08 年的 1.9%。

预计煤炭贸易业务将迎来反弹。预计公司 09 年的内贸量和外贸量将分别受到山西煤炭限产以及国内外煤价倒挂的影响，较 08 年有较大幅度的下降。但我们认为最坏时期已过，2010 年随着国内外经济的复苏，预计上述两种不利因素将逐渐消失，贸易量将迎来反弹。

煤炭贸易业务将为其煤炭业务扩张带来便利。集团拥有充足的铁路运力，以及煤炭自营出口权。这将其未来煤炭产能扩张提供运力保障，也便于其销售的拓展。

估值与盈利假设

1. 估值

公司 09-11 年的每股收益年均复合增长率为 42% ,高于行业平均的 22%。我们的盈利预测比较保守,因为资产注入的时间和数量目前不能确认,我们没有考虑任何新的资产注入。而鉴于山煤集团的承诺,我们认为公司业绩超预期的可能性很大。

我们给予公司较行业平均 20%的估值溢价,以反映其较好的成长性和我们比较保守的预测。按照 25 倍的市盈率,我们给与公司 40.62 元的目标价,首次评级为**买入**。

图表 2. A 股主要煤炭上市公司估值表

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (09/11/25)	每股收益 (人民币元)				市盈率 (倍)				每股收益年均 复合增长率%
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	
000983.SZ	西山煤电	买入	1,001	41.31	1.44	1.05	1.73	1.86	28.70	39.49	23.82	22.23	33
600188.SS	兖州煤业	买入	1,106	22.49	1.32	0.71	0.79	0.88	17.06	31.77	28.65	25.67	11
600348.SS	国阳新能	买入	477	49.55	1.51	1.89	2.31	2.75	32.75	26.19	21.47	18.05	20
601088.SS	中国神华	买入	7,393	37.17	1.34	1.52	1.73	1.93	27.80	24.42	21.52	19.24	13
601699.SS	潞安环能	买入	625	54.28	2.48	2.10	2.52	2.90	21.91	25.91	21.51	18.71	18
601898.SS	中煤能源	买入	1,933	14.58	0.44	0.49	0.51	0.70	32.99	29.94	28.53	20.77	20
600123.SS	兰花科创	持有	251	44.00	2.45	2.05	2.21	2.39	17.94	21.42	19.95	18.39	8
601666.SS	平煤股份	持有	465	33.30	2.48	1.04	1.45	1.84	13.45	32.08	22.90	18.12	33
000780.SZ	平庄能源	未有评级	158	15.58	0.61	0.55	0.62	0.67	25.54	28.20	25.02	23.09	11
000937.SZ	金牛能源	未有评级	319	40.45	2.49	2.58	3.36	3.78	16.23	15.68	12.02	10.71	21
600395.SS	盘江股份	未有评级	349	31.62	1.08	1.13	1.52	1.75	29.39	27.92	20.78	18.11	24
600997.SS	开滦股份	未有评级	322	26.09	1.46	0.75	0.97	1.15	17.87	35.00	26.84	22.62	24
601001.SS	大同煤业	未有评级	406	48.47	2.40	1.80	2.24	2.57	20.20	26.86	21.60	18.85	19
601918.SS	国投新集	未有评级	372	20.09	0.65	0.65	0.91	1.23	30.43	30.53	21.62	16.03	38
行业平均									10.24	25.35	21.00	18.21	22
600546.SS	中油化建	买入	105	34.97	0.01	1.05	1.62	2.10	2922	33.41	21.52	16.63	42

资料来源:公司数据,中银国际研究

2. 盈利假设

- 1) 由于集团在山西的整合资源,以及在内蒙的新建矿,注入上市公司的时间和数量具有较大的不确定性,因而在盈利预测中,我们未考虑这部分产能。而我们预计 10 年后,其中部分整合资源注入的可能性较大,公司存在较大业绩超预期的可能。
- 2) 假设自 10 年起资源税为煤炭开采收入的 3%。
- 3) 假设 10 年公司综合煤炭售价上涨 5%。
- 4) 假设未来股息率为 30%。

5) 假设本次资产重组年底前完成，我们预计重组后的资产将从 09 年 1 月 1 日起合并报表。

图表 3. 公司主要盈利假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
煤炭产量(百万吨)	2.66	3.27	5.00	8.10	10.00
经坊煤业	1.84	1.46	2.60	3.00	3.00
凌志达煤业	0.51	0.55	1.20	1.20	1.20
大平煤业	0.32	1.26	1.20	1.20	1.80
铺龙湾				1.20	1.20
霍尔辛赫				1.50	2.80
煤炭销量(百万吨)	2.83	3.55	5.43	8.80	10.87
煤炭价格(元/吨)	350	497	566	594	606
煤炭业务毛利率(%)		56.7	57.6	59.6	60.4
煤炭业务净利率(%)		18.4	20.0	21.9	22.7
外贸量(百万吨)	548	528	264	396	594
内贸量(百万吨)	3,565	3,757	3,006	3,456	3,802
贸易量(百万吨)	4,113	4,285	3,270	3,852	4,396

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 煤价敏感度分析

10 年综合煤炭售价涨幅	2010E	较基本变动(%)
15%	1.74	7
10%	1.69	4
5%	1.62	0
0%	1.56	(4)
-5%	1.48	(9)

资料来源：公司数据，中银国际研究

3. 资本开支

公司未来的资本开支主要用于煤矿改建及在建 (含配套洗煤厂) 以及缴纳采矿权，我们预计公司 09-11 年的资本开支分别为 12.1 亿元、12.0 亿元和 10.2 亿元。而公司 09 年上半年净负债 19 亿元，净负债率 55%，预计公司未来从集团获得整合资源时，需要再融资。

图表 5. 公司未来资本开支

(百万元)	2009E	2010E	2011E
煤矿改建	280	547	692
煤矿在建	600	330	
采矿权	325	325	325
合计	1,206	1,202	1,017

资料来源：公司数据，中银国际研究

经坊煤业、凌志达煤业尚有 6.9 亿和 2.9 亿元的采矿权价款未缴。我们预计公司未来将在采矿权上有较大支出。

资产重组

中油化建重组以前，主营化工石油工程施工，主营业务收入全部来自于建筑业务。大股东为吉化集团。重组前，公司存在大量的关联交易，缺乏经营独立性；且主营业务盈利水平低，利润逐年下降，06-08 年平均每股收益仅为 0.025 元。

由于盈利能力弱，股东回报低，公司已不再具备再融资条件。而山西煤炭进出口集团有限公司（山煤集团）也意在通过资本市场壮大自身煤炭板块业务。

1、资产重组内容

根据公司与山煤集团、吉化集团签署的《资产置换协议》、《资产置换协议之补充协议》和《发行股份购买资产协议》，本次资产重组由资产置换和发行股份购买资产两项不可分割的内容组成。

资产置换。公司以原有全部资产和负债作为置出资产，山煤集团将 7 家煤炭贸易公司股权作为置入资产，两者进行置换。置入资产与置出资产价值的差额部分，由吉化集团在交割日当天以现金方式向公司补足。

