

煤气化(000968.SZ)

背靠晋煤集团，看好公司未来发展前景

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元): -

分析师

分析师

刘昭亮

龚云华

S0740210080017

S0740210070002

021-20315150

021-20315156

liuzl@qlzq.com.cn

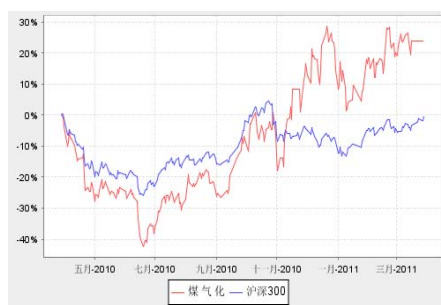
gongyh@qlzq.com.cn

2011年4月14日

基本状况

总股本(百万股)	513.75
流通股本(百万股)	513.75
市价(元)	26.31
市值(百万元)	13516.68
流通市值(百万元)	13516.68

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,248.38	3,523.44	5,155.05	7,046.95	10,006.6
营业收入增速	-31.40%	8.47%	46.31%	36.70%	42.00%
净利润增长率	-44.53%	-38.11%	110.25%	32.04%	43.49%
摊薄每股收益(元)	0.74	0.46	0.96	1.27	1.82
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	28.90	56.81	27.37	20.73	14.45
PEG	—	—	0.25	0.65	0.33
每股净资产(元)	5.06	5.37	6.13	7.15	8.67
每股现金流量	1.57	0.20	1.48	2.31	3.15
净资产收益率	14.59%	8.51%	15.68%	17.75%	21.00%
市净率	4.22	4.84	4.29	3.68	3.03
总股本(百万股)	513.75	513.75	513.75	513.75	513.75

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011年4月13日，公司接到山西省国资委《关于山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司托管太原煤气化(集团)有限责任公司51%股权有关事宜的通知》，省政府为顺利推进太原煤气化集团公司太原工厂区搬迁工作及贯彻落实山西省委、省政府提出“气化山西”的目标，山西省国资委提出由山西晋煤集团托管太原煤气化集团公司，包括山西省国资委所持太原煤气化集团公司34.82%股权及中煤能源集团委托山西省国资委管理的太原煤气化集团公司16.18%股权。由此，晋煤集团成为公司的实际控制人。
- 晋煤集团是山西省五大煤炭企业集团之一，在全国煤炭企业排名第九。在优质无烟煤产量、煤层气开发利用、煤化工方面均排名第一，另外，还形成了煤炭、煤化工、煤层气、发电、煤机装备、战略新兴产业等循环经济模式。2010年，晋煤集团营业收入超过600亿元，利润总额45亿元。
