

增持 维持

煤气化 (000968)

2010 年 8 月 3 日

业绩增长仍依赖煤炭

2010 年 8 月 2 日股价: 15.99 元

未来 6 个月目标价位: 19.18 元

煤炭行业核心分析师: 韩振国

SAC 执业证书编号: S0850200010364

zghan@htsec.com

021-23219400

煤炭行业助理分析师: 刘惠莹

SAC 执业证书编号: S0850209090680

liuhy@htsec.com

021-23219441

内容提要:

2010 年上半年,公司实现营业收入 179402 万元,同比增长 14.31%,实现归属母公司净利润 17492 万元,同比增长 44.58%,EPS 为 0.34 元。业绩的增长主要得益于煤炭产品价格的上涨,焦炭产销量与价格也有所增加。公司煤炭、化工产品毛利率提高明显,期间费用控制良好。

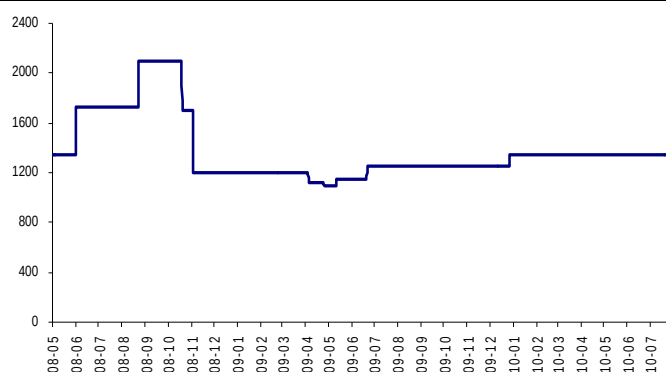
未来两年公司煤炭产销量会保持一定增长,产能快速释放要到 2011 年底以后龙泉矿投产。随着龙泉煤矿的建成投产,公司产能将有效提升,业绩会在 2012 年后充分释放。今年业绩很大程度有赖于煤炭价格的变化,而下半年煤炭价格在高位走稳的概率较大。假定公司对内、对外销售结构基本不发生变化,成本以及期间费用略有增长,结合公司煤炭潜在增量,预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 和 1.29 元,维持“增持”的投资评级,6 个月目标价 19.18 元。

半年报点评:

2010 年上半年 EPS 为 0.34 元,同比上涨 44.48%。上半年公司实现营业收入 179402 万元,同比增长 14.31%;实现归属于母公司所有者的净利润 17492 万元,同比增长 44.58%,每股收益为 0.34 元。业绩同比增长主要得益于煤炭产品产销量及价格的上涨以及比较良好的期间费用控制能力。

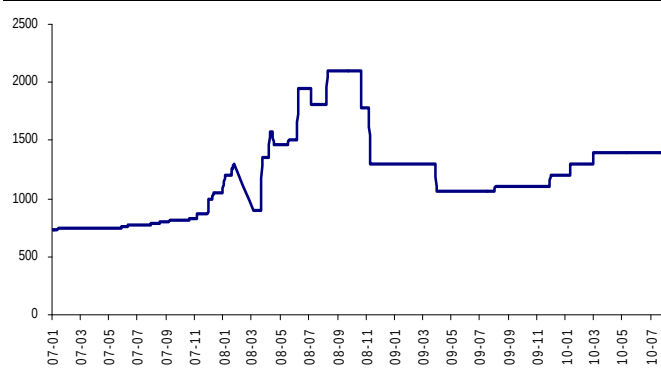
在煤炭价格同比有所上涨的情况下,煤炭销售毛利率略增,主要和公司煤炭内销有关。上半年公司煤炭销售收入(包括原煤、精煤和中煤)是 50732 万元(2009 年上半年 54080 万元)。煤炭销售成本 21612 万元(2009 年上半年 23627 万元),煤炭销售的毛利率是 57.40%(2009 年上半年 56.32%),同比略有提高。其中:原煤营业收入 2.17 亿,同比增长 8.02%;精煤营业收入 2.55 亿,同比减少 9.17%;中煤营业收入 3446 万,同比减少 40.82%。在价格同比上涨的情况下(参见图 1、2),公司煤炭产销量增加不明显。煤炭收入同比略有减少,与公司煤炭内部销售(给焦炭厂)有很大的关系。不过就此可看出,尽管公司煤矿规模相对不是很大,但煤炭销售毛利率较高。

