

上海能源 600508.SH

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

芳树无人花自落，春山一路鸟空啼

——上海能源调研报告

投资要点：

- 公司的主营业务为煤炭和电解铝，分别占营业收入的70%和25%左右，发电及运输只提供补充和支撑；
- 预计10年我国煤炭供略不应求，潜在缺口为4500—7000万吨，据此我们预计10年的煤炭价格继续维持升势，涨幅在10%左右；
- 煤炭在公司各项业务中一枝独大，且公司利润对其依赖度更高；09年原煤和洗选业务可分别达到860万吨和260万吨，前者已超过公司的核定产能，后者还存在较大的增长潜力；
- 公司近年来在电解铝业务上投入40亿巨资，但产生的效益不甚理想，且业绩极不稳定；09年得益于铝价上涨和存货跌价转回，铝业务有望实现盈亏平衡；
- 从短期看，公司股价缺乏催化剂，但中长线仍存许多看点，如靠近消费地，煤价上涨中获益最大；外延式扩张有序进行；电解铝业务具备成本优势，有望成为亮点；
- 我们使用了资源估值和相对估值两种方法，佐证公司的股价存在较高的安全边际；
- 预计09、10年每股收益分别为1.30和1.92元，对应市盈率分别为18.9和12.8倍，给予公司23X的目标PE，目标价为30元，首次给予“推荐”评级。

财务摘要	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	5204.34	6895.11	6550.35	7532.91
同比增长率(%)	18.4%	32.5%	-5.0%	15.0%
净利润(百万元)	544.18	1084.97	936.86	1388.14
净利同比(%)	16.2%	99.4%	-13.7%	48.2%
EPS(元)	0.75	1.50	1.30	1.92
PE(倍)	32.6	16.4	18.9	12.8

煤炭

评级：推荐（首次）

目标价格：¥30.00

当前价格：¥24.57

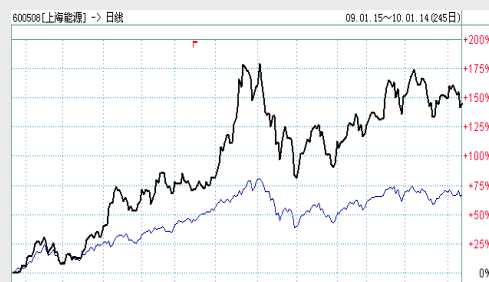
2010.01.15

总市值(百万元)	17634.37
总股本/流通 A 股(百万股)	722.72/722.72
流通市值(百万元)	17634.368
每股净资产(元)	6.24
净资产收益率(%)	13.96

交易数据

52 周内股价区间(元)	9.80-28.45
静态市盈率(倍)	15.8
动态市盈率(倍)	18.8
市净率(倍)	3.9

52 周内股价走势图



黄庆扬

电话

邮箱

张志鹏

021-32229888*3508

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

目录

公司隶属中煤集团.....	4
基本实现“煤电铝运”一体化.....	4
近年煤炭产量稳中有升.....	5
电解铝业务快速扩张.....	6
发电和运输处于辅助地位.....	7
预计 10 年煤铝价格均有 10%+ 上升空间.....	8
供需缺口促使 10 年煤价上升.....	8
铝—铜/铝比价创历史新高，铝比价优势显现.....	9
煤炭业务是公司的赢利支柱.....	10
煤炭业绩稳如山.....	10
电解铝业绩过山车.....	11
公司中长线仍存许多看点.....	11
靠近消费地，煤价上涨中获益最大.....	12
外延式扩张有序进行.....	12
电解铝业务或成亮点.....	13
公司煤铝生产具有成本优势.....	13
短期内股价缺乏催化剂.....	13
两种估值方法，佐证公司价值.....	14
资源优势较为突出.....	14
对煤炭板块的相对估值处于低位.....	15
公司评级与投资建议.....	15
风险提示.....	16

图目录

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图	4
图 2 08 年公司的主营业务构成	5
图 3 公司电解铝业务流程图	7
图 4 铜铝比价及 LME 铝库存均运超历史平均水平	9
图 5 近几年公司煤炭业务的收入、利润与煤价紧密相关	12
图 6 06 年以来公司与煤炭板块的估值比较	15
图 7 06 年以来公司对煤炭板块的估值折让	15

表目录

表 1 公司矿井的煤炭储量及产能	6
表 2 近几年公司的主营业务构成	7
表 3 近几年公司的利润构成	10
表 4 近几年公司的煤炭产量及毛利率情况	11
表 5 近几年公司的电解铝产量及利润情况	11
表 6 近几年公司的在建项目	12
表 7 公司原煤生产具有明显的成本优势	13
表 8 公司的资源优势较为突出	14

