

增 持 维持
煤气化 (000968)
2009 年 02 月 19 日

2009 年业绩下降，2011 年可望快速增长

2009 年 2 月 19 日股价：14.77 元；目标价：16.35 元。

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

2008 年 EPS1.33 元，达到公司此前业绩预增 81-95% 的高限。公司 2008 年前三季度业绩同比增长 305%，EPS1.42 元。公司 2008 年业绩增长 95%，EPS1.33 元。公司第四季度亏损 4718 万元。如果不考虑资产减值损失的 23823 万元，公司全年的 EPS 应该在 1.68 元左右。与我们此前预期的 1.73 元比较接近。敬请参考我们煤气化的系列跟踪分析报告。

焦炭产品毛利率不降反增，主要是利润的转移所致。公司焦炭销售的毛利率在 2008 年上半年是 39.22%，全年是 50.64%。——焦炭产品销售毛利率横比畸高，与其他焦炭公司业绩大降形成鲜明对比。焦炭销售毛利率纵比在下半年大幅度提高，与焦炭价格在第三季度快速上涨，第四季度快速下跌的走势明显矛盾。参见表 1-2 和图 1-2。

我们推断原因有两个方面，（1）公司煤炭产品内销数量可能会加大。公司 2007 年有大约 70 万吨的精煤内供焦化厂，由于 2008 年下半年之后焦煤价格调整，公司加大了洗精煤内供的数量（无法获知具体数据）。内部结算，使得焦炭销售毛利率提高有了可能。（2）与公司成本的计算方式密切相关。由于焦炭以及焦化副产品的投入是同样的，炼焦过程中的成本需要在不同中间或者终端产品间分配。分配比例不同会导致各个产品不同的毛利率。我们选取几家有焦炭以及焦化产品的上市公司比较，参见表 2，公司不包括焦炭产品的其他化工产品毛利率明显要低于同类公司，这部分表明，公司化工产品在整个炼焦过程中分担的成本可能略微偏高。无论承担多少，不影响炼焦的成本总和。煤气的巨额亏损是政策性的亏损。这已经是一个老大难的问题。

表 1 公司不同产品毛利率变化

	毛利率				收入占比	毛利占比
	2007H1	2007	2008H1	2008	2008	2008
焦炭	30.28%	30.70%	39.22%	50.64%	60.38%	78.59%
精煤	39.74%	39.10%	80.84%	64.82%	12.74%	21.22%
煤气	-272.68%	-303.37%	-345.59%	-331.66%	1.47%	-12.52%
原煤	52.83%	58.82%	64.48%	21.94%	17.95%	10.12%
中煤	34.30%	34.76%	23.40%	25.59%	2.36%	1.55%
化工产品	47.83%	39.37%	24.44%	12.29%	3.56%	1.12%
其他	52.10%	9.33%	60.43%	-2.07%	1.55%	-0.08%
合计	28.62%	29.37%	39.82%	38.91%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

公司煤炭不同产品销售毛利率的巨大差异预计与产品成本计算方式有关。2008 年公司煤炭产品合计的销售毛利率是 38.73%，居于上市公司的中游水平。在 2008 年煤炭价格大幅度上涨的情况下，这一毛利率略显偏低——这与煤炭内部销售、内部结算有关。从产品看，精煤产品的销售毛利率上半年 80.84%，全年 64.82%——横比冶金煤上市公司，这是最高的！精煤产品毛利率畸高，与原煤和中煤产品的销售毛利率极低有很大的关系，参见表 1。我们推断，原煤经过洗选再到不同产成品之间的成本分割相对比较困难，这会导致成本在不同产品之间计算方面的误差。——这些误差不影响整个煤炭产品的毛利率。

表 2 焦化产品成本分摊比较（2007 年）

		收入 (万元)	成本 (万元)	销售毛利率 (%)	备 注
安泰集团	出口焦炭	70352	49838	29.16	出口焦炭毛利较高
	焦炭	60589	46353	23.50	
	焦油	9063	1098	87.88	
	粗苯	4288	452	89.46	
	焦化产品合计	13351	1550	88.39	由于数据可获得的原因， 焦化产品的统计不完全
	焦炭和化工产品合计	144292	97741	32.26	
开滦股份	焦炭产品	306457	277256	9.53	
	其他焦化产品	76216	64448	15.44	由于数据可获得的原因， 焦化产品缺乏细分项目
	焦炭和化工产品合计	382673	341704	10.71	
煤气化	焦炭	285924	141136	50.64	
	化工产品	6955	30026	-331.72	
	煤气	16839	14769	12.29	
	化工产品合计	23794	44795	-88.26	
	焦炭和化工产品合计	309718	185931	39.97	煤气化是 2008 年的数据

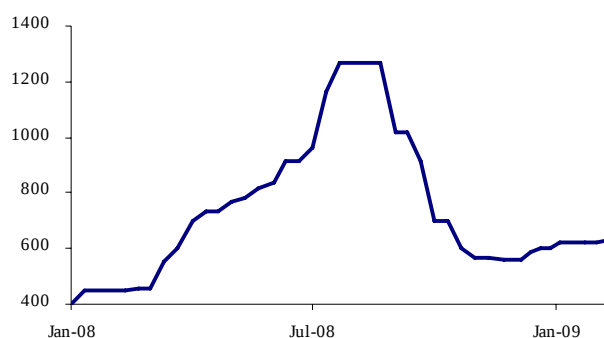
资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

