

评级：审慎推荐
煤炭
公司研究报告

煤气化 (000968)

——从煤气里挣脱、在煤炭中崛起

第一创业研究所

分析师：练伟 S1080210030002

电话：0755-25832906

邮件：lianwei@fcsc.cn

交易数据

52周内股价区间(元)	11.80-24.48
总市值(百万元)	11,199.68
流通股本(百万股)	513.75
流通股比率(%)	100.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	2,975.43
每股净资产	5.79
市净率	3.76
资产负债率	37.0%

公司与沪深300指数比较



相关报告

摘要:

● 公司本部产量稳定，整合小煤矿效果显著

公司本部所属的嘉乐泉煤矿、炉峪口煤矿、东河煤矿、离石煤矿四矿产量稳定、煤质优良。目前四矿产能合计334万吨/年，权益产能309万吨。

公司在山西省煤炭资源整合中，积极出击，先期整合灵石华苑煤矿，获产能90万吨/年，后又于今年以华胜公司为主体，整合蒲县三矿，再获产能90万吨/年。

● 龙泉矿建设顺利，股权比例有望提高至50%以上

龙泉矿作为公司最为重要的在建煤矿，目前煤矿工程建设正常。公司在完成债券发行后，资金充裕，此前也有意向煤气化集团收购其持有的龙泉矿股权，若谈判顺利，明年上半年有望先将龙泉矿股权比例增加至50%以上。

● 未来三年煤炭业务复合增长率可达30%

从2011年到2013年的三年间，是公司煤炭产量快速增长的时期。在不考虑权益变动的情况下，公司2010年、2011年、2012年、2013年煤炭权益产量将分别为291万吨、372万吨、476万吨、644万吨，未来三年复合增长率为30%。

● 太原市天然气置换顺利，煤气及相关业务有望走出困境

太原市天然气置换工程目前已完成60%，有望在2011年全部完成，届时公司也将不再承担太原市居民煤气供应的义务，煤气可全部卖给工业企业或自用。我们预计公司通过两条途径减少亏损：一、提高对工业企业的供气价格（阻力小于向居民提价），二、在焦炭市场行情不佳时通过限产减少亏损。

● 盈利预测及估值

我们预计，公司2010年、2011年及2012年的EPS分别为0.66、1.32、2.11元。对应2010年11月30日的PE分别为33.15X、16.55X及10.34X。给予公司“审慎推荐”评级。

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	324,838	360,109	459,030	572,043
同比(%)	-31.4%	10.9%	27.5%	24.6%
营业毛利	104,664	115,789	185,994	266,877
同比(%)	-43.2%	10.6%	60.6%	43.5%
归属母公司净利润	37,951	33,789	67,677	108,274
同比(%)	-44.5%	-11.0%	100.3%	60.0%
总股本(万股)	51,374.7	51,374.7	51,374.7	51,374.7
每股收益(元)	0.74	0.66	1.32	2.11
ROE	14.6%	10.9%	17.9%	22.3%
P/E(倍)	29.5	33.1	16.5	10.3



目 录

1、股东背景雄厚、产业链齐全	3
2、目前煤、焦一体良好，煤气拖累业绩	5
2.1 以煤、焦一体为主，盈利能力良好	5
2.2 煤气业务比重虽小，但亏损严重	6
3、在煤炭业务中寻找突破、重新崛起	8
3.1 公司原有煤炭业务基础良好.....	8
3.2 整合地方煤矿确保公司未来产量增长	9
3.3 龙泉矿将成为公司煤炭业务崛起的重要基石	10
3.4 煤炭产量未来三年的复合增长率超过 30%	11
4、煤气、焦化业务有望突围	12
4.1 太原市天然气置换工程预计于 2011 年完成	12
4.2 置换完成后煤气业务可走两条路扭亏	12
4.3 焦炭业务发展情景有望改善.....	13
5、盈利预测及估值	15
5.1 盈利预测	15
5.2 投资建议	16
5.3 风险提示	17

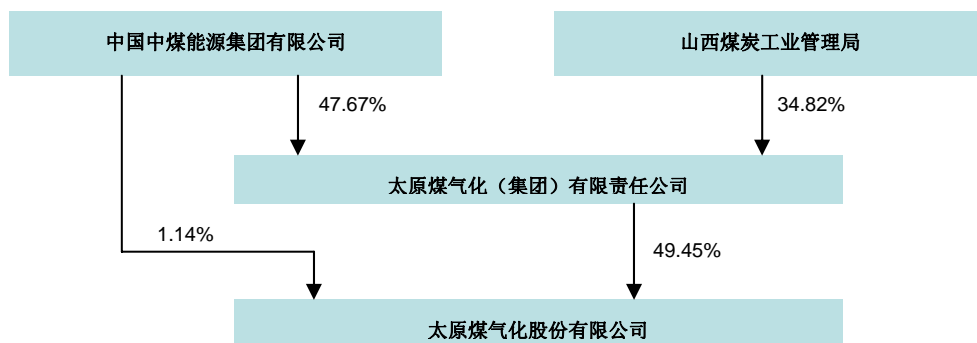


1、股东背景雄厚、产业链齐全

太原煤气化股份有限公司（原名山西神州煤电焦化股份有限公司）是1998年12月由太原煤炭气化（集团）有限责任公司、山西省经济建设投资公司、北京华煤工贸公司、中煤多种经营公司、四达矿业公司等五家发起人共同发起设立，并于2000年6月22日在深交所成功上市的一个集采煤、洗煤、炼焦、造气、煤化工、整体式锂电LED矿灯生产与销售为一体的大型煤炭综合加工利用企业。

