

小公司正处于快速成长前期

煤气化(000968)

评级: 增持(首次)

股价: 18.58 元

调研报告

2010 年 4 月 28 日 星期三

采掘

谷三剑 证书编号: S0630208070064

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

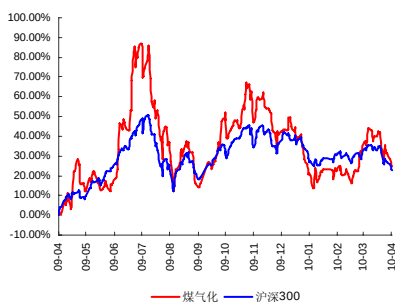
重要数据

总股本(亿股)	5.14
流通股本(亿股)	5.14
总市值(亿元)	95.50
流通市值(亿元)	95.50
一年内最高价(元)	27.84
一年内最低价(元)	14.96
上证 A 股指数	3022.32

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-5.97	-0.55
3 个月	2.65	6.05
6 个月	-17.64	-10.67

个股相对沪深 300 走势图



相关报告:

投资要点

□ 近日我们走访了煤气化公司,与管理层就公司矿井建设和收购、焦化业务等生产经营事项进行了调研。我们总体认为煤气化是煤炭板块里一家处于快速成长期之前期的煤焦化一体型公司,未来三年产量年均复合增长率达 31%,到 2013 年煤炭产量更有望从目前的 300 多万吨上升到千万吨,此外公司焦化业务基本触底并有向上改善预期。综合考虑估值(高于行业 23%)与公司处于成长前期(10 年产量增长有限)等因素,我们首次暂给予“增持”评级,但建议积极关注公司业绩的持续增长和改善。

1. 矿井建设逐步推进,未来 3 年产量复合增长 30%,但放量要待 2012 年

□ 现有成熟 4 矿产量增长空间有限

从了解的信息看,公司现有在产的 4 个成熟矿井合计产能 335 万吨,以焦煤、肥煤、1/3 焦和少量瘦煤为主,煤质较优,但未来产量增长空间较为有限。

◆ 2010 年煤炭产量与 09 年基本持平

预计公司 2010 年原煤产量 325 万吨,与 09 年基本持平(09 年产量 320 万吨)。嘉乐泉矿由于从上组煤开采转为上、下组煤配采而需要实施技改,将减少 2010 年产量约 30 万吨至 60 万吨左右。同时,华南煤化矿井由于资源枯竭将于今年关闭,09 年华南煤化矿井生产原煤 25.2 万吨。

2010 年公司煤炭增量主要来自于收购整合的蒲县 3 矿和灵石华苑圪台矿,蒲县安泰煤焦整合的 3 个矿井:安泰矿、洼里矿和东胜矿,整合后变为 1 处,产能从 75 万吨提升至 90 万吨/年,预计今年贡献产量 30-40 万吨。圪台矿 09 年 11 月获批复为单独保留矿井,核定产能由 30 万吨技改扩建提升至 90 万吨,预计今年可贡献产量 20 多万吨。

◆ 放量要待 2012 年龙泉矿投产

龙泉矿设计产能 500 万吨/年,未来可进一步扩展至 800-1000 万吨/年,煤种为 1/3 焦、肥气煤,保有储量 8 亿吨。龙泉矿于 09 年 7 月正式开工,预计 2012 年投产。公司现持有龙泉矿项目 42% 的股权,其余为煤气化集团(18%)和中煤(40%)持有,未来公司股权有进一步增加到 51% 以上的可能。从了解的情况看,龙泉矿项目建设有超预算的可能,公司已发行 10 亿元债券,目前暂无股权融资的计划,不会稀释现有股东权益。

龙泉矿是公司未来主要的产量增长来源，未来 3 年，原煤产量复合增长率达 31%，权益产量复合增长 26%。待 2013 年龙泉矿达产以及收购矿井整合完成后，公司原煤产量将可达到 1000 万吨以上，是目前的 3 倍。

