

产能扩张造就未来成长

谨慎推荐 上调评级

投资要点:

- 公司目前的煤炭产能主要由本部四矿（西铭矿、西曲矿、镇城底矿、马兰矿）贡献，总产量为 1280 万吨/年。正在建设的兴县矿区（设计产能为 1500-2500 万吨/年）将是公司未来煤炭产能的主要增长点，2010 年可完全达产，实现“再造西山”的目标。通过收购整合及合作开发，公司的外延式扩张未来空间也十分巨大。
- 公司“煤-电”、“煤-焦化”循环产业链初具规模。公司目前的电力业务以古交电厂一期为主，装机容量为 60 万千瓦，在建的古交电厂二期工程装机容量为 2×60 万千瓦，预计 2010 年可以投产。公司通过参股、合作开发涉足焦化业务，保证公司炼焦煤产品的销量，与煤炭业务相互补充。
- 预计公司 2008 年焦精煤平均售价为 1180 元/吨左右，肥精煤 1200 元/吨左右，瘦焦煤 880 元/吨左右。预计 2009 年炼焦精煤价格将有 20%-30% 的下跌空间，2010 年仍将下调 10% 左右至 2007 年底的水平。2008 年公司炼焦精煤销售量有望达 860 万吨左右，预计 2009 年、2010 年公司的炼焦精煤销量将与 2008 年大致持平，2010 年会有 600 万吨气精煤增量。
- 预计西山煤电 2008-2010 年实现营业收入 136.24 亿元、117.26 亿元、155.14 亿元（三年复合增长率 4.43%），净利润分别达 33.66 亿元、28.77 亿元、34.32 亿元，EPS 分别为 1.39 元、1.19 元、1.42 元。
- 根据可比公司的相对估值，考虑到行业周期因素，我们认为以 2009 年 15-20x 对西山煤电进行相对估值较为合理，对应股价 17.85-23.8 元。公司目前的股价相当于 2009 年 12 倍 PE，估值上仍有一定上升空间，考虑到公司作为国内炼焦煤行业的龙头地位及其显著的资源优势，给予西山煤电“谨慎推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	7802.83	13623.97	11726.17	15513.97
EBITDA(百万元)	2261.94	5033.69	4430.60	5236.57
净利润(百万元)	1051.46	3366.22	2876.87	3432.11
摊薄 EPS(元)	0.87	1.39	1.19	1.42
PE(X)	14.30	8.94	10.46	8.76
EV/EBITDA(X)	7.05	6.01	6.42	5.02
PB(X)	2.35	3.04	2.86	2.40
ROIC	13.05%	28.09%	23.16%	23.85%
总资产周转率	70.24%	99.21%	73.68%	88.41%

资料来源：中国银河证券研究所

合理估值：20.8 元

分析师

赵柯

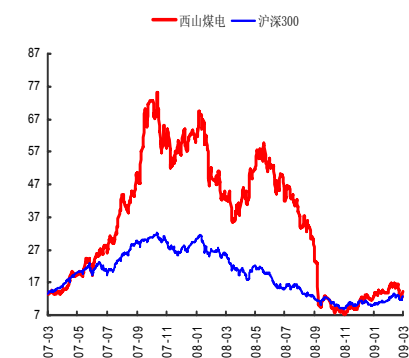
✉: zhaoke@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8707

市场数据 时间 2009.03.05

A 股收盘价(元)	14.2
A 股一年内最高价(元)	60.2
A 股一年内最低价(元)	6.98
上证指数	2221.08
市净率	2.86
总股本(万股)	242400
实际流通 A 股(万股)	113243
限售 A 股(万股)	64578
流通 A 股市值(亿元)	160.81

相对沪深 300 指数表现图



资料来源：中国银河证券研究所

目 录

关键假设、盈利预测、公司估值.....	1
关键假设	1
盈利预测	2
敏感性分析	3
公司估值	3
一、公司的主要竞争优势	5
（一）炼焦煤资源优势.....	5
（二）公司的控股股东是国内最大的炼焦煤生产企业.....	6
二、兴县矿区可“再造西山”，未来仍有扩张空间.....	6
（一）兴县在建煤矿项目未来可“再造西山”	6
（二）外延式扩张未来将有更大空间.....	7
三、电力、焦化业务完善循环产业链.....	7
（一）电力业务培育新的增长点.....	7
（二）焦化业务与煤炭业务相得益彰.....	8