公司的控股股东为太原煤气化集团，而太原煤气化集团的主要股东为中煤能源集团有限公司和山西煤炭工业管理局，主要股东实力雄厚，背景优势明显。

图 1：公司股权结构图

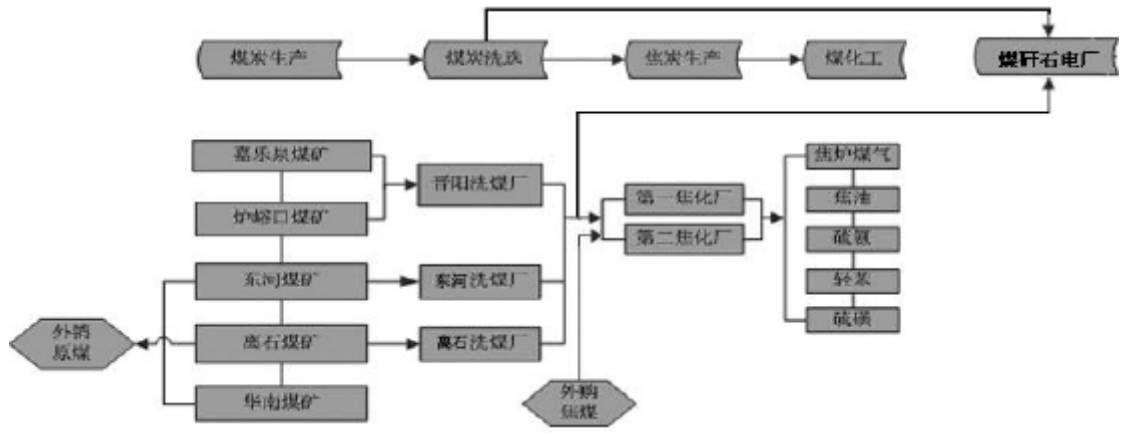


资料来源：公司公告、第一创业证券

公司下设嘉乐泉煤矿、炉峪口煤矿、东河煤矿、焦化厂、第二焦化厂、晋阳选煤厂、运销分公司、供销分公司、铁运公司、汽车运输公司等十一个单位；拥有山西神州煤业有限责任公司（70%权益）、山西华南煤化有限公司（78.57%权益）、龙泉能源发展有限公司（42%权益）、北京金奥维科技有限公司（80%权益）、深圳神州投资发展公司（91.8%权益）、山西灵石华苑煤业有限公司六家控股公司。



图 2: 公司产业链结构



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司经过多年努力，企业产品结构逐步优化，生产工艺流程日益完备，煤炭综合利用体系日臻完善，现已发展成集煤炭开采、洗选、炼焦、制气、煤化工产品生产、煤矸石发电到城市煤气输配、服务、管理为一体的多元化煤炭综合利用企业，煤—焦—气—化—电的产业格局初步形成。



2、目前煤、焦一体良好，煤气拖累业绩

2.1 以煤、焦一体为主，盈利能力良好

公司业务主要以煤炭和焦炭业务为主，主要包括焦炭、洗精煤、原煤、煤气、煤化工产品的生产及销售。2007年、2008年、2009年及2010年上半年，公司焦炭收入占营业收入的比例分别为54.76%、60.38%、57.26%和61.97%，煤炭收入占营业收入的比例分别为36.33%、33.04%、35.59%和28.28%。由于焦炭收入占公司收入的重要比重，焦炭市场变动对公司未来业绩至关重要。

表 1: 公司分产品营业收入构成 (单位: 万元)

产品	2010 年上半年		2009 年		2008 年		2007 年	
	营业收入	占比 (%)	营业收入	占比 (%)	营业收入	占比 (%)	营业收入	占比 (%)
焦炭	111,179.24	61.97	185,997.02	57.26	285,924.19	60.38	187,615.99	54.76
精煤	25,582.65	14.26	66,093.49	20.35	60,315.49	12.73	52,848.04	15.43
煤气	3,020.81	1.68	5,688.25	1.75	6,955.98	1.47	7,874.19	2.3
原煤	21,703.21	12.1	38,619.54	11.89	84,999.23	17.95	59,029.54	17.23
中煤	3,446.44	1.92	10,903.93	3.36	11,158.18	2.36	12,580.84	3.67
化工产品	7,569.80	4.22	11,985.89	3.69	16,839.66	3.56	16,809.21	4.91
其他	6,900.07	3.85	5,549.76	1.71	7,335.17	1.55	5,850.48	1.71
合计	179,402.21	100	324,837.87	100	473,527.90	100	342,608.30	100

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

由于公司的焦炭生产所需焦煤，由公司自己的煤矿供应，成本较低，因而虽然在目前整个焦炭行业均处于亏损的情况下，公司的焦炭业务仍能保持较高的毛利水平。2007年、2008年、2009年及今年上半年，焦炭业务的毛利率分别为30.70%、49.57%、31.78%及29.57%。