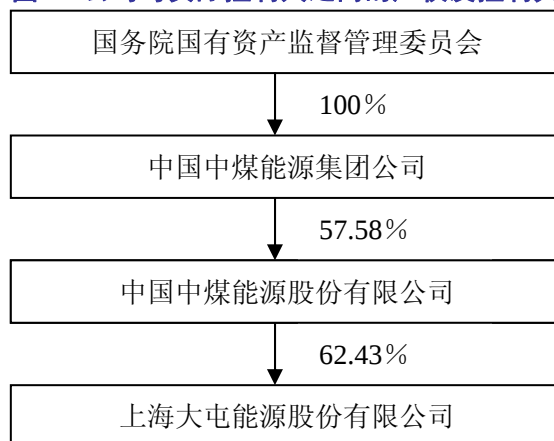
近期，我们走访了上海大屯能源股份有限公司，与证券事务代表黄耀盟先生就上市公司上海能源近期的生产销售情况及未来的发展规划进行了沟通。

公司隶属中煤集团

上海大屯能源股份有限公司是经国家经贸委批准，由大屯煤电（集团）有限责任公司（以下简称大屯煤电）作为主发起人，联合中国煤炭进出口公司、宝钢集团国际经济贸易总公司、上海煤气制气物资贸易有限公司和煤炭科学研究总院共同发起，以大屯煤电所属的姚桥煤矿（老井）、孔庄煤矿、徐庄煤矿、龙东煤矿、大屯选煤厂、徐沛铁路管理处及销售分公司、供应处（以下简称“四矿、一厂、二处、一公司”）为主体，以发起方式设立的股份有限公司。公司成立于1999年底，并于2001年完成了IPO，简称上海能源（600508.SH）。募集资金8.75亿，其中60%用于收购控股股东大屯煤电的姚桥新井资产。

2006年，中煤能源集团公司将其全资子公司大屯煤电、中国煤炭进出口公司所持有国有股权无偿划转到中国中煤能源股份有限公司（以下简称中煤股份），划转完成后，中煤股份持有公司股权62.43%，成为控股股东。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图

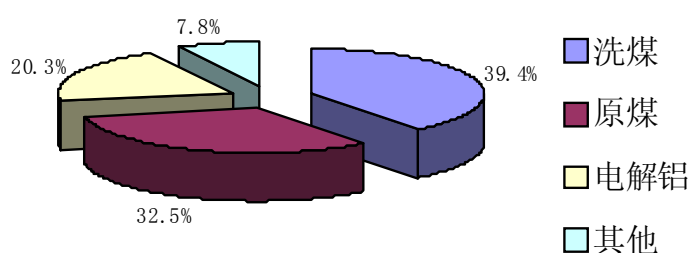


资料来源：公司公告，爱建证券研发总部整理

基本实现“煤电铝运”一体化

大屯煤电率先打破煤炭企业单一生产煤炭的格局，是全国第一家实行煤炭、电解铝生产、火力发电及铁路运输“煤电铝运”一体化的企业。公司的主营业务为煤炭和电解铝，分别占营业收入的70%和25%左右，发电及运输只是给公司的主营业务提供补充和支撑。

图 2 08 年公司的主营业务构成



资料来源：公司年报，爱建证券研发总部整理

近年煤炭产量稳中有升

大屯煤电位于江苏徐州沛县，公司目前拥有矿井四对，按产量大小分别为姚桥、孔庄、徐庄和龙东。前三个煤矿的产能有一定增长潜力，龙东矿井的产能已逐渐枯竭。公司在产矿井情况如下：

- ✧ **姚桥：**1972年4月建成，1976年12月投产，扩建后设计生产能力300万吨；目前保有储量估计为4.6亿吨，可采储量2.9亿吨，剩余服务年限68年；目前为江苏省境内规模最大的煤矿，煤种为1/3焦煤，具有低硫、低灰、低磷、发热量高等特点；所产煤炭经大屯选煤厂洗选加工为精煤产品；目前在建姚桥矿选煤厂配套项目，设计年入洗原煤处理能力300万吨，总投资1.38亿元，已投资1.03亿元。
- ✧ **孔庄：**1973年10月建成，1977年7月投产，保有储量估计为1.5亿吨，可采储量7200万吨，剩余服务年限为47年；该矿建有矿井选煤厂，矿井煤炭设计生产能力和入洗能力均为105万吨；煤种为1/3焦煤，产品为5级、6级、9级优质冶炼精煤和混煤、洗混煤，其中5级、6级精煤长期供应宝钢；目前矿井正进行三期技改，预计总投资5.32亿元，已投资1.56亿元，技改完成后预计带来90万吨/年的增量。
- ✧ **徐庄：**1970年8月建成，1979年12月投产，保有储量估计为2.44亿吨，可采储量1.42亿吨，剩余服务年限为81年，设计生产能力90万吨；煤种为1/3焦煤；所产煤炭经大屯选煤厂洗选加工为精煤，部分原煤供给大屯煤电发电厂。
- ✧ **龙东：**1981年4月建成，1987年11月投产，保有储量估计为0.87亿吨，可采储量0.43亿吨，剩余服务年限23年；该矿建有矿井选煤厂，煤炭设计生产能力和入洗能力均为90万吨；煤种为气煤、气肥煤，煤质一般，资源储量已逐渐枯竭。

