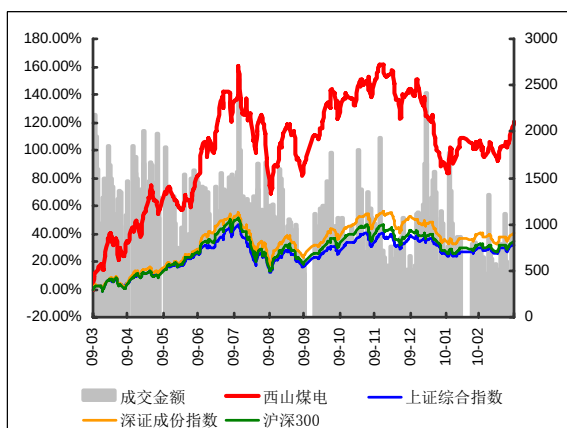


外部环境及参股公司拖累业绩 兴县产能释放看今年

评级：强烈推荐（维持）

2010 年 3 月 31 日

---2009 年年报点评



年报指标：

每股收益(元):	0.9198	目前流通(亿股):	24.2400
每股净资产(元):	4.1510	总 股 本(亿股):	24.2400
每股公积金(元):	0.3876	主营收入同比增长(%):	-6.92
每股未分配利润(元):	2.0092	净利润同比增长(%):	-24.66
每股经营现金流(元):	1.2605	净资产收益率(%):	22.16

投资要点：

➤ **经营业绩低于预期：**2009 年实现营业收入 1233703 万元，比上年减少 6.93%；实现归属于母公司的净利润 229705 万元，与去年追溯调整后相比减少 24.60%。公司拟以 2009 年 12 月 31 日的总股本 242400 万股为基数，向全体股东每 10 股送 3 股派现金股利人民币 2 元（含税），业绩低于我们预期。

➤ **受山西焦化拖累：**公司参股的山西焦化，拥有 15.56%的比例，由于山西焦化 09 年亏损，-745382179.20 元，导致公司减少投资收益-115981467.08，影响当期 EPS 约 0.05 元。

➤ **洗焦煤产品平稳 兴县产能开始贡献：**公司全年累计销售煤炭 1779.57 万吨，同比增长 10.1%；焦焦煤增加 3.1%，肥焦煤增加 4.7%，原煤增加最多增幅 38.1%，晋兴能源完成原煤产量 580.66 万吨，煤炭销量 578.2 万吨。

➤ **盈利预测：**09 年业绩低于我们预期值，但我们仍维持 2010 年 EPS1.95 元不变，目前股价对应动态市盈率 18 倍，估值合理。但我们认为公司在焦煤行业的地位以及未来后续收购的进行，都将提升公司内在价值，而山西焦煤集团未来整体上市目标明确，因此我们维持“强烈推荐”的评级。

市场数据： 2010 年 3 月 30 日

行业分类： 煤炭行业

年内最低价/最高价： 36.66/47.98

上证指数： 3123.80

深证成指： 12552.45

沪深 300： 3358.54

研究员：于宏

电 话：(0351) 4131559

E mail: yuh@dtsbc.com.cn

地 址：山西·太原·青年路8号

邮 编：030001

网 址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：

经营业绩低于预期

公司年报披露：2009年实现营业收入1233703万元，比上年减少6.93%；实现归属于母公司的净利润229705 万元，与去年追溯调整后相比减少24.60%。公司拟以2009年12月31日的总股本242400 万股为基数，向全体股东每10股送3股派现金股利人民币2元（含税），共计121,200 万元。业绩低于我们预期。

表格 1 销量对比

项目	2009 年 6-12 月销量	2009 年 1-6 月销量
商品煤销量	968.07	811.5
其中：焦精煤	121.99	126.6
肥精煤	211.46	195.9
瘦精煤	101.58	108.8
电精煤	66.7	71.4
原煤	378.52	252.5
洗混煤	87.81	56.3

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

分析原因，一方面上半年大股东焦煤集团屯兰矿发生安全事故，导致公司高瓦斯矿井进行安全检查，影响产量，下半年公司为了减少屯兰矿事故对生产的影响，加大生产能力增加销售，下半年多销售157万吨，增加19.35%。

业绩受山西焦化拖累

公司参股的山西焦化，拥有15.56%的比例，由于山西焦化09年亏损，-745382179.20元，导致公司减少投资收益-115981467.08，影响当期EPS约0.05元。

表格 2 售价对比

项目	2009 年平均售价（不含税）	2009 年 1-6 月平均售价（不含税）
焦精煤	946.83	928
肥精煤	991.74	957
瘦精煤	743.25	726
电精煤	508.18	508
原煤	290.22	307
洗混煤	238.99	251
商品煤综合售价	608.85	631

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

价格方面上半年钢铁行业仍未明显恢复景气，价格回升较慢，而动力煤坑口价在上半年比较坚挺，随着钢铁行业的恢复，焦煤价格开始回升，公司下半年进行了二次提价，2009 年8 月上调炼