关键假设、盈利预测、公司估值

关键假设

1、关于煤炭产销量和售价的假定

2008 年经过四次调价后，公司目前炼焦精煤的售价按照 2008 年 11 月后的价格销售，为保证回款顺利，对部分重点客户每吨有 100-200 元的折价优惠。预计 2008 年全年公司的焦精煤平均售价约为 1180 元/吨左右，肥精煤为 1200 元/吨左右，瘦焦煤为 880 元/吨左右。虽然 2 月 22 日集团公司的屯兰矿难引发的煤矿安全整顿可能导致短期内炼焦煤局部供应紧张，对公司的煤价具有一定支撑作用，但下游钢铁行业尚未见根本性回暖迹象，需求侧的调整依然需要较长时间，我们预计 2009 年炼焦精煤价格将有 20%-30% 的下跌空间，2010 年仍将下调 10% 左右至 2007 年底的水平。

表 1：公司炼焦煤价格预计有下调空间

元/吨	Dec-07	Apr-08	Jun-08	Aug-08	Nov-08	2008E	2009E	2010E
焦精煤	810	1,040	1,425	1,725	1,225	1,180	930	810
肥精煤	860	1,105	1,490	1,790	1,290	1,230	980	860
瘦焦煤	670	770	1,070	1,330	830	880	720	670

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

预计 2008 年公司焦精煤销售量约 240 万吨左右，肥精煤销售量约 390 万吨左右，瘦焦煤销售量约 230 万吨左右，三者合计约 860 万吨。太原选煤厂由瘦焦煤改选电精煤之后，对公司的盈利状况影响不大。2009 年公司的煤炭产量增量主要来自兴县矿区，预计 2009 年兴县矿区煤炭产量有望达到 500 万吨，主要以原煤形式销售。2009 年底兴县矿区配套选煤厂可以建成，2010 年兴县矿区原煤产量可达到 1500 多万吨，可以生产近 600 万吨气精煤和 500 多万吨洗混煤。其余为煤泥和煤矸石。在公司“调价保量”的营销思路下，我们预计 2009 年、2010 年公司的焦精煤、肥精煤、瘦焦煤销量将与 2008 年大致持平，2010 年会有 600 万吨气精煤增量。

表 2：公司各炼焦煤种销量及价格预测

		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
焦精煤	销售量（万吨）	200	206	240	240	240
	销售价格（元/吨）	589	629	1180	930	810
肥精煤	销售量（万吨）	339	354	390	390	390
	销售价格（元/吨）	588	634	1230	980	860
瘦精煤	销售量（万吨）	330	325	230	230	230
	销售价格（元/吨）	485	507	880	720	670
气精煤	销售量（万吨）					600
	销售价格（元/吨）					580
炼焦煤小计	销售量（万吨）	869	885	860	860	1460
	加权平均销售价格（元/吨）	549	586	1122	897	707

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

2、关于电力业务增长的假定

公司目前的电力业务主要以古交电厂一期和西山热电为主，古交电厂一期总装机容量为 60 万千瓦，权益比例为 55%。公司控股西山热电的股权比例为 90.89%，总装机容量为 3×5 万千瓦。公司目前在建的古交电厂二期工程装机容量为 2×60 万千瓦，将于 2010 年投产。

售电电价方面，2008 年经过两次上网电价调整，公司目前的上网电价为 0.315 元/千瓦时，2008 年全年综合平均电价约为 0.29 元/千瓦时。由于电价的政府管制，暂不考虑电价调整因素，假定 2009 年、2010 年公司售电电价保持 0.315 元/千瓦时的水平。

3、关于成本的假定

公司的煤炭生产成本主要包括原料成本、人工成本和政策性成本三部分，2008 年钢材、水泥等产品价格上涨，公司从 2008 年 10 月份开始大幅上调工人工资约 23%，安全生产费用从原来的 15 元/吨增加到 30 元/吨，公司的生产成本上涨较快。预计 2008 年公司的自产煤单位生产成本约为 220 元/吨左右。

2009 年增值税从 13%上调到 17%，公司的成本压力加大，由于 2008 年 12 月 26 日的会计政策调整，公司的安全生产费用和维简费将由在成本中列支改为在利润分配中列支，账面成本会有所减少。公司表示今年将严格控制成本，将可变成本降低 20%左右，使吨煤成本下降 20 元左右。