公司生产的煤炭除用于焦炭生产外，剩余的原煤及洗选后的精煤也对外销售。近年来，由于煤炭市场的持续景气，公司原煤及精煤业务也保持着非常好的盈利水平。2007年、2008年、2009年及今年上半年，公司精煤业务的毛利率分别为39.10%、62.66%、54.72%及56.05%；煤炭业务的毛利率则分别为58.82%、17.60%、53.72%及65.64%。



表 2: 公司分产品毛利水平 (单位: 万元)

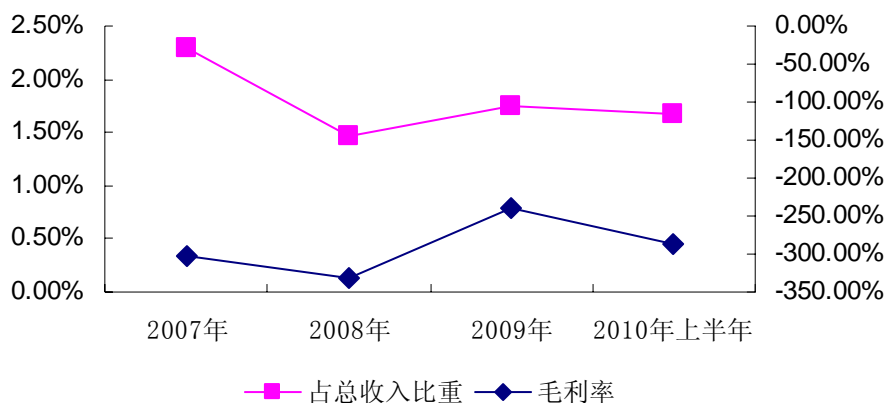
产品	2010 年上半年		2009 年		2008 年		2007 年	
	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)
焦炭	32,870.77	29.57%	59,116.77	31.78%	141,729.00	49.57%	57,605.13	30.70%
精煤	14,338.94	56.05%	36,163.59	54.72%	37,792.93	62.66%	20,664.11	39.10%
煤气	-8,696.89	-287.90%	-13,664.19	-240.22%	-23,070.46	-331.66%	-23,887.79	-303.37%
原煤	14,245.44	65.64%	20,746.39	53.72%	14,956.00	17.60%	34,722.22	58.82%
中煤	536.18	15.56%	2,037.84	18.69%	2,855.49	25.59%	4,372.53	34.76%
化工产品	1,549.64	20.47%	654.25	5.46%	2,069.67	12.29%	6,616.98	39.37%
其他	-500.09	-102.76%	-686.34	-68.67%	-510.65	-278.22%	545.92	9.33%
合计	54,343.99	31.41%	104,368.31	32.59%	175,821.98	37.70%	100,639.09	29.37%

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

2.2 煤气业务比重虽小, 但亏损严重

公司业务中, 还包含少量的煤气业务, 其所占比例不大, 从 2008 年开始, 其占公司总营业收入的比重就下降到 2% 以下, 2010 年上半年所占比重仅为 1.68%。煤气业务所占比重虽小, 但亏损严重, 近几年来毛利率水平均维持在 -250%—-350% 之间。

图 3: 公司煤气业务占比及毛利率水平



数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

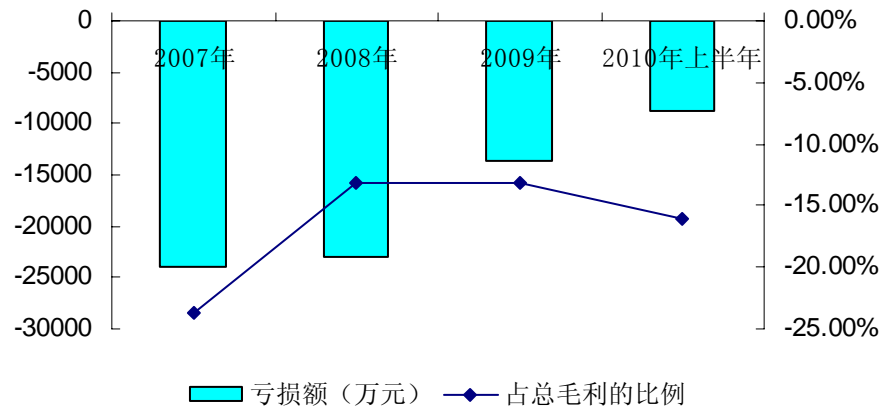
公司承担着太原市近 60% 的煤气供应的政策性任务, 每年生产煤气 2.4 亿立方米。公司先向集团供应煤气, 然后由集团向社会供气。其中公司向集团供气的价格为 0.3 元/立方米, 集团向居民供气价格为 0.75 元/立方米, 向工业企业供气价格为 0.9 元/立方米。集团由于购买成本较低, 尚能维持盈亏平衡, 但公司由于煤气生产成本远高于供应价格, 因而煤气业务产生大量亏损。而煤气供应关系到太原市千千万万居民的生活用气以及企业的生产经营, 社会影响较大, 因而也不能随意减少供应, 或随意提价。



