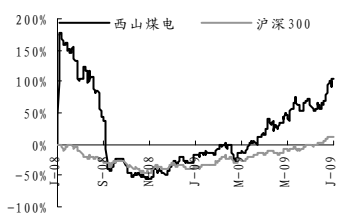


煤炭
上调评级: 增持 (前次中性)
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
西山煤电	25.0	65.9	48.8
沪深 300	15.2	30.9	12.6

市场数据 2009.03.11

当前价格 (元)	34.17
52 周价格区间 (元)	7.29-46.49
总市值 (百万)	82828
流通市值 (百万)	38695
总股本 (万股)	242400
流通股 (万股)	113243.5384
日均成交额 (百万)	133107
近一月换手 (%)	79.2

相关报告

《西山煤电: 煤价和会计政策影响一季度业绩超预期增长》

《西山煤电: 行业低谷中蓄势待发》

分析师

张晓霞

电话: 0755-83716754

邮件: zhangxx@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 山西自 2008 年以来的小煤矿整合对焦煤的供给影响较大。目前, 山西的小煤矿开工率仅为 20—30% 左右, 在钢铁行业开始复苏甚至转暖的背景下, 全国焦煤行业供给偏紧的状态或将持续很久。焦煤价格上涨预期有所加强。
- 2010 年, 公司的兴县矿区可达产 1500 万吨, 新增 1000 万吨产量, 公司全年煤炭产量将接近 3000 万吨。价格方面, 大约有 600 万吨经过洗选的煤炭可作为瘦精煤出售, 另有 700 万吨煤炭可作高热值动力煤销售。兴县矿区贡献利润巨大。
- 公司未来煤炭产量仍有大幅增长, 主要来自: 兴县矿区的扩产; 内蒙巴颜高勒矿区投产; 整合小煤矿的煤炭产出。我们预计, 在不考虑其他资产注入的前提下, 西山煤电在 2010 年产量达到 3000 万吨左右后, 未来 5 年内, 仍有产量增长 70% 以上的可能。
- 山西省五大煤炭集团整体上市目标确定, 焦煤集团整体上市也渐行渐近。2008 年, 焦煤原煤产量 8029 万吨, 精煤产量完成 3771 万吨, 销售收入完成 718 亿元, 煤炭保有储量 503 亿吨。而西山煤电 2008 年原煤产量 1619 万吨。比较而言, 在五大集团中, 焦煤集团的资产价值相对较高, 集团煤炭产量较上市公司的产量高出较多。我们看好集团整体上市对西山煤电公司的业绩增厚程度。
- 我们微调公司 2009 年盈利预测至 1.02 元/股, 兴县矿区的煤炭价格将超出我们之前预期, 我们上调 2010 年盈利预测到 1.95 元/股。目前 34 元左右的价格对应市盈率分别为 32 倍、17 倍, 考虑到焦煤价格有上涨的预期, 公司 2010 年产量增长明确而且巨大, 我们认为 2010 年业绩的大幅增长已成定局, 因此, 我们的投资建议由前期的中性上调为增持。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	7803	13255	11902	18034
营业利润 (百万元)	1598	4674	3389	7033
净利润 (百万元)	1051	3489	2483	4715
摊薄每股收益 (元)	0.87	1.44	1.02	1.95
摊薄每股净资产 (元)	2.44	3.84	4.4	6.2
加权平均 ROE (%)	17.62	37.5	22.27	31.4

焦煤价格近期有上调预期

目前，焦煤供需处偏紧状态。山西自 2008 年以来的小煤矿整合对焦煤的供给影响较大。目前，山西的小煤矿开工率仅为 20—30% 左右，在山西省资源整合的大背景下，小煤矿在两年无法大幅复产。由于焦煤主产地吕梁等地区的小煤矿仍处于停产半停产状态，山西省的焦煤供给仍处在总体偏紧的状态，在钢铁行业开始复苏甚至转暖的背景下，焦炭企业的结焦时间有所缩短，部分焦炭企业甚至存在着面临无米下锅的困境，全国焦煤行业供给偏紧的状态或将持续很久。焦煤价格上涨预期有所加强。

2009 年 6 月，西山煤电的炼焦煤价格分别是：主焦煤 1050 元/吨，肥焦煤 1090 元/吨，瘦焦煤 850 元/吨，延续了年初以来的价格。6 月份，贵州、河南、黑龙江等地的焦精煤价格有 10—60 元不等的价格上涨，山西省炼焦煤价格目前尚未提价，但在焦炭价格一再上涨的背景下，未来几月存在上涨预期。

2010 年兴县矿区贡献大量利润

2008 年，公司原煤生产量为 1619 万吨，其中，兴县矿区煤炭产量约 248 万吨左右。

2009 年，公司本部四矿的煤炭产量变化不大，兴县矿区由于苛瓦铁路通车，煤炭产量扩大到 500 万吨左右。公司全年含兴县矿区的煤炭产量约为 1850 万吨左右。

2010 年，兴县矿区可达产 1500 万吨，新增 1000 万吨产量，公司全年煤炭产量将接近 3000 万吨。

兴县矿区在 2010 年将为公司贡献大量利润。公司在兴县矿区目前的可采储量为 13 亿吨（可采储量），正在建设设计能力 1500 万吨/年的斜沟煤矿。此前，由于连接兴县矿区的苛瓦铁路未通车，以及相关的采矿权未办理完毕，斜沟煤矿仅产出少量煤炭，08 年斜沟煤矿产量为 248 万吨左右，09 年预计可多产 200 万吨达到 500 万吨左右。2010 年，斜沟煤矿可增产 1000 万吨，达到 1500 万吨产量。