预计 2010 - 2013 年产量分别为：330 万吨、435 万吨、715 万吨和 1015 万吨。

表 1：现有 4 矿基本情况及产能预测

	核定产能	权益	资源储量	煤种	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
嘉乐泉煤矿	100	100%	1708	1/3 焦, 肥煤	90	60	70	100	100
炉峪口煤矿	85	100%	1781	焦煤、肥煤	75	75	80	85	85
东河矿	85	100%	1532	1/3 焦	65	68	80	85	85
离石矿	65	70%	4809	焦煤、瘦煤	65	65	65	65	65
现 4 矿合计	335		9830		295	268	295	335	335

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 2：在建、收购整合矿井情况及产能预测

	核定产能	权益	资源储量	煤种	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
龙泉矿	500	42%	80000	1/3 焦、肥煤		0	40	200	500
华苑圪台矿	30	70%	2928	焦煤、肥煤		25	50	90	90
蒲县安泰煤焦	90	100%	-	气煤、肥煤		37	50	90	90
总产量					320	330	435	715	1015

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2. 焦化业务基本触底，存在向上改善预期

□ 煤气业务亏损，扭亏需政府调价和气源替代完成

公司目前焦化厂年产 2.4 亿立方米煤气，主要为民用，承担着保障太原市 50% 的居民生活供气的社会责任，故气价由政府统一定价，含税售价仅 0.3 元/立方米，成本则在 0.7 元/立方米以上。08 - 09 年公司煤气业务毛利各亏损 2.31 和 1.37 亿元。

◆ 依照当前情况，未来煤气业务仍将处于亏损状态，扭亏有赖于政府上调煤气价格。考虑到太原市正实施天然气替代工程，我们预计在替代气源完成前，上调价格的可能性不大。此后，公司煤气将主要供工业用途，价格将有望上涨并覆盖成本。

□ 焦炭业务有改善预期

公司现有两个焦化厂，一厂 70 万吨，二厂 100 万吨，合计焦炭产能 170 万吨，09 年焦炭产量 132 万吨，以及焦油约 4.4 万吨，硫胺 1.2 万吨等焦化副产品。公司 2010 年计划生产焦炭 150 万吨。由于公司煤炭产品为主焦煤和 1/3 焦等，焦炭生产所需精煤半数以上为自供，另有 20% 左右的瘦煤需外购。

09 年公司洗煤厂供焦化部门精煤价格在 600 元左右，远低于市场价格，故而

从报表上来看，公司焦炭业务保持近 32% 的毛利率。如果按市场采购价计算，我们推断其焦化业务整体处于盈亏边缘。

◆ **对于 2010 年，我们认为：**1)、山西资源整合使得小煤矿受到压制大，而炼焦煤半数以上产能为小煤矿提供，随着整合复产工作的进行，预计 10 年下半年起，山西省内炼焦煤供给紧张形势将得到一定程度的缓解；2)、国际经济复苏好于预期，日韩等国钢铁生产恢复，焦炭需求增加将有望带动焦炭价格小幅上扬。

此外，由于太原西山地区的综合治理，公司焦化厂面临搬迁，时间尚不能最后确定。未来公司部分焦化产能将有可能搬迁至临汾等距自有矿井近且焦煤资源丰富的地区。若如此，则公司焦化产能有望得到进一步扩张，焦化副产品也将能够得到深加工和综合应用，整个焦化业务板块盈利能力将改善。

3. 盈利预测和投资建议

预计公司 2010 - 2012 年每股收益 0.90、1.12 和 1.71，对应市盈率为 21x、17x、和 11x，高于行业平均 17x 的估值。借新建和收购整合矿井，公司正步入快速成长期，未来三年产量复合增长在 30% 左右，且到 2013 年前后，公司原煤产量可上千万吨，是目前的近三倍。公司焦化业务板块基本触底，存在向上改善的预期。我们认为，公司股本较小，公司的成长性和向上改善预期可以对应一定的溢价。