煤气业务的严重亏损，也大幅吞噬了煤焦业务的利润，即使以亏损情况略好 2009 年来看，虽然当年其煤气业务营业收入仅为 0.57 亿元，但亏损却高达 1.37 亿元，占公司全年毛利总额的 13.09%，严重削弱了公司的整体盈利能力。

这种亏损局面，则需持续到公司取消政策性的供气为止。

图 4：公司煤气业务亏损额及占总毛利比例（单位：万元）



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



3、在煤炭业务中寻找突破、重新崛起

3.1 公司原有煤炭业务基础良好

公司本部所属煤矿大部分位于太原市周边地区，煤质优良，煤种主要有焦煤、肥煤、1/3焦煤等。

公司本部所属的各矿中，嘉乐泉煤矿、炉峪口煤矿、东河煤矿、离石煤矿四矿产量稳定，而华南煤矿由于资源枯竭，已于今年停产。目前本部四矿合计产能 334 万吨/年，权益产能 309 万吨。

表 3: 公司本部煤矿产能情况

矿名	所在地	权益占比	可采储量 (万吨)	剩余年限 (年)	设计产能(万 吨/年)	核定产能 (万吨/年)	产品
嘉乐矿	古交	100%	1197	8.56	45	100	焦煤
炉峪口矿	古交	100%	1853	15.76	45	84	焦煤、肥煤
离石矿	吕梁	70%	4074	34.64	30	84	焦煤
东河矿	临汾	100%	788	6.95	45	66	1/3焦煤
华南矿	临汾	100%	枯竭				焦煤
合计	-		7912	-	165	334	-

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

嘉乐泉矿基本情况

嘉乐泉煤矿位于太原市西山煤田北部，矿区面积 35 公顷，于 1987 年 9 月 25 日投产。井下地质条件较为复杂，属二类一型。初设计年生产能力为 45 万吨，为高档普采型矿井，经过两次大型的运输系统改造，现可年生产优质原煤 100 万吨以上，并于 2004、2006 年两次年生产原煤突破百万吨大关，成为全公司第一个年生产能力达百万吨的矿井。嘉乐泉煤矿经过二十年的发展，原煤产量突飞猛进，装备水平日益提高，率先装备使用了掘进机，大大提高了掘进和采掘衔接效率。

炉峪口矿基本情况

炉峪口煤矿地处太原西山煤电古交矿区梭峪勘探区，矿区面积 40 平方公里，可供开采优质主焦煤、焦煤。年设计生产能力 45 万吨，经技改后扩型为 85 万吨/年。区内交通便利，炉峪口、嘉乐泉两矿仅距太古岚铁路、镇城底汽车站 1.5 公里，并有专用线与之相连，运输条件优越。

离石矿、东河矿基本情况

2001 年 4 月 2 日，公司 2000 年度股东大会审议通过了投资 6000 万元



(募集资金)收购山西通宝能源股份有限公司离石煤矿的议案, 该年末完成了离石煤矿的收购工作。2003年3月25日, 公司2003年第一次临时股东大会审议通过了投资6848万元(募集资金)收购集团东河煤矿的议案, 同年6月末完成了东河煤矿的收购工作。

2003年3月, 公司决定对离石煤矿进行复建, 矿井设计能力为30万吨/年; 对东河煤矿进行技改, 矿井设计能力为45万吨/年。后经过充分的市场调研和对同类型煤矿的实地考察, 公司决定扩大两个煤矿的建设规模。

3.2 整合地方煤矿确保公司未来产量增长

先期整合灵石华苑煤矿, 获产能90万吨/年

2008年2月21日, 煤气化发布对外投资公告, 表示与山西灵石华苑煤业有限公司股东何文苑、何小帅在太原签订股权转让协议, 出资1.84亿元人民币购买华苑煤业公司70%的股权。

华苑煤业公司所拥有的矿区面积为5.9平方公里, 该矿井田内探明资源储量2970万吨, 现保有资源储量2928万吨, 可采储量1610.4万吨。该矿井的部分矿井产煤是低中灰、高热量的肥煤和焦煤, 作为炼焦用煤, 可以缓解公司炼焦用煤的紧张状况, 符合公司建设煤、焦、化基地长远发展规划。

华苑公司目前正在进行技改, 预计今年能投产, 少量释放产量, 明年正式释放产量。

2010年整合蒲县三矿再获产能90万吨/年

2009年11月8日, 山西省煤矿企业兼并重组整合工作领导小组办公室同意公司重组整合蒲县3处煤矿为1处保留办矿, 矿井能力由75万吨/年增加到90万吨/年, 矿区面积由8.4561平方千米增加到8.9611平方千米, 新增0.505平方千米。

2010年3月11日, 中煤能源集团有限公司同意本公司与山西蒲县安泰煤焦有限责任公司大股东曹银虎共同设立山西蒲县华胜煤业有限公司, 并以资产收购的方式整合改造山西蒲县安泰、洼里、东胜煤矿及东胜福利洗煤厂的相关资产。



表 4: 蒲县三矿基本情况

名称	安泰煤焦	洼里煤业	东胜煤矿
矿区面积	5.363k m ²	1.8448km ²	1.2483k m ²
资源储量	1874 万吨	726 万吨	250 万吨
可采储量	1367.71 万吨	479.95 万吨	148.8 万吨
煤层	2#, 3#, 10#	2#, 3#, 10#	2#
煤种	气煤、肥煤	气煤、肥煤	1/3 焦煤
生产规模	30 万吨/年	30 万吨/年	15 万吨/年

