

公司研究

调研简报

维持评级: 短期_推荐, 长期_A

稳健有余, 惊喜暂无

——上海能源(600508)调研简报

核心观点

一、本部持续扩张空间有限, 但洗精煤所占比例增加。

姚桥矿: 09 年产原煤约 410 万吨, 预计 10 年产煤 430-440 万吨。选煤厂开始逐步生产, 入选能力 300 万吨/年。

孔庄矿: 09 年产原煤约 143 万吨, 预计 10 年产煤 150 万吨。三期技改正在进行, 完成后可增加产能 70 万吨。

徐庄矿: 09 年产原煤约 174 万吨, 预计 10 年产煤 180 万吨。技改持续进行, 未来产能将有小幅的持续释放。

龙东矿: 09 年产原煤约 133 万吨, 10 年预计产煤 140 万吨。

10 年预计产原煤 900 万吨, 商品煤 858 万吨。姚桥选煤厂建成后原煤入洗增加, 预计共可洗出精煤 360 万吨, 内部发电用煤 170 万吨, 混煤销售 330 万吨左右。

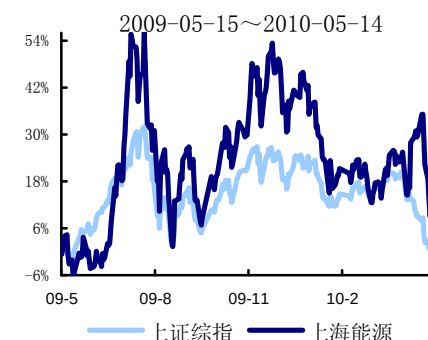
二、贴近市场, 受煤价上涨弹性最大。公司贴近华东能源消费腹地, 运距最短, 相应煤价也更高, 近期洗精煤价格为 1100 元/吨, 动力煤外销价格为 700-800 元/吨。目前即将进入煤炭销售旺季, 电煤价格还将继续上涨, 公司年内业绩受煤价波动弹性较大。

三、新疆项目短期内不构成利润贡献。公司在 10 年提出“再造一个大屯”, 未来产能扩张的重心将放在新疆。公司在新疆共有 4 个井田, 其中苇子沟矿 (300 万吨, 80%) 和 106 矿 (180 万吨, 51%) 已经开始进入开发阶段, 而铁列克井田和松树头井田尚处于规划阶段。公司新疆煤田煤质以优质动力煤为主, 赋存条件好, 开采成本低, 但由于运距较远, 运输成本太高, 近两年对公司利润贡献不大。

四、等待电解铝项目的完成。目前公司铝产业仅有电解铝一步, 新收购的四方铝业有 2 万吨铝箔和铝产品加工业务, 但规模较小, 公司未来将对其进行挖潜改造。新投资 17 亿元的 10 万吨高精度铝板带项目处于基建阶段, 预计今年完成基建, 2012 年或能形成规模产能, 届时将延伸产业链条, 使铝项目成为盈利贡献点。近期铝价有所回调, 5 月 14 日长江有色市场铝最高价 15350 元/吨, 较年内高点下降 7%, 国内电解铝产能过剩, 铝价的大幅波动对公司盈利构成一定的不确定性。

五、盈利预测与评级。综合而言, 公司产能规模较小, 未来产能扩张幅度不大, 由于贴近市场, 业绩增长较为稳健和可靠。公司 10 万吨铝板带项目和新疆煤矿的建设构成未来发展的亮点, 但就本次调研了解到, 近两年对业绩的实质贡献有限。预计 10-12 年 EPS 为 1.68 元、1.74、1.83 元, PE12、12、11 倍, 在大盘的持续下跌之后公司估值优势显现, 维持“推荐, A”的评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	72271.80
流通A股(万股)	72271.80
52周内股价区间(元)	16.68-28.45
总市值(亿元)	147.51
总资产(亿元)	83.39
每股净资产(元)	6.57
目标价	6个月
	12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	7330.30	8148.33	8729.03	9295.17
同比增速(%)	-4.96%	11.16%	7.13%	6.49%
净利润(百万)	967.39	1229.17	1261.22	1337.11
同比增速(%)	-4.08%	27.06%	2.61%	6.02%
EPS(元)	1.31	1.68	1.74	1.83
P/E	16	12	12	11

