

评级：谨慎推荐

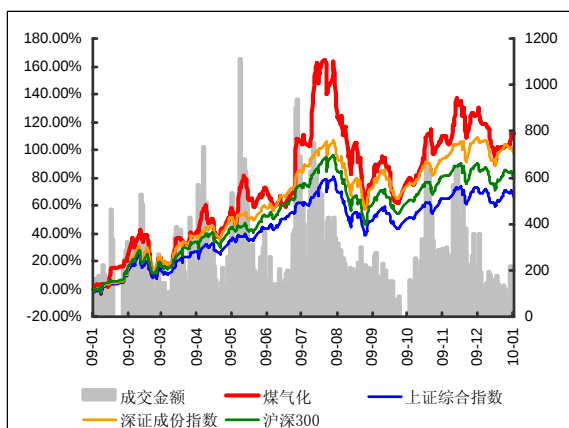
2010 年 1 月 11 日

价格回升将提升 10 年一季度业绩

——煤气化（000968）

投资要点：

- **煤焦一体化提高公司抗风险能力** 公司主要生产焦炭，并且自产原焦煤。目前原煤产能 330 万吨，焦炭产能为 170 万吨，精煤产量在 160 万吨左右，公司焦炭和精煤的毛利率比较高，分别为 50% 和 64%，是公司的主要利润来源点。焦炭价格为 1650 元，而公司的焦炭成本在 1300 元。但煤气业务处于亏损期，太原一半居民用气由本公司供应，价格倒挂现象一直持续，因为公司为国有企业，必须承担这部分亏损。
- **炼焦煤资源有保障** 目前公司在产煤矿四个，合计产能为 332 万吨/年。其中大部分为炼焦用焦煤、肥煤和 1/3 焦煤，既有资源开采年限 30 年。在建的煤矿有圪台矿（控股 70%），龙泉矿（控股 42%）。龙泉矿是公司未来最大看点，该矿资源丰富，煤种为稀缺的 1/3 焦煤和气肥煤。煤种比例分别为 50% 气煤，25% 焦煤，25% 动力煤。该矿 500 万吨产能预计 12 年初投产，储量为 8 亿吨，可采储量 7.2 亿吨，最终可达 800 万吨产能。
- **价格回升将提升 10 年一季度业绩** 最近，动力煤和焦煤价格都有所上涨，带动焦炭价格上涨，华北地区焦炭价格站在 1850（车板含税）元以上，依目前形势，预计今年一季度，公司业绩会有明显提高，环比能有 10% 的增长幅度。
- **投资分析** 依据三季度销售情况判断，2009 全年总计净利润在 3.3 亿，每股收益在 0.64 元左右，如果两年后龙泉矿建成投产，公司利润将翻番，所以现在无法按市盈率给予估值，但假设按现在情况计算，2012 年的每股收益预计在 2.1 元，按 20X 市盈率估值届时股票价格在 42 元以上。目前股票价格在 22 元，以此计算三年内的股票价格复合增长率 25%。考虑到股票投资的不确定性，在业务增长确定的前提下，三年复合增长率在 20% 我们才愿意投资，所以目前我们给予股票“谨慎推荐”评级。



市场数据： 2010 年 1 月 8 日

行业分类： 煤炭采掘

上证指数： 3196

沪深 300： 3480

煤气化： 21.61

研究员：高天成

电 话：(0351) 4131559

E mail: gaotc@dtsec.com.cn

地 址：山西·太原·青年路 8 号

邮 编：030001

网 址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：2009-12-23 兰花科创-化工现扭亏趋势，明年一季业绩值得期待

前段时间，我们对煤气化公司进行了实地调研，和上市公司董秘就公司经营现状、新矿建设进展、业务结构及焦炭产品市场价格进行沟通了解，总体看，去年四季度开始，行业复苏迹象显现，总体经营压力减轻，我们对公司发展持谨慎乐观态度。