假设公司 2009 年吨煤生产成本在 2008 年基础上降低 20 元，2010 年降低 10%左右。

盈利预测

表 3：主要盈利预测假设

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入增长率 (YOY)	11.83%	74.60%	-13.93%	32.30%
营业成本 /营业收入	59.43%	49.31%	49.50%	52.99%
营业税率	1.07%	1.07%	1.07%	1.07%
销售费用 /营业收入	5.87%	5.87%	5.87%	5.87%
管理费用 /营业收入	11.77%	9.04%	9.04%	9.04%
实际税率	31.04%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：中国银河证券研究所

根据以上假设，我们预计西山煤电 2008-2010 年实现营业收入 136.24 亿元、117.26 亿元、155.14 亿元（三年复合增长率 4.43%），净利润分别达 33.66 亿元、28.77 亿元、34.32 亿元，EPS 分别为 1.39 元、1.19 元、1.42 元。

表 4: 主要盈利预测结果

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	6977.38	7802.83	13623.97	11726.17	15513.97
(+/-) %	24.22%	11.83%	74.60%	-13.93%	32.30%
EBITDA(百万元)	2022.86	2261.94	5033.69	4430.60	5236.57
(+/-) %	7.05%	11.82%	122.54%	-11.98%	18.19%
净利润(百万元)	964.33	1051.46	3366.22	2876.87	3432.11
(+/-) %	-1.08%	9.04%	220.15%	-14.54%	19.30%
摊薄 EPS(元)	0.80	0.87	1.39	1.19	1.42
毛利率 (%)	38.4%	40.6%	50.7%	50.5%	47.0%
净资产收益率 (%)	17.5%	16.4%	34.0%	27.3%	27.3%

资料来源: 中国银河证券研究所

敏感性分析

作为国内首屈一指的炼焦煤上市公司,我们认为对西山煤电 2009 年盈利状况产生重要影响的因素主要是炼焦煤销售价格和销售量的变化幅度,为此,我们对二者进行敏感性分析。

表 5: 炼焦煤销售价格和销售量的变动对 2009 年 EPS 影响的敏感性分析 (元)

1.19		炼焦煤加权平均售价 (元/吨)				
		670	750	871	950	1050
炼焦煤销量 (万吨)	700	0.06	0.29	0.63	0.86	1.14
	780	0.23	0.48	0.86	1.12	1.43
	897	0.47	0.76	1.20	1.49	1.86
	970	0.62	0.94	1.42	1.73	2.13
	1050	0.78	1.13	1.65	1.99	2.42

资料来源: 中国银河证券研究所

公司估值

1、PE 相对估值

煤炭行业是一个周期性较强的行业,其估值水平呈现明显的周期性,在暴涨暴跌的市场环境中,对煤炭公司的相对估值不应当选择某一静态时点类比,应当参照长期类似公司的平均估值水平作为参考。

根据可比公司的相对估值,考虑到行业周期因素,我们认为以 2009 年 15-20x 对西山煤电进行相对估值较为合理,对应股价 17.85-23.8 元。

2、投资建议

虽然 2009 年下游钢铁行业复苏的不确定性可能带给公司经营业绩一定冲击,但西山煤电作为国内炼焦煤行业龙头的地位日益牢固,其资源优势未来将日益增值,公司目前的股价相当于 2009 年 12 倍 PE,估值上仍有一定上升空间,给予西山煤电“谨慎推荐”的投资评级。

表 6: 可比公司估值

PE							PB
2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E		
A 股							
中国神华			17.4	12.94	13.53	2.75	
中煤能源				11.21	9.67	1.70	
兖州煤业	14.12	11.67	18.88	40.25	4.57	2.07	
大同煤业			15.88	53.64	5.33	2.46	
西山煤电	19.00	7.01	11.25	73.16	10.22	2.86	
平煤股份			13.52	45.23	5.36	2.43	
金牛能源	13.83	7.40	9.71	38.79	4.49	2.72	
潞安环能			11.71	46.78	6.09	3.38	
A 股平均	15.65	8.69	13.49	45.03	7.24	2.71	
H 股							
中国神华		9.50	19.26	39.28	13.98	1.80	
中煤能源			12.99	44.94	11.98	0.93	
兖州煤业	11.19	8.78	13.13	21.92	7.64	0.74	
H 股平均	11.19	9.14	15.13	35.38	11.20	1.16	
美股							
ACI	43.88	110.42	16.97	36.83	6.65	1.05	
ANR		50.55	7.11	75.53	6.22	1.54	
BTU	26.77	24.42	19.70	45.66	6.69	1.99	
CNX	27.83	22.32	15.30	49.32	12.99	2.91	
FCL		52.05	28.87	59.66	119.86	3.01	
美股平均	32.83	37.34	17.59	53.40	8.14	2.10	