图 1 山西太原十级焦煤(元/吨)



资料来源:煤炭资源网、海通证券研究所

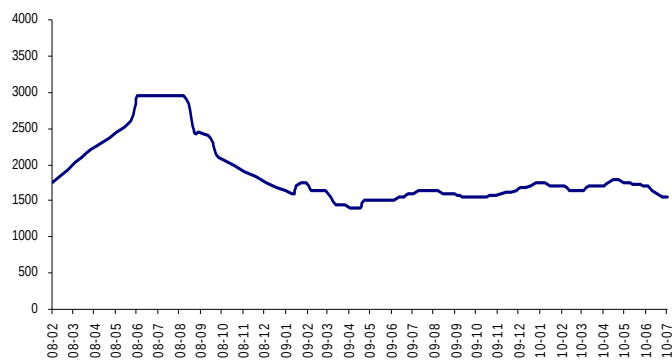
图 2 邢台主焦煤(元/吨)



资料来源:煤炭资源网、海通证券研究所

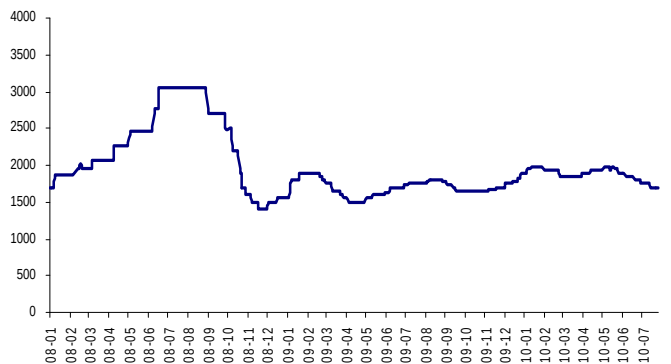
焦炭销售毛利率同比提高与公司内销有直接的关系，也与公司成本的结算方式有关。2010 年上半年，公司焦炭销售收入是 11.12 亿元（2009 年上半年 9.10 亿元），同比上升 22.9%。上半年焦炭产品营业收入和营业成本同比分别上升了 22.23% 和 13.55%，焦炭的营业收入占总营业收入的 64.27%，同比增长 5.05%，主要原因是由于 2010 年以来焦炭价格同比略有上升（参见图 3、4），同时公司的焦炭销量有所增加。公司焦炭销售的毛利率 29.57%，同比提高超过 5 个百分点。横比其他焦炭类公司，在独立焦化厂普遍亏损的情况下，公司的焦炭销售毛利率偏高，这与焦炭原料的内部结算有很大的关系。

图 3 山西介休二级冶金焦价格：出厂价（元/吨）



资料来源：煤炭资源网、海通证券研究所

图 4 河北唐山二级冶金焦价格（元/吨）



资料来源：煤炭资源网、海通证券研究所

焦炉煤气的亏损面继续加大。上半年，被作为城市公用产品看待的焦炉煤气亏损加大，毛利率-287.90%，同比下降了 66 个百分点。我们依然维持此前的观点：首先，焦炉煤气的亏损与煤化工产品（包括焦炭、焦炉煤气以及相关副产品）之间的成本分摊原则相关，公司焦炉煤气承担的费用可能相对比较大。其次，因为焦炉煤气的公共产品性质，价格由政府调控相对稳定，预计其亏损短期还是难以彻底改变，但焦炉煤气亏损很可能是失之东隅收之桑榆。

期间费用控制出色。2010 年上半年，公司期间费用合计 2.15 亿元（2009 上半年合计 2.42 亿元），同比下降 11.16%。期间费用率为 11.98%，同比下降 3.48 %。在煤炭、城市公用、化工产品等营业收入同比增加 11.63%、8.44%、8.44% 的情况下，期间费用率同比较大大幅度下降，可见费用控制十分有效。

