

上海能源 (600508.SS/600508 CH)

3Q08 綜合毛利率環比下降 10%

Rmb8.4**持有**
維持**結果公佈**
動態更新

呂 王誌霖

☎ 886.2.2181.8730

✉ stephen.wang@kgi.com.tw

呂 楊濤 (Coordinator)

☎ 86.21.6125.8676

■ **3Q08 綜合毛利率環比下降 10%**■ **鋁價暴跌 2008 年電解鋁業務虧損 0.10 元**■ **12 個月目標價 7.87 元，維持「持有」評級****3Q08 綜合毛利率環比下降 10%**

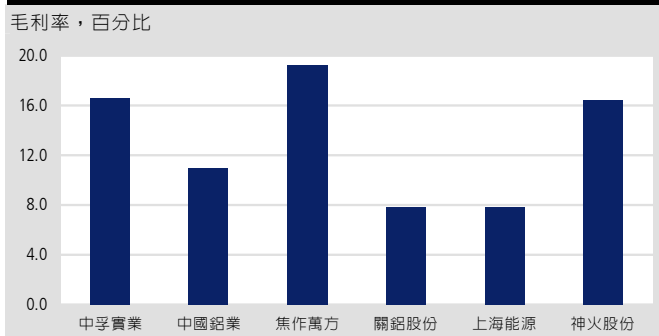
公司 2008 年 1-9 月營業收入 57.3 億元，同比增長 45.9%；營業利潤 17.6，同比增長 59.4%；歸屬母公司股東淨利潤 8.82 億元，同比增長 101%，前三季每股收益 1.22 元，其中第三季度 EPS 0.42 元，較二季度 0.54 元下降 22%，低於行業平均水準。2008 年 1-3 季度公司綜合毛利率分別為 25.6%、38.7%和 28.3%。2008 年三季度國內煤價處於歷史高點，三季度公司綜合毛利率水準應高於二季度，但是三季度由於電解鋁價格暴跌、火力發電業務虧損導致公司毛利環比下降 10.4%。目前煤炭價格開始下滑，電解鋁出現全行業性虧損，我們估計公司第四季度盈利將下降環比 50%；同時火力發電業務 2008 年毛利為-2.4 億元，拖累 EPS 約-0.36 元，2009 年隨著煤炭價格回落虧損將會減少。

鋁價暴跌 2008 年電解鋁業務虧損 0.10 元

由於受金融市場動盪影響，國際、國內電解鋁價格在 2008 年三季度出現暴跌，上海期貨交易所電解鋁價格由八月初 18,785 元/噸暴跌至目前 14,000 元/噸左右。同時，國內經濟增速減緩導致電解鋁主要下游行業建築和汽車消費疲軟，從 2008 年 10 開始電解鋁行業進入全面虧損階段，2009 年行業難有改觀。由於公司電解鋁業務毛利率在同業處於下水準，如果以目前 14,000 元/噸的估計公司噸鋁虧損達到 3,500 元，我們下調公司電解鋁業務盈利預期，從 2008 年每股收益 0.03 元下調至-0.10 元。2009 年隨著煤炭價格下跌電力成本下降，輔料陽極碳塊隨石油焦格回落，氧化鋁價格下跌，公司噸鋁虧損將會減少。如果 2009 和 2010 年鋁價分別維持在 15,500 元和 16,400

水準，公司電解鋁業務 2009 和 2010 年仍將虧損 0.18 和 0.13 元。

圖一：上海能源電解鋁業 1H08 毛利率處於行業下游



資料來源：公司公告；凱基證券整理

公司評價與投資建議

由於經濟增速減緩，煤炭行業景氣處於下降階段，我們下調公司 08-10 年每股收益至 1.45、0.95、0.99 元，其中煤炭業務貢獻 1.91、1.29、1.17 元。08 和 09 年公司業績受累於電解鋁和火力發電業務，年末電解鋁業務可能發生資產減值損失使 08 年業績低於預期。如資源稅按在 09 年按 10%徵收，09 年 EPS 將降至為 0.83 元左右，降幅達到 40%左右。煤炭行業在景氣度低點時平均市盈率在 8-10 倍左右，考慮徵收資源稅後給與公司 9 倍 PE 7.47 元估值；電解鋁業務 08 年開始虧損，給與 1 倍 08 年 PB 0.40 元估值。12 個月目標價 7.87 元，較目前股價 8.4 元仍有 6.3%的下跌空間，維持「持有」投資評級。

至12月31日	主營收入 (百萬元)	主營利潤 (百萬元)	營業利潤 (百萬元)	EBITDA (百萬元)	淨利潤 (百萬元)	每股盈利 (元)
2007A	5,204	1,295	780	1,522	513	0.71
2008F	7,276	2,437	1,498	2,394	1,047	1.45
2009F	6,629	1,973	1,019	2,324	688	0.95
2010F	6,940	2,029	995	2,283	714	0.99
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	淨資產回報率 (%)
2007A	2.9	19.5	10.0	28.3	3.5	19.4
2008F	1.0	5.0	2.3	5.8	1.1	31.2
2009F	0.8	5.3	3.2	8.8	0.9	16.6
2010F	0.6	4.3	2.3	8.5	0.6	15.1
產業		能源		52 週股價 (低/高): 8.2 - 37		
12個月目標價 (人民幣元)		7.87		市值 (十億元/美金百萬): 6/843		
上漲/下跌空間 (%)		(6.3)		流通在外股數 (百萬股): 723		
上漲空間排名 (percentile, %)		5		不受大股東掌控股數 (百萬股): 272		
股利收益率-12/07估 (%)		1.8		外資持有股數 (百萬股): N.A.		
每股淨值-12/08估 (人民幣元)		5.3		3 個月平均日成交量 (百萬股): 4.3		
價格每股淨值比-12/08估 (x)		1.6		股價絕對表現 % (3, 6, 12個月): -54.1; -61.8; -74.3		
淨負債比率-12/08估 (%)		38.1		股價相對表現 % (3, 6, 12個月): -29.2; -22.4; -15.7		