资料来源: Bloomberg, wind, 中国银河证券研究所

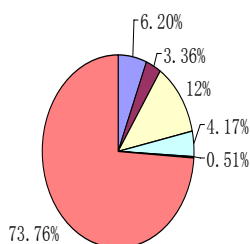
一、公司的主要竞争优势

(一) 炼焦煤资源优势

炼焦煤是现代钢铁生产中的基本原料,也煤炭资源中的稀缺煤种,主要包括主焦煤、肥煤、气煤、瘦煤。从世界范围来看,炼焦煤只占全球煤炭探明储量的 1/15 不到,其中低硫分、低灰分的优质炼焦煤资源更少。全球的炼焦煤资源约有 1/2 分布在亚洲地区,中国的炼焦煤资源约占世界炼焦煤资源总量的 14%左右。在我国的煤炭探明储量中,炼焦煤只占 27%,山西省的炼焦煤资源储量最大,约占全国的 56%。在我国的炼焦煤中,主焦煤仅占 5.81%,肥煤仅占 3.53%,而在炼焦过程中,主焦煤是最主要的煤种,占需求量的 50%,肥煤是最重要的基础配煤,占需求量的 30%,气煤和瘦煤只占炼焦用煤的 20%左右。炼焦煤的资源稀缺性可见一斑。

图 1: 炼焦煤是我国稀缺的煤炭资源

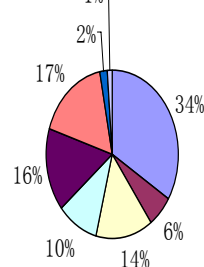
■主焦煤 ■肥煤 ■气煤、1/3焦煤 ■瘦煤、贫瘦煤 ■未分类 ■非炼焦煤类



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究所

图 2: 山西省煤炭资源分布比例

■气煤 ■肥煤 ■主焦煤 ■瘦煤 ■贫煤 ■无烟煤 ■弱粘煤 ■长焰煤



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究所

西山煤电是山西焦煤集团控股的从事煤炭开采、洗选和销售的炼焦煤公司。公司拥有储量巨大的优质炼焦煤资源,公司目前拥有 14 亿吨的可采储量。公司现有的四个煤矿(西铭矿、西曲矿、镇城底矿、马兰矿)主要生产主焦煤、肥煤、瘦煤,公司旗下的晋兴能源公司开发的兴县矿区拥有丰富的气煤资源,资源总量达 400 亿吨以上,并且公司是目前唯一进入该矿区的开发主体,按照国家“一个矿区一个开发主体”的指导方针,丰富的资源储量预计将给公司未来的发展提供强大支持。从目前国内主要炼焦煤上市公司的资源状况来看,西山煤电的资源禀赋和开采年限都具有明显优势,公司未来的资源增值空间巨大。

表 7: 主要炼焦煤上市公司资源概况

	可采储量(亿吨)	产能(万吨)	可采年限
西山煤电	13.32	1280	104
平煤股份	12.5	2600	48
金牛能源	3.9	1100	35
开滦股份	4.5	750	60
盘江股份	7.1	850	84