 - 在煤炭业务方面，晋煤集团现有煤炭产能5000万吨/年，整合矿井改扩建规划产能3030万吨/年，筹建规模3650万吨/年。因此，预计到2015年，晋城煤业集团将形成1亿吨/年煤炭产能规模。
 - 煤化工方面，晋煤集团控股18家煤化工企业，拥有1200万吨/年总氨产能、1000万吨/年尿素产能，部分精细化工和10万吨/年煤制油品规模。预计到2015年，晋煤集团将形成2400万吨/年总氨产能，100万吨级煤制油、60万吨/年煤制烯烃、10亿立方米/年煤制天然气及相关精细化工等现代新型煤化工项目。
 - 煤层气业务方面，晋煤集团拥有15亿立方米/年抽采能力、11.5亿立方米/年利用能力，抽采和利用总量分别占全国的18%和30%。预计到2015年，晋城煤业集团将形成120亿立方米/年煤层气产能、利用率达到90%以上。另外还有煤机、发电等业务。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- 因此，晋煤集团成为公司的实际控制人之后，在发展战略支持、业务协作、资本运作等方面均有可能面临良好的发展空间，我们看好公司未来的发展前景。目前从内生性角度看，公司也具备良好的成长性。
 - 未来三年公司的煤炭产量高速增长。目前公司拥有的煤炭资源均为炼焦煤，盈利能力较强。在产的四个矿井产量基本稳定在 334 万吨左右，权益产量 309 万吨：其中嘉乐泉煤矿（100 万吨）、炉峪口煤矿（84 万吨）、东河煤矿（66 万吨）、神州煤业离石煤矿（70%，84 万吨）。未来产量的增长点主要为在建和改建矿井的陆续投产：其中灵石华苑煤业（70%，90 万吨）和蒲县华胜煤业（70%，90 万吨）将在 2011~2012 年投产，之后将由龙泉矿井接力，因此成长的连续性较好。我们预计 2011~2013 年煤炭产量为 439 万吨、614 万吨、1014 万吨，权益产量将从 2010 年的 309 万吨增长至 2013 年的 645 万吨，即产量基本能够保证翻番，年复合增长率 27.8%。
 - 焦化业务仍然处于亏损状态，未来有望逐步好转。目前公司的两个焦化厂是太原市的主要气源厂，现有冶金焦炭 170 万吨的年产能，其中第一焦化厂年产能为 70 万吨，采用炭化室高度为 4.3 米的 58-II 型 72 孔和 JTL43-80 型 36 孔顶装焦炉，属于关停对象，未来有望通过搬迁机会进行换代升级；第二焦化厂年产能为 100 万吨，拥有两座高度为 6 米的 JN60 型 50 孔焦炉。由于两个焦化厂承担着太原市民用供气的政治任务，从生产经营到定价都不完全是企业行为决定，因此亏损难免。但随着公司角色转换，焦化产房变迁之后，成本有望下降，盈利能力将逐步回升。我们预计 2010 年~2012 年焦炭产量将维持在 140 万吨左右。
- 综合而言，煤气化背靠晋煤集团，发展前景值得看好。我们预测公司 2011~2013 年净利润为 4.94 亿元、6.52 亿元、9.36 亿元，折合每股收益 0.96 元、1.27 元、1.82 元。虽然目前估值处于行业较高水平，但考虑到良好的成长性以及发展前景，我们维持公司“买入”评级。