煤炭产量快速增加要到 2012 年后。2010 年公司煤炭增量主要来自于华苑圪台矿和兼并重组整合的蒲县的三处煤矿。华苑圪台矿经技改扩建，未来产能可提升至 90 万吨，预计今年可贡献产量 20 多万吨以上。收购整合的蒲县三处矿井：安泰矿、洼里矿和东胜矿，整合后产能从 75 万吨提升至 90 万吨/年，预计今年贡献产量 30 万吨以上。2011 年的产量增加除了华苑圪台矿以及整合煤矿的产能的充分发挥，主要还得看龙泉煤矿的建设进展情况。龙泉煤矿是公司未来发展的主要项目，设计产能 500 万吨/年，煤种为 1/3 焦、肥气煤，保有储量 8 亿吨。该项目已于 2009 年 7 月正式开工，乐观情况下建设周期为两年，2011 年底可贡献产量，产能快速释放在 2012 年以后（参见表 1）。

表 1 公司煤炭资源情况

煤矿	煤种	权益%	核定产能（万吨）	2009	2010E	2011E
嘉乐泉矿	肥焦煤	100%	90	90	80	90
炉峪口矿	焦煤、肥煤	100%	85	75	80	85
东河矿	1/3 焦	100%	85	65	75	80
离石矿	焦煤、瘦煤	70%	65	65	65	65
华苑圪台矿	焦煤、肥煤	70%	30	0	20	30
蒲县三矿（安泰矿、洼里矿、东胜矿）	肥煤、气煤	70%	75	0	30	50
龙泉矿	1/3 焦、肥煤	42%	500	0	0	100
合计				295	350	500

资料来源：海通证券研究所

2010-2012 年的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 和 1.29 元，维持“增持”投资评级。公司业绩很大程度有赖于煤炭价格的变化，今年下半年煤炭价格在高位走稳的概率较大。随着龙泉煤矿的建成投产，公司产能将逐步提升，业绩会在 2012 年后充分释放。假定公司对内、对外销售结构基本不发生变化，成本以及期间费用略有增长，结合公司煤炭潜在增量，预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 和 1.29 元（参见表 2），维持公司“增持”的投资评级，6 个月目标价 19.18 元。

表 2 公司业绩分析和预测

	2009/6/30	2010/6/30	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入（万元）	156950	179402	324838	367581	415937	458492
营业收入（万元）	156950	179402	324838	367581	415937	458492
二、营业总成本（万元）	136110	150369	268643	304805	338807	365568
营业成本（万元）	110488	125321	220173	249737	278643	298761
营业税金及附加（万元）	2848	3226	5936	6725	7986	9236
销售费用（万元）	11185	9876	23233	24678	26021	28876
管理费用（万元）	11948	10622	19182	21154	23244	25387
财务费用（万元）	1123	993	1881	1963	2155	2376
资产减值损失（万元）	-1482	330	-1764	548	758	932
三、其他经营收益（万元）	59	-21	83	52	88	96
四、营业利润（万元）	20899	29013	56278	62828	77218	93020
加：营业外收入（万元）	40	104	450	520	681	796
减：营业外支出（万元）	815	683	1822	1980	2135	2398
五、利润总额（万元）	20124	28434	54907	61368	75764	91418
减：所得税（万元）	6225	7352	12732	13985	15656	17829
六、净利润（万元）	13899	21082	42175	47383	60108	73589
减：少数股东损益（万元）	1801	3590	4223	5256	6165	7316
归属母公司净利润（万元）	12098	17492	37951	42127	53943	66273
七、每股收益(元)	0.24	0.34	0.74	0.82	1.05	1.29
总股本（万股）	51375	51375	51375	51375	51375	51375

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业核心分析师

刘惠莹：煤炭行业助理分析师

重点研究上市公司：西山煤电、潞安环能、国阳新能、山煤国际、欣网视讯、兰花科创、上海能源、大同煤业、兖州煤业、神火股份、平煤股份、冀中能源、中国神华、中煤能源、煤气化、开滦股份

公司评级、行业评级及相关定义

集团公司的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：集团公司预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：集团公司预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。