资料来源: 各公司公告(暂未考虑兴县矿区), 中国银河证券研究所

公司是目前国内主要的焦煤、肥煤生产供应商,主要产品为洗精煤,生产的肥精煤和焦精

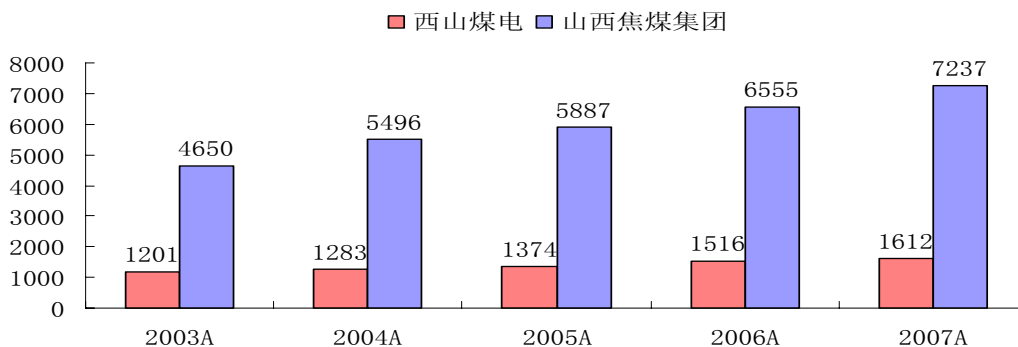
煤是炼焦配煤的必需煤种，产品粘结性强、流动性和稳定性良好，在国内外市场上享有较好的声誉。公司 80%以上的精煤产品供应宝钢、鞍钢、华能国际等国内重点长期客户，供需关系牢固，公司是公认的国内炼焦煤行业的龙头公司。

（二）公司的控股股东是国内最大的炼焦煤生产企业

公司的控股股东山西焦煤集团是中国目前规模最大、煤质优良、煤种最全的炼焦煤生产销售企业。集团公司的煤炭保有储量 503 亿吨，拥有并开采西山、霍西、河东、沁水四大煤田，主要煤炭产品包括焦煤、肥煤、气肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、贫煤等诸多煤种。煤炭工业“十一五”规划和煤炭产业政策明确了建设大型煤炭基地，培育大型煤炭企业集团的发展战略，山西焦煤集团已被列为山西省 2 个拟建的亿吨级特大型煤炭企业集团之一，集团公司在生产规模、资源禀赋、技术水平方面具有明显的领先优势。

2007 年焦煤集团原煤产量达 7237 万吨，精煤产量达 3315 万吨，焦煤产能国内第一、世界第二。焦煤集团现有 28 个生产矿井和 18 座洗煤厂，原煤生产核定总能力为 6580 万吨/年，洗煤厂的入洗总能力为 4500 万吨/年。

图 3：焦煤集团资产注入空间巨大（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

在山西省力推五大煤炭集团整体上市的背景下，山西焦煤集团整体上市的目标已明确。从上市方式上，将集团现有煤炭业务资产注入西山煤电具有较大可操作性。公司和集团在煤炭产量上的差距仍很明显，未来集团实现整体上市之后，公司的发展空间和行业地位将进一步提升。由于集团资产较为庞大，历史遗留问题尚多，整体上市将分布实施，2010 年完成整体上市尚存在不确定性。

二、兴县矿区可“再造西山”，未来仍有扩张空间

（一）兴县在建煤矿项目未来可“再造西山”

目前，公司的煤炭产能主要由本部的四个煤矿（西铭矿、西曲矿、镇城底矿、马兰矿）贡献，按各个煤矿目前的产能水平，总产量为 1280 万吨/年。正在建设的兴县矿区将是公司未来煤炭产能的主要增长点，兴县矿区总储量达 400 亿吨左右，目前可采储量约 14.14 亿吨，主要以气煤为主，平均煤层厚度仅为 12 米，非常适合机械化开采。

兴县矿区设计总产能约 1500-2500 万吨/年，2008 年已经出产煤炭，全年产量将近 300 万吨，由于兴县矿区配套洗煤厂尚未建成，08 年的产量基本以原煤形式销售，售价较低。预计 2009 年兴县矿区产量可达 500 万吨，仍将以原煤销售为主。2010 年兴县矿区可达到 1500 多万吨的产量，预计 2009 年底选煤厂可以建成，按照 40% 的洗选率，2010 年兴县矿区将生产近 600 万吨气精煤，剩下 40% 为发热量 5000 大卡以上的洗混煤，其余为煤泥和煤矸石。届时兴县矿区将以销售气精煤和动力煤为主，产品结构获得优化，附加值大大提高。

表 8：公司主要煤矿概况

	权益	煤种	可采储量/亿吨	核定产能/万吨	储采比/年
西铭矿	100%	瘦煤、贫瘦煤	2.12	350	61
西曲矿	100%	肥煤	2.90	340	85
镇城底矿	100%	焦煤	1.60	190	84
马兰矿	100%	肥煤	6.70	400	168
兴县矿区（2010 年有望达产）	80%	气煤	14.14	1500-2500	71
小回沟煤矿（2011 年投产）	51%	瘦煤、贫瘦煤	4.80	300	24
总计			32.26	3580	90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