图表 1：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,735	3,248	3,523	5,155	7,047	10,007	货币资金	618	1,030	1,130	2,359	3,046	3,841
增长率	38.21%	-31.4%	8.5%	46.3%	36.7%	42.0%	应收款项	1,323	884	1,230	1,456	2,070	3,070
营业成本	-2,893	-2,202	-2,500	-3,464	-4,658	-6,584	存货	379	391	415	506	702	1,043
% 销售收入	61.1%	67.8%	71.0%	67.2%	66.1%	65.8%	其他流动资产	23	137	53	122	146	246
毛利	1,842	1,047	1,023	1,691	2,389	3,422	流动资产	2,342	2,442	2,828	4,443	5,964	8,200
% 销售收入	38.9%	32.2%	29.0%	32.8%	33.9%	34.2%	% 总资产	48.6%	46.8%	42.4%	51.7%	57.4%	63.2%
营业税金及附加	-72	-59	-64	-94	-127	-170	长期投资	1	3	3	3	3	3
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	固定资产	2,021	2,281	3,032	3,194	3,294	3,483
营业费用	-281	-232	-207	-321	-437	-610	% 总资产	42.0%	43.7%	45.5%	37.1%	31.7%	26.8%
% 销售收入	5.9%	7.2%	5.9%	6.2%	6.2%	6.1%	无形资产	332	358	681	832	1,006	1,167
管理费用	-349	-192	-248	-361	-493	-690	非流动资产	2,473	2,776	3,844	4,157	4,431	4,781
% 销售收入	7.4%	5.9%	7.0%	7.0%	7.0%	6.9%	% 总资产	51.4%	53.2%	57.6%	48.3%	42.6%	36.8%
息税前利润 (EBIT)	1,140	563	504	915	1,332	1,951	资产总计	4,815	5,218	6,672	8,600	10,396	12,982
% 销售收入	24.1%	17.3%	14.3%	17.7%	18.9%	19.5%	短期借款	280	300	130	0	0	0
财务费用	-16	-19	-26	-30	-60	-62	应付款项	1,050	1,079	1,499	1,535	2,143	3,255
% 销售收入	0.3%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	其他流动负债	471	252	277	552	727	952
资产减值损失	-238	18	-4	0	0	0	流动资产	1,800	1,631	1,906	2,087	2,870	4,207
公允价值变动收益	-2	1	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	1,200	1,400	1,400
投资收益	22	0	0	0	0	0	其他长期负债	69	45	1,029	1,029	1,029	1,029
% 税前利润	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,870	1,676	2,935	4,316	5,299	6,636
营业利润	906	563	473	884	1,272	1,890	普通股股东权益	2,563	2,601	2,758	3,150	3,673	4,455
营业利润率	19.1%	17.3%	13.4%	17.2%	18.1%	18.9%	少数股东权益	382	747	806	962	1,251	1,719
营业外收支	-17	-14	-24	-18	-18	-19	负债股东权益合计	4,815	5,023	6,499	8,428	10,223	12,809
税前利润	888	549	449	866	1,254	1,871	比率分析						
利润率	18.8%	16.9%	12.7%	16.8%	17.8%	18.7%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-179	-127	-133	-217	-313	-468	每股指标						
所得税率	20.1%	23.2%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	1.332	0.739	0.457	0.961	1.269	1.821
净利润	709	422	316	650	940	1,403	每股净资产 (元)	4.989	5.062	5.369	6.130	7.150	8.671
少数股东损益	25	42	81	156	288	468	每股经营现金净流 (元)	1.421	1.566	0.197	1.483	2.307	3.151
归属于母公司的净利润	684	380	235	494	652	936	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.200	0.250	0.300
净利率	14.4%	11.7%	6.7%	9.6%	9.3%	9.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.69%	14.59%	8.51%	15.68%	17.75%	21.00%
净利润	709	422	316	650	940	1,403	总资产收益率	14.21%	7.55%	3.61%	5.86%	6.38%	7.30%
少数股东损益	0	0	0	156	288	468	投入资本收益率	34.29%	16.55%	10.00%	17.43%	23.45%	31.04%
非现金支出	406	178	213	217	231	249	增长率						
非经营收益	-54	1	34	54	90	96	营业总收入增长率	38.21%	-31.40%	8.47%	46.31%	36.70%	42.00%
营运资金变动	-331	203	-463	-160	-76	-130	EBIT 增长率	120.64%	-50.60%	-10.57%	81.63%	45.62%	46.51%
经营活动现金净流	730	805	101	918	1,474	2,087	净利润增长率	155.84%	-44.53%	-38.11%	110.25%	32.04%	43.49%
资本开支	192	560	724	548	524	617	总资产增长率	26.27%	4.32%	29.38%	28.91%	20.88%	24.88%
投资	-154	-112	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	4	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	26.2	48.5	32.3	32.2	34.8	37.0
投资活动现金净流	-342	-671	-724	-548	-524	-617	存货周转天数	43.2	63.8	58.8	53.2	54.8	57.6
股权募资	0	348	0	0	0	0	应付账款周转天数	52.2	84.3	84.5	65.9	71.7	76.6
债权募资	-70	20	816	1,070	200	0	固定资产周转天数	154.2	220.1	216.9	154.7	108.5	71.9
其他	-71	-119	-76	-55	-175	-206	偿债能力						
筹资活动现金净流	-141	249	740	1,015	25	-206	净负债/股东权益	-11.51%	-21.84%	-0.40%	-4.22%	-13.41%	-23.58%
现金净流量	247	382	118	1,385	975	1,263	EBIT 利息保障倍数	70.2	29.9	19.4	30.2	22.4	31.7
							资产负债率	38.83%	33.36%	45.15%	51.21%	51.84%	51.81%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308