表 1 公司矿井的煤炭储量及产能

单位: 万吨, 年

	姚桥	孔庄	徐庄	龙东
煤种	1/3焦煤	1/3焦煤	1/3焦煤	气煤、肥煤
可采储量	29000	7200	14200	4300
剩余服务年限	68	47	81	23
08年产量	380	130	150	120

资料来源: 公司公告, 爱建证券研发总部整理

公司近年来也在积极拓展煤炭版图, 拟募投项目如下:

- **中煤赛德公司:** 07年, 公司董事会通过了与新疆石河子经济技术开发区经济建设发展总公司共同投资设立新疆中煤赛德能源公司的议案, 负责投资开发位于新疆的铁列克井田项目, 双方各投资50%。但该项目尚没拿到探、采矿权, 没有发生任何投资, 预计在2、3年内不会产生效益。
- **苇子沟、松树头项目:** 公司董事会在09年8月通过了两项议案, 其一为投资设立中煤能源新疆鸿新煤业有限公司以受让苇子沟煤矿探矿权, 投资建设年产300万吨的苇子沟煤矿项目; 其二为投资设立中煤新疆松树头煤业有限公司以受让松树头煤矿探矿权, 投资建设年产240万吨的松树头煤矿; 据介绍, 公司目前正在买采矿权, 在短期内也很难产生效益。

公司正在筹建的几个项目地处新疆, 预计效益不如现有煤矿, 但为公司的未来发展打开了空间。公司3—5年的规划是将原煤产能提高到1000万吨。

电解铝业务快速扩张

对于电解铝业务, 公司将其定位为“位于我国东部的、靠近消费地的、交通发达的中小公司”, 目前在产的主要有大屯铝业公司。

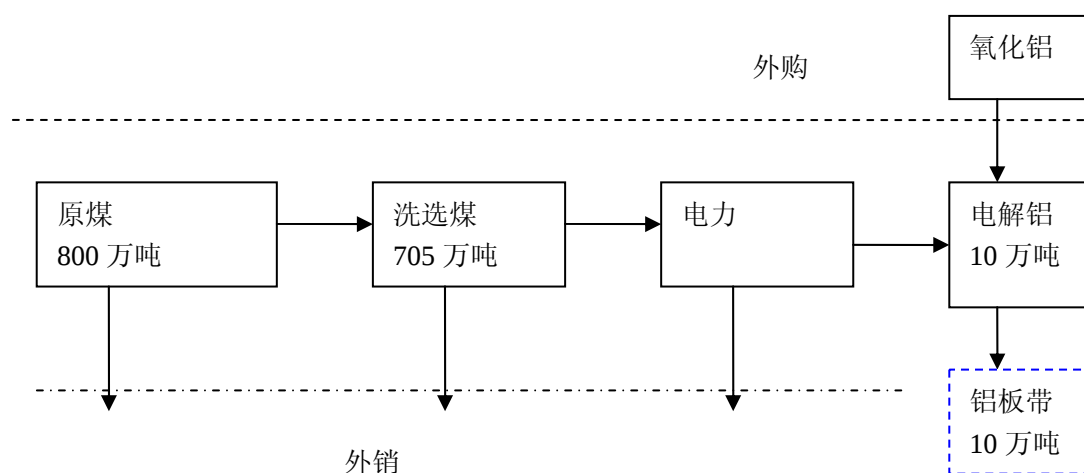
- ✧ **大屯铝业公司:** 公司占股75%, 为公司的控股子公司; 大屯铝业位于江苏北部苏鲁交界处, 南距徐州70公里, 交通非常便捷, 辖区铁路与全国铁路运输网接轨, 公路四通八达, 水路为京杭大运河; 大屯铝业设计能力为10万吨/年电解铝及配套6.4万吨/年阳极炭素, 总投资约12亿元人民币, 主营铝锭、铝棒、铝板材、铝型材及阳极炭素。

另外, 公司还准备投资10万吨高精度铝板带项目及上海大屯铝箔公司。

- **10万吨高精度铝板带项目:** 公司于08年10月召开的董事会以及于11月召开的临时股东大会决定, 公司拟独资建设10万吨/年的高精度铝板带项目, 项目总投资17.0亿元, 已投资4.13亿元; 该项目投产后, 公司的铝产业链将进一步完善。
- **大屯铝箔公司:** 早在2003年, 公司就与集团签订了《投资协议书》, 拟在上

海浦东新区设立上海大屯铝箔有限公司，注册资本2.47亿元，公司出资2.22亿元，占股90%；集团出资2468万元，占股10%；上海铝箔负责25kt/a超薄宽幅高精度铝箔生产线项目的建设及运营，该项目目前还没有发生投资。

图 3 公司电解铝业务流程图



资料来源：爱建证券研发总部整理

发电和运输处于辅助地位

运输和发电只是公司的辅业，主要为公司的主营业务煤炭和电解铝提供补充和支撑。公司目前拥有179.3公里的自营铁路专线，年设计运输能力600万吨，主要将公司自产煤炭经徐州运往连云港出海。2008年，公司还出资5600万元参股丰沛铁路建设，出资比例19%。