发行股份购买资产。公司以发行股份购买资产方式，向山煤集团购买其持有的 3 家煤炭开采公司、18 家煤炭贸易公司的股权及其本部涉及煤炭销售业务的资产和负债。发行价格为 5.94 元，发行数量为 4.5 亿股。发行股份完成后，公司的总股本达到 7.5 亿股，实际流通股 1.8 亿股。

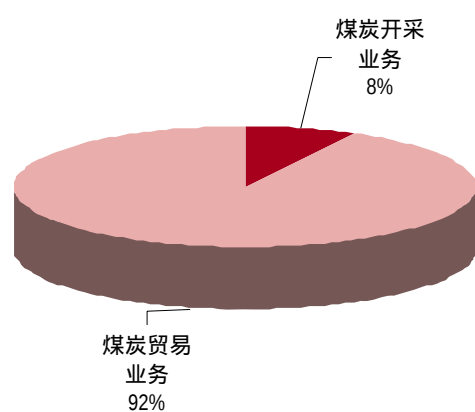
2、资产重组进展

公司已经公告，确定 09 年 11 月 19 日为资产交割日。我们预计公司 09 年底前能够完成资产重组。

3、公司重组后经营结构

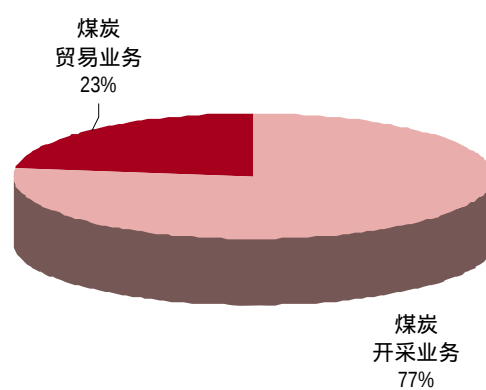
重组后，中油化建主营业务主要包括煤炭开采业务和煤炭贸易业务。08 年，贸易业务贡献了 92% 的收入，开采业务贡献了 77% 的净利润。我们预计未来随着煤炭开采业务的快速成长，公司的主要利润贡献将由开采业务贡献。

图表 6. 08 年中油化建收入构成



资料来源：公司数据

图表 7. 08 年中油化建利润构成



资料来源：公司数据

高速的内生增长具有确定性

公司包含3个建成煤矿,2个在建煤矿,可采储量5.1亿吨

公司拥有5个煤炭生产基地。其中已投产3个,分别是经坊煤业、凌志达煤业和大平煤业;在建2个,分别是铺龙湾煤业和霍尔辛赫煤业。

截至2008年9月30日,公司5个煤矿可开采煤炭储量合计5.1亿吨,预计可采年限为48年。

图表8. 中油化建三个现有矿

煤矿名称	可采储量 (百万吨)	权益可采 储量 (百万吨)	可采 年限 (年)	地点	煤种	用途	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	备注
经坊煤业	144	108	62	长治	贫瘦煤	动力煤 配焦煤	75	180	135	预计10和11年的产量 分别将增加至240和 300万吨,低瓦斯矿
凌志达煤业	44	28	28	长治	贫煤、无烟煤	动力煤	63	120	76	低瓦斯矿
大平煤业	31	11	37	长治	贫煤	动力煤	35	60	21	预计11年产量增加至 180万吨/年,低瓦斯矿
总计	219	147	47					360	232	

资料来源:公司公告,中银国际研究

图表9. 中油化建两个在建矿

煤矿名称	可采储量 (百万吨)	权益可采 储量 (百万吨)	可采 年限 (年)	地点	煤种	用途	持股比例 (%)	产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	备注
铺龙湾煤业	31	31	21	大同	气煤	动力煤	100	120	120	预计2009年12月25日 投产,低瓦斯矿
霍尔辛赫	259	181	62	长治	贫煤,贫瘦煤	动力煤, 喷吹煤	70*	300	210	预计在2010年6月30 日投产,低瓦斯矿
总计	290	212	50					420	330	

资料来源:公司公告,中银国际研究

注:包括凌志达煤业持有的19%的股权

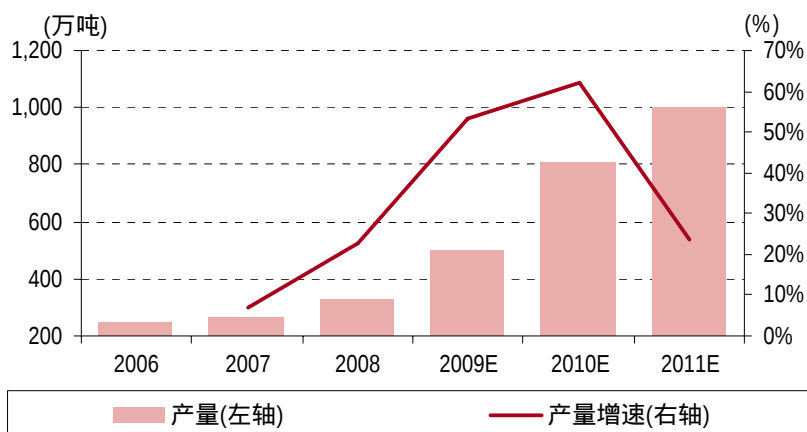
预计公司09-11年煤炭产量增长率分别为53%、62%和23%。

1、高速的内生增长,具有确定性

我们预计公司09年煤炭产量500万吨左右。随着公司现有矿的扩建和在建矿的投产,预计10年底的产能为1,000万吨。

预计公司09-11年的煤炭产量年均复合增长率为45%,在上市公司里面属于较快的(见下图),且确定性较好。我们预计09-11年的煤炭产量增速分别为53%、62%和23%,产量分别为500万吨、810万吨和1,000万吨。

图表 10.中油化建煤炭产量及增速



资料来源：公司公告，中银国际研究

2.优质煤种，售价较高，议价能力较强。

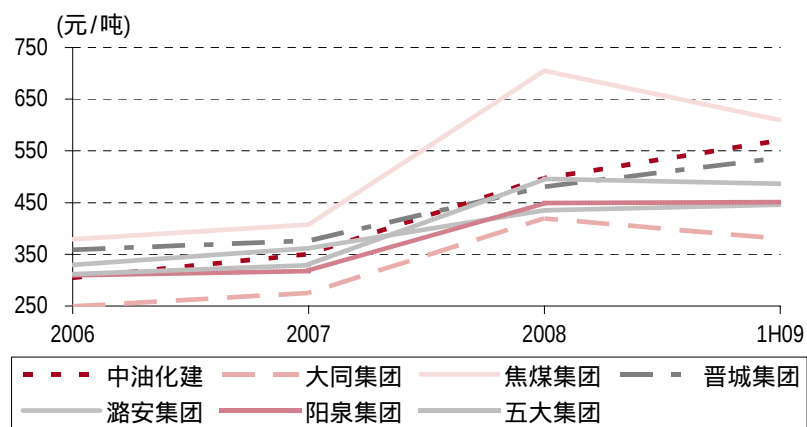
煤种优秀，目前售价高于秦皇岛山西优混煤 100 元/吨

公司综合煤炭售价也高于除了焦煤集团外的山西五大集团煤炭平均综合售价

公司所产煤炭多数为坑口销售，主要通过公路运输；发热量为 5,500 大卡；煤种以贫煤、贫瘦煤、无烟煤为主，主要用作动力煤，也有部分煤种可作为喷吹煤。各煤种具有低硫、低灰分、发热量高的优势。