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

整合蒲县煤矿预计从 2011 年开始少量贡献产量, 到 2012 年后, 将正式贡献产量。

3.3 龙泉矿将成为公司煤炭业务崛起的重要基石

基本情况: 龙泉矿位于太原市娄烦县境内, 矿井工业场地选定在井田北部龙泉镇西南、龙泉川南岸阶段, 距娄烦县成约 10 公里。

龙泉矿井田面积 19.18 平方公里, 可采储量 50591 万吨, 设计产能 500 万吨/年, 主要煤种为优质炼焦煤和肥煤, 项目于 2009 年 7 月 1 日正式开工建设, 建设周期为 42 个月, 预计于 2010 年底完工, 截至到 2010 年上半年, 已累计完成投资 3.27 亿元。

股权结构: 龙泉煤矿由公司持股 42%, 中国煤炭进出口公司持股 40%, 煤气化集团持股 18%。公司也有意向收购煤气化集团持有的股权, 若谈判顺利, 明年上半年有望先将股权比例增加至 50% 以上。

龙泉矿作为公司未来最重要的煤矿之一, 一旦投产, 将显著提升公司煤炭产量, 成为公司煤炭业务崛起的基础。

表 5: 龙泉矿各方权益占比

公司	目前股权占比	若煤气化集团向公司完全转让股权后占比
公司	42%	60%
中煤进出口	40%	40%
煤气化集团	18%	0

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所



3.4 煤炭产量未来三年的复合增长率超过 30%

2011 年-2013 年未来三年煤炭产量复合增长率达到 47%

从今年开始到 2013 年的三年时间，是公司煤炭产量快速增长的时期。在本部产量相对稳定的基础上，华苑煤矿将于 2010 年底年完全释放 90 万吨产能，而整合蒲县三矿的华胜公司，也将会在 2011 年底再完全释放 90 万吨产能；而作为公司最重要增长点的龙泉矿，也将在 2012 年底完全释放 500 万吨产能（不考虑产能增长至 800 万吨情况）。我们预计 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年公司煤炭产量将分别达到 321 万吨、429 万吨、613 万吨、1013 万吨，复合增长率达 47%。

权益产量复合增长率达 30%

由于公司对离石矿、华苑煤矿、华胜公司权益占比均只有 70%，而龙泉矿目前占比为 42%，公司权益产量要相应下降，在不考虑权益变动的情况下，公司 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年煤炭权益产量将分别为 291 万吨、372 万吨、476 万吨、644 万吨，未来三年复合增长率为 30%。

表 6: 公司产量预测表

单位: 万吨	权益	产能	2010E	2011E	2012E	2013E
本部						
嘉乐矿	100%	100	85	90	100	100
炉峪口矿	100%	84	78	84	84	84
东河矿	100%	66	60	65	65	65
离石矿	70%	84	78	80	84	84
小计		334	301	319	333	333
在建及改建矿						
华苑煤矿	70%	90	20	90	90	90
龙泉矿	42%	500	0	0	100	500
华胜公司	70%	90	0	20	90	90
小计		680	20	110	280	680
合计		1014	321	429	613	1013
权益合计		644.8	291.6	372	475.8	643.8