公司发电用煤全部为公司自产的品质较差、价格较低的动力煤，而生产电解铝所需的电力全部来自于自备电厂。公司电厂拥有万千瓦的装机容量，不过机组最大也不过2台45万千瓦，发电效率低，能耗较高。

表 2 近几年公司的主营业务构成

单位：百万元

营业收入	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 中报
洗煤	1,349.17	1,380.62	1,532.84	2,716.49	1,258.83
原煤	1,521.92	1,415.71	1,620.83	2,243.29	1,156.02
电解铝	525.68	1,100.54	1,617.11	1,396.50	545.42
电力	280.62	257.65			

铁路运输

150.79

150.23

资料来源：公司年报，爱建证券研发总部整理

预计 10 年煤铝价格均有 10%+ 上升空间

供需缺口促使 10 年煤价上升

煤炭的下游产业主要有电力、钢铁、化工和建材，累计占煤炭总需求的90%以上。这几个行业均于08年年底、09年年初触底，目前正处于复苏通道中。我们预计四个行业10年的累计耗煤量较09年增长10%左右，带来大约3亿吨的煤炭增量需求。

国家的兼并重组政策以及各省份对小煤矿的整顿在短期内会对煤炭产能形成一定的压制，我们预计明年山东、河南等地由于实行整顿，煤炭产量将基本保持稳定，内蒙、新疆等地虽有较大潜力，但受制于运力限制，增长幅度很难超过今年，山西煤炭整合形成阶段性成果后，明年将略有增长。综合来看，10年我国煤炭产量继续保持平稳增长，增量在2.8—3.0亿吨之间。

随着我国经济的进一步复苏和国家鼓励煤炭进口、限制煤炭出口的政策导向，我们预计今后煤炭净流入将成为一种常态。但基于以下几点原因，我们认为10年我国煤炭的净进口数量将下降：

- ✓ 随着外围经济回暖和国际煤价上涨，09年上半年我国煤炭内外价格大幅倒挂的现象不会发生；
- ✓ 主要煤炭出口国澳大利亚的率先加息说明其经济复苏势头良好，高利率促使澳元升值并推高煤炭价格；
- ✓ 主要煤炭进口地区美国、日本、欧洲、印度经济的回暖将增加其煤炭需求，从而在国际煤炭市场上直接与我国形成竞争。

09年1-10月份，我国实现煤炭净进口7,797万吨，预计全年累计在9000-9500万吨之间。由于以上几方面原因，我们预计2010年我国煤炭净进口量将大幅减少，粗略估计在50%左右，为4500—5000万吨。

展望2010年，我们预计下游行业复苏所带来的煤炭增量需求为3亿吨左右，供给增量在2.8—3.0亿吨之间，净进口量减少4500—5000万吨，潜在供求之间存在4500—7000万吨的缺口，从而使10年的煤炭价格继续维持升势，我们预计涨幅将在10%左右。

煤炭行业的业绩对价格非常敏感，价格弹性系数在2以上，其中焦煤类上市公司的弹性又大于动力煤类。一方面，我们看好明年煤炭价格的走势，并认为焦煤的上涨幅度应大于动力煤；另一方面，焦煤类上市公司的业绩弹性又大于动力煤类，因此2010年我们更看好焦煤类上市公司的表现。

铝—铜/铝比价创历史新高，铝比价优势显现

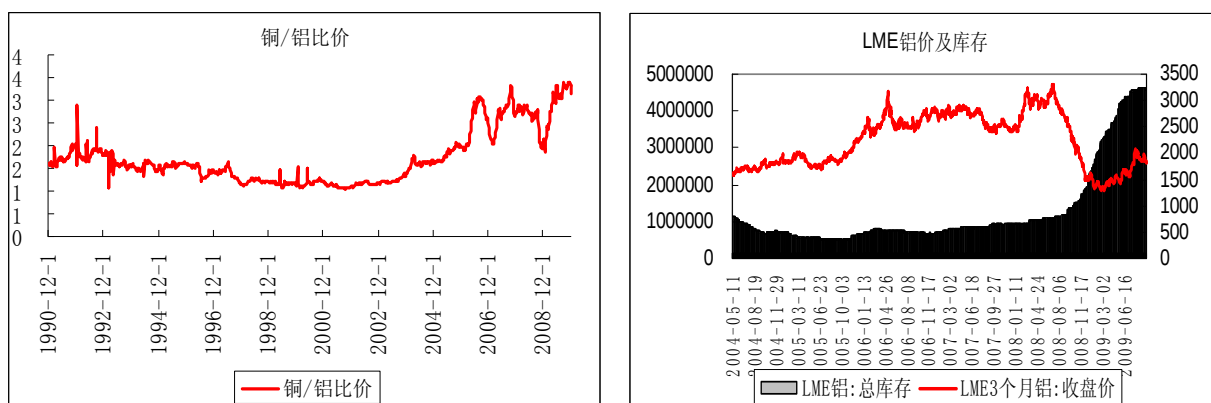
我们看到Lme库存则持续攀升，而国内库存也创出了历史新高。并且目前国内铝行业的开工率85%左右，要低于铜、铅锌等行业。这意味着铝价的上涨将伴随着产能的不断释放，过大的供给弹性将压制铝价的上涨。但我们同时看到铜/铝比价目前已超过3，远远高出历史平均水平。铜/铝比价过高，使得对投资或投机资金而言，铝相比铜而言，更有吸引力。