09 年上半年，同为 5,500 大卡的发热量，公司煤炭的坑口售价为 571 元/吨，与秦皇岛山西优混煤的平仓价 576 元/吨基本相仿。如计算运输和港口费用，我们预计公司煤炭的平仓价将较山西优混煤高出 100 元/吨左右，即 671 元/吨。煤种优势比较明显。公司综合煤炭售价也高于除了焦煤集团外的山西五大集团煤炭平均综合售价 (见下图)。

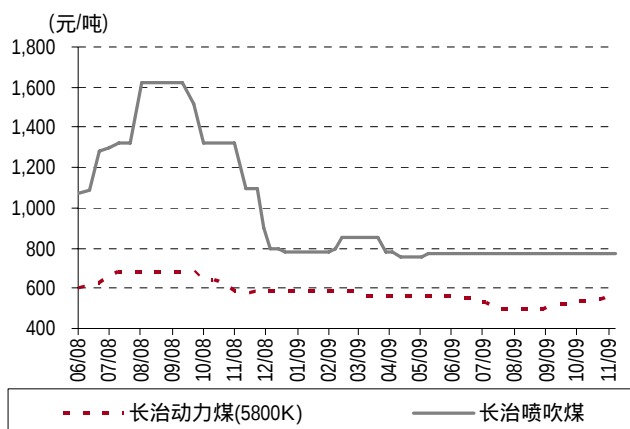
图表 11.公司与山西五大集团煤炭综合售价比较



资料来源：中国煤炭资源网，公司公告，中银国际研究

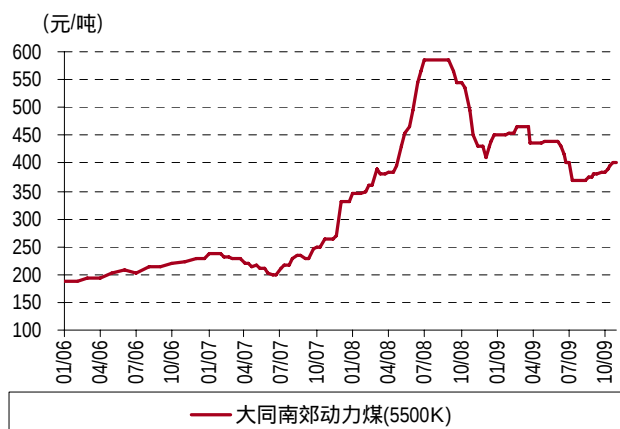
注：由于经坊煤业在 08 年第三季度停产两个月，因而公司 08 年整体价格低于五大集团

图表 12. 公司煤矿所在地价格走势—长治车板价



资料来源：中国煤炭资源网，公司公告

图表 13. 公司煤矿所在地价格走势—大同坑口价



资料来源：中国煤炭资源网，公司公告

3、成本优势明显

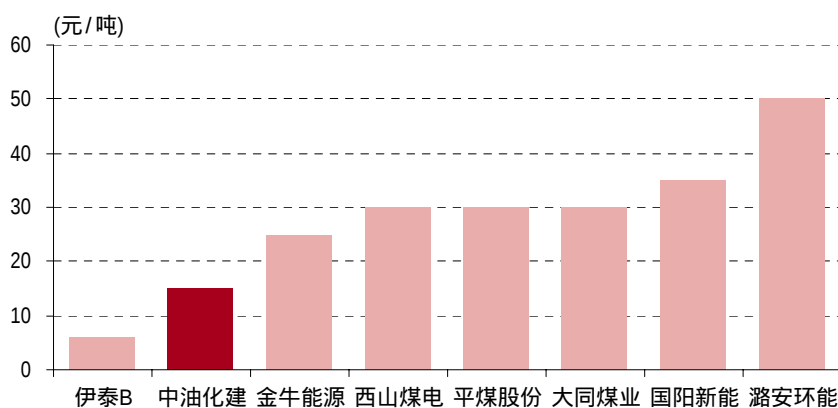
人工成本仅占吨煤开采成本的比重不足 20%

人工成本较低。公司煤炭开采业务处于快速发展的初期，社会历史负担较轻，效率较高。公司煤炭开采生产成本中，人工成本占比不足 20%，大大低于行业平均 30%以上的比重。

吨煤安全费用仅 15 元/吨

安全费用较低。公司现有 3 个矿安全费用仅 15 元/吨，是煤炭上市公司中，特别是山西省较低的，具有成本优势。由于公司 5 个矿全部为低瓦斯矿，我们预计在建的 2 个矿投产后的安全费用也将为 15 元/吨。

图表 14. 主要煤炭上市公司安全费用比较



资料来源：公司公告，中银国际研究

较好的长期外延式增长

公司未来可从集团获得的煤炭资源产能达 4,000 万吨/年

公司的外延式增长，主要来自母公司的资产注入，包括：母公司参与整合的煤炭资源和母公司在内蒙古待建的煤矿，共 4,000 万吨/年产能。

山煤集团是山西省本次煤炭资源重组中的 7 大整合主体之一，整合量较大；且集团承诺过，将把整合完成的资源全部注入上市公司，因而资产注入的确定性较高。

1. 山西煤炭资源整合数量巨大

母公司资源整合的煤矿，整合后产能将达到 3,000 万吨/年

截至 10 月 19 日，山煤集团将在荆州、临汾、大同、长治、晋城和晋中 6 个市进行煤炭资源整合重组，将 59 座小煤矿整合为 20 座，产能将由整合前的 2,019 万吨变为 2,900 万吨，增长 44%；保有储量由 21 亿吨增加至 28 亿吨，增长 33%。

上述整合重组中，已全部签订框架性协议，大部分已经签订价格。且其中有部分煤矿不需要改扩建，可以在换签后直接投产。因而我们预计公司 10 年从集团继续获得资产注入的可能性较大。

图表 15. 山西主要煤炭集团已获批复的煤炭资源整合情况

	煤矿个数			产能 (百万吨)		
	重组前	重组后	变动(%)	重组前	重组后	变动(%)
中煤集团	21	9	(57)	8.6	9.9	15
阳煤集团	22	12	(45)	5.6	14	152
兰花集团	24	15	(38)	13	16	20
潞安集团	45	22	(51)	12	21	68
山煤集团	36	16	(56)	16	25	54
晋城无烟煤集团	83	38	(54)	18	27	45
同煤集团	80	36	(55)	20	27	36
焦煤集团	96	47	(51)	21	34	58
煤销集团	271	139	(49)	76	112	48
合计	678	334	(51)	192	285	49

资料来源：中国煤炭资源网，中银国际研究

未来集团将通过成熟一家，注入一家的方式，把整合完成的煤炭资源注入上市公司

母公司承诺上市公司将成为集团唯一的煤炭业务平台。但为降低上市公司风险以及避免资源整合主体的政策限制，集团将作为兼并重组的主体。在兼并重组完成后，母公司将采取“成熟一家，注入一家”的方式，逐步将整合的煤炭资源悉数注入上市公司。