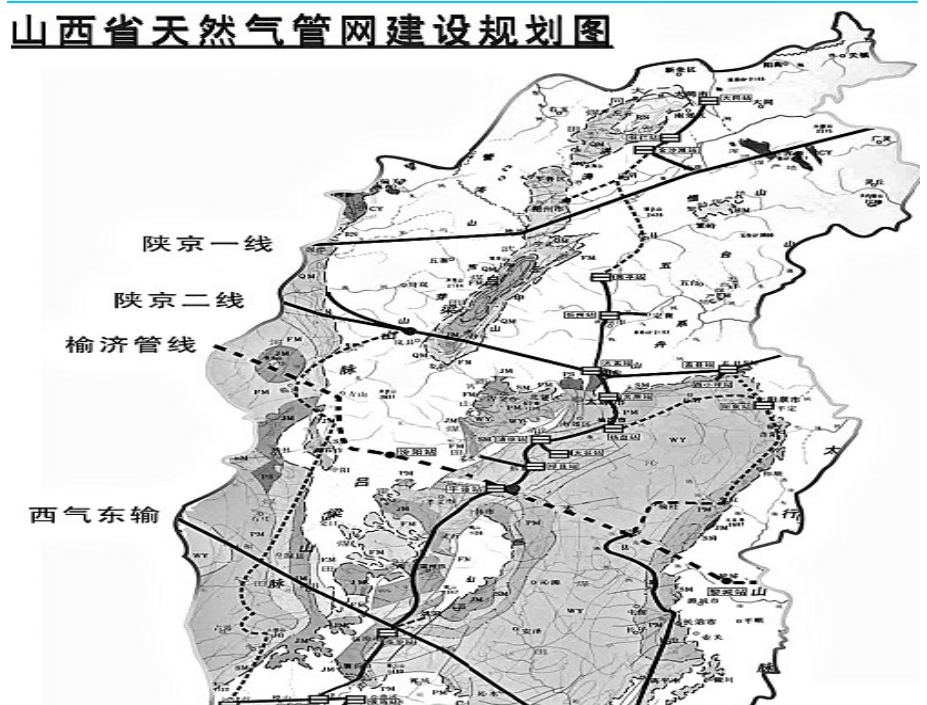
4、煤气、焦化业务有望突围

4.1 太原市天然气置换工程预计于 2011 年完成

太原市天然气置换工作于2007年开始，根据2009年7月通过的《太原市燃气专业规划》（2009—2020），2011年规划范围内（北至上兰地区和绕城高速公路北段，西至西山边山地区，东至东山边山地区，南至姚村和教育园区）全部居民完成天然气置换。届时，太原市将形成煤气与天然气共存的格局，煤气将逐步退出百姓家中，广泛应用于大型工业项目。

图 5: 山西省天然气管网规划图

山西省天然气管网建设规划图



数据来源：第一创业证券研究所整理

截至目前，使用天然气的用户数量为40万户，其余27万户使用煤气的用户主要集中在河西地区、河东桃园南路、平阳路等路段。天然气置换率已达60%，预计明年能置换完毕。

4.2 置换完成后煤气业务可走两条路扭亏

煤气业务提价可弥补部分亏损

待太原市天然气置换完成后，由于不用再向居民供应煤气，煤气将向工业企业供应。目前太原市焦炉煤气用户的日总需求量为180万立方米，其中市内日需求123万立方米，工业日需求57万立方米，即目前供居民使用的煤



气比例为近70%，而供工业使用的为30%。

我们假设公司经由集团向居民和工业销售的比例也为7:3，按对外销售2.4亿立方米计，即使按目前供气价格不予提价，若全部改为向工业供气，由于工业供气价格高于居民供气价格0.15元/立方米，因而可增加收入0.25亿元。若工业供气价格上调0.5元，则可增加收入1.45亿元。

表7: 停止向居民供气后，工业供气提价对收入的影响

工业供气提价幅度（元）	提价增加收入（亿元）
0	0.252
0.1	0.492
0.2	0.732
0.3	0.972
0.4	1.212
0.5	1.452
0.6	1.692

注：假设提价后的收入全归上市公司所有

我们认为，由于工业供气价格上调的社会影响要小于居民供气价格上调，提价受到的阻力也相对较小，因而一旦不需向居民供气，公司的煤气供应即可启动提价程序，进而可以弥补部分煤气业务的亏损。

焦炭业务限产可减少相应亏损

由于公司承担着太原市煤气供应，除不能随意提高煤气供应价格外，更不能停止煤气供应。而煤气产品为焦炭生产的副产品，因而充足的煤气供应必须得有持续的焦炭生产相对应。虽然目前焦炭生产属于惨淡经营状况，但迫于供气压力只能勉强为之。

在公司不用向居民供应煤气后，焦炭业务生产则可根据市场形势灵活调整焦炭产量，若下游焦炭产品不景气时，在保证正常生产的情况下，可适当减少焦炭出炉量，从而减少部分亏损，当下游焦炭产品价格有所回升时，则可相应提高焦炭产量。

4.3 焦炭业务发展情景有望改善

焦化一厂搬迁有望获得补偿并实现产业升级

公司现有冶金焦炭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；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。目前公司焦炭产能没有变化，2009 年度公司的焦炭产量为134.23 万吨。

根据2008年发布的《中共太原市委、太原市人民政府关于实施煤炭可持续发展政策加快西山地区综合整治的意见》（并发[2008]20 号），公司第一焦化厂因需配合太原市政府对西山地区综合整治的工作，被列入关停名单。公司将按照“先建后迁，平稳过渡”的原则应对第一焦化厂的关停。

由于承担着太原市煤气供应任务，目前焦化一厂还处于生产状况，未来有望搬至太原市周边煤炭资源相对丰富的区域。搬迁将给公司焦炭生产造成影响，但带来的益处也很明显：第一，有望以较低成本获得优质的煤炭资源；第二，通过搬迁完成对焦化一厂相对落后的焦炭产能的升级，并进一步完善焦化副产品的深加工和综合利用。

焦化行业产业集中度提高将提升公司竞争力

2009年到今年以来，国务院、工信部及山西省相关部门，多次下发关于焦炭生产的相关政策，对淘汰落后产能及提升产业集中度作了种种规定。

表8: 焦炭行业相关政策

政策	发布时间	发文单位	内容
《山西省焦化产业调整和振兴规划》	2009 年 4 月	山西省政府	计划在 2011 年之前，将淘汰落后焦化产能 2000 万吨；在 2012-2015 年间，将淘汰落后焦化产能 4000 万吨
《关于分解落实 2009 年淘汰落后产能任务的通知》	2009 年 11 月	工信部	全年淘汰落后焦炭产能 1809 万吨
《国务院关于进一步加强对淘汰落后产能工作的通知》	2010 年 2 月	国务院	2010 年底前淘汰炭化室高度 4.3 米以下的小机焦（3.2 米及以上捣固焦炉除外）。
《各市分阶段焦化产能淘汰量和焦化企业保留户数》和《山西省焦化企业产能置换管理办法》	2010 年 4 月	山西省经信委	截至 2015 年，山西省共计将淘汰落后焦化产能 6000 万吨，只保留 60 家骨干焦化企业，其中大同和朔州两市的焦企到明年要全部退出

