

西山煤电：皇冠上的明珠

报告要点

- **未来炼焦煤行业长期值得看好。**短期来看，国内外钢铁行业快速复苏将支撑炼焦煤需求，近期各地小矿整合使得供需更为紧张；长期来看，我国炼焦煤资源稀缺，其中强粘结性、需求量大的焦煤和肥煤更为稀缺；至 2030 年炼焦煤供给年均增速仅 1%，稀缺的状态长期难以改观。
- **资源禀赋是公司最大的难以复制的优势。**山西焦煤集团是炼焦精煤产量占山西省 68% 以上，是国内最大的炼焦煤生产集团。钢铁高炉大型化对炼焦煤和焦炭的质量提出了更高的要求，公司主要煤种为优质焦煤和肥煤，对高炉具有支撑作用公司，其需求具有刚性。
- **公司拥有最为明确的成长性。**不考虑集团资产注入和巴彦高勒矿的新增产能，2010 年，2011 年和 2012 年权益产量分别达到 2622 万吨，3473 万吨和 3815 万吨。增长点主要有：（1）兴县项目：新增产能达到 2500 万吨，2010 年和 2011 年分别贡献 EPS 达 0.60 和 1.40 元；（2）整合临汾古县和尧都区小矿共 420 万吨，控股道光煤业产能 120 万吨；（3）内蒙古巴彦高勒项目：第三个煤炭基地，进军内蒙古战略意义重大。
- **西山煤电集团资产注入预期强烈。**西山煤电集团 08 年产量 3500 万吨，是上市公司的 2.16 倍，由于西煤集团与上市公司均位于西山矿区，二者关系密切，未来首先进行资产注入的可能性较大。
- **预计公司 2009 年-2011 年的 EPS 分别为 0.961 元，2.057 元和 2.665 元。**对应 2010 年 EPS 分别为 16.04 倍。考虑到公司是焦煤行业龙头，并且未来几年的符合增长率超过 30%，给予公司“推荐”的投资评级。

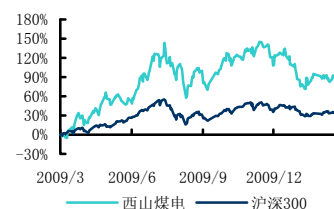
当前股价：33.01

能源行业评级

公司基本数据 2010. 3. 19

总股本(万股)	242400
流通 A 股/B 股(万股)	113244/0
资产负债率	40.38%
每股净资产(元)	4.30
市盈率(当前)	22.93
市净率(当前)	7.68
12 个月内最高/最低价	43.90/15.55

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

中国神华	08A	09E	10E
PE	21.86	0.00	0.00
PB	3.31	0.00	0.00
EV/EBITDA	11.38	0.00	0.00

 PE
 PB
 EV/EBITDA

相关研究

分析师：
 虞亚新
 (8621) 68751729
 peng.an@hotmail.com
 执业证书编号：S0490208070157
 联系人：
 安 鹏
 (8621) 68751729
 peng.an@hotmail.com

主要财务指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	13255	11973	20823	28298
增长率(%)	70%	-10%	74%	36%
归属母公司所有者净利润(百万元)	3489.4	2330.6	4987.2	6460.5
增长率(%)	171%	-33%	114%	30%
每股收益(元)	1.440	0.961	2.057	2.665
净资产收益率(%)	37.5%	21.1%	33.7%	32.9%
每股经营现金流(元)	1.29	1.73	2.88	3.67
现金分红收益率(%)	1.5%			

正文目录

焦煤龙头：依托实力股东，盈利能力领先	4
系出名门：背靠实力大股东焦煤集团	4
业务结构：主业突出，煤电、煤焦产业链齐头并进	5
盈利能力：处于行业领先地位	5
供需偏紧：炼焦煤行业值得长期看好	6
供给：炼焦煤长期稀缺，小矿整合进一步影响供给	6
需求：工业化进程推动炼焦煤需求	7
资源禀赋：得资源者得天下	8
公司资源储量丰富，在建矿可采储量翻番	8
优质煤种比重大，供给不可替代	9
产能扩张：未来成长空间令人瞩目	11
未来产能增长来源于五大因素	11
近期增长明确：兴县 2500 万吨产能明年有望达产	12
远期拓展紧锣密鼓：小矿整合 + 资产注入 + 进军内蒙	14
盈利预测：维持公司“推荐”评级	17
风险分析	18

图表目录

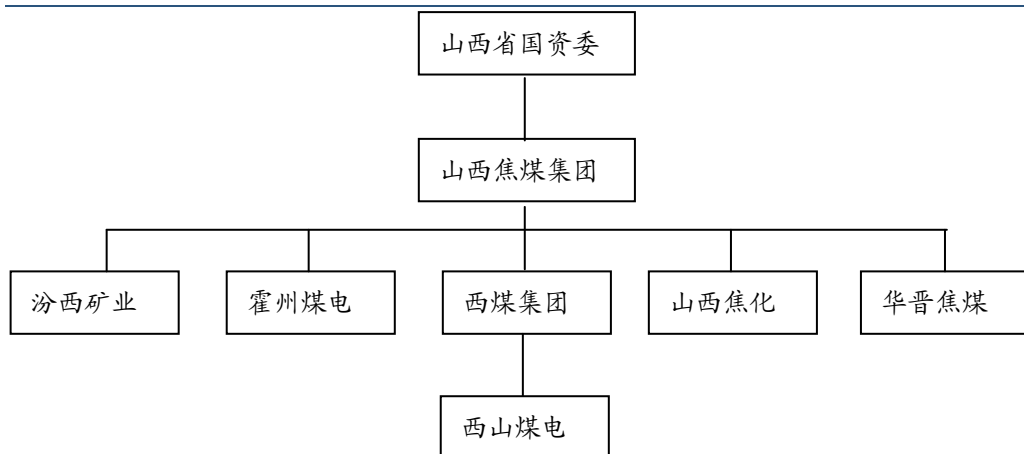
图 1: 西山煤电股权结构	4
图 2: 2007 年国有重点炼焦煤煤矿选煤厂生产能力	4
图 3: 焦煤集团炼焦精煤产量占全省 2/3	4
图 4: 公司业务结构	5
图 5: 公司业务收入增长迅速	5
图 6: 洗精煤是公司利润主要来源	5
图 7: 公司销售净利率高于同行	6
图 8: 公司净资产收益率高于同行	6
图 9: 我国优质炼焦煤储量较低	6
图 10: 山西炼焦煤储量占全国一半以上	6
图 11: 我国 2001 年-2009 年生铁产量	7
图 12: 2003 年-2009 年我国钢铁行业固定资产投资	7
图 13: 美国粗钢产能利用率持续提升	8
图 14: 世界钢铁产量同比增速提升明显	8
图 15: 西山矿区查明保有资源储量占全省 14%	10
图 16: 西山矿区优质煤种占比较大	10
图 17: 销售结构中焦精煤和肥精煤占比最大	11
图 18: 公司焦精煤和肥精煤需求具有刚性	11
图 19: 2008 年至 2013 年公司产量扩张计划明确（不考虑巴彦高勒矿和资产注入）	12
图 20: 兴县矿区未来新增产能贡献	13
图 21: 苛瓦铁路连通使兴县矿区直接接入大秦线和朔黄线	14
图 22: 公司所处西山矿区图	16
图 23: 公司洗精煤价格走势	17
图 24: 古交地区炼焦煤价格走势	17
表 1: 未来 20 年炼焦煤产量增速远小于动力煤	6
表 2: 重点上市公司煤炭资源比较	8
表 3: 公司煤矿资源	9
表 4: 不同容积高炉对焦炭指标要求	9
表 5: 公司炼焦煤强度高于典型煤种的焦化指标	10
表 6: 未来产能增长五大因素	11
表 7: 2010 年和 2011 年兴县矿区盈利贡献计算	13
表 8: 2008 年山西五大煤炭集团实力比较	15
表 9: 山西焦煤集团资源量	15
表 10: 西山煤电集团煤炭资源	15
表 11: 焦煤集团与西煤集团与上市公司煤炭产量比较	16
表 12: 公司商品煤价格预测	17
表 13: 公司煤炭商品煤销量预测	17
表 14: 公司投资的焦化项目进展状况	18
公司财务报表及指标预测	19