未来母公司将只保留高铁装备和其他金融地产投资业务。

母公司将在内蒙古将设 1,000 万吨/年的煤矿，也将注入上市公司

2. 内蒙古待建 1,000 万吨/年的煤矿

公司浩沁煤田矿区的采矿权已经拿到，该矿位于内蒙古西乌珠穆沁旗吉林高勒，目前正在进行一些基础配套设施建设。该矿煤种主要为长焰煤，全部为动力煤，发热量为 5,100-5,400 大卡，集团持股比例为 60%。该矿设计产能 1,000 万吨/年，我们预计未来将达到 1,500 万吨/年的产能。我们预计集团将在 2015 年前将内蒙矿注入上市公司。

图表 16. 中油化建内蒙古待建矿

煤田	探明资源量 百万吨	地点	煤种	用途	持股比例 %	产能 万吨/年	权益产能 大卡	发热量	备注
浩沁煤田	1486	内蒙古西乌旗	长焰煤	动力煤	60	1000	600	5217-5368	预计 2015 年前注入上市公司

资料来源：西乌旗政府网，公司公告，中银国际研究

山煤集团未来将建成 4 个煤炭基地，总产能 5000 万吨/年

3. 集团煤炭开采业务整体规划

包括公司现有产能、母公司煤炭资源整合产能、母公司内蒙古待建矿；山煤集团计划未来建成 4 个煤炭基地：无烟煤基地、半无烟煤基地、炼焦煤基地和动力煤基地，煤炭产能共计 5,000 万吨/年。

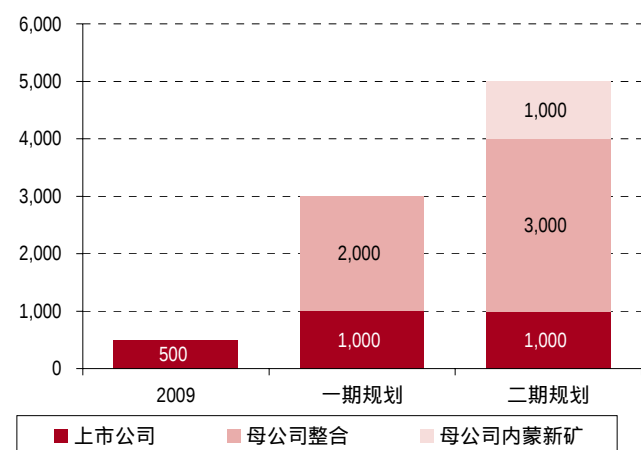
图表 17. 山煤集团未来 4 个煤炭基地

基地规划	发展状态
无烟煤基地	晋城，产能 500 万吨
半无烟煤基地	长治，产能 1,000 万吨
炼焦煤基地	临汾和吕梁，产能 600-800 万吨
动力煤基地	大同，产能 800 万吨；河渠县，产能 1,000 万吨；内蒙，产能 1,000 万吨

资料来源：公司数据，中银国际研究

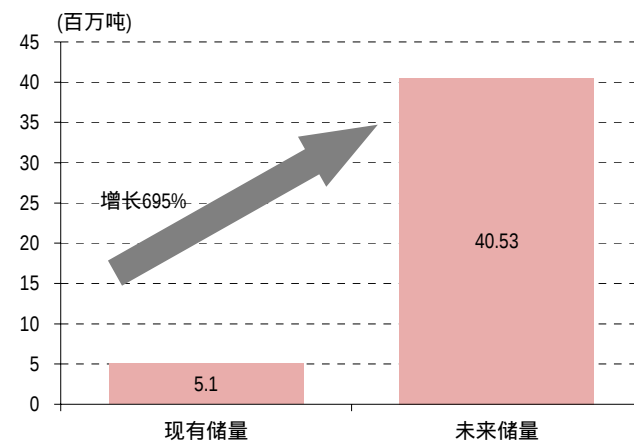
四个基地一期产能为 3,000 万吨/年，我们预计 1-2 年内完成；二期产能 5,000 万吨/年，我们预计 3-5 年内完成。

图表 18. 山煤集团煤炭产量规划



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 山煤集团煤炭可采储量变化

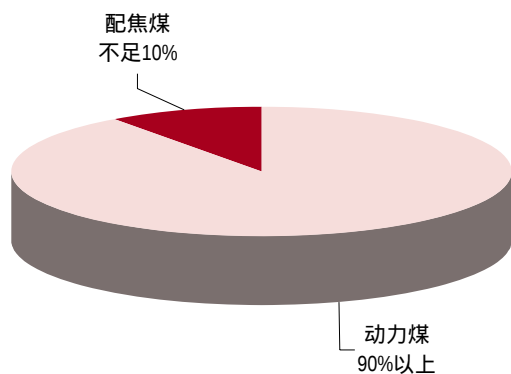


资料来源：公司数据，西乌旗政府网，中银国际研究

未来多元化的煤种结构将使得公司抗风险能力增强

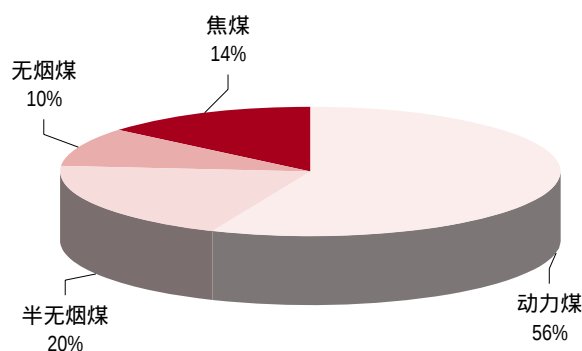
我们预计母公司整合资源及内蒙矿注入后，公司的煤种分类中，10%为无烟煤，14%为焦煤，20%为半无烟煤，56%为动力煤。我们认为多元化的煤种结构将使得公司抗风险能力增强，煤种的盈利能力将进一步提高。

图表 20. 中油化建目前煤种分布



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 21. 中油化建未来煤种分类



资料来源：公司数据，中银国际研究

煤炭贸易稳步增长

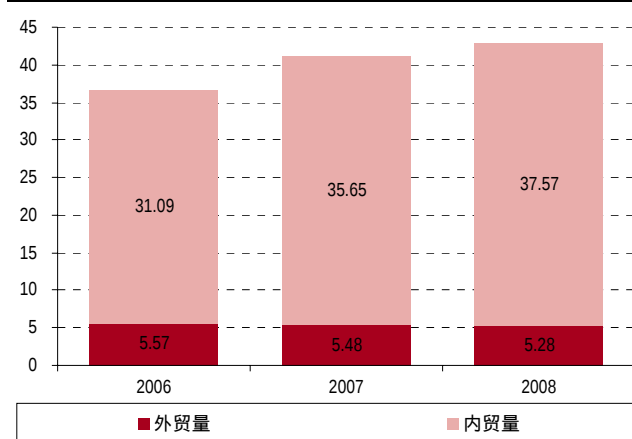
山煤集团08年贸易量4285万吨，其中外贸量和内贸量分别占12%和88%

2008年，公司煤炭(包括焦炭)贸易量为4,285万吨。其中外贸量和内贸量分别占12%和88%；外贸量在06-08年一直保持500多万吨，比较稳定。

我们预计未来公司将在5年内将煤炭贸易量增加至5,000万吨(不包括公司自产的5,000万吨)，年复合增长率为3.1%。

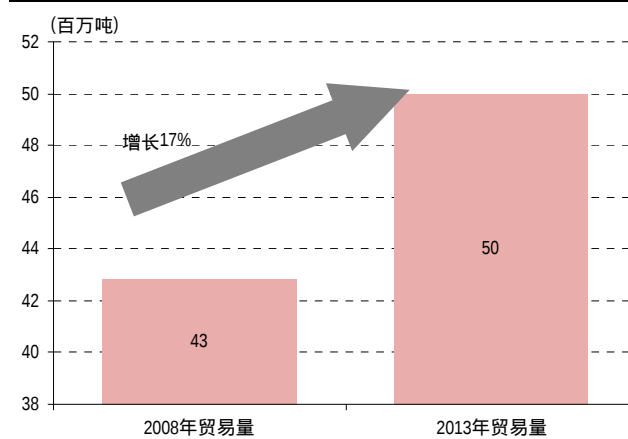
集团煤炭贸易业务，国内主要集中在电力、冶金等行业，在东部沿海地区拥有众多大型客户；煤炭出口方面则面向韩国、日本、印度、土耳其等十多个国家和地区。