一、煤焦一体化提高公司抗风险能力

公司主要生产焦炭，并且自产原焦煤。目前原煤产能 330 万吨，焦炭产能为 170 万吨，精煤产量在 160 万吨左右，焦炭中焦煤成本占比为 70%，1.3 吨焦煤生产一吨焦炭，精煤洗出率在 60%左右。只有很小一部分炼焦用配煤需外购，由于公司煤焦一体化使得价格调整比较灵活，可以满足焦炭业务实现盈利。公司焦炭和精煤的毛利率比较高，分别为 50%和 64%，是公司的主要利润来源点，在去年焦化企业普遍亏损的情况下，公司很好的抵御了这一风险。去年三季度，公司原煤价格在 275 元，精煤价格在 1190 元，焦炭价格为 1650 元，而公司的焦炭成本在 1300 元。

09 前三季，公司焦化厂开工率在 83%，比全省平均开工率 50%高出许多，主要为生产供应煤气所倒逼，预计全年开工率达到 84%。焦炭副产品有煤气，焦油等十几个品种，总收入在 4 千万左右。

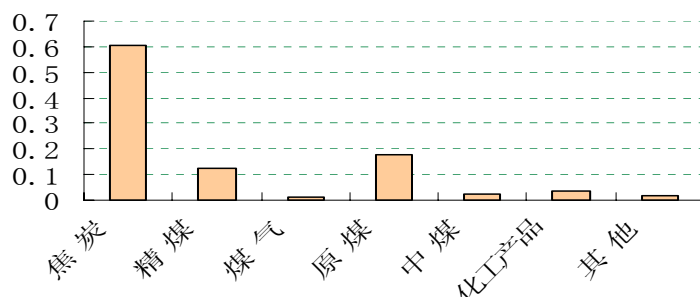
目前煤气业务处于亏损期，太原一半居民用气由本公司供应，价格倒挂现象一直持续，因为公司为国有企业，必须承担这部分亏损。目前居民用煤气出厂价格为 0.31 元/立方米，企业用煤气出厂价格为 0.5 到 0.8 元不等，公司煤气先销售给集团公司，由集团公司输送给居民和企业。而居民用气消费价格为 0.75 元/立方米，企业用气消费价格在 0.9 元到 1 元。公司生产成本在 0.85 元。中间一部分利润由集团获得。全年预计亏损约 2 个亿，未来，公司将在市政府工作安排下实施天然气置换工程，到时可以消除该部分业务亏损，使生产经营更具有主动性。

图表 1. 公司煤气出厂价格（元/立方米）

煤气生产成本	居民用出厂价格	居民用消费价格	企业用出厂价格	企业用消费价格
0.85	0.31	0.75	0.5-0.8	0.9-1

资料来源：大证研究部

图表 2. 2008 年公司业务收入分布



资料来源：公司年报

二、炼焦煤资源有保障

目前公司在产煤矿四个，合计产能为 332 万吨/年。其中大部分为炼焦用焦煤、肥煤和 1/3 焦煤，处于满负荷生产，既有资源开采年限有 30 年。在建的煤矿有圪台矿（控股 70%），龙泉矿（控股 42%）。短期圪台矿 90 万吨产能预计 11 年会贡献，不过此矿储量比较低，长期发展要看龙泉矿。

龙泉矿是公司未来最大看点，该矿资源丰富，煤种为稀缺的 1/3 焦煤和气肥煤。煤种比例分别为 50% 气煤，25% 焦煤，25% 动力煤。该矿 500 万吨产能预计 12 年投产，储量为 8 亿吨，可采储量 7.2 亿吨，最终可达 800 万吨产能，是公司未来发展的支柱，投产后预计会贡献 1.5 元的每股收益。

此外，公司在蒲县有三个整合的煤矿，合计产能在 120 万吨，其中一个可直接投产，另外两个需扩建，该项目正在实施中。

图表 3. 在产及在建煤矿（万吨）

在产煤矿	煤种	地址	产能（万吨）	保有储量	备注
炉峪口矿	焦煤、肥煤	古交	85	1781 万吨	
嘉乐泉矿	焦煤	太原	100	1708 万吨	
东河矿	1/3 焦煤	临汾蒲县	82	1532 万吨	
离石矿（70%）	焦煤、瘦煤	吕梁	65	4809 万吨	
合计			332 万吨	9830 万吨	
在建煤矿					
安泰矿	焦煤	临汾蒲县	120	3465 万吨	11 年达产
圪台矿（70%）	焦煤、肥煤	临汾	90	300 万吨	10 年投产

