

业绩符合预期

煤气化（000968）年报点评

谨慎推荐（维持）

2010年3月17日

投资要点：

- ✧ **业绩符合预期。**2009年公司实现营业收入32.48亿元，同比减少31.40%；实现归属母公司所有者的净利润3.80亿元，同比减少44.53%；基本每股收益0.74元。从季度数据来看，公司在09年第四季度实现营业收入为8.83亿元，同比增长10.9%，环比增长10.9%，并且连续三个季度营业收入环比增长；实现归属母公司的净利润1.63亿元，环比增长42.6%。随着焦炭景气度逐级走出低谷，公司季度业绩出现了明显的转好。
- ✧ **焦炭价格同比大幅下降是业绩下降的主要原因。**焦炭占主营业务收入的比例近60%。2009年钢铁行业整体来说，仍然比较低迷，这抑制了焦炭价格的上涨。唐山地区09年的平均价为1707元/吨，最高价1900元/吨，而去年同期的平均价为2265元/吨，最高价3060元/吨。焦炭价格的低迷导致公司业绩下降。
- ✧ **龙泉煤矿是公司未来股价催化剂。**公司持股42%的龙泉煤矿是公司未来发展的主要项目之一，2009年7月1日正式开工建设，设计产能800万吨，预计2011年下半年投产，主产肥焦煤及1/3焦精煤，将明显增厚公司的盈利能力。
- ✧ **维持“谨慎推荐”投资评级。**我们预测公司2010年、2011年EPS分别为0.95元、1.65元，目前的股价对应2010年和2011年的PE分别为18.32倍和10.61倍，2010年估值略高于行业平均水平。不过公司作为煤焦一体化企业，随着焦炭景气度的回升，公司业绩回升弹性较大，加上龙泉项目的投产，公司业绩将在2011年快速增长，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

李隆海

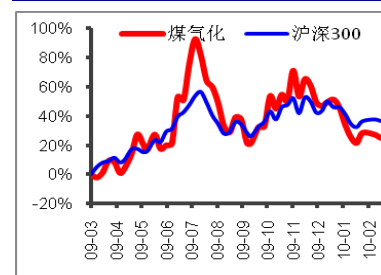
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2010年3月16日

收盘价(元)	17.45
总股本(万股)	51375
流通 A 股股本(万股)	51375
12 月最高价(元)	28.54
12 月最低价(元)	12.15

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4,735.28	3,248.38	3,956.52	5,491.65
同比%	38.21	-31.40	21.80	38.80
归属母公司净利润(百万元)	684.16	379.51	489.32	845.17
同比%	117.84	-40.17	28.93	72.72
毛利率%	38.91	32.22	33.10	37.10
ROE%	26.69%	13.58%	15.29%	20.90%
每股收益(元)	1.33	0.74	0.95	1.65
每股净资产(元)	4.99	5.44	6.23	7.87
市盈率(倍)	13.10	23.62	18.32	10.61
市净率(倍)	3.50	3.21	2.80	2.22