资料来源：第一创业证券研究所整理

虽然政府在淘汰落后产能的同时也陆续批准了一些新的焦炭产能，但总的趋势使得焦炭行业的产能有所集中，企业在原材料采购和市场销售方面的地位也将得到提升，有利于公司在焦化行业竞争力的提升。



5、盈利预测及估值

5.1 盈利预测

预测依据

(1) 公司煤炭产量以前述产量预测为依据, 焦炭产量未来两年保持20%的增长, 第三年增长50% (注: 公司计划2013年实现原煤产量1,269万吨, 入洗能力800万吨, 焦炭年产量达到440万吨, 我们对此预测有所保留, 特别是考虑到目前国内焦炭产能过剩较厉害, 预计公司2013年焦炭产量为300万吨);

(2) 太原市天然气置换在2011年完成, 公司煤气价格自2012年开始提价0.3元/立方米, 且煤气产量、化工产品产量与焦炭产量成比例增长;

(3) 公司煤炭价格在2010年后的三年里保持每年5%的小幅增长, 焦炭价格保持每年2%的增长;

(4) 假设公司所产精煤仅供炼焦用, 其余按原煤出售, 另外除非公司所产精煤不足, 才向外购买精煤 (此将导致预测的公司收入和成本小于公司实际收入和成本, 但不影响盈利状况的预测);

(5) 原煤洗出率在60%, 炼焦比例为1.4吨焦煤:1吨焦炭。

表9: 公司产品产销量、价格及成本预测表

公司主要产品销售价格					
单位: 元	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
焦炭售价	1373	1560	1591	1623	1655
精煤售价	1031	1082	1136	1193	1253
原煤售价	640	672	706	741	778
中煤售价	175	184	193	203	213
煤气价格	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6
公司主要产品产销量					
单位: 万吨	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
原煤	335	321	429	613	1013
焦炭	135	135	168	200	300
精煤	189	189	235.2	280	420
原煤外销量	20	6	37	146	313
煤气(万立方米)	18961	20138	24166	28999	43499
中煤	72	78	94	112	168
公司原煤生产成本					
单位: 元	2009	2010E	2011E	2012E	2013
吨煤综合成本	274	280	300	320	340

资料来源: 第一创业证券研究所



根据以上判断，我们对公司未来主营业务收入及盈利情况预测如下，

表10：公司未来盈利情况预测

公司各产品收入					
单位：万元	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
焦炭	185362	210600	267322	324604	496644
原煤	12805	4033	26117	108207	243578
煤气	5688	6041	7250	17399	26099
中煤	12600	14352	18142	22736	35784
化工产品	11986	15000	18000	21600	32400
其他	5550	14000	16800	20160	30240
合计	233990	264027	353630	514707	864745
公司各业务毛利率水平					
单位：%	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
焦炭	55.00%	55.00%	60.00%	60.00%	60.00%
原煤	51.72%	58.35%	57.50%	56.82%	56.31%
煤气	-240.22%	-287.90%	-250.00%	-100.00%	-100.00%
中煤	18.69%	15.56%	15.00%	15.00%	15.00%
化工产品	5.46%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	-68.67%	-100.00%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
公司毛利水平					
单位：万元	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
焦炭	101948.96	115830.00	160392.96	194762.40	297986.40
原煤	6622.54	2353.45	15016.58	61487.35	137157.72
煤气	-13664.43	-17393.19	-18124.50	-17399.40	-26099.40
中煤	2354.94	2233.17	2721.30	3410.40	5367.60
化工产品	654.43	3000.00	2700.00	3240.00	4860.00
其他	-3811.02	-14000.00	-8400.00	-10080.00	-15120.00
合计	94105.41676	92023.4296	154306.342	235420.753	404152.3163

资料来源：第一创业证券研究所

说明：由于我们假设公司的原煤全部为内部供应，因而公司焦炭业务的实际毛利率要高于公司公告中公布的水平。另外由此测算的2009年的毛利水平与实际情况相差6%，属可接受范围。

我们预计，公司2010年、2011年及2012年的EPS分别为0.66、1.32、2.11元。对应2010年11月30日的PE分别为33.15X、16.55X及10.34X。