龙泉矿（42%）	1/3 焦煤、气肥煤	太原娄烦	500	8 亿吨	12 年投产
在建合计（权益）			393 万吨	8.37 亿吨	
目前焦化厂 焦炭产能（万吨）					
第一焦化厂	100				（准备搬迁）
第二焦化厂	70				
规划焦化产能	400				

资料来源：公司年报 大证研究部整理

焦化一厂准备搬迁，目前，正在进行新厂址的选择并等待政府搬迁计划安排。预计两年内完成搬迁。焦化一厂搬迁后，新增规划炼焦能力为 400 万吨。公司有意向在晋中选择一块土地规划产业经济园区作为新厂地址，目前还在和地方政府谈判中。

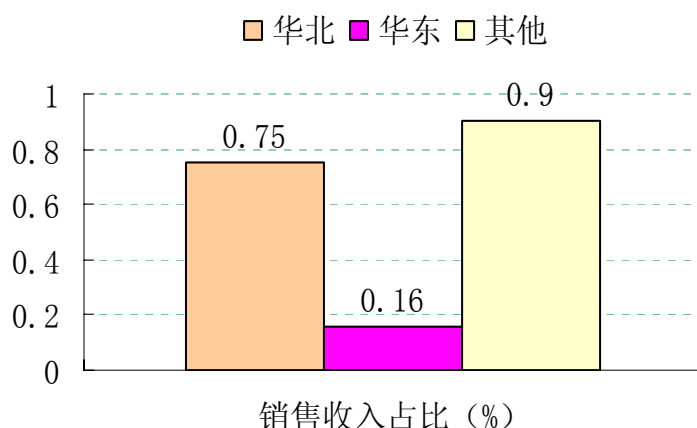
图表 4. 煤炭产量预测（万吨）

	2009	2010	2011	2012
煤炭产能	330	360	510	920

三、价格回升将提升 10 年一季度业绩

近期，煤炭价格连续上涨，由于经济回暖，天气降温等因素影响，动力煤价格连续 3 个月上涨，焦煤、焦炭价格也同步上升。最近，动力煤和焦煤价格都有所上涨，带动焦炭价格上涨，华北地区焦炭价格站在 1850（车板含税）元以上，平均比上周上涨 50 元到 100 元，依目前形势，预计今年一季度，公司业绩会有明显提高，一季度预计环比能有 10% 的增长幅度。

图表 5. 销售收入地区分布（09 三季度）



资料来源：公司报告

图表 6. 山西地区焦炭参考价格（100106）

地区	品名	价格	备注
----	----	----	----

河津	二级冶金焦	1850	车板含税
洪洞	一级冶金焦	1900	出厂含税
洪洞	二级冶金焦	1850	车板含税
介休	一级冶金焦	1900	出厂含税
介休	二级冶金焦	1850	车板含税
霍州	准一级冶金焦	1850-1950	车板含税
临汾	一级冶金焦	1900	出厂含税
临汾	二级冶金焦	1850	车板含税
长治	一级冶金焦	1900	出厂含税
长治	二级冶金焦	1850	出厂含税
吕梁	一级冶金焦	1900	出厂含税
吕梁	二级冶金焦	1850	出厂含税
清徐	准一级冶金焦	1850-1950	车板含税
古交	二级冶金焦	1850	出厂含税

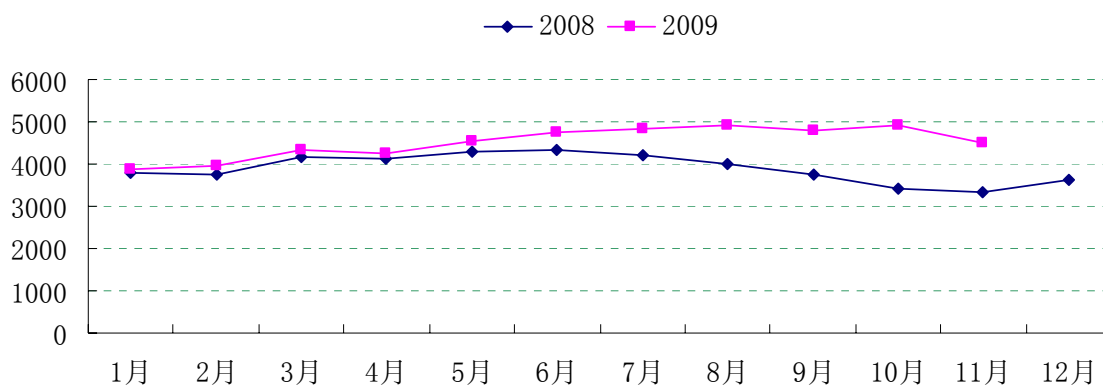
资料来源: CCTD

图表 7. 全国重点地区焦炭价格汇总 (100105)