兴县矿区煤炭外运通道的“苛瓦铁路”预计将于今年年中运营通车，公司的煤炭运输成本可下降 80 元/吨左右。兴县矿区 2010 年的建成达产将使公司的煤炭产量在目前的基础上翻番，实现“再造西山”的目标。

（二）外延式扩张未来将有更大空间

公司 2008 年下半年收购整合了清徐县小回沟煤矿，股权比例为 51%，该矿储量 4.8 亿吨，煤种为瘦煤，部分可做炼焦配煤，剩余可做动力煤，收购价格为 4.15 元/吨，预计 2011 年可以投产。

2008 年下半年，公司与鄂尔多斯市世林化工公司签订协议，双方将合作开发 4×30 万吨煤制甲醇项目。该项目的配置煤炭资源巴颜高勒煤矿位于鄂尔多斯和陕北交界处，资源储量约 10.4 亿吨，煤种属于长焰煤，煤层厚且发热量高达 7200 大卡以上，为电厂的优质燃料。该项目目前正在办理采矿证，在取得国家发改委的核准后，公司将与世林公司共同开发巴颜高勒煤矿，公司拟占股权 60%。该项目设计产能 1000 万吨/年，申报产能 400 万吨/年，将来有扩产空间，预计该项目 2012 年会贡献业绩，并且该项目未来仍有可能获得更多的煤矿资源配给。

此外，公司还通过各种努力收购陕西榆林地区储备约 20 亿吨的煤矿。除了在产、在建煤矿项目之外，公司未来煤炭资源有望增加 30 亿吨以上，在目前的基础上翻番，扩张空间巨大。

三、电力、焦化业务完善循环产业链

（一）电力业务培育新的增长点

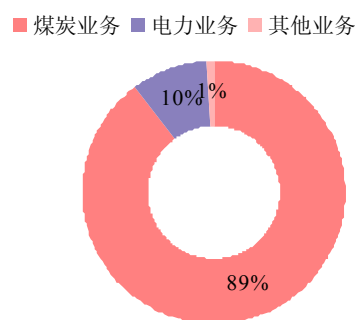
公司目前的电力业务在公司的营业收入结构中占比约 10% 左右。公司的电力业务目前主

要以兴能发电旗下的古交电厂一期为主，装机容量为 60 万千瓦，公司权益比例为 55%。公司目前在建的古交电厂二期工程装机容量为 2×60 万千瓦，项目总投资 44.63 亿元，2008 年中开始建设，预计将于 2010 年投产。未来兴县矿区将建设的晋兴能源电厂装机容量有望达到 500 万千瓦，这两个电力项目建成后公司权益装机容量将增加 466 万千瓦。

另外，公司还控股山西西山热电，股权比例 90.89%，总装机容量为 3×5 万千瓦。公司还参股山西国际电力华光发电，股权比例为 10%，总装机容量为 120 万千瓦。

古交矿区是国内最大的主焦煤生产基地，公司及集团年产原煤达 1600 万吨，全部入洗，每年产出 500 万吨左右的洗中煤。古交电厂二期项目建成后，一二期电厂每年可消耗洗中煤 520 万吨，主要由集团公司供给，这样不但提高了煤炭资源的综合利用率，而且解决了洗中煤等洗煤副产品所造成的生态环境问题，公司“煤-电”循环产业链将初具规模。

图 4：公司主营业务概况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究所

（二）焦化业务与煤炭业务相得益彰

公司参股山西焦化股份有限公司，股权比例 13.64%，涉足焦化业务。山西焦化具备 240 万吨/年的焦炭产能，以及 30 万吨/年的煤焦油加工能力，20 万吨/年的煤制甲醇项目也于 2008 年投产，另外还有 14 万吨/年的尿素产能。焦化行业 2008 年在钢铁和炼焦煤两大行业中“两头受压”，参股山西焦化预计可增加公司 2008、2009 年投资收益 2200 万和 2800 万元左右。

公司于 2008 年 4 月以人民币 11900 万元的价格受让太原西山日盛煤焦有限公司的全部股权，直接介入焦化行业。日盛煤焦的铸造焦产能约 60 万吨/年，预计今年下半年可以投产。

