

上海能源 (600508.SS/600508 CH)

2008 年电解铝业务拖累公司业绩

Rmb11.18

持有
维持公司拜访
动态更新

吕 王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

吕 杨涛 (Coordinator)

86.21.6125.8676

■ 2008 年上半年净利润增长 88%

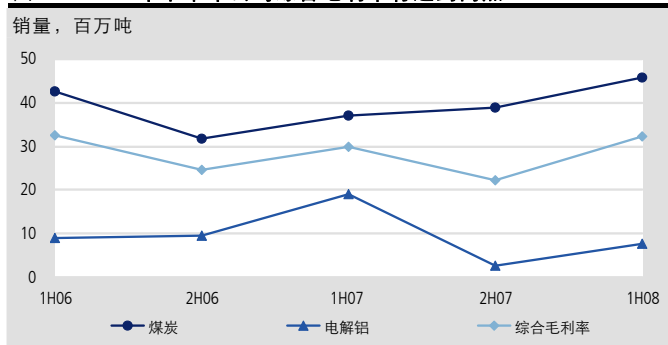
■ 2008 年电解铝业务贡献 EPS 仅 0.03 元

■ 12 个月目标价 11.10 元, 维持「持有」评级

2008 年上半年净利润增长 88%

公司 2008 年上半年营业收入 37.7 亿元, 同比增长 45.9%; 主营业务毛利率 31.9%, 较上年同期增加 2.5%; 归属母公司股东净利润 5.7 亿元, 同比增长 88.2%, 每股收益 0.80 元, 盈利增幅在行业内处于中下水准。公司上半年原煤产量 421 万吨, 同比增长 3.3%; 其中精煤销量 120 万吨, 原煤销量 230 万吨; 煤炭综合售价 775 元/吨, 较 2007 年度上涨 50%。煤炭业务毛利率为 45.9%, 较去年同期增加 8.9%, 公司营业利润增量基本由煤炭业务贡献。

图一: 2008 年下半年公司综合毛利率将达到高点



资料来源: 公司公告; 凯基证券预估

2010 年后将有 200 万吨煤炭产量释放

公司目前所属四座煤矿姚桥、孔庄、徐庄和龙东煤矿核定产能 780 万吨, 产量保持稳定; 孔庄煤矿技改新增产能 120 万吨和徐庄煤矿技改新增 100 万吨可能 2010 年底投产, 较目前产量增长 28% 左右; 公司目前洗煤能力 405 万吨, 设计洗煤能力 300 万吨的姚桥洗煤厂将在 2009 年上半年投产。从公司精煤产量估算年入洗原煤 350 万吨左右, 现有洗煤能力仍有部分富余; 我们认为新建姚桥洗煤厂对公司产品结构改善仍将是一个逐步过程。

2008 年电解铝业务贡献 EPS 仅 0.03 元

2008 年上半年电解铝业务营业收入 8.1 亿元, 与上年同期持平; 营业成本 7.5 亿元, 同比增加 14.6%; 电解铝业务毛利率 7.8%, 远低于焦作万方 (000612.SZ, Rmb10.76, 未评级) 19.3%、中孚实业 (600595.SS, Rmb7.54, 未评级) 16.6% 和神火股份 (000933.SZ, Rmb19.63, 增持) 16.5% 的毛利水准, 在上市公司中处于下水水准。受国内需求疲弱影响, 上海电解铝期货价格从 8 月初 18,600 元/吨跌至目前 16,800 元/吨, 扣税后电解铝价格 14,400 元左右, 已经低于公司 08 年上半年吨铝生产成本 14,800 元。如果 2H08 电解铝价格维持在 17,500 元水准, 公司电解铝业务全年仅能维持微利的局面, 估计全年贡献每股收益 0.03 元, 较去年 0.13 元大幅下滑。我们估计 2009 年电解铝业务盈利状况基本维持现状。

公司评价与投资建议

受国内宏观经济增速减缓, 电解铝价格在下游需求疲弱的情况下明年难有表现; 同时, 09 年国内煤炭价格面临回落, 调整公司 08 年和 09 年煤炭综合售价为 858 元/吨和 808 元/吨。我们上调公司 08-10 年每股收益至 1.68 元、1.39 元、1.44 元。如资源税按在 09 年按 10% 征收, 09 年 EPS 将降至为 0.83 元左右, 降幅达到 40% 左右。目前 A 股煤炭行业 09 年平均市盈率 10 倍左右, 如果不考虑资源税征收目标价 13.90 元; 如果考虑资源税征收目标价 8.30 元。我们以中间价 11.10 元作为目标价, 13.4 倍 PE 征收资源税后 09 年 EPS, 与目前股价 11.18 元有基本一致, 维持「持有」的投资评级。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	5,204	1,295	780	1,522	513	0.71
2008F	7,252	2,428	1,656	2,552	1,213	1.68
2009F	7,024	2,213	1,391	2,711	1,003	1.39
2010F	7,413	2,339	1,437	2,779	1,038	1.44
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	2.9	19.5	10.0	28.3	3.5	19.4
2008F	1.3	5.6	2.5	6.7	1.6	35.3
2009F	1.0	4.9	3.7	8.1	1.1	22.5
2010F	0.6	3.3	2.5	7.8	0.7	19.3
产业		能源		52 周股价 (低/高): 11.2 - 41.1		
12 个月目标价 (人民币元)		11.1		市值 (十亿元/美金百万): 8/1,122		
上涨/下跌空间 (%)		(0.7)		流通在外股数 (百万股): 723		
上涨空间排名 (percentile, %)		9		不受大股东掌控股数 (百万股): 272		
股利收益率-12/07 估 (%)		1.3		外资持有股数 (百万股): N.A.		
每股净值 -12/08 估 (人民币元)		5.6		3 个月平均日成交量 (百万股): 5.5		
价格每股净值比 -12/08 估 (x)		2.0		股价绝对表现 % (3, 6, 12 个月): -40.9; -55.6; -62.3		
净负债比率 -12/08 估 (%)		31.6		股价相对表现 % (3, 6, 12 个月): -18.7; -18.1; -10.5		