图表 22.中油化建煤炭贸易构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 23.中油化建煤炭贸易量变化



资料来源：公司公告，中银国际研究

我们预计09年山西的煤炭产量增幅将在10%以上，这将大大增强公司内贸业务在10年及11年的表现

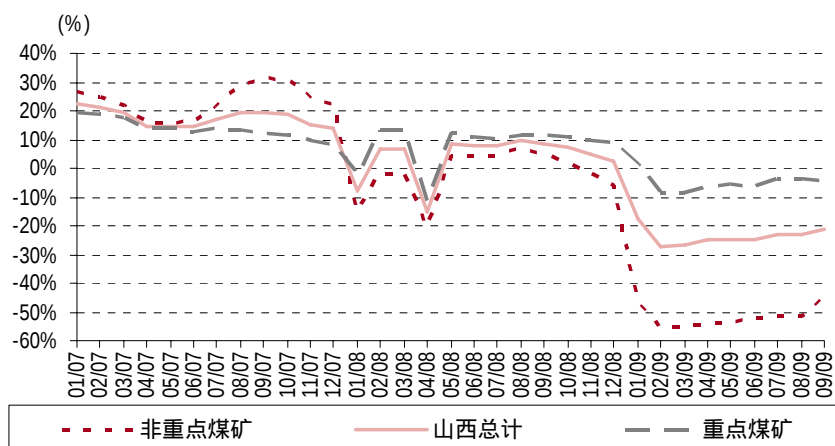
1. 内贸量将受益于山西煤炭复产

山西省的煤炭资源整合导致09年山西省煤炭产量大幅减少。据煤炭资源网统计，1-9月，山西省煤炭销售量(铁路出省)同比下降21%。

由于公司的贸易公司及发运站主要分布在山西省内，且主要供应商为中小煤矿，因而煤炭产量的大幅度减少大大影响公司09年的内贸量。公司09年上半年内贸量仅相当于08年全年总量的29%。

随着山西煤炭资源整合进度的不断加快，以及山西省政府促进本省GDP增长的需要，我们预计09年山西的煤炭产量增幅将在10%以上，这将大大增强公司内贸业务在10年及11年的表现。

图表 24. 山西省煤炭销售量 (月度铁路出省)同比增幅



资料来源：中国煤炭资源网，中银国际研究

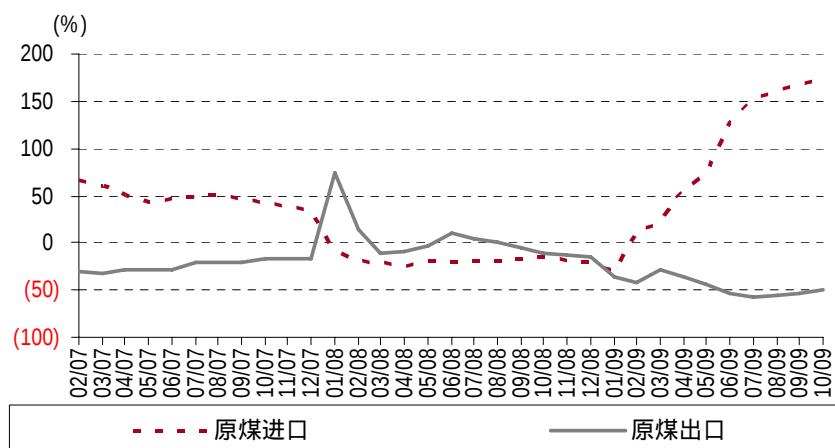
2. 外贸量将受益于出口景气度回升

由于全球经济不景气，及国内外差价的存在，国内原煤出口同比下滑严重。据万得资讯统计，09 年前 10 个月，中国原煤出口量减少 51%为 1,890 万吨。

我们认为煤炭出口最坏时期已过，预计 2010 年随着全球经济的复苏，公司的出口优势将会更好发挥

公司煤炭出口也深受影响。公司 09 年上半年煤炭出口量占外贸量的比重由 08 年的 79%下降至 09 年上半年的 44%。我们认为最坏时期已过，预计 2010 年随着全球经济的复苏，公司的出口优势将会更好发挥。

图表 25. 中国原煤进出口同比增幅比较 (月度)



资料来源：万得资讯，中银国际研究

省内铁路运输计划单列，以及自营出口权，将确保公司未来煤炭业务的铁路运输及出口额度

3、贸易业务有保障

铁路运输便捷、运价低廉，一直都是山西省煤炭对外运输的主要方式，而目前铁路运输能力不足是制约晋中和晋南煤炭省外销售的最大障碍。集团拥有的铁路运输计划单列，将确保公司未来煤炭贸易及开采业务对铁路运输的需求。

山煤集团拥有自营出口权，将较好满足公司出口业务的需求。集团 08 年的出口配额为 540 万吨，而公司上半年出口额仅为 60 万吨，我们预计未来反弹空间较大。

图表 26. 集团铁路计划量及实际发运量情况

百万吨	2006	2007	2008
铁路计划	33.55	34.35	38.10
实际发运	30.62	34.73	32.45
完成比例(%)	91	101	85

资料来源：公司公告

图表 27. 我国煤炭出口配额情况

百万吨	2006	2007	2008
神华集团	26.37	25.90	21.80
中煤集团	38.13	31.80	21.80
山煤集团	11.50	7.80	5.40
五矿集团	4.00	4.50	4.00
合计	80.00	70.00	53.00

资料来源：公司公告

利润率不断提高

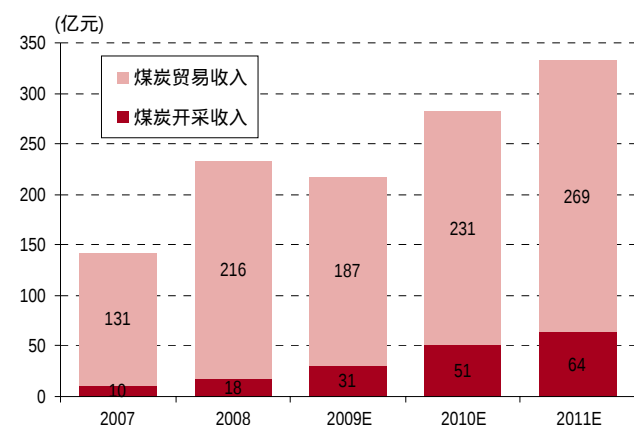
随着煤炭开采业务在主营收入中的占比提高，公司的利润率将不断增长

1. 煤炭开采业务比重不断提高

公司的营业收入绝大部分来自于煤炭贸易业务，但煤炭开采业务却是其利润的主要来源（见下图）。随着公司在建及改建矿的投产，煤炭开采收入会大幅增加。

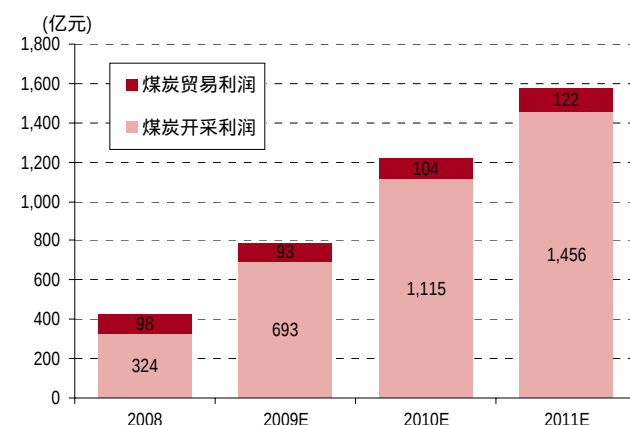
据我们推算，公司 08 年煤炭开采的净利润率为 18%，远高于煤炭贸易的 0.45%。因而我们认为，随着煤炭开采业务在收入的占比不断增加，公司利润率将会逐渐提高。保守预计 09-11 年公司的净利润率分别为 3.9%、4.7%和 5.1%，优于 08 年的 1.9%。

图表 28.中油化建收入



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 29.中油化建利润



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 30.公司未来的净利率走势



资料来源：公司公告，中银国际研究

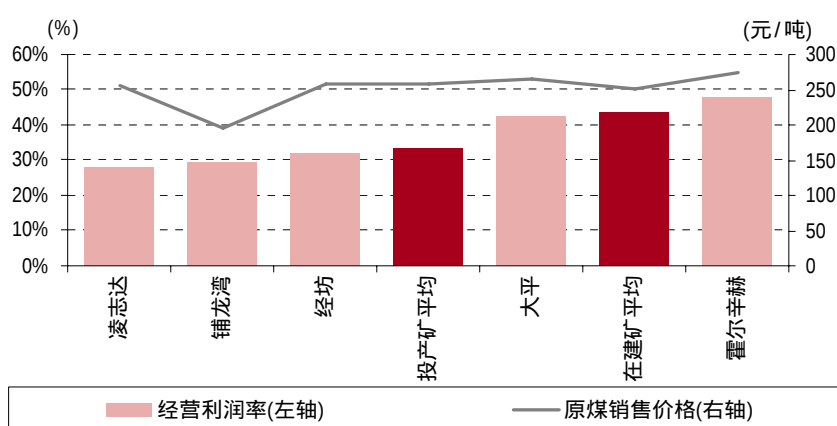
在建矿的盈利能力要优于现有矿，尤其是霍尔辛赫矿利润率最高

2. 在建矿盈利能力优于目前

根据公司对 5 个煤矿的评估，我们推算公司 5 个矿中盈利能力最强的是霍尔辛赫矿。霍尔辛赫矿开采条件和经坊煤业相当，却可用作售价更高的喷吹煤。

虽然铺龙湾矿盈利能力较弱，但由于霍尔辛赫矿核定产能是铺龙湾的 2.5 倍，因而在在建矿的盈利能力要优于现有矿：按全部产能计算，在建矿和现有矿的经营利润率分别为 44%和 33%；按权益产能计算，两者的经营利润率分别为 43%和 33%。

图表 31.最近三年公司 5 个矿盈利能力比较



资料来源：公司公告，中银国际研究

注：霍尔辛赫矿和铺龙湾矿为公司根据当地煤质相当的盈利能力数据预测

3. 入洗率提高增强盈利能力

公司目前仅有经坊煤业配套洗煤厂，洗煤能力为 90 万吨。经我们测算发现，经坊煤业原煤和洗煤的营业利润率分别为 32%和 45%，洗煤的盈利能力大大优于原煤。

目前公司正在为霍尔辛赫矿建设入洗能力 300 万吨/年的洗煤厂，我们预计其将于 2011 年投入使用，届时公司整体入洗率将由 09 年的 18%提高至 39%。

预计公司未来将配备更多的洗煤厂，提高入洗率。但鉴于公司目前的在建工程较多，且负债率较高，我们预计公司的利润率将在中长期进一步提高。

图表 32.经坊煤业原煤与洗煤营业利润率比较

经坊煤业（税前）	原煤	洗煤
原煤销售价格（元/吨）	257	350
原煤单位总成本费用（元/吨）	175	192
营业利润率	32%	45%

资料来源：公司公告，中银国际研究

注：选煤价格均已折合为原煤价格

洗煤的盈利能力大大优于原煤，公司未来入洗率将不断提高

风险

1. 增发摊薄的风险

我们预计，集团未来资产注入时可能需要较多的再融资。如果从集团收购资产的价格过高，再融资将可能摊薄公司每股收益。

2. 快速发展带来的管理人才不足

由于公司目前主要业务为煤炭贸易业务，随着煤炭开采业务的发展，我们预计公司未来将需要较多煤矿管理人才。但由于公司目前自身煤矿较少，自我培养能力相对不足，因而需要从社会上及其他煤炭公司吸收人才。这可能导致管理成本相对较高。

能否获得充足的合适的管理人才，是公司未来稳定持续发展的基础。据公司介绍，公司现在的煤矿管理人才正在逐渐增多。

3. 煤炭成本提高的风险

如果煤炭资源税 10 年由“从量计税”改为“从价计税”，公司税收负担会提高。目前山西省已征收煤炭可持续发展基金、矿山环境治理恢复保证金和煤矿转产发展资金等各项费用，如果未来增加新的费用或提高现有征收标准，将进一步增加公司的生产成本。

4. 山西整合带来的货源不足风险

公司煤炭贸易业务的供应商大部分为山西省地方中小煤矿。本次山西煤炭资源整合中，上述许多中小矿会并入大集团。由于各大产煤集团均有自身的煤炭贸易体系，我们预计公司可能会流失部分煤炭供应商。为此，公司在积极参与山西煤炭资源整合来补充煤源，也努力向产煤大省如内蒙古、陕西等寻求煤源。

附录一、重组资产 07-08 年财务数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008
销售收入	13,189	21,645
销售成本	(11,529)	(19,187)
经营费用	(827)	(978)
经营利润 (息税前利润)	833	1,479
折旧及摊销	(90)	(183)
息税折旧前利润	743	1,297
净利息收入/(费用)	(123)	(152)
其他收益/(损失)	20	(168)
税前利润	640	977
所得税	(235)	(288)
少数股东权益	(62)	(268)
净利润	343	421
收入增长(%)	34	64
息税前利润增长(%)	51	74
息税折旧前利润增长(%)	69	78