相关报告

煤气化（000968）09 年三季报
点评：第三季度净利润环比大幅
增长 279.4%

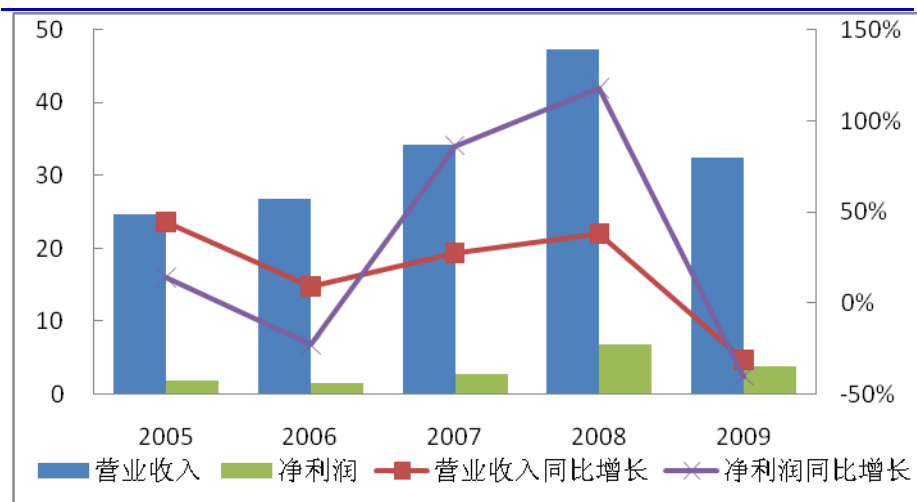
——2009 年 10 月 20 日

1. 业绩符合预期

2009年公司实现营业收入32.48亿元，同比减少31.40%；实现营业利润5.63亿元，同比减少37.85%；实现归属母公司所有者的净利润3.80亿元，同比减少44.53%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为2.27亿元，同比减少74.67%；基本每股收益0.74元，基本符合我们原来的预期。

从季度数据来看，公司在09年第四季度实现营业收入为8.83亿元，同比增长10.9%，环比增长10.9%，并且连续三个季度营业收入环比增长；实现归属母公司的净利润1.63亿元，环比增长42.6%。随着焦炭景气度逐级走出低谷，公司季度业绩出现了明显的转好。

图 1：公司营业收入和净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

2. 焦炭价格同比大幅下降是业绩下降的主要原因

公司从事的煤炭及焦化业务，主要产品集中在焦炭和焦煤，09年两项业务占主营业务收入的超过90%。其中焦炭占主营业务收入的比例近60%。焦炭产品为钢铁行业上游产品，国内钢铁企业用焦量占焦炭产量的80%左右，其价格会受到国内、国际钢铁行业的影响而发生波动。

2009年钢铁行业整体来说，仍然比较低迷，这抑制了焦炭价格的上涨。唐山地区09年的平均价为1707元/吨，最高价1900元/吨，而去年同期的平均价为2265元/吨，最高价3060元/吨。焦炭价格的低迷导致公司业绩下降。

不过公司焦炭价格的毛利率仍然高达31.74%，远高于即产焦煤又生产焦炭的同类上市公司开滦股份的焦炭12%的毛利率，我们认为原因是：公司焦煤内销比例较大并且以低于市场价格内销给炼焦厂，另外，焦煤在生产焦炭的焦化过程中还有其他化工产品，而公司化工产品的毛利率一直处于低水平。这可能是公司在焦炭和其他化工产品的成本分担方面有所调整，不过这不影响公司整体盈利情况。

表1：公司不同产品的毛利率

产品	毛利率						
	2005	2006	2007	2008H1	2008	2009H1	2009
焦炭	18.99%	17.53%	30.70%	39.22%	50.64%	24.04%	31.78%
精煤	59.58%	43.53%	39.10%	80.84%	64.82%	61.11%	54.72%
原煤	47.64%	57.02%	58.82%	64.48%	21.94%	60.97%	53.72%

中煤	27.37%	33.57%	34.76%	23.40%	25.59%	17.01%	18.69%
煤气	-278.32%	-250.74%	-303.37%	-345.59%	-331.66%	-222.16%	-240.22%
合计	22.76%	22.52%	29.37%	39.82%	38.91%	29.60%	32.22%

资料来源：公司公告、东莞证券研发中心

3. 龙泉煤矿是公司未来股价催化剂

公司持股 42% 的龙泉煤矿是公司未来发展的主要项目之一，龙泉煤矿项目已于 2008 年 8 月 5 日获发改委批准，2009 年 7 月 1 日正式开工建设，设计产能 800 万吨，预计 2011 年下半年投产，主产肥焦煤及 1/3 焦精煤，将明显增厚公司的盈利能力。

4. 维持“谨慎推荐”投资评级

我们预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.95 元、1.65 元，目前的股价对应 2010 年和 2011 年的 PE 分别为 18.32 倍和 10.61 倍，2010 年估值略高于行业平均水平。不过公司作为煤焦一体化企业，随着焦炭景气度的回升，公司业绩回升弹性较大，加上龙泉项目的投产，公司业绩将在 2011 年快速增长，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

