

动态报告/公司深度跟踪

能源

煤气化 (000968)

推荐

煤炭

2009 年 7 月 16 日

产品提价蓄势业绩反弹 新增煤矿助推未来腾飞

分析师: 李然 liran@guosen.com.cn 0755-82130681

事项:

近期我们调研了煤气化, 与公司管理层交流了公司生产经营状况, 并对煤炭行业趋势及公司中长期发展规划进行了讨论。

公司的投资要点主要来自于:

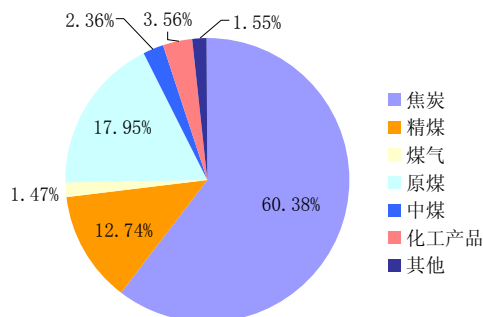
- 1、公司焦炭业务 (占收入约 60%) 从 6 月份开始, 已经扭亏为盈, 下半年盈利空间有望继续拉大, 这将大大增加公司下半年业绩的向上弹性。
- 2、公司负担将逐步减轻, 煤气业务 (08 年巨亏, 亏损额为全年盈利的 33.72%) 将有望通过逐步提价以实现盈亏平衡, 严重拖累公司盈利的长沟矿也已经实行政策性破产, 这将大大减轻公司负担。
- 3、公司龙泉矿即将开工建设, 设计产能 800 万吨, 预计于 2012 年投产, 主产肥焦煤及 1/3 焦精煤。公司对蒲县安泰矿的收购也在稳步进行, 收购完成后, 产能有望增加 240 万吨。公司目前煤矿产能为 380 万吨, 产能大幅增长将明显增厚公司业绩, 粗略估算, 仅龙泉矿投产后, 2012 年 EPS 将增厚 1.23 元。
- 4、预计 09-11 年 EPS 分别为 0.82 元、1.67 元和 1.85 元, 目前股价为 22.82 元, 估值偏低, 给予 “推荐” 评级。

评论:

■ 煤焦气完整的产业链组合, 使公司有较强的风险抵抗能力

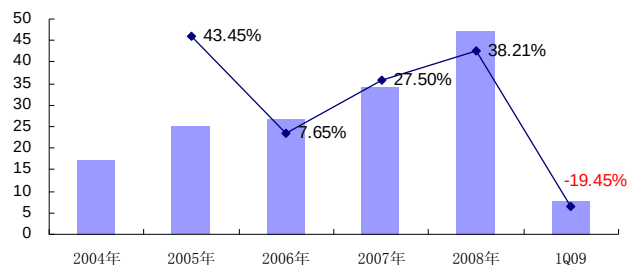
太原煤气化股份有限公司是一个拥有采煤、洗煤、炼焦、制气、煤化工完整业务链条的企业。公司目前拥有嘉乐泉矿、炉峪口矿、东河煤矿、南山矿、离石矿等合计生产能力在 380 万吨的五个煤矿, 以及第一焦化厂和第二焦化厂两个年产焦量近 170 万吨的大型焦化厂, 煤焦一体化的经营方式使得公司有比较强的风险抵抗能力。由于公司拥有自己的焦煤煤矿, 在焦煤供应紧张煤炭价格出现大幅上涨或焦炭价格不稳的情况下, 公司可以通过调节自身的煤炭供应和和各业务间的利益分配来降低焦化企业面临的风险。以 08 年下半年到 09 年四五月这一特殊时期为例, 这一期间焦炭价格大幅跳水, 焦化行业普遍面临亏损甚至大面积限产停产, 山西省内大量的独立焦化厂由于受到钢铁行业持续低迷的影响, 企业开工率不足 50%, 销售困难。同时上游炼焦煤价格并未随着焦炭价格的持续回落而随之下降, 仍保持在相对高位运行, 这使得原本就生存困难的焦炭企业更加雪上加霜。而太原煤气化由于拥有自己的煤矿, 企业在开工率下降的情况下基本不需外购焦原煤, 焦煤基本实现自给自足。公司相对低位的炼焦煤采购价格使得焦化业务亏损相对较小, 焦炭价格调整空间较大, 因此保证了焦化业务相对稳定的开工率和销售状况, 公司在 09 年上半年盈利状况并未如其他同行那样出现大幅亏损。

图 1: 公司 08 年主营业务构成



资料来源: 公司年报 国信证券经济研究所

图 2: 公司主营业务收入增长情况



资料来源: 公司年报 国信证券经济研究所

■ 公司 09 年上半年焦炭销售情况平稳，下半年煤焦销售有望实现量价齐升

09 年上半年公司在下游需求持续回落，钢铁行业整体低迷的情况下，仍保持了较为平稳的销售业绩。这一方面得益于公司自身拥有焦煤煤矿，焦煤采购价格相对较低，可部分压缩焦炭生产成本；另一方面则在于公司多年与周边大型钢厂的稳定合作，公司焦炭的主要销售方向是首钢、承钢、唐钢、济钢、莱钢等。较低的生产成本、宽广的销售半径以及与大型钢厂长期稳定的合作使得企业在同行内拥有较强的竞争能力。