资料来源：公司数据

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008
现金及现金等价物	1,395	1,061
应收帐款	552	1,464
库存	463	885
其他流动资产	2,545	2,438
流动资产总计	4,956	5,848
固定资产	1,443	1,979
无形资产	1,964	2,032
其他长期资产	151	171
长期资产总计	3,557	4,182
总资产	8,513	10,030
应付帐款	937	1,630
短期债务	954	1,250
其他流动负债	2,288	2,000
流动负债总计	4,179	4,880
股东权益	1,842	2,209
少数股东权益	575	691
总负债及权益	8,513	10,030

资料来源：公司数据

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008
净利润	640	977
经营活动产生的现金流	675	61
购买固定资产净值	(697)	(871)
投资减少/增加	0	44
其他投资现金流	0	(6)
投资活动产生的现金流	(696)	(833)
净增债务	314	935
其他融资现金流	(258)	(658)
融资活动产生的现金流	275	439
现金变动	253	(334)
期初现金	1,142	1,395
公司自由现金流	(21)	(773)
权益自由现金流	35	(378)

资料来源：公司数据

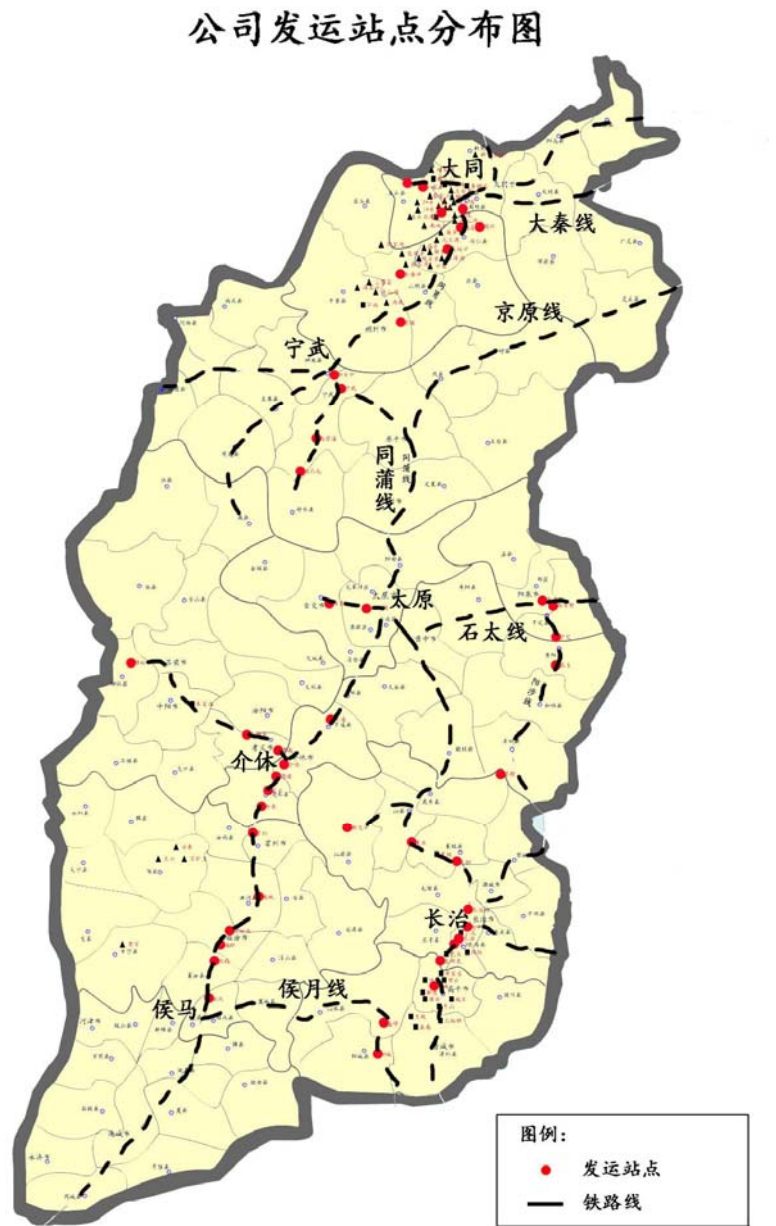
附录二、母公司山煤集团背景介绍

山西省国资委持有山煤集团 100% 股权，为山煤集团唯一股东和实际控制人。山煤集团是一家以煤炭开采和煤炭贸易为主业，高铁轮对制造、化工、房地产等非煤产业并举的国有大型综合性煤炭企业，拥有中国煤炭自营出口权（中国四家之一、山西省唯一一家）和山西省内铁路运输计划单列，是中国最大的煤炭经销企业之一。

截至 2008 年底，集团总资产达 136 亿元，职工总数 6,314 人，子公司 35 个。08 年公司共完成煤焦贸易量 4,285 万吨，销售收入达 219 亿元，利润 10.4 亿元。

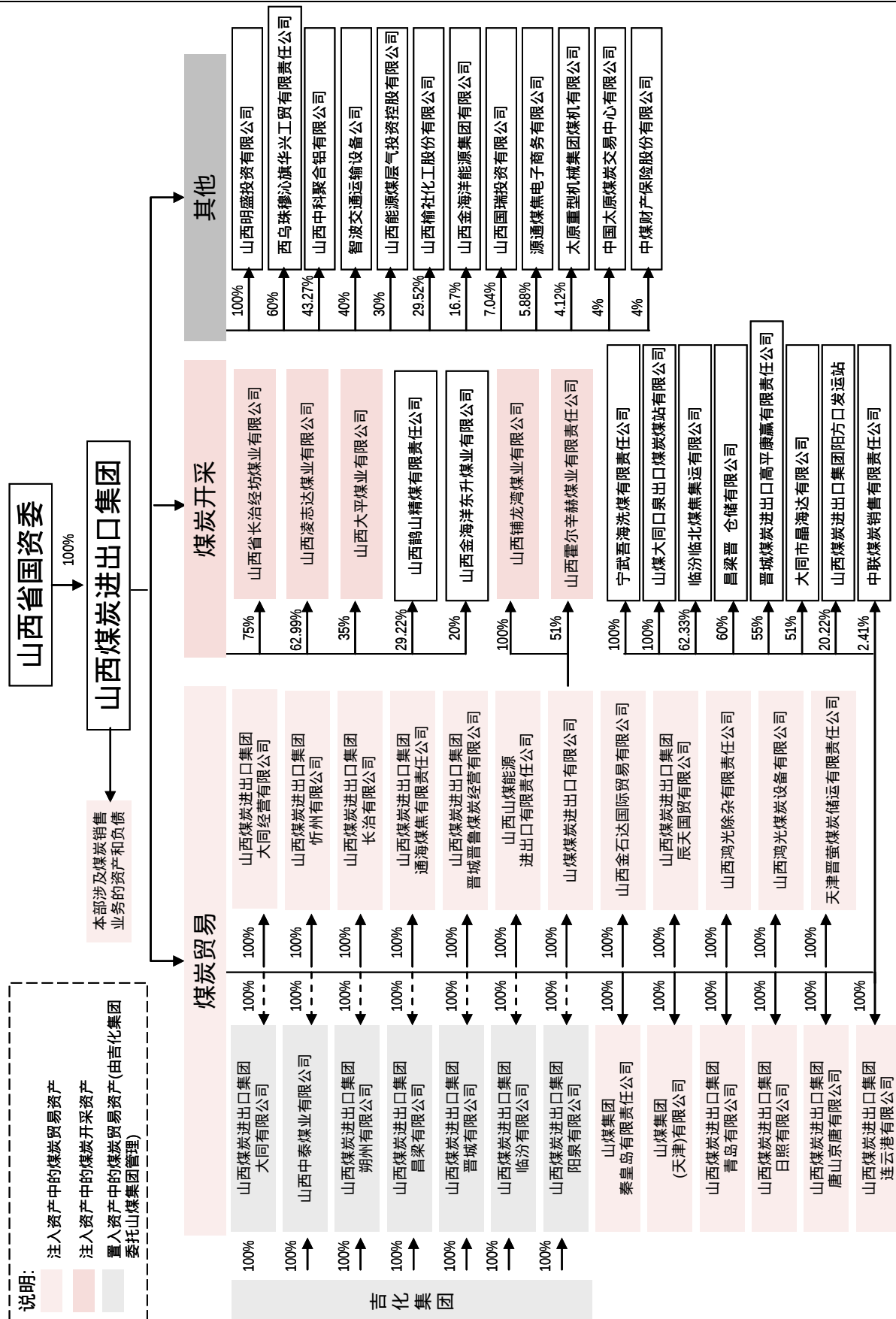
集团向公司注入煤炭业务后，将只保留高铁轮对制造、化工、房地产等非煤业务。其中高铁轮对项目是铁道部定点生产商，长期规划为营业收入 200 亿元/年，预计有较好的盈利能力。

图表 32. 公司发运站点分布图



资料来源：公司数据

图表 33. 山煤集团股权结构图 (包括参股和控股企业)



资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	2,927	2,768	20,051	25,998	30,693
销售成本	(2,776)	(2,582)	(17,142)	(21,562)	(25,202)
经营费用	(97)	(119)	(1,055)	(1,443)	(1,662)
经营利润 (息税前利润)	54	67	1,853	2,993	3,829
折旧及摊销	(34)	(32)	(248)	(314)	(413)
息税折旧前利润	20	36	1,605	2,679	3,416
净利息收入/(费用)	(6)	(12)	(170)	(220)	(250)
其他收益/(损失)	0	(15)	170	20	20
税前利润	15	8	1,606	2,479	3,186
所得税	(8)	(5)	(435)	(662)	(835)
少数股东权益	0	0	(385)	(598)	(774)
净利润	7	4	785	1,219	1,577
每股收益(人民币)	0.023	0.012	1.047	1.625	2.103
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.314	0.487	0.631
收入增长(%)	48	(5)	624	30	18
息税前利润增长(%)	(29)	78	4,419	67	28
息税折旧前利润增长(%)	(12)	25	2,659	61	28
每股收益增长(%)	(43)	(48)	8,647	55	29

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	15	8	1,606	2,479	3,186
折旧与摊销	34	32	248	314	413
净利息费用	6	12	170	220	250
运营资本变动	147	(780)	(543)	(1,104)	(1,524)
税金	(8)	(5)	(435)	(662)	(835)
经营活动产生的现金流	9	12	798	933	1,077
购买固定资产净值	(20)	(11)	(1,206)	(1,202)	(1,017)
投资减少/增加	54	0	12	12	12
其他投资现金流	0	0	478	0	0
投资活动产生的现金流	34	(11)	(715)	(1,189)	(1,004)
净增债务	0	0	1,447	1,000	600
其他融资现金流	(6)	(7)	(246)	(366)	(473)
融资活动产生的现金流	(6)	(7)	1,201	634	127
现金变动	38	(6)	1,284	378	200
期初现金	105	143	136	1,421	1,799
公司自由现金流	43	1	83	(256)	73
权益自由现金流	39	(4)	1,294	378	200

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	143	136	1,421	1,799	1,999
应收帐款	505	551	1,356	1,758	2,075
库存	718	712	791	995	1,163
其他流动资产	92	50	2,400	2,986	3,449
流动资产总计	1,458	1,449	5,967	7,537	8,685
固定资产	231	218	2,649	2,986	2,756
无形资产	47	45	2,432	2,932	3,432
其他长期资产	22	26	203	211	225
长期资产总计	299	288	5,284	6,130	6,413
总资产	1,757	1,737	11,251	13,667	15,099
应付帐款	564	590	1,456	1,831	2,141
短期债务	70	70	1,000	1,100	850
其他流动负债	497	449	1,891	2,127	2,321
流动负债总计	1,131	1,109	4,347	5,058	5,312
长期借款	0	0	2,447	2,700	2,000
其他长期负债	0	0	623	623	623
股本	300	300	750	750	750
储备	326	328	2,008	2,861	3,965
股东权益	626	628	2,758	3,611	4,715
少数股东权益	0	0	1,076	1,674	2,449
总负债及权益	1,757	1,737	11,251	13,667	15,099
每股帐面价值(人民币)	2.09	2.09	3.68	4.82	6.29
每股有形资产(人民币)	1.93	1.94	0.43	0.91	1.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.24)	(0.22)	2.70	2.67	1.14

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	1.8	2.4	9.2	11.5	12.5
息税前利润率	0.7	1.3	8.0	10.3	11.1
税前利润率	0.5	0.3	8.0	9.5	10.4
净利率	0.2	0.1	3.9	4.7	5.1
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率	3.6	2.9	9.4	12.2	13.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	52.8	37.9	11.9
速动比率	0.7	0.7	1.2	1.3	1.4
估值(倍)					
市盈率	1513.9	2922.3	33.4	21.5	16.6
市净率	16.8	16.7	9.5	7.3	5.6
价格/现金流	1,113.7	892.1	32.9	28.1	24.4
企业价值/息税折旧前利润	193.9	155.2	15.8	10.0	7.7
周转率					
存货周转天数	114.7	101.1	16.0	15.1	15.6
应收帐款周转天数	63.0	72.7	24.7	24.7	24.7
应付帐款周转天数	70.4	77.8	26.5	25.7	25.5
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	1.1	0.6	28.5	33.7	33.4
资产收益率	0.5	0.9	10.4	14.4	16.7
已运用资本收益率	2.9	5.1	22.0	29.5	34.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中油化建 (600546.SS/人民币 34.97 , 买入)

西山煤电 (000983.SZ/人民币 41.31 , 买入)

兖州煤业 (600188.SS/人民币 22.49 , 买入)

国阳新能 (600348.SS/人民币 49.55 , 买入)

中国神华 (601088.SS/人民币 37.17 , 买入)

潞安环能 (601699.SS/人民币 54.28 , 买入)

中煤能源 (601898.SS/人民币 14.58 , 买入)

兰花科创 (600123.SS/人民币 44.00 , 持有)

平煤股份 (601666.SS/人民币 33.30 , 持有)

平庄能源 (000780.SZ/人民币 15.58 , 未有评级)

金牛能源 (000937.SZ /人民币 40.45 , 未有评级)

盘江股份 (600395.SS/人民币 31.62 , 未有评级)

开滦股份 (600997.SS/人民币 26.09 , 未有评级)

大同煤业 (601001.SS/人民币 48.47 , 未有评级)

国投新集 (601918.SS/人民币 20.09 , 未有评级)

以 2009 年 11 月 25 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 11 月 24 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371