从铝的实际用途来看，铝导线替代铜导线之不足之处，是导电率和安全性较铜略为逊色，所以铜导线一直在电线、电缆领域扮演主导的角色。如果铜铝价差保持在正常水平，工业方面倾向于使用铜作为导体。但是在目前每吨铜铝价差LME已经超过4400美元、国内也已经超过38000元人民币的情况下，以铝导线取代铜导线，从经济上显得非常有利可图。实际上，因为铝的重量只有铜的一半，所以即使铜铝价格一样，以重量计价，铝比铜仍然会显得便宜很多。

从铝的下游消费构成来看，汽车以、房地产、机械分别占到了38%、18%，12%，是铝的主要的消费行业。而数据显示，这几个行业都显示了强劲的复苏迹象。前10个月国内汽车销量超过1100万两，同比增长37.5%；而房地产方面，伴随着房屋销售面积的大幅增长，房地产新开工面积也出现强劲增长：前11月房屋销售面积同比增长53%，而新开工面积同比增长15.8%。

综上所述，我们认为，一方面铜/铝比价远超历史平均水平使得铝的替代优势和投资价值显现，而另一方面，铝的下游需求如房地产、汽车、家电需求强劲，从而推动铝价的上涨。

图 4 铜铝比价及 LME 铝库存均运超历史平均水平



数据来源：Wind资讯，爱建证券研发总部整理

煤炭业务是公司的赢利支柱

煤炭业绩稳如山

虽然公司一直在进行多元化经营，并已形成了“煤电铝运”一体化的经营格局，但煤炭在各项业务中始终一枝独大，且公司的利润对其依赖度更高。08年度，公司除了煤炭以外，其他各项业务均为亏损。

表 3 近几年公司的利润构成

单位: 百万元

毛利(百万元)	2005 年度		2006 年度		2007 年度		2008 年度	
煤炭采选	1055.63	103.8%	1052.2	86.1%	1336.85	92.6%	2491.24	109.4%
电力生产	-47.66	-4.7%	67.7	5.5%	-26.05	-1.8%	-157.06	-6.9%
电解铝	8.92	0.9%	102.8	8.4%	174.11	12.1%	-13.41	-0.6%
其他	0	0.0%	0	0.0%	-40.66	-2.8%	-42.64	-1.9%

资料来源：公司年报，爱建证券研发总部整理

公司主要煤种为1/3焦煤和气煤、肥煤，主要产品为炼焦精煤和动力精煤。公司所产的煤煤质较好，市场认可度较高，其中焦煤主要供应给宝钢、沙钢、上海焦化等大户（每年供给宝钢的就达100万吨左右）。这部分供应主要采用合同制，价格虽然也随市场浮动，但波动幅度较小，保证了公司的业绩。

混末煤和动力精煤主要用于发电，价格可参考“华东煤炭销售联合体”的指导定价。由于公司地处华东地区，对动力煤的刚性需求较大，基本不存在销售和运输问题，但存在潜在的价格波动风险。

公司近几年煤炭业务稳定增长，09年原煤和洗选业务预计可分别达到860万吨和260万吨。但原煤业务已超过公司的核定产能780万吨，预计近两年增长有限。姚桥洗煤厂建成后，公司的洗煤产能可达705万吨，洗煤业务存在较大的增长潜力。

近几年，公司的毛利率非常高且较为稳定。交流下来，公司认为未来几年由于原材料和劳务成本的上升，毛利率大幅上升已不可能，但维持现有水平就已非常满意了。

表 4 近几年公司的煤炭产量及毛利率情况

单位: 万吨

		2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度	2009 年度(E)
原煤	产量	713	760	780	780	860
	毛利率	37.48%	35.09%	29.47%	60.84%	36.63%
洗煤	产量	178	190	214.57	223.70	260
	毛利率	35.97%	40.23%	43.98%	42.99%	45.21%

资料来源: 公司年报, 爱建证券研发总部整理

电解铝业绩过山车

为提高抗经营风险能力, 公司近年来在电解铝业务上投入巨资, 铝营业收入迅速增长, 从05年的5.26亿元迅速增长到07年的16.17亿元。近两年虽略有下降, 但年营业收入也在10亿元以上。与此相对的, 铝业务产生的效益不甚理想, 且随铝价上下波动较大, 业绩极不稳定。