据了解，公司上半年焦煤基本不外销，主要保证自身企业的供应。焦炭的销售由于公司一直采取的“产销平衡、根据市场组织生产”的经营策略，使得公司能够较为灵活的应对市场变化。目前公司焦炭库存量较小，各大港口基本没有焦炭库存；同时公司焦炭的销售价格从 5 月份的 1580 元/吨到 6 月份的 1650 元/吨，再到 7 月份的 1710 元/吨（以上价格均为车板含税价格），焦炭业务实现了从 5 月份的微亏到目前的全面盈利（据了解目前公司吨焦炭的生产成本基本维持在 1300 元/吨），而且焦炭全年的产能利用率基本保证在 150 万吨左右，也就是说企业全年的产能利用率在 88% 以上。

随着国内钢铁行业的逐步好转，下游行业对焦炭的需求应会持续增加，考虑到去年下半年由于焦炭行业大面积亏损带来的山西部分中小独立焦化厂的倒闭，我们预计今年下半年山西省内的焦炭供应不会出现明显的增加，焦炭供应相对过剩的局面应不会出现。同时山西省焦化行业协会对全省焦炭销售的全面协调管理和指导定价以保证焦炭企业的利益，再加上煤气化在行业内的龙头地位所具有的强大话语权，我们预计 09 年下半年公司焦炭价格将会有一定幅度的上涨，预计涨幅在 150 元/吨左右，企业销售情况会全面好转，焦炭销售下半年有望实现量价齐升。

■ 未来稳定的产能增长将明显增厚公司业绩

1、龙泉矿的开工建设将大幅提升市场对公司未来盈利能力的预期

龙泉矿是目前山西省唯一一个通过政府全面审批，即将投入建设的大面积的焦煤矿井。该矿可采储量 7.2 亿吨，占地 32 平方公里，建设总投入在 40 亿元左右，煤种主要以低硫、低灰的肥焦煤以及 1/3 焦煤为主，设计生产能力 800 万吨，配套洗煤厂年洗出精煤量约为 500 万吨，同时公司打算投入 8 亿元修建铁路专运线以降低企业的生产成本。据了解，公司目前控股该煤矿，而且有进一步提高控股比例的计划。龙泉矿预计在 09 年 7 月底 8 月初开工建设，预计全面建成需 2 年半的时间。我们预计随着公司矿井建设的逐步推进，煤矿可逐步贡献产能。考虑煤矿建成时的煤价上涨因素，假设龙泉矿所产焦煤全部做焦精煤销售，那么 2012 年上市公司的 EPS 将因此增厚 1.23 元。

2、对山西蒲县安泰煤焦公司煤矿完成收购后将会在短期内提升公司的盈利能力

据了解，蒲县安泰公司井田可采储量约为 1871 万吨，目前公司正在谈判收购的两个矿井收购前的年生产能力约为 90 万吨，公司打算在完成收购后对这两个煤矿进行技改，技改后能够形成 240 万吨/年的生产能力，目前该收购进程正处于煤矿评估阶段，采矿权价款谈判已基本落实，该煤矿 1/3 焦煤和肥煤为主，煤质优良，回收率较高，矿井建设已基本完成，可直接为公司贡献产能，这将大幅提升公司的盈利能力。

■ 煤气提价成为可能，公司业务将全面盈利

尽管公司的煤气收入占比较小，08 年仅占 1.47%，但是该业务却严重亏损。08 年煤气业务毛利为-2.31 亿元，而公司全年的盈利为 6.84 亿元，亏损额为全年盈利的 33.7%。目前煤气业务为公司唯一亏损的业务，但据我们了解，近期太原市政府已经同意煤气提价，现正报请政府听证，多年来长期亏损的煤气业务将有望结束亏损局面，若听证通过，将大幅改进公司的盈利状况。

■ 公司前期主力老化矿井—长沟矿获得政府政策性破产，将大幅减轻公司负担

长沟矿是煤气化前期老化已近资源枯竭的矿井，该矿负担较重，给公司带来了比较大的财务负担。据了解长沟矿目前已获得政府政策破产，并获得了相当数额的破产费用，这将大大减轻公司的负担。

■ 公司未来业绩成长显著，估值较低，给予“推荐”评级

根据我们的测算，不考虑潜在的煤气提价、煤矿收购等因素，煤气化 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润分别为 4.2 亿元、8.6 亿元和 9.5 亿元，同比增长-38.61%、104.76%、10.47%，对应 09-11 年 EPS 分别为 0.82 元、1.67 元和 1.85 元。公司目前在二级市场股价为 22.82 元，按照公司的优良资质和未来业绩变动趋势，与煤炭板块相对比，估值明显偏低，我们给予公司“推荐”评级。

■ 关键产品价格假设

预计公司 2009 年焦精煤销售价格为 1000 元/吨（含税），二级冶金焦销售均价为 1650 元/吨（含税），2010 年焦精煤销售价格为 1350 元/吨（含税），二级冶金焦销售均价为 1950 元/吨（含税），2011 年焦精煤销售价格为 1450 元/吨（含税），二级冶金焦销售均价为 2050 元/吨（含税）。

■ 核心风险提示

1.我们对公司 2010 年-2011 年煤焦价格包括盈利假设是基于明年经济好转，钢铁行业稳步回升的前提。国信宏观小组认为，随着经济在 2009 年三季度再次探底，四季度将逐步回升，尤其以中游行业的回升最为明显，钢铁行业也将随着经济的逐步转暖而全面复苏，作为钢铁行业的上游炼焦煤行业受益明显。因此，我们对 2010 年公司焦炭销售价格假设相对中性。

2.公司目前在产的矿井均为老矿，目前均为满负荷生产，每年投入的维简费用在逐年增加，同时可采年限在逐年缩短。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。