斜沟煤矿的盈利能力较强，在铁路通车后的 2010 年将贡献大量利润。斜沟煤矿的煤种为气煤，经过洗选后，可以洗精煤（瘦精煤）的方式出售给炼焦客户，1500 万吨原煤可洗选出 600 万吨精煤，另有 700 万吨可作动力煤出售，价格方面，目前同质的瘦精煤的价格为 800 元/

吨（含税），动力煤价格为 400 元/吨（含税）。两项合计的收入为 76 亿元（含税），成本方面，预计兴县煤炭包括洗煤成本在内，每吨煤炭的销售成本为 140 元左右，我们再扣除三金两费，约 65 元/吨左右，则煤炭完全成本在 200 元/吨左右，另外，考虑到开办费用的摊销、管理费用的扣除等因素，保守算，每吨煤的净利润可达 250 元/吨，由此，仅斜沟煤矿在 2010 年可新增 25 亿元的净利润，由于公司拥有斜沟矿 80% 股权，则此部分新增的每股收益为 0.8 元以上。

远期看公司的煤炭产量仍有持续增长

公司未来的煤炭产量仍有持续增长，主要来自：

1、兴县斜沟矿：兴县斜沟矿有望由 2010 年的 1500 万吨扩产至 3000 万吨。由于公共设施已建成，扩产进程将较容易完成。 2、内蒙巴颜高勒矿区，该井田的煤炭资源储量约为 10.4 亿吨，规划生产能力一期为 400 万吨/年，已获得内蒙方面的开工许可。但今年受制于山西省政府希望省内企业投资本省的政策限制，未有实际进展。2010 年或可开工建设。 3）正在洽谈的小煤矿整合，预计可获得资源储量 3 亿吨，仍在进行谈判中，该矿煤种为主焦煤，整合后设计产量可达 200 万吨以上，公司占比可达 51%。4）其他尚在进行中的小煤矿资源整合。我们预计，在不考虑其他资产注入的前提下，西山煤电在 2010 年产量达到 3000 万吨左右后，未来 5 年内，仍有产量增长 70% 以上的可能。

焦煤集团整体上市渐行渐近

今年 4 月中旬，山西省下发了《山西省资本市场 2009 年至 2015 年发展规划》。这份规划称，要在 2015 年前基本完成同煤集团、焦煤集团、潞安集团、晋城煤业集团、阳煤集团五大集团的整体上市。力争 2012 年前，有 1 到 2 家煤业集团整体上市；在此背景下，焦煤集团整体上市渐行渐近。2008 年，山西焦煤集团原煤产量完成 8029 万吨，精煤产量完成 3771 万吨，焦煤生产能力稳居全国第一、世界第二；销售收入完成 718 亿元，煤炭保有储量 503 亿吨。西山煤电 2008 年原煤产量 1619 万吨。比较而言，在五大集团中，焦煤集团的资产价值相对较高，集团煤炭产量较上市公司的产量高出较多。我们看好集团整体上市对西山煤电公司的业绩增厚程度。

上调 2009 年、2010 年盈利预测

鉴于公司的炼焦煤价格超出我们之前预期，我们微调了公司 2009 年盈利预测至 1.02 元/股，根据调研信息，兴县矿区的煤炭价格大大超出我们之前预期，因此我们大幅上调 2010 年盈利预测到 1.95 元/股。目前 34 元左右的价格对应市盈率分别为 32 倍、17 倍，考虑到焦煤价格有上涨的预期，公司 2010 年产量增长明确而且巨大，我们认为 2010 年业绩的大幅增长已成定局，因此，我们的投资建议由前期的中性上调为增持。

公司的盈利预测如下表：

西山煤电盈利预测表

	2008	2009E	2010E
一、营业总收入(万元)	1325491	1190218	1803420
二、营业总成本(万元)	853836	851318	1100156
营业成本(万元)	643163	676940	903400
营业税金及附加(万元)	13424	12378	18756
销售费用(万元)	38371	40000	45000
管理费用(万元)	147492	110000	121000
财务费用(万元)	10563	12000	12000
四、营业利润(万元)	467413	338899	703264
加：营业外收入(万元)	396	-	-
减：营业外支出(万元)	2017	1210	1271
五、利润总额(万元)	465793	337689	701994
减：所得税(万元)	112513	84422	175498
六、净利润(万元)	354901	253267	526495
减：少数股东损益(万元)	4338	5000	55000
归属于母公司所有者的净利润(万元)	348943	248267	471495
七、每股收益：	1.44	1.02	1.95

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。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征价。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。本报告版权归国海证券所有。