5.2 投资建议

公司具有如下特点：

(1) 公司所属煤矿生产的煤炭均为焦煤、肥煤、气煤等，煤种稀缺，质量优良，价格具有优势；



(2) 公司重点建设的龙泉矿及整合的小煤矿投产后，未来三年煤炭产量复合增长率可达 30%，增速明显；

(3) 太原市天然气置换即将完成，煤气及相关业务有望走出困境。

考虑到公司现况不佳，我们给予公司“审慎推荐”的评级，但未来可给予重点关注。

5.3 风险提示

- (1) 资源税开始征收；
- (2) 龙泉矿及整合煤炭资源不能顺利投产；
- (3) 太原市天然气置换工程延期。



附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,441.6	3,974.4	5,059.3	6,675.0	一、营业收入	3,248.4	3,601.1	4,590.3	5,720.4
货币资金	1,029.9	2,215.3	2,850.1	4,004.0	减: 营业成本	2,201.7	2,443.2	2,730.4	3,051.7
交易性金融资产	1.3	0.7	0.7	0.7	营业税金及附加	59.4	70.6	114.9	164.9
应收款项	791.3	1,114.9	1,518.7	1,918.6	销售费用	232.3	210.4	291.7	364.6
预付款项	135.5	149.8	154.3	168.4	管理费用	191.8	232.8	267.7	301.2
存货	391.1	355.4	397.4	445.1	财务费用	18.8	23.3	31.2	28.0
其他流动资产	92.4	138.2	138.2	138.2	资产减值损失	-17.6	0.0	8.4	8.3
非流动资产	2,776.1	3,458.9	3,311.3	3,163.7	加: 公允价值变动收益	0.8	-0.1	0.0	0.0
股权投资	3.3	3.3	3.3	3.3	投资收益	0.0	0.2	0.9	0.9
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.2	0.9	0.9
固定资产	1,985.0	2,018.3	1,850.1	1,681.9	二、营业利润	562.8	620.9	1,146.9	1,802.7
在建工程	295.9	639.4	660.0	680.6	加: 营业外收入	4.5	5.8	6.0	6.2
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	18.2	19.7	28.1	31.6
无形及递延性资产	358.3	664.2	664.2	664.2	三、利润总额	549.1	607.0	1,124.8	1,777.3
其它非流动资产	133.6	133.6	133.6	133.6	减: 所得税费用	127.3	172.0	281.2	444.3
资产总计	5,217.7	7,433.2	8,370.6	9,838.7	四、净利润	421.7	435.0	843.6	1,333.0
流动负债	1,631.1	2,463.7	2,557.4	2,692.5	归属母公司净利润	379.5	337.9	676.8	1,082.7
短期借款	300.0	330.0	330.0	330.0	少数股东损益	42.2	97.1	166.8	250.3
应付账款	700.4	754.1	861.1	969.7	五、总股本(百万股)	513.7	513.7	513.7	513.7
预收帐款	194.1	251.7	335.2	422.2	EPS(元)	0.74	0.66	1.32	2.11
其它流动负债	436.6	1,127.9	1,031.2	970.6					
非流动负债	44.9	1,043.9	1,043.9	1,043.9	主要财务比率				
长期借款	0.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	44.9	43.9	43.9	43.9	营业收入	-31.4%	10.9%	27.5%	24.6%
负债合计	1,676.0	3,507.6	3,601.3	3,736.4	营业毛利	-43.2%	10.6%	60.6%	43.5%
少数股东权益	746.8	820.7	987.6	1,237.8	主业盈利	-50.6%	14.4%	84.1%	55.0%
股本	513.7	513.7	513.7	513.7	母公司净利	-44.5%	-11.0%	100.3%	60.0%
资本公积与其它	815.6	1,059.1	1,059.1	1,059.1	获利能力				
留存收益	1,271.3	1,532.1	2,208.9	3,291.6	毛利率	32.2%	32.2%	40.5%	46.7%
股东权益合计	2,600.6	3,105.0	3,781.7	4,864.5	主业盈利/收入	17.3%	17.9%	25.8%	32.1%
负债和股东权益	5,217.7	7,433.2	8,370.6	9,838.7	ROS	13.0%	12.1%	18.4%	23.3%
					ROE	14.6%	10.9%	17.9%	22.3%
					ROIC	14.5%	9.8%	16.5%	21.5%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	32.1%	47.2%	43.0%	38.0%
经营活动现金流	804.5	623.6	685.7	1,201.6	利息保障倍数	22.4	18.6	27.0	47.7
净利润	421.7	435.0	843.6	1,333.0	速动比率	1.20	1.41	1.77	2.26
折旧摊销	178.1	182.0	176.6	176.5	经营现金净额/当期债务	2.68	1.89	2.08	3.64
财务费用	21.0	23.3	31.2	28.0	营运能力				
投资损失	-0.8	-0.1	-0.9	-0.9	总资产周转率	0.62	0.48	0.55	0.58
营运资金变动	203.5	188.0	-364.9	-335.0	应收款天数	87.70	111.46	119.10	120.74
其它变动	-18.9	-204.6	0.0	0.0	存货天数	63.94	52.37	52.40	52.50
投资活动现金流	-671.3	-373.0	-19.7	-19.7	每股指标(元)				
资本支出	-559.8	-295.2	-20.6	-20.6	主业盈利/股本	1.10	1.25	2.31	3.58
长期投资	-111.5	-100.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.57	1.21	1.33	2.34
其它变动	0.0	22.2	0.9	0.9	每股净资产	3.61	4.45	5.44	7.06
筹资活动现金流	248.6	934.7	-31.2	-28.0	估值比率				
债务融资	20.0	1,030.0	0.0	0.0	P/E	29.51	33.15	16.55	10.34
权益融资	348.0	0.0	0.0	0.0	P/B	6.04	4.90	4.01	3.09
其它变动	-119.4	-95.3	-31.2	-28.0	P/S	3.45	3.11	2.44	1.96
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	14.32	12.66	7.23	4.33
现金净增加额	381.9	1,185.4	634.8	1,153.9					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120