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 上海能源煤炭预测表

		2006	2007	2008	2009A	2010E	2011E	2012E
本部	姚桥	380	380	380	410	435	440	450
	孔庄	120	130	130	143	145	150	200
	徐庄	150	150	150	174	180	180	180
	龙东	110	120	120	133	140	140	140
新疆	苇子沟	规划 300						20
	106	规划 180						20
	铁列克井田	未确定						
	松树头井田	未确定						
原煤产量合计		760	780	780	860	900	910	1010
商品煤产量		724	743	743	793	858	867	924
	原煤	538	530	518	516	501	484	483
	精煤	187	214	225	277	357	383	442
发电量 (亿度)		22.6	23.6	23.5	27.7	28	28	30
内部电厂消耗		138	145	144	170	172	172	184
煤炭外销		586	599	600	623	686	696	741
	其中: 原煤	399	385	374	346	330	313	299
	洗煤	190	214.57	223.7	278	360	383	442
煤价 (元/吨)	原煤	355	421	599	593	641	660	680
	洗煤	727	714	1,214	1,025	1,100	1,150	1,180
收入 (万元)	原煤	141,571	162,083	224,329	205,240	211,226	206,182	203,023
	洗煤	138,062	153,284	271,649	284,926	396,000	440,795	521,324
单位成本 (元/吨)	原煤	171	212	299	229	236	243	251
	洗煤	442	392	390	390	402	414	426
成本 (万元)	原煤	91,889	112,113	154,874	118,237	118,372	117,727	120,883
	洗煤	82,519	83,777	87,841	108,420	144,612	158,591	188,279

资料来源: 国都证券

表 2: 上海能源铝业务预测表

	2008	1H2009	2009	2010	2011	2012
电解铝						
产量(万吨)	10	5.1	10.7	11	11	11
价格 (元/吨)	13,965	10,694	10,489	16,187	16,673	10,694
收入(万元)	139,650	54,542	112,229	178,062	183,404	117,639
单位成本(元/吨)	14,026	11,515	9,476	14,026	14,026	14,026
成本(万元)	140,255	58,725	101,394	154,281	154,281	154,281
铝加工						
收入(万元)			56,710	59,545	62,522	87,531
成本(万元)			57,444	60,316	63,332	88,665

资料来源: 国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2089	3720	5220	7348	营业收入	7330	8048	8629	9295
现金	1042	2634	4068	6056	营业成本	5189	5525	5989	6471
应收账款	135	60	134	90	营业税金及附加	93	90	103	107
其它应收款	56	11	59	24	营业费用	112	122	130	141
预付账款	92	98	72	71	管理费用	622	677	729	783
存货	338	527	415	606	财务费用	48	53	51	52
其他	427	391	473	501	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	6249	5978	5790	5585	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	57	25	33	38	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	4786	5091	5096	4951	营业利润	1257	1579	1624	1739
无形资产	208	254	315	390	营业外收入	16	8	10	11
其他	1198	608	346	207	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	8339	9698	11010	12934	利润总额	1265	1578	1625	1741
流动负债	2237	2543	2595	3172	所得税	297	364	379	404
短期借款	90	63	84	79	净利润	967	1214	1246	1337
应付账款	731	985	790	1165	少数股东损益	18	16	2	15
其他	1416	1494	1720	1928	归属母公司净利润	950	1197	1244	1322
非流动负债	1200	1144	1158	1167	EBITDA	1862	1887	1952	2077
长期借款	675	675	675	675	EPS（元）	1.31	1.66	1.72	1.83
其他	525	469	482	492					
负债合计	3438	3687	3752	4340	主要财务比率				
少数股东权益	153	169	171	186		2009	2010E	2011E	2012E
股本	723	723	723	723	成长能力				
资本公积金	830	830	830	830	营业收入	-5.0%	9.8%	7.2%	7.7%
留存收益	3092	4289	5534	6856	营业利润	-4.0%	25.6%	2.9%	7.0%
归属母公司股东权益	4645	5842	7086	8409	归属母公司净利润	-8.3%	26.0%	3.9%	6.3%
负债和股东权益	8339	9698	11010	12934	获利能力				
					毛利率	29.2%	31.3%	30.6%	30.4%
					净利率	13.0%	14.9%	14.4%	14.2%
					ROE	20.4%	20.5%	17.6%	15.7%
					ROIC	19.5%	27.2%	29.0%	36.3%
					偿债能力				
					资产负债率	41.2%	38.0%	34.1%	33.6%
					净负债比率	25.17%	22.87%	22.73%	19.68%
					流动比率	0.93	1.46	2.01	2.32
					速动比率	0.78	1.26	1.85	2.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	0.89	0.83	0.78
					应收帐款周转率	77	82	89	83
					应付帐款周转率	6.67	6.44	6.75	6.62
					每股指标(元)				
					每股收益	1.31	1.66	1.72	1.83
					每股经营现金	2.56	2.32	2.15	2.93
					每股净资产	6.43	8.08	9.80	11.63
					估值比率				
					P/E	15.53	12.32	11.85	11.15
					P/B	3.18	2.53	2.08	1.75
					EV/EBITDA	8	8	8	7
现金流量表									
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	1852	1678	1553	2119					
净利润	967	1214	1246	1337					
折旧摊销	557	255	276	287					
财务费用	48	53	51	52					
投资损失	3	0	0	0					
营运资金变动	320	291	-24	435					
其它	-43	-135	3	9					
投资活动现金流	-1188	-7	-77	-81					
资本支出	1008	0	0	0					
长期投资	-39	-40	14	4					
其他	-219	-47	-63	-77					
筹资活动现金流	-265	-79	-42	-51					
短期借款	-10	-27	21	-5					
长期借款	-156	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-98	0	0	0					
其他	-1	-52	-63	-46					
现金净增加额	399	1592	1434	1988					

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			