考虑到公司正处于快速成长的前期，2010 年产量增长较为有限，且估值高于行业 23%，故暂时给予公司首次“增持”评级，建议积极关注公司业绩的持续增长和改善。

表 1: 三张报表

损益表（人民币，百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,735	3,248	3,809	4,622	6,082
营业成本	2,893	2,202	2,708	3,079	3,837
销售费用	281	232	274	324	426
管理费用	349	192	229	247	322
财务费用	16	19	34	64	80
投资收益	22	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	1	-1	0	0
营业利润	906	563	684	851	1,313
营业外净收支	-17	-14	0	0	0
息税前利润	922	582	718	915	1,393
利润总额	888	549	684	851	1,313
所得税	179	127	171	213	328
净利润	684	380	461	575	876

资产负债表（人民币，百万元）

	2008	2009	1.42	1.57	1.31
流动资产	2,342	2,442	5.73	6.89	7.25
现金及等价物	618	1,030	481	583	617
应收款项	1,323	884	971	1,178	1,550
存货净额	379	391	393	447	557
其他流动资产	23	137	163	193	232
长期投资	1	3	4	4	4
固定资产	2,021	2,281	3,174	3,938	4,412
无形资产及其他	451	492	508	532	556
资产总计	4,815	5,218	5,693	6,874	7,928
流动负债	1,800	1,631	1,624	1,906	2,156
短期借款	280	300	540	700	700
应付款项	797	885	890	1,012	1,262
其它流动负债	723	446	194	194	194
长期负债	69	45	345	795	895
负债合计	1,870	1,676	1,969	2,701	3,051
股东权益	2,563	2,795	2,924	3,314	3,910
股本	514	514	514	514	514
资本公积	649	592	592	592	592
盈余公积	321	223	223	223	223
未分配利润	1,079	1,271	1,594	1,985	2,581
负债股东权益合计	4,815	5,218	5,692	6,878	7,932

现金流量表（人民币，百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	709	422	513	639	985
折旧摊销	168	196	290	404	522
财务费用	22	21	34	64	80
营运资本变动	-497	210	-21	-170	-271
经营活动现金流	730	805	675	978	1424
投资活动现金流	-342	-671	-1004	-1155	-1005
融资活动现金流	-141	249	368	362	-260
净现金流	247	382	38	185	159
企业自由现金流	201	250	-1114	-353	129
权益自由现金流	72	195	-651	146	61

重要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标(元)					
每股收益	1.33	0.74	0.90	1.12	1.71
每股经营现金流	1.75	2.93	1.21	4.08	2.77
每股净资产	4.60	5.26	6.18	7.54	9.50
盈利能力(%)					
ROIC	35.55	17.05	19.32	15.46	19.05
ROE	24.09	11.91	13.79	15.29	20.17
毛利率	38.91	32.22	28.92	33.39	36.91
EBITDA Margin	22.95	23.84	26.46	28.54	31.47
EBIT Margin	19.47	17.90	18.85	19.80	22.90
成长能力(%)					
收入同比增长	38.21	-31.40	17.27	21.34	31.58
净利润同比增长	155.84	-44.53	21.56	24.58	52.48
偿债能力(%)					
资产负债率	38.83	32.12	34.60	39.27	38.46
流动比率	1.30	1.50	1.24	1.26	1.37
速动比率	1.09	1.26	0.99	1.02	1.11
营运能力					
总资产周转率	1.10	0.65	0.70	0.74	0.82
应收帐款周转率	13.95	7.53	9.86	10.00	10.37
存货周转率	45.25	47.79	46.12	46.12	46.12
估值指标(倍)					
P/E	14.10	25.42	20.91	16.79	11.01
P/B	3.28	2.72	2.59	2.31	1.98
EV/Sale	2.04	2.97	2.93	2.56	2.00
EV/EBITDA	8.90	12.45	11.08	8.96	6.34

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122