焦煤集团和首钢合作建设 420 万吨/年的焦化厂，项目产能总规划 1100 万吨/年，目前已有 200 万吨投产，该焦化项目对焦精煤的需求约为 1500 万吨/年，而目前西山煤电的焦精煤产量只有 600 万吨不到，公司未来炼焦精煤的销路有保障。

另外，公司拟与鞍钢集团合作建设 250 万吨/年的焦化厂项目。

公司的“煤-焦化”循环产业链已初具规模。虽然目前国内焦炭行业产能过剩，但公司的焦化业务采取了“焦煤 + 钢铁”模式，能够顺利保证公司炼焦煤产品的销量，二者相互补充，相得益彰。

表 9: 公司财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2007A	2008E	2009E	2010E	利润表	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	2113.7	3065.4	4795.6	7036.5	营业收入	7802.8	13624.0	11726.2	15514.0
应收票据	1189.7	2077.3	1787.9	2365.5	营业成本	4637.0	6717.6	5804.3	8220.1
应收账款	345.3	602.9	518.9	686.5	营业税金及附加	83.3	145.4	125.1	165.5
预付款项	265.4	360.1	442.0	557.9	销售费用	457.9	799.5	688.1	910.4
其他应收款	50.6	88.3	76.0	100.6	管理费用	918.4	1231.6	1060.0	1402.4
存货	359.5	520.8	450.0	637.3	财务费用	113.9	140.6	135.7	125.0
其他流动资产	0.4	0.4	0.4	0.4	资产减值损失	8.3	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	484.8	562.0	562.0	562.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5291.6	5381.4	6124.9	6270.8	投资收益	14.0	22.0	28.0	11.0
在建工程	1380.3	2233.9	1117.0	558.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	26.9	26.9	26.9	26.9	营业利润	1598.1	4611.3	3940.9	4701.5
无形资产	201.0	193.0	184.9	176.9	营业外收支净额	-12.5	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	10.3	14.4	13.9	13.4	税前利润	1585.6	4611.3	3940.9	4701.5
资产总计	11735.1	15729.6	16100.5	18993.3	减: 所得税	492.2	1152.8	985.2	1175.4
短期借款	120.0	147.0	0.0	0.0	净利润	1093.4	3458.4	2955.7	3526.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	1051.5	3366.2	2876.9	3432.1
应付账款	1546.0	1639.7	1416.8	2006.5	少数股东损益	41.9	92.2	78.8	94.0
预收款项	440.0	614.1	763.9	962.2	基本每股收益	0.87	1.39	1.19	1.42
应付职工薪酬	118.2	118.2	118.2	118.2	稀释每股收益	0.87	1.39	1.19	1.42
应交税费	256.6	256.6	256.6	256.6	财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	163.1	163.1	163.1	163.1	成长性				
其他流动负债	151.9	259.3	224.3	294.2	营收增长率	11.8%	74.6%	-13.9%	32.3%
长期借款	2368.0	2462.4	2462.4	2462.4	EBIT 增长率	10.6%	177.2%	-14.4%	18.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	9.0%	220.1%	-14.5%	19.3%
负债合计	5333.6	5831.9	5576.2	6435.1	盈利性				
股东权益合计	6401.6	9897.7	10524.2	12558.1	销售毛利率	40.6%	50.7%	50.5%	47.0%
现金流量表	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	13.5%	24.7%	24.5%	22.1%
净利润	1093	3458	2956	3526	ROE	16.4%	34.0%	27.3%	27.3%
折旧与摊销	556	304	382	421	ROIC	13.05%	28.09%	23.16%	23.85%
经营活动现金流	2083	2815	3731	3847	估值倍数				
投资活动现金流	-903	-1299	28	11	PE	14.3	8.9	10.5	8.8
融资活动现金流	-270	-565	-2029	-1617	P/S	1.9	2.2	2.6	1.9
现金净变动	910	952	1730	2241	P/B	2.3	3.0	2.9	2.4
期初现金余额	1204	2114	3065	4796	股息收益率	3.2%	1.8%	5.8%	5.0%
期末现金余额	2114	3065	4796	7037	EV/EBITDA	7.1	6.0	6.4	5.0

资料来源: 中国银河证券研究所



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100140
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908