

跟踪报告

能源

煤炭

西山煤电（000983）
推荐

（维持评级）

2009 年 6 月 18 日

莫道今年春将尽 明年春色倍还人

分析师： 李然 liran@guosen.com.cn 0755-82130681

事项：

近期，我们对西山煤电进行了调研，与公司管理层就公司经营状况及未来发展趋势，进行了深入沟通。公司上半年经营状况稳定，成本控制正在加强，2010 年兴县矿的投产，将大幅提升公司业绩。

评论：

■ 焦煤龙头独拥稀缺资源，销售稳定且集团实力强大，抗风险能力较强

西山煤电拥有全国最优质的炼焦煤品种，煤种齐全且煤质优良，其主营的主焦煤、肥煤、瘦煤以及 1/3 焦煤等焦煤品种具有灰分低、粘结指数高、回收率高的特性。其母公司为全国炼焦煤龙头企业——焦煤集团，焦煤集团是全国最大的焦煤生产企业，在山西省市场占有率超过 60%，在行业内拥有较强的定价权。西山煤电是焦煤集团旗下最主要的炼焦煤生产企业，这一特殊地位保证了西山煤电有较强的谈判能力和议价能力。公司主要客户为国内大型钢厂，因此煤炭销售情况稳定，煤炭价格下行风险较小。

■ 09 年 1-5 月份公司煤炭价格稳定，目前拥有涨价倾向

09 年公司炼焦煤和动力洗精煤价格和销售情况基本稳定。据了解，公司上半年煤炭产量约为 700 万吨，二季度煤炭产量略低于一季度。1-5 月份公司主焦精煤销售价格为 1000 元/吨（含税），肥精煤销售价格约为 1060 元/吨（含税），瘦精煤销售价格为 870 元/吨，1/3 焦精煤销售精煤为 1020 元/吨，与 08 年均价相比下降约 25%。目前公司有上调焦煤车板含税价的意愿，但还需与钢厂进一步协调，预计调价幅度在 50 元/吨左右。

■ 2010 年兴县矿区全面投产，增厚公司业绩 0.83 元

公司兴县矿区预计在 2010 年全面投产，煤种主要以气煤为主，设计产能 1500 万吨。兴县气煤主要是入洗后作为炼焦配煤销售，为了保证洗精煤的质量和动力煤洗出后的发热量，兴县地区气煤洗出率约为 30%，据此推算 2010 年兴县气精煤产能为 500 万吨左右，其目前市场销售价格约为 700 元/吨（车板含税价格），单气精煤一项销售将给西煤增加 35 亿元的销售收入。与此同时，气煤洗后还有部分发热量在 5000 大卡左右的动力洗混煤，根据目前的洗出比例设计，动力洗混煤的产量也在 500 万吨左右，按照含税 350 元/吨价格销售，将会给西煤增加近 18 亿元的销售收入。同时，随着苛瓦铁路的通车和兴县的全面投产，其吨煤的销售成本和开采成本都将会全面下降。预计 2010 年兴县吨煤完全成本在 220 元/吨左右，我们测算 2010 年兴县矿区将增加公司净利润约 20 亿元，每股业绩将因此增厚 0.83 元。

■ 公司拥有释放业绩的动力，成本控制正在加强

从公司 09 年 1 季报 0.38 元的业绩我们可以看出，公司愿意释放业绩，而且公司经营透明灵活，管理层愿意主动与

资本市场沟通。根据我们的调研了解，公司 09 年虽然人工成本略有上升，但可控成本可能会下降 20%，这将降低公司的完全成本，提高企业的净利润，提升业绩。

■ 山西部分炼焦煤煤矿复产源于需求推动，对公司销售不会产生影响

据了解，山西省政府近期会放开部分中小炼焦煤煤矿，我们认为，这种复产是基于市场需求复苏的大背景，这部分煤矿的放开不会对公司的销售产生冲击。当前，随着钢铁企业开工率的持续回升，钢企对焦炭的需求开始增长，对于山西大部分独立焦化厂而言，其原煤的采购方向只能是中小炼焦煤企业。但自去年 10 月份开始，中小煤矿大范围停产，这导致目前焦炭企业原煤采购有一定的困难。若仅靠现阶段很小部分的炼焦煤煤矿供给，市场需求将难以满足，并且会带来焦煤价格的持续上涨。而焦煤价格的上涨，由于焦炭企业尚处亏损阶段，将很难接受。山西省此次炼焦煤煤矿的部分复产正是基于市场真实需求复苏，上下游平衡发展的考虑。另一方面，西山煤电的销售方向和山西中小炼焦煤煤矿的销售方向交叉不大，公司主要供给大型钢厂，而山西中小炼焦煤企业的煤炭销售主要是省内和周边省份的独立焦化厂。因此，炼焦煤煤矿的部分复产对西山煤电不会产生影响。另外，随着焦炭企业运营状况的好转，部分放开的中小焦煤煤矿可能会上调焦煤价格，这也给西山煤电提高销售价格提供了有利的市场氛围，我们认为，山西省内部分中小炼焦煤煤矿复产对西山煤电未必是利空。

■ 业绩成长卓越，估值较低，给予“推荐”评级

根据我们的测算，西山煤电 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润分别为 21.07 亿元、41.19 亿元和 44.43 亿元，同比增长-40%、96%、8%，对应 09-11 年 EPS 分别为 0.95 元、1.70 元和 1.83 元。公司目前在二级市场股价为 26.23 元，按照公司的优良资质和未来业绩变动趋势，与煤炭板块相对比，估值明显偏低，我们给予公司“推荐”评级。

■ 关键产品价格假设

预计公司 2009 年主焦精煤销售价格为 1000 元/吨（含税），肥精煤销售价格为 1050 元/吨（含税），1/3 焦精煤销售价格为 1000 元/吨（含税），瘦精煤销售价格为 850 元/吨（含税），优质动力洗精煤销售价格为 600 元/吨（含税），4700 大卡动力煤销售价格为 450 元/吨（含税），低位发热量的动力洗精煤销售价格为 350 元/吨（含税）。

■ 核心风险提示

1.我们对兴县矿区煤价包括盈利假设是基于明年经济好转，钢铁行业稳步回升的前提。国信宏观小组认为，随着经济在 2009 年三季度再次探底，四季度将逐步回升，尤其以中游行业的回升最为明显，钢铁行业也将随着经济的逐步转暖而全面复苏，作为钢铁行业的上游炼焦煤行业受益明显。因此，我们对 2010 年兴县矿区的煤炭销售价格假设相对中性。

2.如果安全费用计提会计新政策出台，将可能拉低公司业绩约 20%。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。