

2009-02-19

煤炭与消费用燃料

煤气化 000968.SZ

计提带来业绩下滑，给予中性评级

◇ 事件：公司公布年报

◆ 我们调降公司盈利预测和评级

公司业绩在 2009 年将大幅下降，目前公司的估值水平处于市场平均水平，因此我们给予公司“中性”的投资评级。

◆ 公司 4 季度业绩因为计提减值而亏损

由于公司焦化一厂被列入关停名单，因此公司计提了减值准备 1.5 亿元左右。同时华南焦化公司将与 2010 年资源枯竭，公司计提固定资产减值准备 3.7 亿元左右。加上公司的存货减值等因素，公司在四季度共计提减值准备 2.38 亿元左右。因此公司 2008 年仅实现每股收益 1.33 元，扣除非正常损益将实现每股收益 1.84 元左右。在不考虑公司减值计提的情况下，公司的业绩在 4 季度基本正常。

◆ 关闭焦炭一厂不一定是坏事

公司焦炭一厂将被关闭，这将带来公司焦炭收入的大幅减少。公司目前焦炭产能 175 万吨，其中一厂产能 75 万吨左右。但是考虑到公司目前焦炭业务的盈利能力低于煤炭，同时煤气销售存在大量亏损。因此我们认为焦炭一厂的关闭对公司并不一定是坏事。焦炭一厂的关闭将提高公司外销煤炭数量，减少煤气的亏损。

◆ 煤炭支持焦炭

公司 2008 年的精煤销售有所下降，主要是 8 月份以后公司增加了精煤销售给焦炭厂的一个比重。由于精煤销售毛利率高于焦炭，因此内外销比重的调整意味着公司正在用煤炭支持焦炭。

◆ 我们调低了公司 09 年的盈利预测

我们预计公司 09 年的每股收益为 0.67 元左右，预计焦炭产量将下降 30 万吨左右，煤炭产量维持稳定，但是煤炭价格有 20% 左右的下降，成本下降有限。由于公司龙泉矿将在 2009 年底投产，增加权益产能 210 万吨左右，因此公司 2010 年的每股收益将增加到 0.91 元左右。按照公司目前的股票价格，2009 年的动态市盈率为 22 倍左右，因此我们给予公司“中性”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	2,687	3,426	4,735	3,093	3,900
营业收入增长率	9.01%	27.50%	38.21%	-34.68%	26.09%
净利润（百万元）	143	267	691	343	465
净利润增长率	-23.00%	86.36%	158.36%	-50.40%	35.72%
EPS（元）	0.36	0.68	1.34	0.67	0.91
ROE	8.89%	13.77%	26.05%	11.79%	14.25%
P/E	41	22	11	22	16
P/B	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	21	14	7	13	9

调降

中性

当前价格	14.77 元
目标价格	14.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

郭国栋

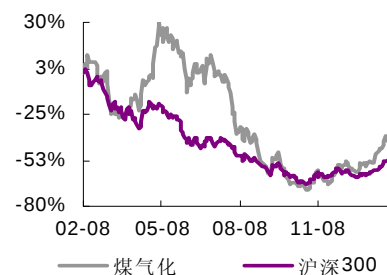
021-22169168

guogd@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	514
总市值(百万元)	7,588
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	42.26/6.90
近 3 月日均成交量(百万股)	19.50
主要股东	太原煤炭气化(集团)有限责任公司

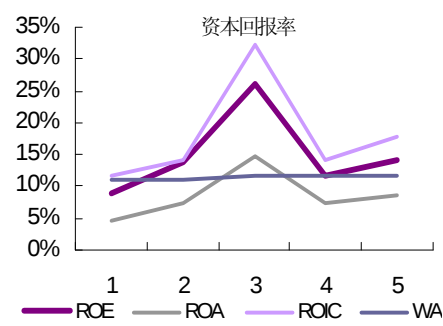
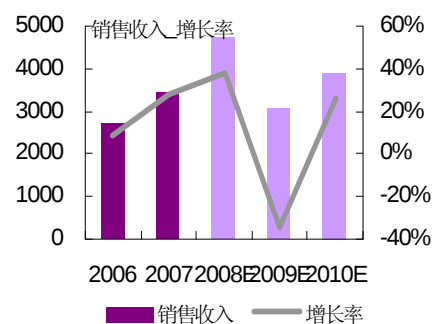
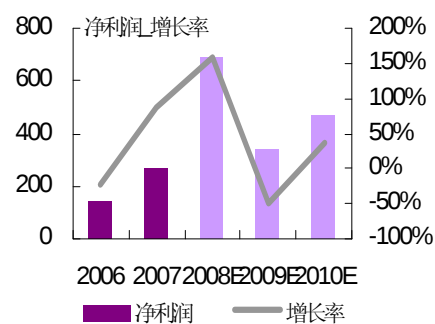
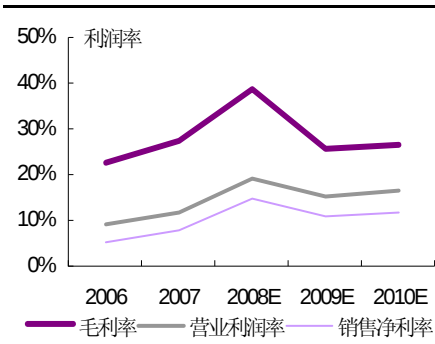
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.43	44.58	16.25
绝对收益	34.78	68.28	-37.41

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,687	3,426	4,735	3,093	3,900
营业成本	2,085	2,483	2,893	2,300	2,860
EBITDA	262	416	914	495	670
折旧和摊销	12	20	31	44	57
销售费用	165	203	284	155	195
管理费用	104	165	350	155	195
财务费用	32	37	7	-2	-1
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	-1	0	21	1	1
营业利润	240	396	912	477	640
利润总额	143	267	895	477	640
少数股东损益	23	17	25	15	15
归属母公司净利润	143.50	267.42	690.92	342.71	465.14