表 5 近几年公司的电解铝产量及利润情况

单位: 万吨, 万元

	2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度
产量	4.53	6.66	9.81	10
营业收入	52,568	110,054	163,501	146,903
利润总额	-4,300	3,666	12,663	-12,489
毛利率	1.7	9.34	10.73	-0.43

资料来源: 公司年报, 爱建证券研发总部整理

公司目前拥有 10 万吨电解铝产能, 2009 年上半年生产 5.14 万吨, 预计全年生产 10 万吨左右。受铝价大幅下跌影响以及由此导致的存货减值损失, 公司 2008 年铝业务亏损严重。不过随着 2009 年铝价格大幅上涨, 以及存货跌价的转回, 公司铝业务有望在全年维持盈亏平衡。

公司所需氧化铝50%来自于中国铝业, 另外50%则需要进口, 氧化铝价格波动对电解铝的盈利能力有较大影响。

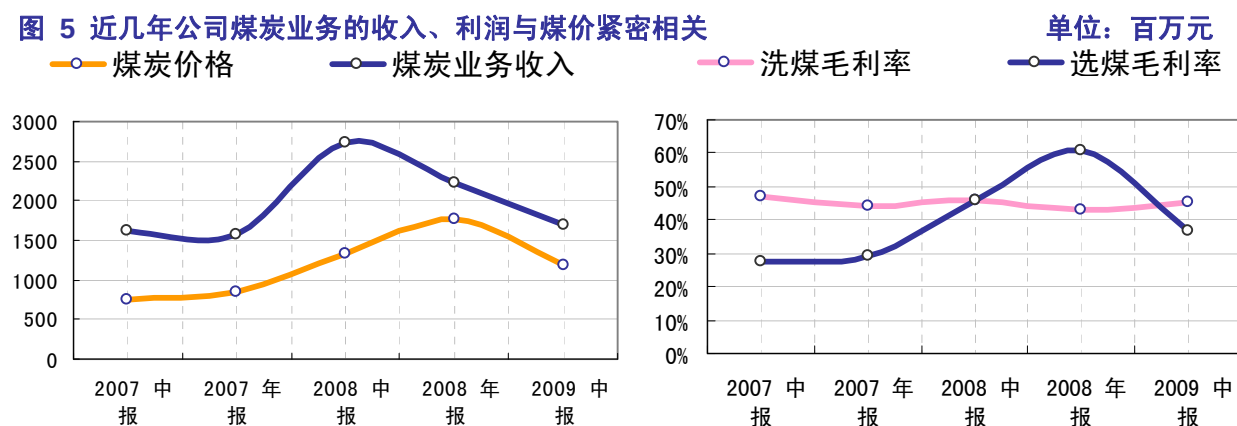
公司中长线仍存许多看点

总体说来, 公司是一个老牌国有企业, 生产经营比较稳健, 作风比较低调, 很少借概念题材来进行炒作, 但平实中仍不乏看点。

靠近消费地，煤价上涨中获益最大

公司所产煤炭主要销往上海、浙江和江苏等地，与山东、安徽企业一样，比较靠近煤炭消费地。由于煤炭价格已高度市场化，因此从煤价上涨中获益最大。在2010年投资策略中，我们比较看好明年煤炭价格的走势，并认为焦煤的上涨幅度应大于动力煤。另从以往经验看，焦煤类上市公司的业绩弹性又大于动力煤类。而上海能源同时具备靠近消费地和生产焦煤两种概念，我们有理由对其10年业绩看高一线。

图 5 近几年公司煤炭业务的收入、利润与煤价紧密相关



资料来源：公司年报，爱建证券研发总部整理

外延式扩张有序进行

公司近年来积极寻求外延式扩张机会，我们将几个在建项目总结如下。

表 6 近几年公司的在建项目

项目	合资方	股权比例	地点	产能	投资进度
姚桥矿井改建项目	独资	100%	江苏	洗煤能力 300 万吨	1.03/1.38 亿元
孔庄技改	独资	100%	江苏	新增 90 万吨原煤	1.56/5.32 亿元
中煤赛德公司	新疆石河子经济技术开发区经济建设发展总公司	50%	新疆	——	0
苇子沟项目	集团	80%	新疆	300 万吨原煤	0
松树头	独资	100%	新疆	240 万吨原煤	0
10 万吨高精度	独资	100%	上海	10 万吨/年高精度	4.13/17 亿元

铝板带				铝板带	
大屯铝箔公司	集团	90%	上海	高精度铝箔	0
丰沛铁路	上海铁路局等	19%	江苏	运输	5600/5600 万元

资料来源：公司年报，爱建证券研发总部整理

电解铝业务或成亮点

近年来，公司在电解铝方面已投资 40 亿元人民币，但产生的效益甚微。08 年，公司在电解铝业务上大幅亏损并计提了 8460.34 万元的跌价损失，09 年上半年铝板块继续亏损，从而掩盖了公司的部分业绩。