期间费用率增长超过 50%，主要是职工薪酬增加。2008 年公司的期间费用合计增加 2.41 亿元左右。其中，职工薪酬增加合计 1.21 亿元左右，占增量超过 50%。意外事故导致管理费用合计增加 6370 万元，占期间费用增加的 25%以上。预计今后的期间费用会保持一个基本稳定的状态。

较大幅度提高一次性资产减值损失，给今后业绩留出较大空间。2008 年公司资产减值损失发生额比上年增长 15380 万元，增加比例为 182.16%，主要为：（1）公司的第一焦化厂列入关停企业名单，本公司根据测算对第一焦化厂的生产设备计提了 1512 万元的减值准备。（2）子公司山西华南煤化有限公司的 2 号煤将于 2010 年采掘完毕，由于山西省的资源整合政策，购入下组煤资源的可能性不大。根据测算计提了固定资产减值 3504 万元，土地使用权减值 253 万元。减值计提本合减少 EPS0.2245 元。这部分减值计提，将提高今后的业绩。

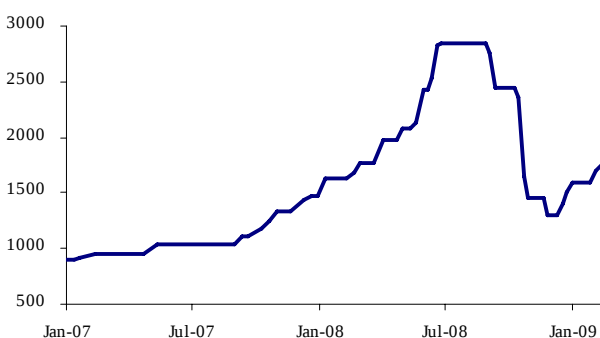
2009 年焦炭和煤炭产品毛利率都会有所降低。公司没有公布 2008 年的煤炭、焦炭销售量以及价格，影响了我们对未来的判断。初步预计，由于 2009 年经济增幅下滑，焦煤以及焦炭价格同比将有程度不同的下跌。不考虑对内焦煤销售，公司的焦炭产品销售的毛利率预计会维持在 10-20%之间。煤炭价格下跌幅度高于生产成本下降幅度，煤炭销售的毛利率也将有所下降。

图 1 山西灵石焦煤坑口不含税价（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网

图 2 山西介休地区二级冶金焦车板含税价（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网

龙泉煤矿的贡献要到 2011 年。龙泉煤矿是公司未来发展的主要项目之一，龙泉项目法人是太原煤气化龙泉能源发展有限

公司，其股权结构为：太原煤气化股份有限公司持股 42%，中国煤炭进出口公司 40%，太原煤炭气化（集团）有限责任公司 18%。为加快项目的进展，预计公司需要从资本市场融资。融资的前提条件之一是，股份公司需要绝对控股。公司需要拿到另外的 9% 的股权（合计持有 51%），公司倾向于从中煤集团和集团公司分别获得，或者直接从集团公司获取需要的股权比例，这一事项还在商讨当中。另外，资源划定、采矿权价款评估以及缴纳、建设土地的获得等也都在进展中，需要进一步关注。乐观估计，2009 年开始建设。建设周期两年时间，贡献时间在 2011 年。

盈利预测及投资建议。我们假定公司 2009 年的原煤、精煤、焦炭销售价格分别是 430 元、850 元和 1700 元，同比 2008 年的价格都有程度不同的下跌。假定公司对内以及对外销售的结构基本不发生变化，成本以及期间费用略有增长。预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 1.09 元和 1.25 元。公司未来两年煤炭产销量增加不多，焦炭销量几无增加。价格变化对于公司业绩影响巨大。敏感性分析表明，2009 年，综合煤炭价格每调整 10 元/吨，公司的 EPS 将下跌 0.06 元；焦炭销售价格下调 100 元/吨，公司的 EPS 将下跌 0.20 元左右。随着龙泉煤矿投产，公司业绩将在 2011 年快速增长。同比其他煤焦公司，公司目前的估值基本合理，我们暂时维持“增持”的投资评级。按照 15 左右的 PE，目标价位在 16.35 元。

表 3 公司业绩分析和预测（万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	268717	342608	473528	470118	531568
减：营业成本	208466	241969	289294	302800	348220
营业税金及附加	3283	5910	7161	7052	7974
销售费用	16454	20303	28142	32363	35599
管理费用	10418	16505	34945	40187	42820
财务费用	3175	3718	1624	3000	3000
资产减值损失	2866	8443	23823	4000	4000
二、营业利润	23973	45816	90553	80716	89955
加：营业外收入	28	36	305	0	0
减：营业外支出	989	1691	2050	1600	1600
三、利润总额	23012	44162	88807	79116	88355
减：所得税	6349	10682	17865	18197	20322
四、净利润	16663	33480	70943	60919	68033
归属于母公司股东的净利润	14350	31406	68416	55919	64033
少数股东权益	2313	2074	2526	5000	4000
五、每股收益（元）					
基本每股收益（元）	0.3631	0.6113	1.3317	1.0885	1.2464

资料来源：公司公告，海通证券研究所整理

参考报告：

- 1、调研报告：借势行业景气，业绩快速增长，20080610；
- 2、跟踪报告：08 年中期业绩大增 250-300%，20080708；
- 3、半年报点评：业绩大增，价值凸显，20080820；
- 4、跟踪报告：2009 年业绩同比大降，20081029。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业核心分析师

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、金牛能源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。