。

表 2：公司主要财务数据：（单位：百万元）

科目	季度数据							
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
营业收入	972.1	1447.0	1493.7	822.3	783.1	786.4	795.9	882.9
同比增长	34.2%	80.9%	64.6%	-17.3%	-19.4%	-45.7%	-46.7%	7.4%
环比增长	-2.2%	48.8%	3.2%	-44.9%	-4.8%	0.4%	1.2%	10.9%
毛利率	34.1%	42.8%	42.6%	30.9%	33.9%	25.3%	35.8%	33.6%
销售费用	91.2	84.7	46.0	59.5	50.6	61.2	44.6	75.9
销售费用率	9.4%	5.9%	3.1%	7.2%	6.5%	7.8%	5.6%	8.6%
管理费用	69.2	125.6	86.7	68.0	57.0	62.4	31.1	41.3
管理费用率	7.1%	8.7%	5.8%	8.3%	7.3%	7.9%	3.9%	4.7%
财务费用	5.0	8.2	10.0	-6.9	5.6	5.7	-0.3	7.9
财务费用率	0.51%	0.57%	0.67%	-0.84%	0.71%	0.72%	-0.04%	0.90%
期间费用率	17.0%	15.1%	9.6%	14.7%	14.5%	16.4%	9.5%	14.2%
营业利润	150.2	392.9	472.7	-110.2	137.7	71.3	194.6	159.2
营业利润率	15.5%	27.1%	31.6%	-13.4%	17.6%	9.1%	24.4%	18.0%
营业外收入	0.9	0.4	1.4	0.3	0.0	0.4	1.0	3.1
营业外支出	2.9	10.8	3.3	3.5	2.4	5.7	5.1	4.9
利润总额	148.2	382.4	470.8	-113.4	135.4	65.9	190.4	157.4
所得税	30.4	89.6	105.9	-47.2	34.5	27.8	70.7	-5.6
实际税率	20.5%	23.4%	22.5%	41.6%	25.5%	42.2%	37.1%	-3.6%
净利润	117.8	292.9	364.9	-66.2	100.9	38.1	119.7	163.0
少数股东损益	4.8	21.5	18.0	-19.0	8.0	10.0	13.1	11.1
归属母公司所有者的净利润	113.0	271.4	347.0	-47.2	92.9	28.1	106.6	152.0
同比增长	257.4%	301.6%	327.0%	-135.3%	-30.6%	-88.8%	-69.3%	256.6%

环比增长	29.9%	140.2%	27.8%	-113.6%	296.9%	-69.8%	279.4%	42.6%
每股收益（元）	0.22	0.53	0.68	-0.09	0.18	0.05	0.21	0.30

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表 3：公司盈利预测

科目（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	4735.28	3248.38	3956.52	5491.65
营业总成本	3849.90	2686.43	3224.57	4256.03
营业成本	2892.94	2201.73	2646.91	3454.25
营业税金及附加	71.61	59.36	63.30	87.87
销售费用	281.42	232.33	231.46	321.26
管理费用	349.45	191.82	269.04	373.43
财务费用	16.25	18.81	13.85	19.22
资产减值损失	238.23	-17.64	0.00	0.00
其他经营收益	20.15	0.83	0.00	0.00
投资净收益	21.67	0.01	0.00	0.00
营业利润	905.53	562.78	731.96	1235.62
加：营业外收入	3.05	4.50	0.00	0.00
减：营业外支出	20.50	18.22	15.00	0.00
利润总额	888.07	549.07	716.96	1235.62
减：所得税	178.65	127.32	179.24	296.55
净利润	709.43	421.75	537.72	939.07
减：少数股东损益	25.26	42.23	48.39	93.91
归母公司所有者的净利润	684.16	379.51	489.32	845.17
基本每股收益（元）	1.33	0.74	0.95	1.65
市盈率（倍）	13.10	23.62	18.32	10.61

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn