

煤炭开采 II

煤气化 (000968.SZ) / 25.71 元

成长性高，估值高

事项

公司上半年营业收入 15.7 亿，同比下降 12.5%；营业利润 1.77 亿，同比下降 39%；归属上市股东净利润 0.96 亿，同比下降 44.9%，EPS 为 0.19 元。

主要观点

焦炭、精煤销量减少致营业收入降低，成本刚性致利润大幅下滑。公司自产煤炭部分直接销售给焦化厂，焦炭收入占公司营业收入超过 63%。上半年，公司的焦炭和精煤销量下降，使得收入同比下降。精煤毛利率同比上涨，意味着焦炭成本刚性增加，导致焦炭销售毛利率同比下降。期间费用几无降低，公司利润同比大幅下降 44.91%。EPS 为 0.19 元，同比大降。

2012 年煤炭产量逐步释放，快速增长。整合煤矿、在建煤矿今后陆续释放产量，预计 2011-2013 年产量分别为 355、725、1005 万吨，增速分别为 5.97%、104%、38.6%，平均为 50%，2012 年爆发式增长。权益产量分别为 322、500、642 万吨，增速分别为 6.6%、55%、28%，平均为 30%。

实际控制人变更，引致公司发展巨大想象空间。晋煤集团成为公司的实际控制人，其在全国煤炭企业中排名第九，在优质无烟煤、煤层气开发利用、煤化工方面均排名第一，这给公司未来发展提供了巨大的想象空间。当然，和集团公司煤炭业务上的合作会遇到信达和国开行股权问题。

公司成长性好，但估值较高。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56、0.88、1.15 元，增长率分别为 23%、56%、31%，平均为 37%，对应的 PE 分别为 46、29、22 倍。公司成长性好，但估值较高，暂不评级。

风险提示

在建、技改项目进展，在产煤矿产量波动，焦炭行业需求下滑

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364
Tel：02150582528
Email：hanzhenguo@hczq.com
证券分析师：高羽
执业编号：S1060209070152
Tel：075582027732
Email：gaoyu@hczq.com

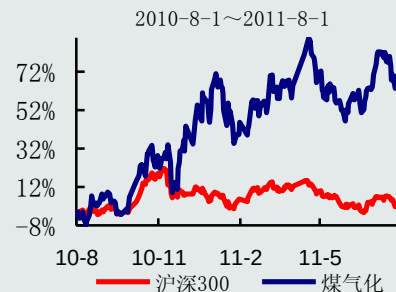
投资评级

投资评级：不评级
评级变动：不评级

公司基本数据

总股本(万股)	51375
流通 A 股/B 股(万股)	51375/0
资产负债率(%)	43.06
每股净资产(元)	5.83
市盈率(倍)	273.03
市净率(倍)	4.41
12 个月内最高/最低价	30.98/14.65

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、焦炭精煤销量减少致营业收入降低，成本刚性致利润大幅下滑

焦炭和精煤销量下降导致收入下降。数据可得的原因，我们无法获得公司主要产品销量的准确数据。公司公告，焦炭和精煤的收入下降主要是由于销量的下降。上半年，焦炭价格保持基本平稳，略有波动，1/3 焦煤和焦煤价格稳中略有上涨。如此推断，收入减少主要还是由于销量的减少。参考图表 1。

图表 1 营业收入变化情况（万元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入增减	营业收入增减
主营业务分产品					
原煤	23598	9192	61.05%	8.73%	1895
焦炭	97761	72945	25.38%	-12.07%	(13419)
煤气	2813	10732	-281.47%	-6.87%	(208)
精煤	17302	6690	61.33%	-32.37%	(8281)
化工产品	7847	5507	29.81%	3.66%	277
中煤	4433	3869	12.73%	28.62%	986
电力	359	950	-164.38%	49.93%	120
蒸汽	157	159	-1.02%	212.84%	107
其他	425	323	23.84%	115.97%	228
主营业务合计	154695	110367	28.65%	-10.58%	(18303)
其他业务	2259	3026	-33.97%	-64.78%	(4155)
合计	156954	113394	27.75%	-12.51%	(22448)

数据来源：公司公告，华创证券

成本刚性导致焦炭盈利能力下降。上半年，焦炭业务的成本仅下降 6.85%，其收入下降 12%，毛利率下降 4.19 个百分点。公司自产煤炭大一半以上直接销售给焦化厂，内部结算，因此焦炭毛利率下降的直接原因可以归结为成本的增加。原煤业务的营业成本上涨幅度为 23.25%，大大超过其收入 8.73% 的涨幅，毛利率下降 4.59 个百分点——煤炭价格今年以来整体呈现上涨趋势，原煤毛利率下降估计主要与公司结算方式有关。期间费用保持不变，由此导致了盈利水平的大幅度下降。参见图表 2 和 3。

图表 2 成本刚性导致利润下降

	毛利润	毛利润增减	营业成本增减	营业成本增减	毛利率增减
主营业务分产品					
原煤	14407	161	23.25%	1734	-4.59%
焦炭	24816	(8055)	-6.85%	(5364)	-4.19%
煤气	(7919)	778	-8.41%	(985)	6.43%
精煤	10612	(3727)	-40.50%	(4554)	5.28%
化工产品	2339	790	-8.52%	(513)	9.34%
中煤	564	28	32.93%	958	-2.83%
电力	(591)	7	13.39%	112	85.18%
蒸汽	(2)	(2)	216.46%	109	-1.15%
其他	101	3	228.37%	225	-26.07%
主营业务合计	44328	(10022)	-6.98%	(8282)	-2.76%
其他业务	(767)	(505)	-54.67%	(3650)	-29.87%
合计	43561	(10521)	-9.52%	(11927)	-2.39%

数据来源：公司公告，华创证券

毛利率下降、期间费用保持不变，导致了盈利水平的大幅度下降。2011 年上半年公司营业收入同比降低 12.51%，营业利润下降 39%，归属上市股东净利润同比下降 44.91%，参见图表 3。

图表 3 公司主要财务数据变化（万元）

项目	金额		同比增减（%）
	1H2011	1H2010	
营业总收入	156,954.12	179,402.21	-12.51%
营业利润	17,693.82	29,012.87	-39.01%
归属于母公司所有者的净利润	9,636.61	17,492.26	-44.91%
现金及现金等价物净增加值	-41,631.31	-31,086.31	-33.92%

数据来源：公司公告，华创证券

二、2012 年煤炭产量逐步释放，快速增长

公司在产矿井基本没有增量。公司在产煤矿未来煤炭产量保持基本稳定。参见图表 4。

图表 1 在产煤矿情况

	煤种	权益（%）	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	可采年限（年）	核定产能（万吨）	生产成本（元/吨）
嘉乐泉煤矿	焦煤	100%	7237	1198	8.56	100	233.27
炉峪口煤矿	焦煤、肥煤	100%	7033	1853	15.76	84	274.91
离石煤矿	焦煤、瘦煤	70%	6558	4074	34.64	84	311.71
东河煤矿	1/3 焦煤	100%	2888	788	6.95	66	275.3
在产煤矿小计			24016	7941	15	367	

数据来源：公司公告，华创证券

未来增量来自在建龙泉矿以及整合矿。其中华苑圪台矿（70%）、蒲县三矿（70%）预计 2012 年投产。参见图表 5。

图表 2 在建及整合矿情况

	煤种	权益（%）	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	可采年限（年）	核定产能（万吨）	预计投产时间
在建矿							
龙泉煤矿	1/3 焦、肥煤	42%	49581	33871	66.8	500	2012
整合煤矿							
华苑圪台煤矿	焦煤、肥煤	70%	2928	1652	14.1	90	2012
蒲县华胜三矿	气、肥煤、1/3	70%	5485	3804	30.2	90	2012
整合小计			8413	5456		180	

数据来源：公司公告，华创证券

2012 年产量爆发增长。2011-2013 年产量分别为 355、725、1005 万吨，增速分别为 5.97%、104%、38.6%，平均为 50%，2012 年爆发式增长；权益产量分别为 322、500、642 万吨，增速分别为 6.6%、55%、28%，平均为 30%。

图表 3 公司产量预计（万吨）

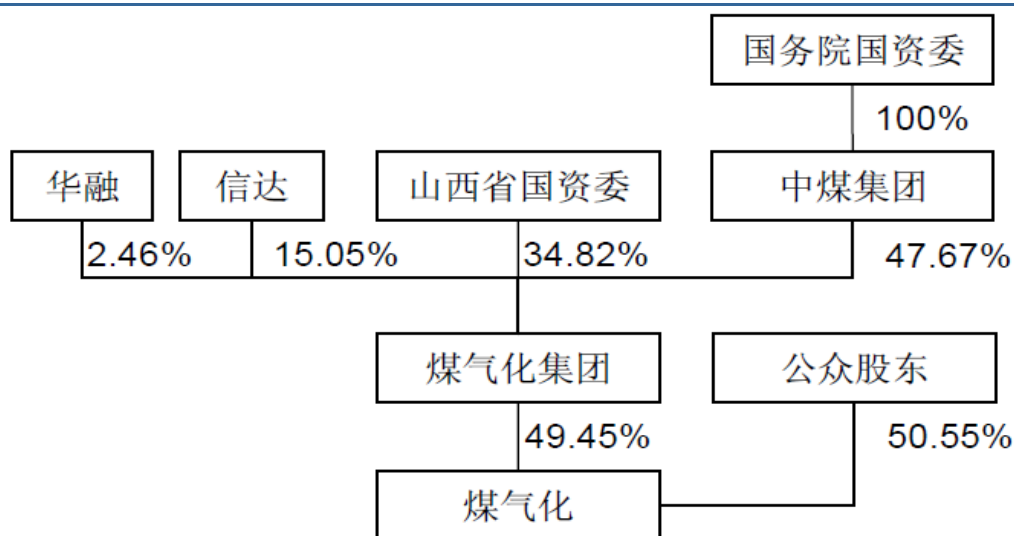
	股权	核定产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E
在产矿							
嘉乐泉	100%	100	90	75	85	90	95
炉峪口	100%	85	75	75	80	85	85
离石	70%	65	65	65	65	65	65
东河矿	100%	82	70	75	80	80	80
南山矿	95.71%	33	20				
小计		365	320	290	310	320	325
在建矿							
龙泉矿	42%	500				300	500
整合矿							
华苑圪台矿	70%	90		15	15	45	90
蒲县三矿	70%	90		30	30	60	90
合计		1045	320	335	355	725	1005
增速					5.97%	104.23%	38.62%
权益合计		680	300	302	322	500	642
增速					6.62%	55.28%	28.30%

数据来源：公司公告，华创证券

三、晋煤集团成为实际控制人，想象空间大

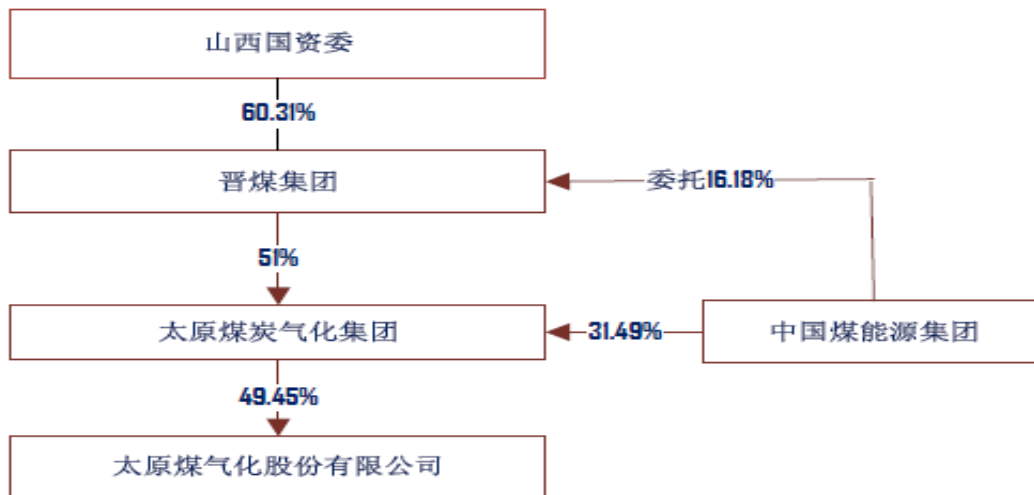
晋煤集团成为公司实际控制人。2011年4月13日,山西省国资委将所持太原煤气化集团公司34.82%股权及中国中煤能源集团有限公司委托山西省国资委管理的太原煤气化集团公司16.18%股权（合计51%股权）委托晋煤集团管理。晋煤集团托管太原煤气化集团公司51%股权后，公司实际控制人由中煤能源集团有限公司变更为晋煤集团，晋煤集团的实际控制人为山西省国资委。参见图表7和8。

图表 4 公司实际控制人变更前股权结构



数据来源：公司公告，华创证券

图表 5 实际控制人变更之后的股权结构



数据来源：公司公告，华创证券

晋煤集团实力雄厚，给公司未来发展提供了巨大的想象空间。晋煤集团在全国煤炭企业中排名第九，在优质无烟煤、煤层气开发利用、煤化工方面均排名第一——这些给公司未来发展提供了巨大的想象空间。

（1）晋煤集团的煤炭产业。目前拥有煤炭产能 4400 万吨左右，整合扩建产能 3000 万吨左右，筹建产能 3000 万吨左右，2015 年规划产能达到 1 亿吨。参见图表 9。

图表 9 集团现有矿井情况

	储量万吨	可采储量万吨	核定产量万吨
凤凰山矿	15107.4	5161.2	400
古书院矿	10265.7	3814.9	330
成庄矿	75114.6	43467.9	800
寺河矿	59712.1	33920.7	1080
赵庄矿	87733.9	42465.9	690
长平矿	30835.8	20735.4	600
寺河矿二号井	5804.1	2827.1	180
岳城矿	8564.7	4494.5	150
王台矿	11698.2	2729	210
合计	304836.5	159616.6	4440

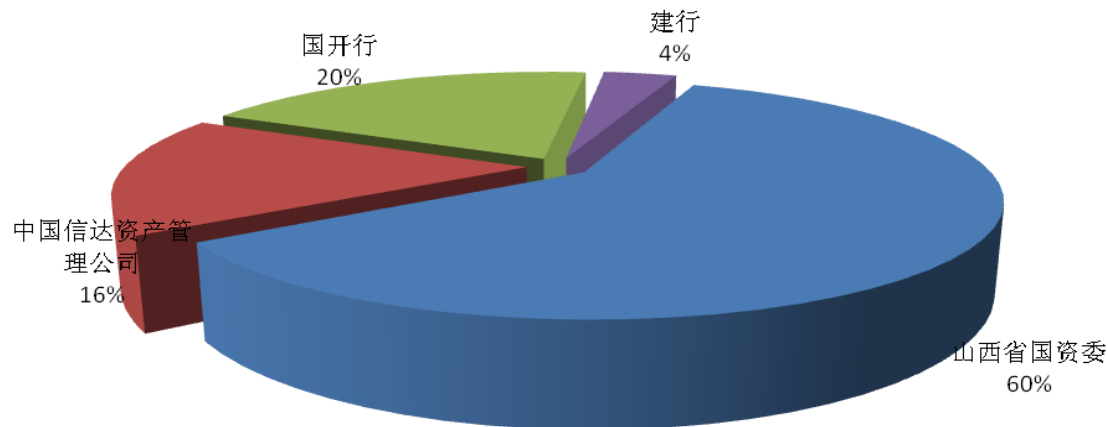
数据来源：公司公告，华创证券

（2）晋煤集团煤化工产业。拥有 1200 万吨合成氨产能、1000 万吨尿素产能；2015 年规划形成 2400 万吨合成氨产能，100 万吨煤制油、60 万吨煤制烯烃产能、10 亿立方米煤制天然气产能。

（3）晋煤集团煤层气开发利用情况。进煤集团拥有 15 亿立方米抽采产能，11.5 亿立方米利用能力，抽采和利用的量分别占全国的 18%和 30%。2015 年规划形成 120 亿立方米抽采产能。

晋煤集团与公司在煤炭上的协同发展还有障碍。公司实际控制人股权结构中有信达和国开行，参见图表 10。如果公司意图收购晋煤集团煤炭资产，就需获得信达以及国开行的通过，这是当前部分煤炭上市公司都会遇到的问题。

图表 10 晋煤集团股权状况



数据来源：公司公告，华创证券

四、公司内生成长性好，估值高

业绩稳定增长，估值较高。根据我们对于公司主要产品的预测，参见图表 11 和 12，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56、0.88、1.15 元，增长率分别为 23%、56%、31%，平均为 37%，对应的 PE 分别为 46、29、22 倍。公司成长性好，但估值较高，暂不评级。

图表 6 主要产品售价及产量预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品综合售价					
原煤售价（元/吨）	640.24	731.98	768.58	807.01	847.36
焦炭售价（元/吨）	1373.08	1546.92	1624.26	1602.00	1602.00
煤气（元/立方米）	0.30	0.30	0.3	0.5	0.6
精煤售价（元/吨）	905.39	993.11	1112.29	1167.90	1226.29
中煤售价（元/吨）	198.25	217.78	239.56	263.52	289.87
产销量					
原煤产量（万吨）	320	335	355	725	1005
原煤外销（万吨）	60.32	78.00	80.00	65.00	205.00
焦炭（万吨）	135.46	135.00	135.00	135.00	135.00
煤气（立方米）	18960.83	20138.73	30000.00	40000.00	50000.00
精煤产量（万吨）	170.00	168.25	173.25	415.80	504.00
精煤外销（万吨）	73.00	46.00	51.00	293.55	381.75
中煤外销（万吨）	55.00	34.66	55.00	132.00	160.00

数据来源：公司公告，华创证券

图表 7 公司主营业务收入成本预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入					
煤炭	301614	319159	350669	646352	904500
城市公用	6006	6535	9710	20746	30783
化工产品	11986	15605	16385	17205	18065
其他	682	642	675	708	744
合计	320288	341941	377439	685010	954092
主营成本					
煤炭	183549	201007	219195	367527	482929
城市公用	20276	25136	32313	69799	103889
化工产品	11332	12427	12944	13592	14271
其他	762	416	438	460	483
合计	215919	238986	264891	451378	601573
毛利率					
煤炭	39.14%	37.02%	37.49%	43.14%	46.61%
城市公用	-237.59%	-284.65%	-232.77%	-236.45%	-237.49%
化工产品	5.46%	20.36%	21.00%	21.00%	21.00%
其他	-11.86%	35.27%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	32.59%	30.11%	29.82%	34.11%	36.95%

数据来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2828	2556	4957	6796
现金	1130	967	2041	2782
应收账款	269	369	647	854
其它应收款	120	100	203	287
预付账款	52	38	58	-11
存货	415	418	754	984
其他	842	665	1254	1902
非流动资产	3844	5038	6338	7606
长期投资	3	3	3	3
固定资产	2202	2881	3587	4173
无形资产	659	842	1017	1242
其他	980	1311	1732	2188
资产总计	6672	7594	11295	14403
流动负债	1906	2332	4410	5687
短期借款	130	750	2004	2617
应付账款	646	583	1069	1435
其他	1129	998	1336	1636
非流动负债	1029	1364	2479	3624
长期借款	0	1000	2000	3000
其他	1029	364	479	624
负债合计	2935	3696	6889	9312
少数股东权益	806	851	943	1087
股本	514	514	514	514
资本公积金	592	592	592	592
留存收益	1652	1941	2357	2898
归属母公司股东权益	2758	3047	3463	4005
负债和股东权益	6672	7594	11295	14403

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	101	616	574	1011
净利润	316	333	544	734
折旧摊销	209	276	386	491
财务费用	26	32	149	253
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-463	-67	-504	-437
其它	12	42	-2	-30
投资活动现金流	-724	-1693	-1681	-1731
资本支出	746	1500	1500	1500
长期投资	0	-1	0	-0
其他	22	-193	-181	-231
筹资活动现金流	740	913	2182	1461
短期借款	-170	620	1254	613
长期借款	0	1000	1000	1000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	910	-707	-72	-152
现金净增加额	118	-163	1074	741

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3523	3774	6850	9541
营业成本	2500	2649	4514	6016
营业税金及附加	64	68	171	286
营业费用	207	226	548	859
管理费用	248	302	651	1002
财务费用	26	32	149	253
资产减值损失	4	10	10	10
公允价值变动收益	-0	-0	0	-0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	473	487	807	1115
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	29	23	23	25
利润总额	449	469	788	1095
所得税	133	136	244	361
净利润	316	333	544	734
少数股东损益	81	44	93	143
归属母公司净利润	235	289	451	590
EBITDA	709	795	1343	1859
EPS（元）	0.46	0.56	0.88	1.15

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	8.5%	7.1%	81.5%	39.3%
营业利润	-15.9%	2.9%	65.6%	38.2%
归属母公司净利润	-38.1%	22.9%	56.3%	30.8%
获利能力				
毛利率	29.0%	29.8%	34.1%	36.9%
净利率	6.7%	7.6%	6.6%	6.2%
ROE	8.5%	9.5%	13.0%	14.7%
ROIC	9.5%	7.8%	10.1%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	48.7%	61.0%	64.7%
净负债比率	4.43%	47.35%	58.12%	60.32%
流动比率	1.48	1.10	1.12	1.20
速动比率	1.27	0.92	0.95	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.53	0.73	0.74
应收帐款周转率	11	12	13	13
应付帐款周转率	4.32	4.31	5.46	4.80
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.56	0.88	1.15
每股经营现金	0.20	1.20	1.12	1.97
每股净资产	5.37	5.93	6.74	7.79
估值比率				
P/E	56.87	46.28	29.60	22.63
P/B	4.84	4.38	3.86	3.34
EV/EBITDA	20	18	11	8

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801