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	3,600	3,813	4,823	4,808	5,531
流动资产	1,884	1,534	2,440	2,245	2,698
货币资金	580	351	933	1,122	1,310
交易型金融资产	0	2	2	2	2
应收帐款	277	171	616	402	507
应收票据	582	518	5	3	4
其他应收款	80	60	60	60	60
存货	330	307	434	345	429
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	13	13	24	24	25
固定资产	1,529	2,069	2,193	2,351	2,583
无形资产	84	81	77	73	69
总负债	1,726	1,745	1,836	1,535	1,922
无息负债	1,465	1,395	1,836	1,535	1,922
有息负债	261	350	0	0	0
股东权益	1,874	2,068	2,748	3,034	3,370
股本	395	395	514	514	514
公积金	816	892	827	899	972
未分配利润	419	606	1,154	1,371	1,620
少数股东权益	265	282	307	322	337

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	8	974	1,195	458	630
净利润	143	267	691	343	465
折旧摊销	12	20	31	44	57
净营运资金增加	189	-299	735	106	172
其他	-336	986	-262	-34	-64
投资活动产生现金流	-250	-698	-140	-200	-300
净资本支出	54	616	80	201	301
长期投资变化	13	13	0	0	0
其他资产变化	-317	-1,327	-220	-400	-600
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	119	0	0
债务净变化	-139	89	-350	0	0
其它长期负债变化	1,803	-70	441	-301	387
净现金流	250	-229	583	189	188

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	9.01%	27.50%	38.21%	-34.68%	26.09%
净利润增长率	-23.00%	86.36%	158.36%	-50.40%	35.72%
EBITDA 增长率	-7.70%	58.93%	119.67%	-45.83%	35.27%
EBIT 增长率	-7.45%	58.93%	116.74%	-47.30%	34.47%
EPS 增长率	-23.00%	86.36%	98.74%	-50.40%	35.72%
估值指标					
PE	41	22	11	22	16
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	21	14	7	13	9
EV/EBIT	21	14	7	14	10
EV/NAPLAT	22	15	9	18	13
EV/Sales	2	2	1	2	2
EV/IC	4	3	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	-	27.53%	38.91%	25.64%	26.67%
EBITDA 率	9.75%	12.15%	19.31%	16.01%	17.18%
EBIT 率	9.75%	12.15%	19.05%	15.37%	16.39%
税前净利润率	8.56%	11.06%	18.90%	15.42%	16.42%
税后净利润率	5.34%	7.81%	14.59%	11.08%	11.93%
ROA	4.63%	7.47%	14.85%	7.44%	8.68%
ROE	8.89%	13.77%	26.05%	11.79%	14.25%
ROIC	16.09%	18.70%	40.34%	18.91%	23.58%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.17	0.00	-0.34	-0.37	-0.39
资产负债率	47.95%	45.77%	40.05%	33.60%	36.32%
流动比率	1.13	0.95	1.36	1.51	1.44
速动比率	0.93	0.76	1.12	1.28	1.21
每股指标					
EPS	0.36	0.68	1.34	0.67	0.91
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.14	0.28
每股经营现金流	-	2.47	2.33	0.89	1.23
每股净资产	4.74	5.23	5.35	5.91	6.56
每股销售收入	6.80	8.67	9.22	6.02	7.59
每股 EBITDA	0.66	1.05	1.78	0.96	1.30

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

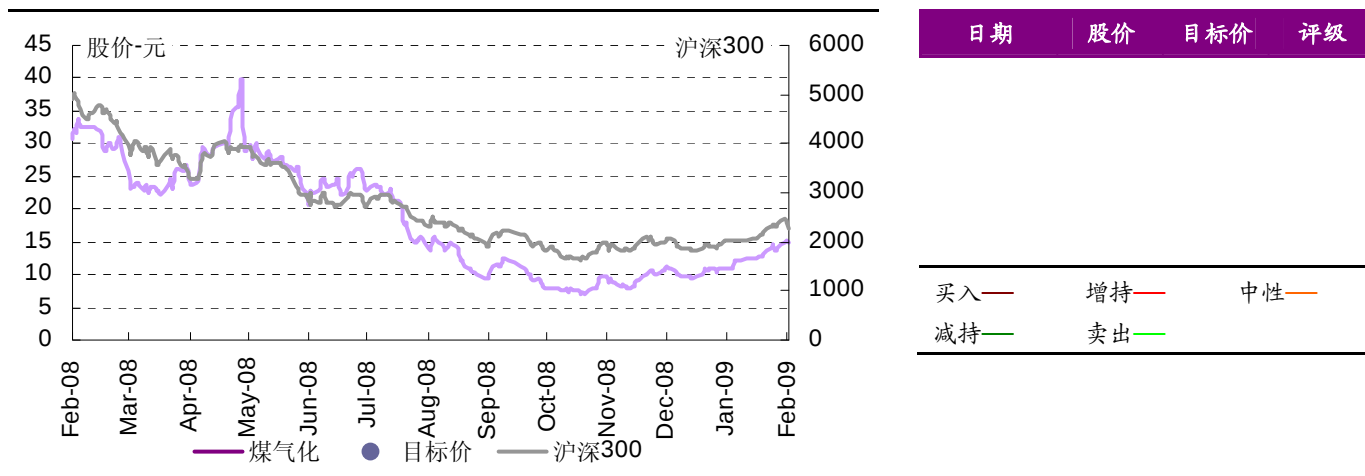
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

煤气化（000968）

分析师：郭国栋



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。