今年下半年以来，国内外铝价大幅反弹，公司铝业务赢利状况持续好转。一方面电解铝业务弹性较大，另一方面在铜/铝比价创历史新高及下游需求持续强劲的情况下，我们预计铝价将继续上涨，因此我们认为公司的电解铝业务有望成为10年公司业绩的亮点。

公司煤铝生产具有成本优势

公司地理位置优越，处于经济相对发达、能源消费相对较大的华东地区，靠近用户，运输成本较低；而煤矿所在地沛县位于江苏北部，距徐州还有五六十公里，工人的工资水平较低。因此，与同样地处华东地区的其他煤炭类上市公司相比，公司的原煤生产具有明显的成本优势。

表 7 公司原煤生产具有明显的成本优势

单位：万吨，元

	兖州煤业	恒源煤电	国投新集	上海能源
原煤产量（万吨）	3607.59	416.11	1,180.9	780
单位营业成本(元)	328.20	323.08	232.30	112.62

资料来源：公司年报，爱建证券研发总部整理

另外，由于电煤全部自给，公司电解铝的用电成本在0.3元/度，也有一定的成本优势。

短期内股价缺乏催化剂

上海能源的母公司为中煤能源集团，其下已有上市公司中煤能源，且年煤炭产量远远高于上海能源，位居所有上市公司中的第二位。我们就母公司有否资产注入打算一事询问过上市公司，他们称目前无任何计划。

公司虽有多个项目在建或再投，但一些对公司产能具有实质性影响的项目，

如中煤赛德、苇子沟、松树头等，尚未得到探矿和采矿权，在近几年不会产生任何效益，公司的股价在短期内缺乏催化剂。

两种估值方法，佐证公司价值

资源优势较为突出

我们首先使用资源估值方法，比较了主要煤炭类上市公司的吨储煤市值。统计结果显示，18家上市公司的吨储煤市值平均为49.61元/吨，中位数为35.26。上海能源的吨储煤市值为29.50元/吨，在所统计上市公司中处于第六低位。

另外，上海能源所储煤种大部分为焦煤，且拥有相当一部分电解铝资产，考虑这两点后，公司的资源优势更为突出。

表 8 公司的资源优势较为突出

证券简称	收盘价 [单位] 元	总股本 [单位] 万股	可采储量 (万吨)	总市值	吨储煤市值 (元/吨)
中国神华	34.82	1988962.05	1485400.00	69255658.42	46.62
中煤能源	13.58	1325866.34	971600.00	18005264.90	18.53
兖州煤业	23.04	491840.00	400100.00	11331993.60	28.32
西山煤电	39.89	242400.00	313200.00	9669336.00	30.87
国投新集	17.95	185038.70	59200.00	3321444.67	56.11
平煤股份	32	139713.90	127688.10	4470844.93	35.01
开滦股份	25.21	123464.00	47900.00	3112527.44	64.98
金牛能源	41.6	115644.21	28990.50	4810799.14	165.94
潞安环能	51.78	115054.20	189608.52	5957506.48	31.42
露天煤业	27.65	110557.18	221692.00	3056906.04	13.79
盘江股份	29.44	110336.79	23200.00	3248315.12	140.01
国阳新能	48.37	96200.00	108206.36	4653194.00	43.00
大同煤业	44.99	83685.00	200479.50	3764988.15	18.78
神火股份	36.88	75000.00	64746.23	2766000.00	42.72
上海能源	25.15	72271.80	61616.00	1817635.77	29.50
郑州煤电	12.74	62914.00	22572.00	801524.36	35.51
兰花科创	43.74	57120.00	188500.00	2498428.80	13.25
恒源煤电	33.84	39438.25	16966.88	1334590.45	78.66