焦煤价格100-120 元/吨；2009 年12月，再次提出2010 年炼焦煤上涨100-120 元/吨但由于下半年焦煤价格上涨未能抵消原煤价格的下滑，全年商品煤销售均价低于上半年综合售价23元，下降3.6%。

表格 3 年度售价对比

项目	2008 年平均售价（不含税）	2009 年平均售价（不含税）	同比增长
焦精煤	1182	946.83	-19.9%
肥精煤	1183	991.74	-16.2%
瘦精煤	849	743.25	-12.5%
电精煤	469	508.18	8.4%
原煤	317	290.22	-8.4%
洗混煤	254	238.99	-5.9%
商品煤综合售价	740	608.85	-17.7%

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

洗精煤产品平稳 兴县产能开始贡献

公司全年累计销售煤炭1779.57 万吨，同比增长10.1%；焦精煤增加3.1%，肥精煤增加4.7%，原煤增加最多增幅38.1%，晋兴能源报告期内完成原煤产量580.66 万吨，煤炭销量578.2 万吨，比2008年的268万吨，增长一倍多，实现营业收入149166 万元，由于兴县洗煤厂下半年建成，导致之前煤炭入洗率较低，综合售价每吨只有260元，营业利润33016 万元，净利润24671 万元。兴县矿区主要煤种为气煤和1/3 焦煤，预计经洗选后炼焦配煤、电力煤和煤矸石的比重各占40%、45%、15%，今年洗煤厂全面投产以及今后古交电厂的投产将可以充分利用资源，提升价值。

表格 4 年度销量对比

项目	2008 年销量	2009 年销量	同比增长
商品煤销量	1617	1779.57	10.1%
其中：焦精煤	241	248.59	3.1%
肥精煤	389	407.36	4.7%
瘦精煤	235	210.38	-10.5%
电精煤	148	138.1	-6.7%
原煤	457	631.02	38.1%
洗混煤	146	144.11	-1.3%
电力（亿度）	43.54	42.57	-2.2%
供热（万 GJ）	185.12	183.91	-0.7%

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

三项费用保持平稳

表格 5 三项费用对比

项 目	2009 年度	2008 年度	增减幅度（%）
-----	---------	---------	---------

销售费用	454,012,118.70	383,713,627.25	18.32%
管理费用	1,413,879,625.89	1,474,783,600.81	-4.13%
财务费用	115,042,011.46	105,633,080.92	8.91%
所得税	777,281,832.56	991,909,351.51	-21.64%

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

公司三项费用增长平稳，销售费用增长增加7000万，增幅18.32%，公司解释主要原因是港口煤运费及港杂费支出增加；管理费用减少6000万，减幅4.13%，主要原因是报告期修理费等支出同比减少；财务费用增加940万，主要原因是母公司债券利息增加所致。所得税大幅减少2.1亿，主要原因是公司本期利润总额减少所致。

表格 6公司历次提价

	2008/1	2008/8	2008/11	2009/3	2009/8	2010/1	2010/2
焦精煤（车板含税价）	810	1,725	1,225	1,025	1,125	1,215	1,365
肥精煤（车板含税价）	860	1,790	1,290	1,090	1,210	1,330	1,510
瘦精煤（车板含税价）	670	1,330	830	830	900	960	1060
电精煤（车板含税价）		600	600	600	600	600	660
混煤（车板含税价）		450	450	450	450	480	530

资料来源：公司公告 大同证券研究部整理

2010 价增量升

虽然09年公司经营出现一定的困难，业绩表现不尽如人意，但放眼未来公司在煤炭产业方面，将迎来高速增长期，兴县矿区1、2 期项目可采储量20亿吨，1 期规划产能1500 万吨，年报显示08年生产268 万吨，09年580万吨，2010年将全部达产，在斜沟矿井及选煤厂1500万吨/年达产后，公司将加快推进二期工程，努力 2010 年底前形成3000 万吨/年生产能力；2 期规划产能1000 万吨，预计2012 年投产。兴县矿区主要煤种为气煤和1/3 焦煤，预计经洗选后炼焦配煤、电力煤和煤矸石的比重各占40%、45%、15%。

另外公司作为临汾市煤矿兼并重组的主体，拟整合1095 万吨的煤炭产能，公司预计将加快整合重组煤矿基础建设、改扩建及选煤厂建设，整合完成后公司将增加480万吨/年生产能力。

盈利预测

公司计划2010年原煤产量2,780 万吨，洗精煤产量1,220 万吨，年发电量52.78 亿度，由于兴县洗煤厂今年将投产，原煤入洗率的大幅提高，吨煤净利润有望大幅增加，

虽然公司09年业绩低于我们预期值，但我们仍维持2010 年EPS1.95元不变，目前股价对应动态市盈率18倍、和目前煤炭行业平均市盈率相当。但我们认为公司在焦煤行业的地位以及未来后续收购的进行，都将提升公司内在价值，而山西焦煤集团未来整体上市目标明确，因此我们维持强烈

推荐的评级。

风险提示

煤炭安全生产是煤炭企业的最大风险。目前宏观经济仍不稳定，下游涨价的基础仍不牢固，需求的波动将影响公司产品价格。

大同证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	"+"表示市场表现好于基准，"-"表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。