焦煤龙头：依托实力股东，盈利能力领先

系出名门：背靠实力大股东焦煤集团

山西西山煤电股份有限公司是由焦煤集团公司、太原西山劳动服务公司、山西煤炭第二工程建设有限公司、太原杰森木业有限公司、太原佳美彩印包装有限公司等五家股东共同发起设立，于 1999 年 4 月 26 日注册的股份有限公司。

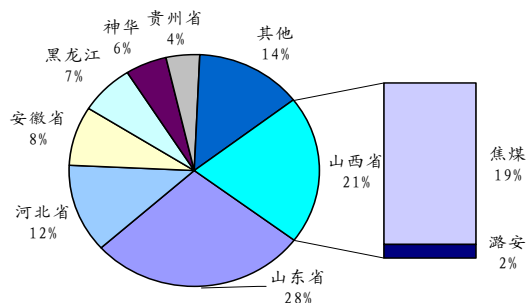
图 1：西山煤电股权结构



资料来源：长江证券研究部

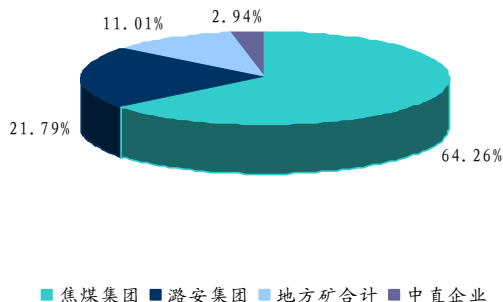
公司的第一大股东是山西焦煤集团有限责任公司，其持有公司 53.28% 的股份，焦煤集团是目前国内最大的炼焦煤生产企业，也是山西五大煤炭集团中仅有的两家炼焦煤生产集团之一。2008 年，山西焦煤集团原煤产量完成 8029 万吨，精煤产量完成 3771 万吨。2008 年和 2009 年，焦煤集团的炼焦精煤产量分别占山西省的 68.3% 和 63.7%。从炼焦煤选煤厂产能来看，2007 年焦煤集团选煤厂生产能力占国有重点煤矿的 17.7%，占山西省的 92.2%，而除焦煤集团外的另一家国有重点炼焦煤集团潞安集团仅占 7.8%。

图 2：2007 年国有重点炼焦煤煤矿选煤厂生产能力



资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

图 3：焦煤集团炼焦精煤产量占全省 2/3



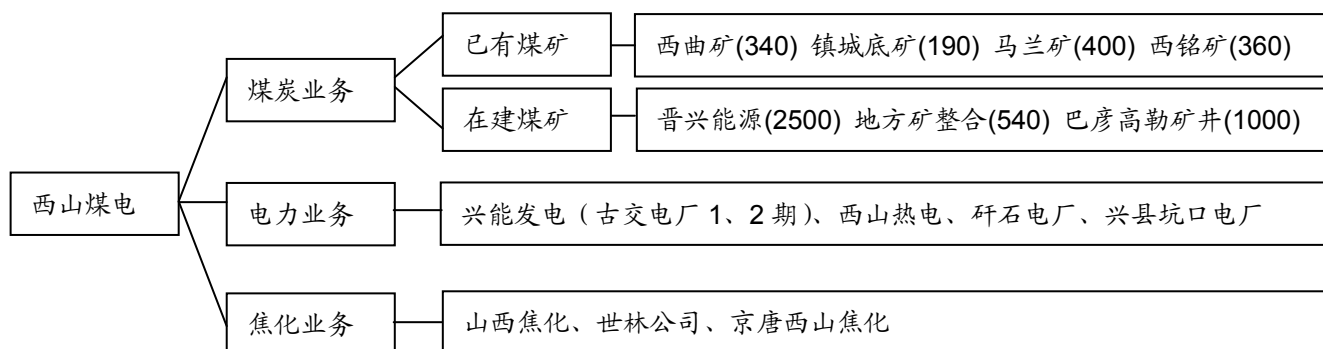
资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

业务结构：主业突出，煤电、煤焦产业链齐头并进

公司的主要是业务包括煤炭、电力和焦化业务，拥有西曲矿、镇城底矿、马兰矿和西铭矿，四矿合计可采储量达到 13.32 亿吨，目前在建矿包括兴县矿区的斜沟矿和兴县矿，以及地方整合小矿、内蒙古巴彦高勒矿区和小回沟矿。

公司的非煤资产包括电力和焦化业务，目前公司正在打造煤电和煤焦两条产业链。

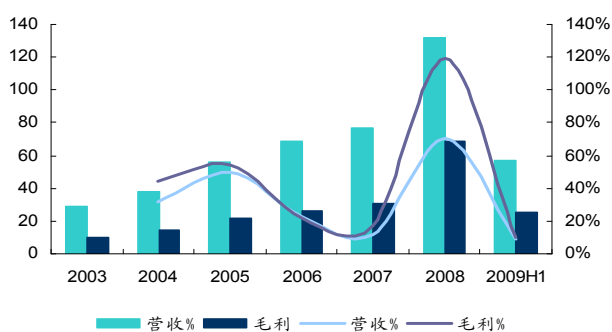
图 4：公司业务结构



资料来源：长江证券研究部

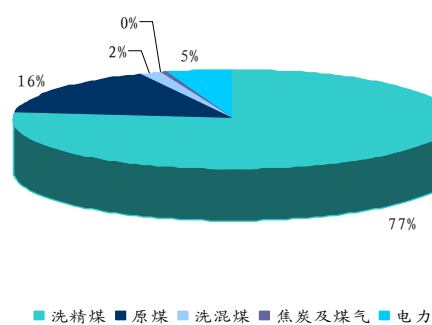
公司业绩提升迅速，2003 年至 2008 年公司营业收入和毛利复合增长率分别达到 35.8%和 47.3%，毛利率从 03 年的 34.8%提高到 09 年前三季度的 43.78%。公司煤炭业务占比约 90%，毛利率高于其他业务，08 年和 09 年上半年分别为 54.3%和 46.8%（整体业务为 51.48%和 44.07%）。

图 5：公司业务收入增长迅速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

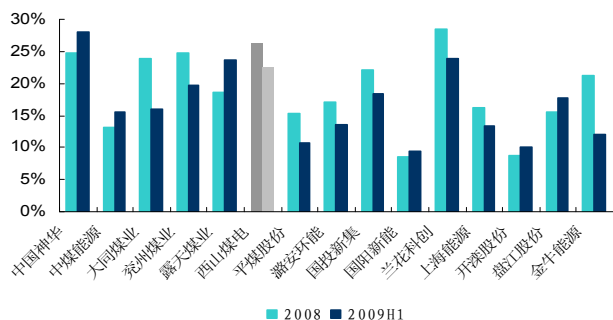
图 6：洗精煤是公司利润主要来源



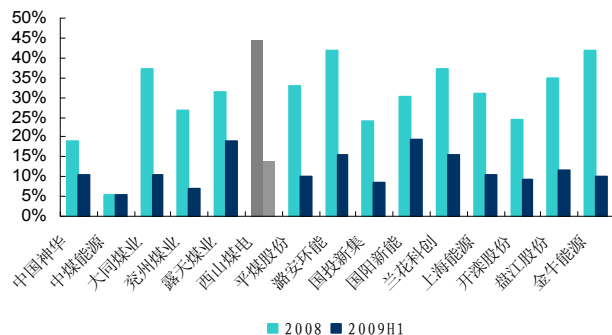
资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利能力：处于行业领先地位

公司 08 年和 09 年上半年分别实现销售净利率 26.33%和 22.55%，销售毛利率 51.48%和 44.07%，高于煤炭行业销售净利率 19.00%和 16.96%，毛利率 40.95%和 36.10%，位于煤炭上市公司前五名的水平。公司 08 年净资产收益率 44.43%，在煤炭行业重点上市公司中处于最高位。

图 7：公司销售净利率高于同行


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：公司净资产收益率高于同行


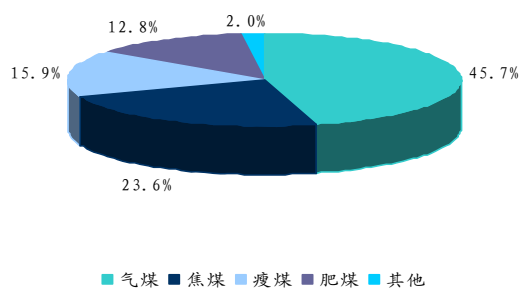
资料来源：公司公告，长江证券研究部

供需偏紧：炼焦煤行业值得长期看好

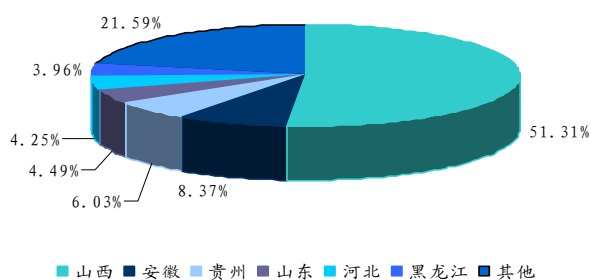
供给：炼焦煤长期稀缺，小矿整合进一步影响供给

1、长期：炼焦煤供给增速远低于动力煤

我国炼焦煤可采储量约 649 亿吨，占世界炼焦煤可采储量的 16.5%；占国内煤炭可采储量的 27.65%。从炼焦煤的种类来看，粘结性差、适合作配煤的气煤和瘦煤占焦煤储量 45.7% 和 15.9%，而强粘结性、需求量大的焦煤和肥煤分别占焦煤储量的 23.6% 和 12.8%。从储量分布看，山西省可开采储量为 333 亿吨，占全国储量的 51.3%。总体来看，我国的炼焦煤储量较少，优质的焦煤和肥煤储量较低。

图 9：我国优质炼焦煤储量较低


资料来源：长江证券研究部

图 10：山西炼焦煤储量占全国一半以上


资料来源：长江证券研究部

根据 IEA（国际能源署）的预测，未来二十年，中国煤炭产量将稳步增长，但与动力煤相比，炼焦煤产量增速较慢。从 2005 年至 2015 年，炼焦煤产量复合增长率为 3.6%，而同期动力煤的增速为 5.0%。而从 2015 年至 2030 年，炼焦煤产量平均增速仅为 0.7%，远远低于动力煤的增速 2.8%。

表 1：未来 20 年炼焦煤产量增速远小于动力煤

	2005 年	2015 年	2030 年	2005-2015-	2015-2030
沿海地区					
动力煤	238	259	305	0.85%	1.65%
炼焦煤	12	11	16	-0.87%	3.82%
内陆地区					

动力煤	1142	1978	2633	5.65%	2.90%
炼焦煤	244	356	380	3.85%	0.65%
总计					
动力煤	1380	2238	2939	4.95%	2.76%
炼焦煤	256	366	395	3.64%	0.77%

资料来源：IEA，长江证券研究部

2、短期：山西、河南小矿整合影响炼焦煤供给

短期来看，山西、河南及全国其他主要煤矿产区都加大了安全整顿及环保整治力度。以山西为代表的许多焦煤生产矿井在政策的压力下被关停整顿，由于山西炼焦煤产能中 50%以上由中小煤矿生产，小矿整合直接影响到炼焦煤的供给水平。

需求：工业化进程推动炼焦煤需求

1、长期：工业化进程推动炼焦煤需求

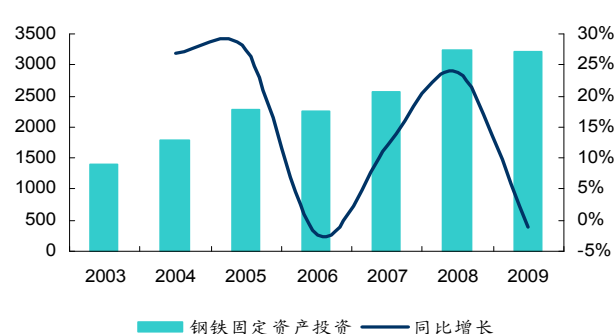
近几年，我国钢铁行业产量增长十分迅速。从 2001 年至 2009 年，我国生铁产量从 1.56 亿吨增加到 5.44 亿吨，复合增长率达到 16.9%。事实上，近年来全球钢铁市场严重萎缩，钢材工业总体向新兴国家转移，中国是世界钢铁生产和消费中心，钢铁市场总体运行良好，钢产量保持高水平，这种态势短期不会改变。而中国的工业化进程也决定了钢铁产量向上的增长的趋势。

图 11：我国 2001 年-2009 年生铁产量



资料来源：长江证券研究部

图 12：2003 年-2009 年我国钢铁行业固定资产投资



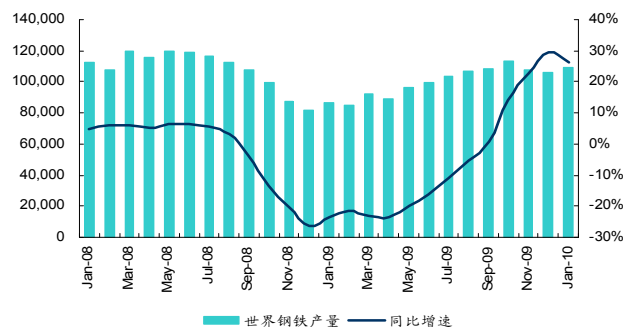
资料来源：长江证券研究部

2、短期：钢铁行业景气度上升提升炼焦煤需求量

近期国内外钢铁景气度不断提升，美国粗钢产能利用率近期创 09 年以来的新高，达到 70.9%，较 08 年底最低 33.5% 的利用率上升了 37.4 个百分点。从世界钢铁产量来看，近几月钢铁产量增速显著，09 年 11 月至 10 年 1 月的同比增速分别达到 22.4%、29.7% 和 26.4%，明年高于 09 年同比增速。受益于钢铁产量的提升，炼焦煤需求得到有效释放，对价格形成支撑。

图 13: 美国粗钢产能利用率持续提升


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 14: 世界钢铁产量同比增速提升明显


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

从国内情况来看，近几个周钢价持续回升，而钢铁库存也连续两周出现下降，随着二季度新开工面积的上升，国内钢铁需求有望继续回暖，从而带动炼焦煤需求。

资源禀赋：得资源者得天下

公司资源储量丰富，在建矿可采储量翻番

1、公司是炼焦煤资源储量最为丰富的煤炭企业

公司处于国内最大的炼焦煤生产基地西山煤田，拥有丰富的炼焦煤资源禀赋。西山煤田包括古交、西山、清交和东社四个矿区，公司目前的煤矿包括：西曲矿、镇城底矿、马兰矿以及西铭矿四个，前三个为西煤集团投入的矿产，西铭矿为公司向集团收购的矿产。四煤合计可采储量为 13.32 亿吨，剩余服务年限 87 年，核定生产能力为 1290 万吨，四个配套洗煤厂的设计能力为 1150 万吨。其可采储量占全国炼焦煤储量的 4.0%。

与其他上市公司相比，公司资源禀赋远高于同行，仅考虑本部四矿，公司的可采储量为 13.20 亿吨，考虑晋兴矿区和巴彦高勒矿，可采储量达到 26.77 亿吨。公司 2008 年产量为 1619 万吨。

表 2: 重点上市公司煤炭资源比较

	最新可采储量 (亿吨)	08 产量 (万吨)	主要煤种
中国神华	113.73	18570	动力煤
中煤能源	77.30	10037	动力煤
大同煤业	34.51	2026	动力煤
西山煤电	26.77	1619	炼焦煤
兖州煤业	21.18	3608	动力煤
露天煤业	13.89	3600	褐煤
平煤股份	12.46	2872	炼焦煤
潞安环能	12.08	2577	喷吹煤
国投新集	10.81	1,181	动力煤
国阳新能	10.41	1774	无烟煤
兰花科创	10.98	549	无烟煤
上海能源	6.12	780	炼焦煤
开滦股份	4.79	750	炼焦煤
盘江股份	2.32	237	炼焦煤
金牛能源	1.72	1167	炼焦煤

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

2、公司规模不断扩张，在建矿储量增加一倍

除本部四矿外，公司还拥有在建矿：80%的晋兴能源，地方整合小矿和内蒙古巴彦高勒矿区。

- 晋兴能源在建的兴县矿区包括两个矿：（1）1500 万吨/年斜沟煤矿及配套选煤厂（一期 1000 万吨/年，二期 500 万吨/年）；（2）1000 万吨/年兴县煤矿及配套选煤厂。
- 公司目前正在整合的小矿包括三部分：（1）临汾古县整合小矿：新增资源量 1.58 亿吨；（2）临汾市尧都区整合小矿：新增资源量 0.50 亿吨；（3）西山道光煤业：资源储量 1.1257 亿吨。
- 公司占比 60%的内蒙古巴彦高勒矿区（目前设计 400 万吨/年，远期 1000 万吨/年），有望 2012 年投产，按照 1000 万吨/年规模，公司资源可采年限 60 年。

表 3：公司煤矿资源

煤矿名称	占比	核定产能（万吨/年）	保有储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	煤种
西山矿区四矿	100%	1290		13.20	
西曲矿	100%	340		2.30	主焦煤
镇城底矿	100%	190		1.24	肥煤
马兰矿	100%	400		7.96	肥煤
西铭矿	100%	360		1.70	贫瘦煤
晋兴能源	80%	2500	22.45	13.57	气煤
临汾古县整合小矿	51%	330	1.58	-	主焦煤
临汾市尧都区整合小矿	51%	90	0.50	-	贫瘦煤
西山道光煤业	51%	120	1.13	-	1/3 焦煤
内蒙古巴彦高勒矿	60%	1000	10.4	-	长焰煤
总量合计		5330	13.61	26.77	
权益量合计		4165	7.88	24.06	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

优质煤种比重大，供给不可替代

1、西山煤田：更为稀缺的焦煤和肥煤占比近八成

一般来说，炼钢高炉的容积不同，对炼焦煤和焦炭质量的要求也不同。根据钢铁产业调整和振兴规划，目前钢铁产能淘汰标准之一是 300 立方米以下的高炉，取而代之的 2000 立方米级以上的大型高炉，因此也对炼焦煤和焦炭的质量提出了更高的要求。

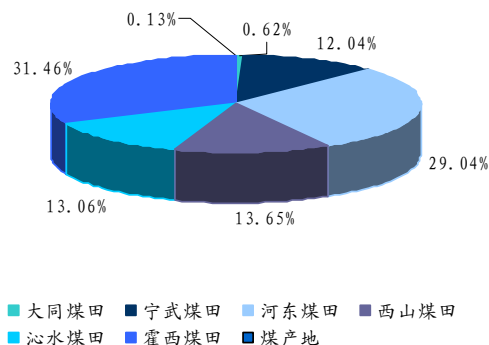
而焦炭生产过程中，提高主焦煤和肥煤的配比将可以提高焦炭质量，炼制大型高炉用焦炭所用优质焦肥煤占比 60-70%，比一般焦炭高 10%左右。

表 4：不同容积高炉对焦炭指标要求

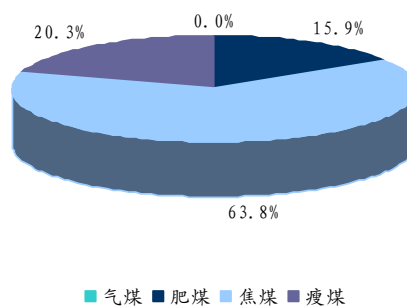
焦炭质量指标	高炉容积/m ³ 焦化指标要求					典型煤种焦化指标		
	1000	2000	3000	4000	5000	焦煤	肥煤	1/3 焦煤
抗碎强度	≥76	≥78	≥80	≥84	≥85	85	75	72
耐磨强度	≤8.5	≤8.0	≤7.5	≤7.0	≤6.5	7.1	7.3	7.4
反应后强度	≥58	≥60	≥62	≥64	≥66	60	55	47
反应性	≤28	≤26	≤25	≤25	≤25	27	29	34

资料来源：长江证券研究部

我国焦煤和肥煤最为稀缺，二者相加的储量占炼焦煤储量的 36.4%。公司所处的西山矿区是山西六大煤田之一，其炼焦煤品种较好，焦煤和肥煤分别占 63.8%和 15.9%。

图 15: 西山矿区查明保有资源储量占全省 14%


资料来源：山西省煤炭工业“十一五”发展规划，长江证券研究部

图 16: 西山矿区优质煤种占比较大


资料来源：山西省煤炭工业“十一五”发展规划，长江证券研究部

2、公司的炼焦焦煤支撑高炉，供给不可替代

西山煤电的主要煤种为焦煤和肥煤，公司的十级肥精煤和焦精煤因粘结性强、热稳定性和流动性显著，对高炉具有支撑作用，在国内外市场上享有良好的声誉。

表 5: 公司炼焦煤强度高于典型煤种的焦化指标

焦炭质量指标	公司煤种焦化指标			典型煤种焦化指标		
	焦煤	肥煤	1/3 焦煤	焦煤	肥煤	1/3 焦煤
抗碎强度	82	83	81	72	75	72
耐磨强度	6.0	5.8	6.1	7.4	7.3	7.4
反应后强度	75	79	68	47	55	47
反应性	17	16	22	27	29	34

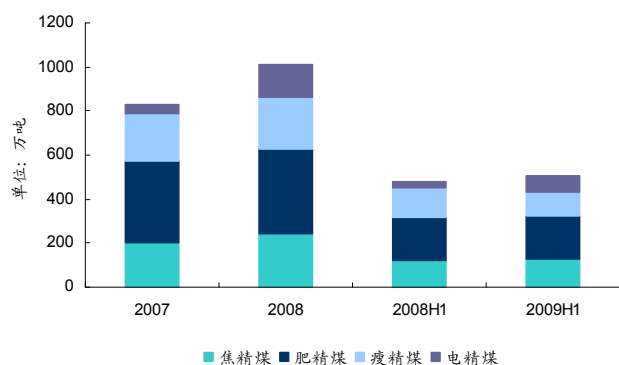
资料来源：长江证券研究部

公司的产品具有稳定的市场需求。即使钢铁产量下降，由于优质的煤质，也将对公司精煤需求有效支撑。

08 年和 09 年上半年公司洗精煤产量中，焦精煤分别占 23.8%和 25.2%，肥精煤产量分别占 38.4%和 39.0%，公司的销售结构中，优质精煤的比重有所提高。

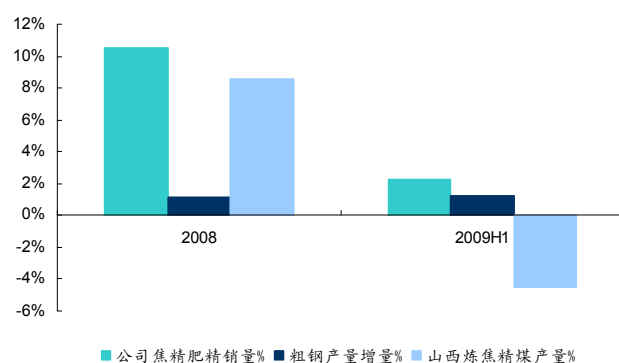
2008 年和 2009 年上半年钢铁行业受到严重冲击，粗钢产量同比增速只有 1.10%和 1.23%，同期山西省炼焦精煤销量同比分别增长 8.54%和-4.54%，其中 09 年上半年由于小矿整治炼焦精煤产量同比出现下降，但公司的焦精煤和肥精煤销量在 08 年和 09 年上半年分别增长 10.50%和 2.27%，并没有因钢铁行业和山西煤矿整治而出现下游需求的明显回落，体现了公司优质煤种的需求支撑。

图 17：销售结构中焦精煤和肥精煤占比最大



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 18：公司焦精煤和肥精煤需求具有刚性



资料来源：Sxcoal, Mysteel, 长江证券研究部

产能扩张：未来成长空间令人瞩目

未来产能增长来源于五大因素

公司未来产能增长主要来源于三个方面：（1）兴县矿区斜沟矿，（2）兴县矿区兴县矿，（3）整合小矿，（4）集团资产注入，（5）内蒙古巴彦高勒矿。

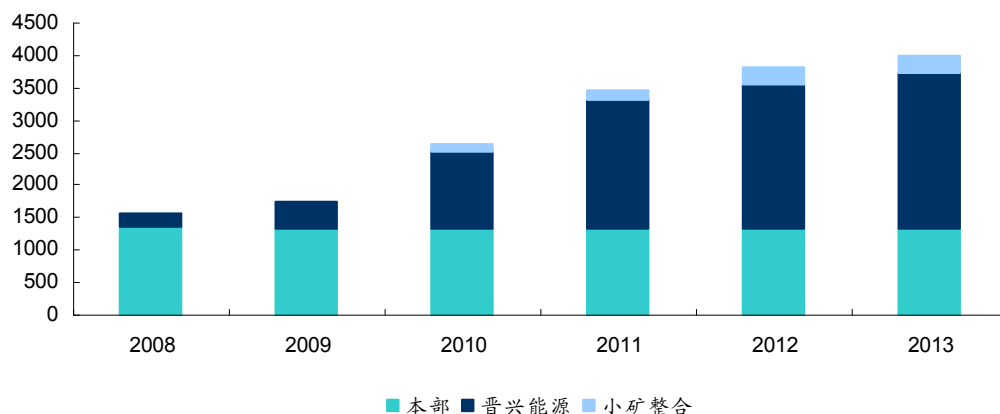
表 6：未来产能增长五大因素

	新增产能	可采储量	煤种	投产时间	达产时间	备注
斜沟矿	1500	13.6	气煤，1/3 焦煤	2008	2010	2009 年产量 500 万吨，目前配套选煤厂已建成，配套铁路已完工通车。
兴县矿	1000		气煤，1/3 焦煤	2011	2013	兴县矿区总煤炭资源达到 21.25 亿吨，预计未来达到 1500-2000 万吨/年的总规模。
整合小矿	540	-	主焦、肥煤和 1/3 焦	2009	2011	公司是山西小矿整合主体，预计 2011 年大部分整合产能将释放。
集团资产注入	1990	22.8	主焦、肥煤、1/3 焦	-	2012	西山集团拥有四个矿区，资产注入预期强烈，预计 2012 年前可完成四矿注入。
巴彦高勒矿	1000	6.0	长焰煤	2011	2013	一期 400 万吨/年和相应选煤厂，有望 2011 年投产，配套的两条铁路将在 2011 年通车。

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司未来增长点明确，如果不考虑集团资产注入和巴彦高勒矿的新增产能，2008 年至 2012 年复合增长率达到 25.0%，其中，2010 年，2011 年和 2012 年权益产量分别达到 2622 万吨，3473 万吨和 3815 万吨。

图 19：2008 年至 2013 年公司产量扩张计划明确（不考虑巴彦高勒矿和资产注入）



资料来源：公司资料，长江证券研究部

近期增长明确：兴县 2500 万吨产能明年有望达产

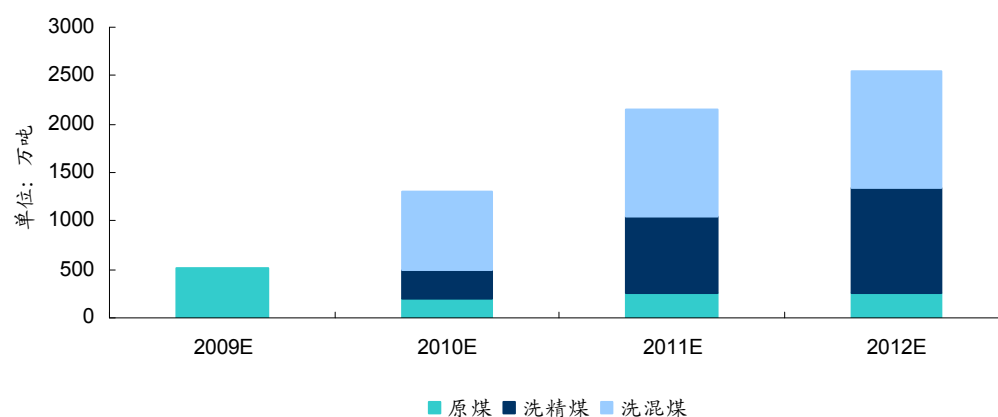
1、未来产能重要来源，销售结构持续优化

公司控股 80% 的晋兴能源是短期快速增长的主要来源。兴县矿区隶属于山西省六大煤田之一的河东煤田离柳矿区，含煤面积达 2000 平方公里，总储量为 461.54 亿吨，公司是进入该矿区的唯一开发主体，总煤炭资源达到 21.25 亿吨，可采储量达到 12.76 亿吨。目前在建的斜沟矿规模 1500 万吨/年，预计达到 2500-3000 万吨/年的总规模。

兴县矿区斜沟矿今年达产，原煤产能 1500 万吨。斜沟矿预计今年将生产 1500 万吨原煤，上组煤气精煤洗出率为 20%，总洗出率为 85%，也就是商品煤中气精煤 300 万吨，配煤 800 万吨（5000 大卡），原煤 200 万吨（销往兴县电厂），剩余为煤矸石等。

兴县矿区兴县矿两年达产，新增产能 1000 万吨。兴县矿区的设计产能为 1000 万吨，下组煤的洗出率将达到 55% 以上，综合洗出率达到 35% 左右。兴县矿区配套洗煤厂总产能为 3000 万吨，目前正在建设中。2011 年，随着下组煤的开采，兴县矿区总气精煤产量将达到 800 万吨，配煤产量达到 1100 万吨，原煤 200 万吨（销往兴县电厂），整体煤种得到优化。

图 20：兴县矿区未来新增产能贡献



资料来源：长江证券研究部

2、兴县矿区 2010 年和 2011 年盈利贡献分别达到 0.60 元和 1.40 元

我们测算 2010 年和 2011 年兴县矿区分别贡献 EPS 分别为 0.60 元和 1.40 元。主要假设如下：

- 假设 2010 年和 2011 年公司洗精煤销量分别为 300 万吨和 800 万吨，原煤销量分别为 200 万吨和 250 万吨，洗混煤销量分别为 800 万吨和 1100 万吨；
- 假设 2010 年原煤，洗精煤和洗混煤不含税价格分别为 300 元/吨，800 元/吨和 380 元/吨，2010 年价格平均上涨 5%；
- 2010 年和 2011 年生产成本分别为 150 元/吨和 160 元/吨，洗选费用和期间费用为 40 和 50 元/吨。

表 7：2010 年和 2011 年兴县矿区盈利贡献计算

项目	2010E	2011E
原煤产量（万吨）	1500	2500
原煤销量（万吨）	200	250
价格（元/吨）	300	315
洗精煤销量（万吨）	300	800
价格（元/吨）	800	840
洗混煤销量（万吨）	800	1100
价格（元/吨）	380	400
生产成本（元/吨）	150	160
洗选费用（元/吨）	40	40
期间费用（元/吨）	50	50
总收入（亿元）	60.40	119.08
成本费用（亿元）	36.00	62.50
净利润（亿元）	18.30	42.43
少数股东损益	3.66	8.49
EPS	0.60	1.40

资料来源：长江证券研究部

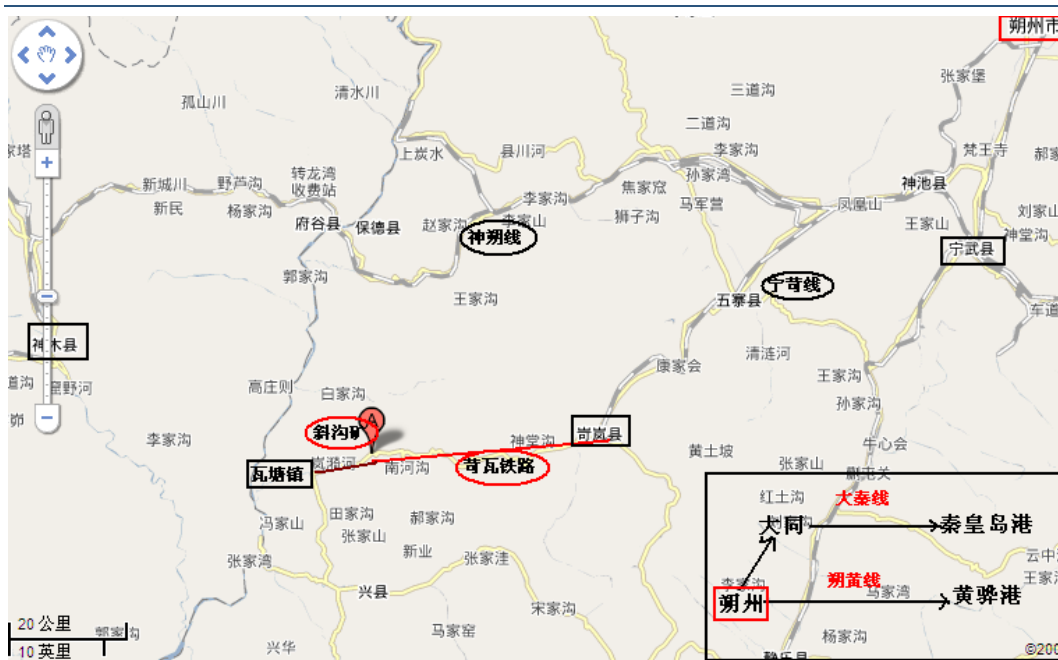
3、苛瓦铁路：连通兴县与西煤东运两大铁路线，成本降低 8240 万元

目前连接兴县矿区的苛瓦铁路（苛岚-瓦塘县）一期已于 09 年 6 月通车，线路全长 49.16 公里，运输能力是 2200 万吨。兴县矿区煤炭经苛瓦铁路，然后通过宁苛线与神朔铁路相连，从而与西煤东运两大铁路线相连实现煤炭外运：（1）朔黄线（朔州-黄骅港），（2）大秦线（朔州-大同-秦皇岛港）。

7 月 29 日国家发改委还批准了山西中南部铁路通道建设项目，该项目线路将从吕梁市兴县瓦塘镇为起点，途经临县、柳林、蒲县、洪洞、长治、汤阴、侯庙过河南至山东日照港，全长 1167 公里，将于 2012 年建成通车，将为兴县矿区的煤炭外运作出贡献。

兴县矿区达产后，原煤产量达到 3000 万吨，出去销往兴县电厂的 200-300 万吨以及煤炭洗选后的矸石，苛瓦铁路刚好能满足该矿区的煤炭外运。

图 21：苛瓦铁路连通使兴县矿区直接接入大秦线和朔黄线



资料来源：Google Maps，长江证券研究部

远期拓展紧锣密鼓：小矿整合 + 资产注入 + 进军内蒙

1、小矿整合：新增产量 540 万吨，主要煤种为主焦煤

公司目前正在整合的小矿包括三部分：

- 临汾古县整合小矿：公司兼并重组整合山西古县 16 座煤矿，由 16 处兼并重组整合为 6 处，新增资源量 1.58 亿吨，整合后生产规模为 330 万吨/年，主要煤种为主焦煤。
- 临汾市尧都区整合小矿：公司兼并重组整合山西临汾尧都 7 座煤矿，新增资源量 0.50 亿吨，整合后产能为 90 万吨/年，主要煤种为贫瘦煤
- 西山道光煤业：资源储量 1.1257 亿吨，煤种以 1/3 焦煤为主。整合后，规划能力为 120 万吨/年

预计 2010 年小矿有望贡献 200 万吨产量。

2、集团实力雄厚，资产注入预期强烈

去年5月，山西省下发《山西省资本市场2009年至2015年发展规划》和《山西煤炭振兴规划》提出，2012年，力争同煤集团、焦煤集团、潞安集团、晋城煤业集团、阳煤集团五大集团有1到2家煤业集团整体上市，2015年前五大煤业集团基本完成整体上市。

表 8：2008 年山西五大煤炭集团实力比较

集团	可采储量	产量	上市公司	可采储量	产量	煤种
焦煤集团	65.79	0.80	西山煤电	13.32	0.16	炼焦煤
同煤集团	890.00	0.69	大同煤业	34.51	0.2	动力煤
阳煤集团	63.36	0.37	国阳新能	0.38	0.18	无烟煤
潞安集团	15.50	0.35	潞安环能	0.42	0.26	喷吹煤
晋煤集团	-	0.37	-	-	-	无烟煤

资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

2008年，山西焦煤集团原煤产量完成8029万吨，是公司产量是上市公司的5.0倍。山西焦煤集团公司主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田的煤炭资源，煤炭保有储量503亿吨。焦煤集团旗下的汾西矿业、霍州煤电和华晋焦煤（50%）拥有的煤炭资源规模巨大。

表 9：山西焦煤集团资源量

集团煤矿资产	可采储量	核定产能	主要煤种
西山煤电集团	36.1	3280	
其中：上市公司	13.3	1290	焦煤、肥煤、1/3焦煤、气煤、瘦煤、贫瘦煤
非上市公司	22.8	1990	
华晋焦煤	45.4	310	焦煤、肥煤、瘦煤、1/3焦煤
霍州煤电集团	44.8	2240	肥煤、1/3焦煤、主焦煤、瘦煤
山西汾西矿业集团	-	1650	焦煤、肥煤、瘦煤、贫煤
合计		10760	

资料来源：长江证券研究部

西山煤电集团是公司的大股东，2008年，西山煤电集团产量达到3500万吨，是上市公司的2.16倍。西山煤电集团目前除上市公司拥有的煤炭资产包括：白家庄矿、杜儿坪矿、官地矿、东曲矿、屯兰矿，以及三个选煤厂官地选煤厂、东曲选煤厂、屯兰选煤厂。集团拥有煤炭可采储量22.8亿吨，现有生产矿井原煤生产能力为1990万吨。

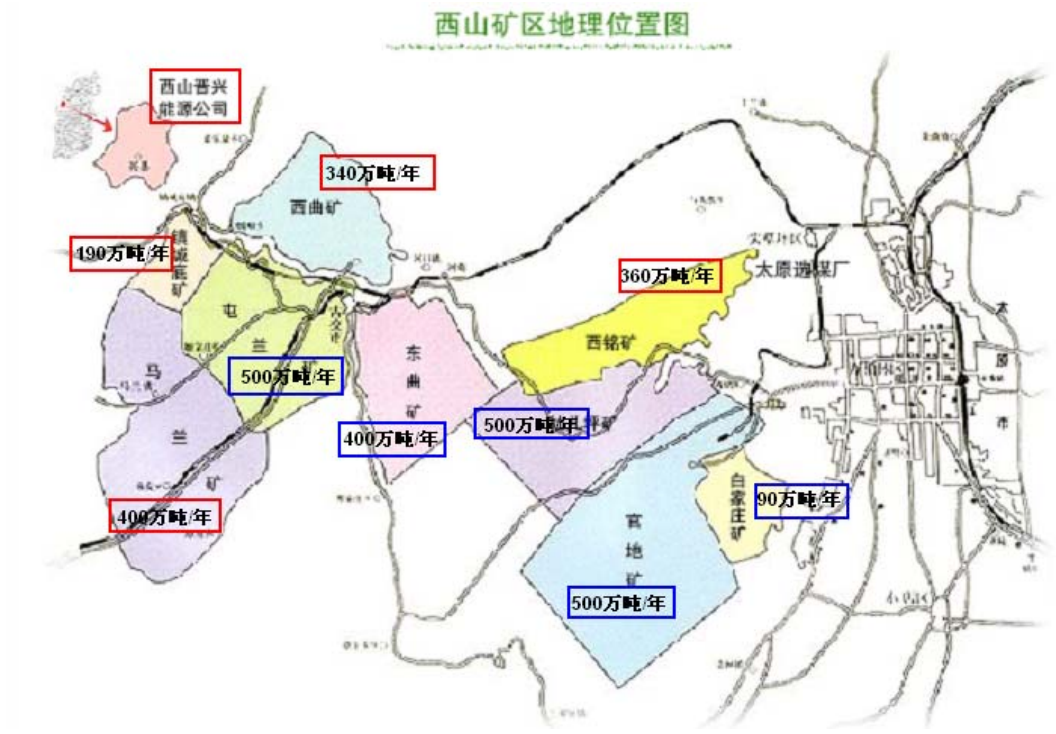
表 10：西山煤电集团煤炭资源

煤矿	主要煤种	可采储量（亿吨）	产能（万吨）
东曲矿	焦煤、瘦煤和贫煤	4.7	400
官地矿	贫瘦煤	5.9	500
杜儿坪矿	贫煤和瘦煤	5.5	500
屯兰矿	焦煤为主，肥煤、少量瘦煤、贫煤	6.3	500
白家庄矿		0.4	90
合计	-	22.8	1990

资料来源：公司网站，长江证券研究部

我们认为，西山煤电集团与上市公司均处于西山矿区，地理位置和资源共用决定了二者的密切的关系，因此，短期来看集团为实现整体上市，西山煤电集团资产注入上市公司的可能性更大。

图 22：公司所处西山矿区图



资料来源：公司资料，长江证券研究部（注：蓝色框为西山煤电集团所有矿，红色框为股份公司所有矿）

表 11：焦煤集团与西煤集团与上市公司煤炭产量比较

单位：万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009H1
山西焦煤集团	4967.9	5496.0	4977.8	6995.5	7237.3	8029.1	3558.9
西山煤电集团	2895.5	3010.3	3150.3	3358.0	3360.0	3500.0	1592.6
西山煤电	1201.0	1283.0	1374.0	1516.0	1612.0	1619.0	867.9
焦煤集团/西山煤电	4.14	4.28	3.62	4.61	4.49	4.96	4.10
西煤集团/西山煤电	2.41	2.35	2.29	2.22	2.08	2.16	1.83

资料来源：Sxcoal，公司资料，长江证券研究部

3、巴彦高勒项目：进军内蒙古战略意义重大

公司与世林公司共同开发的内蒙古巴颜高勒项目（公司持股比例为 40%），位于东胜煤田呼吉尔特矿区，井田面积 65.3 平方公里，资源量 10.4 亿吨，可采储量 6 亿吨，设计产能 1000 万吨。该项目煤种为长焰煤，煤质优良，发热量为 6500-70 00 大卡。

该项目一期矿井设计规模为 400 万吨/年和同等规模的矿井选煤厂，建设周期为 2010 年-2012 年，总投资额为 26.07 亿元。预计 2011 年投产，配套的两条铁路也将在 2011 年通车。

该项目是公司在内蒙古地区的资源储量的拓展，巴彦高勒矿区成为公司除西山矿区和兴县矿区的第三大煤炭资源基地。前两个矿区都位于山西省境内，该项目为公司进军内蒙古煤炭市场做了铺垫，战略意义重大。

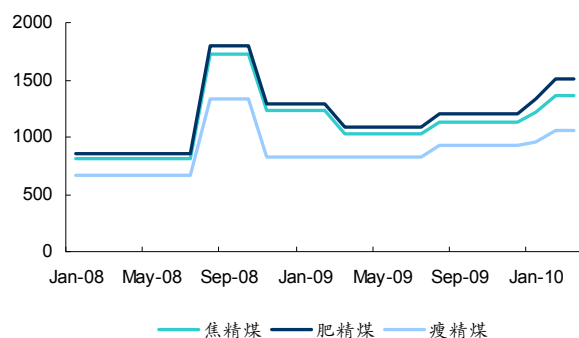
但是，据公司表示，目前此项目有较大的不确定性，保守起见，我们尚未将此项目纳入盈利预测中。

盈利预测：维持公司“推荐”评级

1、煤炭业务：提价幅度超预期锁定盈利增长

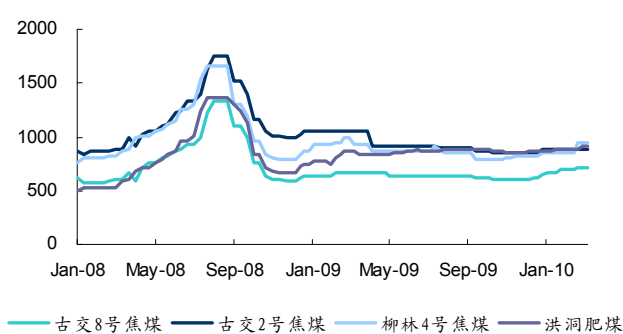
今年以来，公司已连续两次上调洗精煤价格，锁定盈利增长。目前公司焦精煤、肥精煤和瘦精煤价格分别为 1365 元/吨，1510 元/吨和 1060 元/吨。

图 23：公司洗精煤价格走势



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 24：古交地区炼焦煤价格走势



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

表 12：公司商品煤价格预测

	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
洗精煤	1001	836	834	1023	1017
其中：焦精煤	1182	928	900	1190	1250
肥精煤	1183	957	960	1316	1382
瘦精煤	849	726	750	924	970
气精煤				816	857
电精煤	469	508	513	575	593
原煤	317	307	320	376	395
洗混煤	254	251	270	376	376
综合价格	740	631	575	667	675

资料来源：长江证券研究部

表 13：公司煤炭商品煤销量预测

	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
洗精煤	1013	503	900	1290	1810
其中：焦精煤	241	127	220	240	240
肥精煤	389	196	350	380	400
瘦精煤	235	109	200	220	220
气精煤				300	800
电精煤	148	71	130	150	150
原煤	457	252	550	400	450
洗混煤	146	56	308	1179	1654
合计	1619	811	1758	2869	3914

资料来源：长江证券研究部

2、发电业务：发电量增长明确

目前公司的电力业务初具规模，2008 年底的权益装机容量为 70.63 万千瓦。同时在建项目进展顺利，未来权益装机容量增长明确。2008 年公司发电量为 48.38 亿度，售电量为 43.54 亿度，平均电价为 0.272 元/度。未来几年的增长点来源于：

- 公司与山西和信电力合资建设的古交二期 2×60 万千瓦的机组将于 2010 年投产。
- 兴县 2×30 万千瓦坑口电厂在建中，预计今年建成投产。

3、焦化业务：产业链拓展出具规模

公司焦化业务主要来源于：

- 投资山西焦化 15.56% 股权，由于对山西焦化有重大影响，采用权益法计入报表，投资收益为年 2000 万元。
- 投资京唐钢铁 420 万吨冶金焦项目年底达产，税后利润 3.6 亿元，投资收益 1.8 亿元。

表 14：公司投资的焦化项目进展状况

	权益	项目	备注
山西西山煤气化	100%	60 万吨/年清洁型焦化及余热综合利用发电工程项目	一期 30 万吨/年焦炉及烟囱完工，二期正在砌筑预计焦化工程于 2009 年底建成投产。
	100%	60 万吨/年焦化改扩建暨古交气源替代项目	初步设计和招标完成，备煤系统及炼焦系统已开工建设，预计 2010 年底建成投产
山西焦化	15.56%	-	焦炭产能 240 万吨，30 万吨煤焦油加工项目，20 万吨甲醇项目，以及 14 万吨尿素生产线
内蒙古世林化工	40%	4×30 万吨煤制甲醇项目	截至 09 年上半年，项目建安工程已完成 43%，累计投资 35448 万元。
京唐钢铁	50%	420 万吨冶金焦项目	09 年将实现收入 76 亿元，税后利润达 3.6 亿元，影响 EPS 达 0.15 元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

4、维持公司“推荐”评级

预计公司 2009 年-2011 年的 EPS 分别为 0.961 元，2.057 元和 2.665 元，对应 EPS 分别为 34.33 倍，16.04 倍和 12.39 倍。考虑到公司是焦煤行业龙头，并且未来几年的符合增长率超过 30%，给予公司“推荐”的投资评级。

风险分析

资源税负面影响 EPS。资源税由从量计征改为从价计征将对公司业绩造成一定的冲击。目前公司的资源税采取 3.2 元/吨或 8 元/吨的价格缴纳，相当于煤炭综合价格的 1% 左右。目前，具体征收方案还没有确定，西煤的煤炭综合售价高于行业平均水平，资源税的征收将有较大影响，但我们认为山西煤炭企业的税赋也相当重，资源税的征收可能会使其他税费如煤炭可持续发展基金停止征收。

钢铁需求回落风险。目前钢铁行业产能过剩，如果钢铁需求回落，钢价回落，则将对炼焦煤价格产生压力，影响公司业绩。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13255	11973	20823	28298
营业成本	6432	6767	10181	14446
毛利	6823	5205	10643	13851
% 营业收入	51.5%	43.5%	51.1%	48.9%
营业税金及附加	134	121	211	287
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	384	263	458	623
% 营业收入	2.9%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	1475	1317	2291	3113
% 营业收入	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
财务费用	106	182	213	164
% 营业收入	0.8%	1.5%	1.0%	0.6%
资产减值损失	8	-8	27	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-42	0	0	0
营业利润	4674	3329	7444	9642
% 营业收入	35.3%	27.8%	35.7%	34.1%
营业外收支	-16	0	0	0
利润总额	4658	3329	7444	9642
% 营业收入	35.1%	27.8%	35.7%	34.1%
所得税费用	1125	832	1861	2411
净利润	3533	2497	5583	7232
归属于母公司所有者的净利润	3489.4	2330.6	4987.2	6460.5
少数股东损益	43	166	595	771
EPS（元/股）	1.44	0.96	2.06	2.67
现金流量表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	3128	4192	6993	8902
取得投资收益	0	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-1955	-520	-608	-583
其他	-371	0	0	0
投资活动现金流净额	-2327	-520	-608	-583
债券融资	0	3000	-600	-600
股权融资	585	0	0	0
银行贷款增加（减少）	110	-534	0	0
筹资成本	586	-765	-1459	-1779
其他	-1141	0	0	0
筹资活动现金流净额	140	1702	-2059	-2379
现金净流量	942	5374	4325	5939

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	3056	8430	12755	18694
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	646	527	917	1246
存货	444	455	683	970
预付账款	901	997	1495	2124
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	7946	13031	20411	29231
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	811	811	811	811
投资性房地产	50	50	50	50
固定资产合计	8381	7350	6194	4886
无形资产	193	183	174	166
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	94	0	7	6
其他非流动资产	10	10	10	10
资产总计	17486	21436	27657	35160
短期贷款	534	0	0	0
应付款项	1724	1821	2731	3879
预收账款	1183	1066	1853	2519
应付职工薪酬	436	459	688	977
应交税费	490	372	808	1052
其他流动负债	223	222	343	483
流动负债合计	4590	3939	6424	8910
长期借款	2105	2105	2105	2105
应付债券	0	3000	2400	1800
递延所得税负债	313	0	0	0
其他非流动负债	53	53	53	53
负债合计	7061	9097	10982	12868
归属于母公司	9300	11048	14789	19634
所有者权益				
少数股东权益	1125	1291	1887	2658
股东权益	10425	12339	16675	22292
负债及股东权益	17486	21436	27657	35160
基本指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	1.440	0.961	2.057	2.665
BVPS	3.84	4.56	6.10	8.10
PE	22.93	34.33	16.04	12.39
PEG	1.01	1.51	0.70	0.54
PB	8.60	7.24	5.41	4.08
EV/EBITDA	14.73	15.12	7.61	5.57
ROE	37.5%	21.1%	33.7%	32.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。