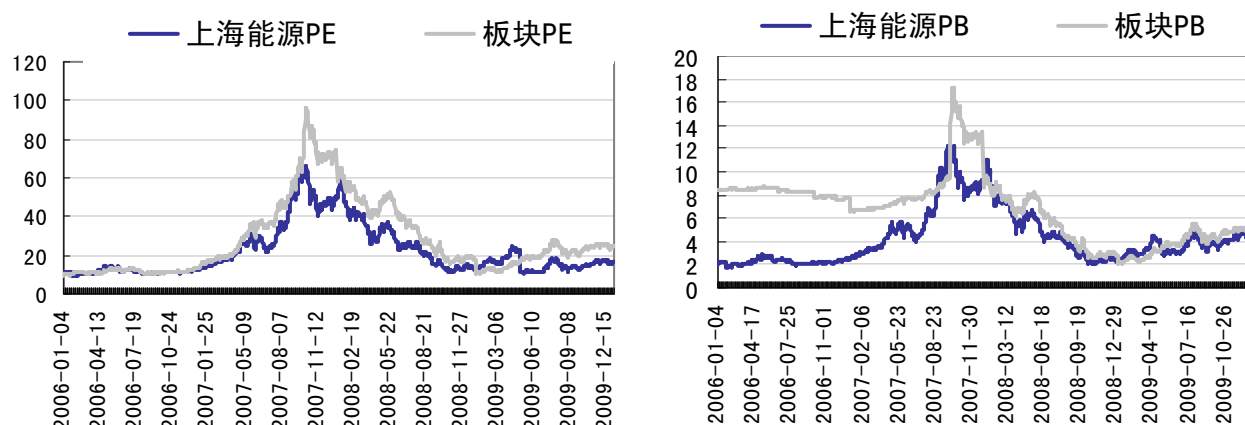
资料来源：公司公告，爱建证券研发总部整理

对煤炭板块的相对估值处于低位

其次我们使用了相对估值法中的PE和PB方法。长期以来，上海能源的相对估值都低于整个煤炭板块，这可能与公司平实低调的作风以及缺乏炒作题材有关。

图 6 06 年以来公司与煤炭板块的估值比较

单位：万吨，元

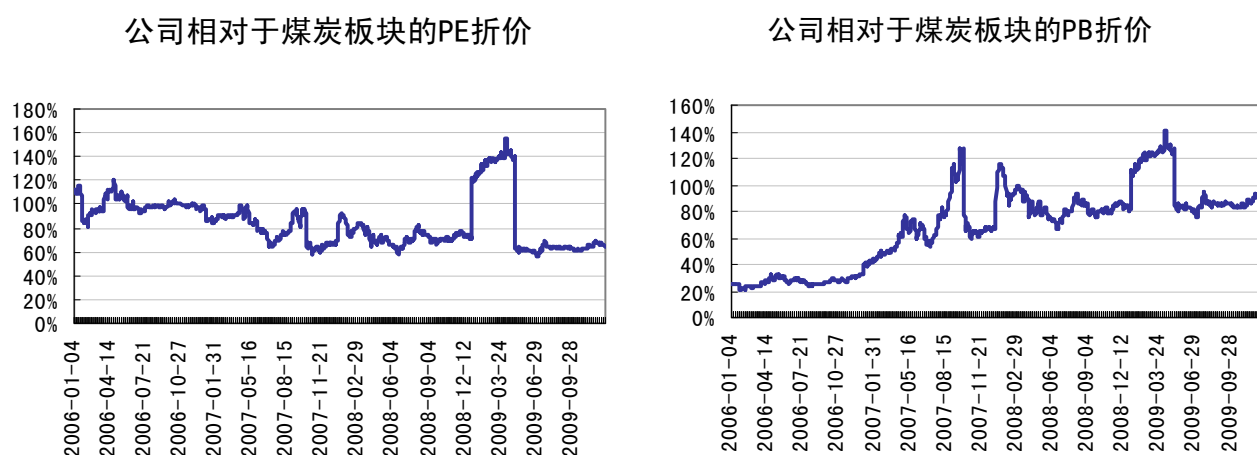


资料来源：Wind资讯，爱建证券研发总部整理

从静态PE看，公司相对煤炭板块的估值已有35%的折让空间，处于历史低位，而静态PB的折让也处在较低水平，据此我们认为公司目前的股价已具备较高的安全边际。

图 7 06 年以来公司对煤炭板块的估值折让

单位：万吨，元



资料来源：Wind资讯，爱建证券研发总部整理

公司评级与投资建议

预计公司09年实现原煤产量860万吨，较08年增长10%左右，但由于今年煤

炭价格较去年整体有所降低，因此煤炭业务的收入和利润均较08年有所下降；公司电解铝实现营业收入15亿元，考虑到去年的存货减值准备，今年基本上能够实现盈亏平衡；铁路运输和发电业务依然亏损，但额度只有几百万元，对公司影响不大。

综合来看，预计公司09、10年度每股收益分别为1.30和1.92元，对应市盈率分别为18.9和12.8倍。假如公司相对煤炭板块存在10%的估值折让，给予公司23X的目标PE，目标价为30元，给予“推荐”评级。

风险提示

资源税改革方案和煤矿采矿权有偿使用政策，将加大大集团成本支出。

报表预测					
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4397.10	5204.34	6895.11	6550.35	7532.91
减：营业成本	3206.95	3856.57	4561.04	4716.25	4896.39
营业税金及附加	48.54	53.17	69.87	85.15	75.33
营业费用	89.69	80.53	106.93	91.70	150.66
管理费用	334.74	433.84	628.69	425.77	527.30
财务费用	87.46	76.96	53.08	65.18	32.37
资产减值损失	-3.40	0.60	84.60	-84.60	0.00
加：投资收益	4.02	5.07	18.05	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	3.95	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	-7.00	0.00
营业利润	637.13	707.75	1408.95	1247.83	1850.86
加：其他非经营损益	-16.39	-4.59	-5.37	0.00	0.00
利润总额	620.74	703.17	1403.58	1247.83	1850.86
减：所得税	152.54	158.98	318.61	310.97	462.71
净利润	468.20	544.18	1084.97	936.86	1388.14
减：少数股东损益	9.16	31.74	-27.25	-23.53	-34.87
归属母公司股东净利润	459.04	512.44	1112.23	960.40	1423.01

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。