

2009 年 11 月 27 日

A
未有评级

000968.SZ - 人民币 23.15

唐倩*

 (8610) 6622 9077
 qian.tang@bocigroup.com

股价相对指数表现


资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	145	4	13	180
相对新华富时	67	5	6	107
A50 指数(%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	514
流通股 (%)	100
流通股市值 (港币 百万)	11,893
3个月日均交易额 (港币 百万)	263
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
太原煤炭气化集团	49.45

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

煤气化

发展空间大，尚须等待

公司没有参与山西省煤炭资源整合，未来的煤炭产量增长主要来自龙泉煤矿和圪台煤矿。预计公司未来产能将达到 1,222 万吨，相当于目前产能的 3.7 倍。但主要增量龙泉矿需要在 2013 年达产。公司目前的焦炭和煤气业务依然亏损，短期内仍难有所改善。根据市场上的预测，目前公司 10 年市盈率为 17.6 倍，较行业平均折价 15%。鉴于公司短期内业绩改善空间较小，我们认为估值较为合理。

主要发现

- 公司未参与山西煤炭资源整合，主要是由于其实际控制人为央企，即中煤集团；而本次山西煤炭资源整合主体原则上应为本省企业。
- 公司煤炭产量的短期增长来自圪台煤矿。该矿实际产能 90 万吨/年，目前已经基本建成，但尚未投产，需要等待政府审批。
- 公司未来的煤炭产量增长主要来自龙泉煤矿。龙泉煤矿预计 2012 年底投产，首期产能为 500 万吨/年，未来将扩大至 800 万吨/年。
- 公司的煤气业务继续亏损，短期内煤气价格上涨的可能性不大。随着 2010 年太原市用天然气替代民用煤气，公司煤气将用于工业，届时有望价格上涨。
- 公司焦炭业务依然亏损，而为满足太原市民用煤气，公司焦化厂目前的开工率为 83%，远高于山西省独立焦化厂 50% 的平均开工率，因而增加了亏损额。由于钢铁和焦化行业产能过剩较为严重，我们预计公司焦炭业务短期内不会有太多起色。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(人民币百万元)	3,426	4,735	3,653	4,442	8,043
增长率(%)	28	38	(23)	22	81
净利润(人民币百万元)	267	684	391	675	936
增长率(%)	86	156	(43)	72	39
每股收益(人民币)	0.677	1.332	0.762	1.314	1.821
市盈率(倍)	34.2	17.4	30.4	17.6	12.7

资料来源：公司数据及万得

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

1、公司前三季度经营情况

公司前三季度生产原煤 237 万吨，洗精煤 120 万吨，焦炭 100 万吨，煤气 1.19 亿立方米；销售原煤 44 万吨，洗精煤 42 万吨，中煤 39 万吨，焦炭 100 万吨。

图表 2. 公司 09 年前三季度产销情况

	自产 万吨	外销 万吨	自用 万吨	外购 万吨	不含税售价 元/吨	成本 元/吨
原煤	237	44	193			
洗精煤	120	42	78	55	1017	
中煤	45	39	6		235	
焦炭	100	100			1371	1181
煤气	1.19 亿立方米	1.19 亿			0.3 元/立方米	0.7 元/立方米

资料来源：公司数据，中银国际研究

2、未来煤炭产量增长依赖龙泉矿

公司现有 4 个煤矿，煤炭产能 332 万吨/年，以生产焦煤为主。未来的煤炭产量，短期增长来自圪台煤矿，长期增长来自龙泉煤矿。

圪台煤矿核定产能 30 万吨/年，实际产能为 90 万吨/年。目前该矿尚未投产，正在等待政府关于 90 万吨/年产能的批复。由于省政府忙于煤炭资源整合的审批，预计圪台煤矿获得审批尚需等待。

龙泉矿资源储量较大，是公司未来煤炭产量增长的主要来源。该矿首期产能为 500 万吨/年，未来产能可达到 800 万吨/年，目前已经拿到采矿权。该矿刚刚开始建设，我们预计 12 年底投产使用。

由于公司实际控制人中煤集团为央企，而山西省在本次资源整合倾向于以省内煤炭企业为整合主体。因而公司未能参与到山西煤炭资源整合中。

图表 3. 公司现煤炭产能

权益	权益	所在城市	产能 (万吨)	储量 (万吨)	煤种
炉峪口煤矿	100%	古交	85	1,781	焦煤、肥煤
嘉乐泉煤矿	100%	太原	100	1,708	焦煤
东河煤矿	100%	临汾蒲县	82	1,532	1/3 焦煤
离石煤矿	70%	吕梁	65	4,806	焦煤、瘦煤
合计			332	9,827	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 公司在建煤炭产能

权益	权益	所在城市	产能 (万吨)	保有储量 (万吨)	煤种
龙泉煤矿	42%	太原	500	80,000	焦煤、肥煤
圪台煤矿	70%	临汾	30	300	焦煤、肥煤
合计			530	80,300	

资料来源：公司数据，中银国际研究

3、焦炭和煤气仍然亏损

公司 09 年前三季度的焦炭成本中，90%左右来自于炼焦煤成本。受到上游炼焦煤价格高企和下游钢铁价格较低的双重挤压，公司目前的焦炭业务仍然亏损。

为了保障太原市的居民用气，公司焦化厂目前的开工率为 83.3%，远高于山西省独立焦化厂 50% 的平均开工率。过高的开工率进一步加大了公司的亏损。我们认为未来随着钢铁行业逐渐复苏，焦炭价格会有所上涨，但上涨空间较为有限，且短期内不会有太多起色。

公司煤气主要为民用；由政府统一定价，售价仅 0.3 元/立方米，而成本为 0.7 元/立方米。鉴于太原正在逐步将天然气替代民用煤气，我们预计在替代完成前，即 2011 年前，公司煤气价格上调的可能性较小。未来公司的煤气主要用于工业用，我们认为届时其价格有望上涨。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 11 月 25 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371