地区	产品名称	价格 元/吨	地区	产品名称	价格 元/吨	涨跌
上海	准一级冶金焦	1950-2000	平顶山	二级冶金焦	1800-1820	↑
	二级冶金焦	1850-1900	七台河	二级冶金焦	1650	↑
淮北	二级冶金焦	1900	吉林	二级冶金焦	1750-1800	↑
萍乡	二级冶金焦	1900	沈阳	二级冶金焦	1780	↑
临沂	二级冶金焦	1850-1900	乌海	二级冶金焦	1750	↑
	二级冶金焦	1800-1850				↑
邯郸	二级冶金焦	1800-1850	石嘴山	二级冶金焦	1650-1700	↑
邢台	二级冶金焦	1800-1850	重庆	三级冶金焦	1730	↑
天津	一级冶金焦	1950	攀枝花	二级冶金焦	1750	↑
临汾(霍州)	一级冶金焦	1900	贵阳	二级冶金焦	1730	↑
吕梁	二级冶金焦	1850	六盘水	二级冶金焦	1720	↑
安阳	二级冶金焦	1780-1800	昆明	二级冶金焦	1750	↑
						↑

资料来源: CCTD

图表 8. 全国生铁产量（万吨）



资料来源：CCTD

公司的客户比较稳定，有首钢、唐钢、承钢、莱钢等。

公司与大股东中煤能源存在同为上市公司，但不存在同业竞争问题，首先，两者在煤种上不具有竞争性，公司主要煤种为焦煤，中煤能源煤种主要是动力煤；其次，两者在地域上不具有竞争性，公司主要在太原地区，中煤能源主要生产地在朔州及内蒙古地区。

目前公司销售的煤炭运输问题不大，一部分原煤地销，其他通过石太线等外运，运输不是很紧张。

四、投资分析

依据三季度销售情况，原煤销售 240 万吨，精煤销售 118 万吨，焦炭销售 100 万吨，2009 全年预计焦炭贡献净利润 3.5 亿多元；精煤贡献 1.6 亿，原煤略亏；山西华南煤化公司（78.5%）、神州煤业（70%）净利润贡献合计在 0.6 亿；煤气亏损约 2 亿，其他部分可忽略，总计净利润在 3.3 亿，每股收益在 0.64 元左右，考虑到公司未来增长比较明确，如果两年后龙泉矿建成投产，公司利润将翻番，所以现在股票价格不适宜一般估值方法，但设定目前条件维持到 2012 年的假设条件，预计 2012 年的每股收益在 2.1 元以上，按 20X 市盈率估值届时股票价格在 42 元以上。

目前焦炭企业普遍亏损，预计未来两年焦炭价格不会再下降了，否则独立焦化企业将难以生存，这样的极端情况我们认为不可能，目前本地焦炭价格在 1850 元。所以设定未来焦炭价格只涨不跌。

目前股票价格在 22 元，动态市盈率在 28 倍，由于 3 年内增长比较确定且增长幅度比较大，30 倍动态市盈率比较合适。2012 年合理估值 42 元，所以未来三年内股票价格复合增长率在 25%，在业务增长确定的前提下，三年复合增长率在 20% 我们才愿意投资，所以目前我们给予股票“谨慎推荐”评级。

图表 9. 盈利预测

指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（亿）	32	38	47	70
净利润（元）	3.3	4	6.1	10.7
每股收益（元）	0.64	0.8	1.2	2.1
20 倍市盈率	13	16	24	42
股票估值				

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6-12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10% - 20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价波动相对市场基准指数 -10% - +10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	"+" 表示市场表现好于基准， "-" 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6-12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。