

## 2010 年兴县项目进入收获期

西山煤电 (000983)

评级: 买入 (维持)

股价: 35.88 元

年报点评

2010 年 4 月 1 日 星期四

### 采掘

谷三剑

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

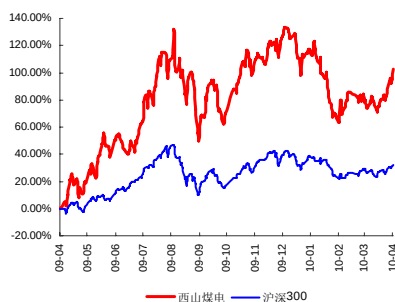
### 重要数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(亿股)   | 24.24  |
| 流通股本(亿股)  | 24.24  |
| 总市值(亿元)   | 869.73 |
| 流通市值(亿元)  | 869.73 |
| 一年内最高价(元) | 42.81  |
| 一年内最低价(元) | 18.75  |

### 市场表现

|      | 绝对涨幅(%) | 相对涨幅(%) |
|------|---------|---------|
| 1 个月 | 1.63    | 4.21    |
| 3 个月 | -16.03  | -4.91   |
| 6 个月 | 14.59   | 1.71    |

个股相对沪深 300 走势图



相关报告:

### 投资要点

事件: 潞安环能于 31 日公布 2009 年报, 主要内容如下:

1) 公司全年实现营业收入 123.4 亿元, 同比下降 6.9%, 利润总额 30.7 亿元, 下降 22.7%, 归属上市公司股东净利润 22.3 亿元, 下降 24.7%, 接近四分之一。09 年基本每股收益 0.92 元, 比去年减少 0.3 元, 低于预期 10% 左右。公司扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率为 23.4%, 比上年减少 17 个百分点。公司收入和利润下降主要是受下游钢价疲软导致精煤价格下降幅度较大所致。公司拟向股东每 10 股派发现金红利 10.0 元。

2) 09 年度生产原煤 1855.6 万吨, 同比增长 14.6%; 商品煤销量 1779.6 万吨, 增长 10.0%; 商品煤综合售价 608.9 元/吨, 同比下降 17.7%。其中焦精煤、肥精煤、瘦精煤均价为 946.8 元、991.7 元、743.3 元, 分别下降 19.9%、16.20%、12.47%。效益煤价格下跌使得煤炭业务毛利降低 3.4 个百分点至 45.7%。09 年产销焦炭 46 万吨, 单位售价 1321.7 元/吨, 参股山西焦化 09 年亏损严重, 导致公司投资收益 -1.16 亿。

3) 公司资源整合新增产能 540 万吨。

### 事件评论

#### 下游钢价低迷拖累精煤价格, 致 09 年业绩低于预期

09 年公司生产原煤 1856 万吨, 洗精煤 1220 万吨, 原煤产量增长 14.6%, 精煤产量下降 1%。

◆ 原煤产量增长主要来自兴县斜沟矿。斜沟矿产量达 580 万吨, 较 08 年增长 310 万吨。

销售商品煤 1779 万吨, 增长 10.0%; 煤炭产品实现营业收入 108 亿元, 比上年下降 9.4%; 营业成本 58.8 亿元, 下降 3.5%。

◆ 09 年剔除关联交易采购后吨煤生产成本 256 元, 比 08 年降低 16 元。成本降低主要原因有两个, 一是材料价格有所下降, 二是兴县产量增加, 预计其原煤开采成本低于本部, 每吨约 140-150 元左右, 因此拉低平均成本。

09 年商品煤单位售价 608.9 元/吨, 同比下降 17.7%。

◆ 其中焦精煤、肥精煤、瘦精煤均价分别比上年下跌 236 元、192 元、106 元，降幅达到 19.9%、16.20%、12.47%。受精煤价格下跌带动影响，吨煤毛利比 08 年下跌 85 元至 278 元，煤炭业务毛利下降 3.4 个百分点至 45.7%。

09 年公司焦炭产销量为 46 万吨，均价 1321.7 元/吨。由于钢价低迷、全国焦化产能严重过剩大环境影响，焦炭业务处于成本价格倒挂的局面，毛利为-15%。同时参股山西焦化 09 年亏损严重，导致公司投资收益亏损 1.16 亿。

## 公司迎来高速增长期

### 2010 年兴县项目进入收获期

兴县地区项目是公司“再造西山”的主要载体，从现有进展看，2010 年起兴县项目开始进入收获期。

◆ 2010 年公司产量增长依然主要是来自于斜沟矿，斜沟矿将可达产至 1500 万吨，带来增量近 1000 万吨，原煤口径增长达 50%。斜沟矿原煤在配套洗煤厂建成后将全部入洗，今年精煤洗出率稍低，预计在 18-20%。待后续开采 13 号煤层洗出率将逐步提高到 30-40% 以上。

◆ 积极推进兴县二期工程，力争 2010 年底前形成 3000 万吨/年生产能力。

◆ 苛瓦铁路通车一改当前地销为主的局面，保障煤炭外销，并可降低运输成本约 70-100 元。

### 山西资源整合新增产能 540 万吨

公司直接参与山西省内资源整合，仅在临汾地区就拟规划整合 1095 万吨产能。根据公司已公告情况来看，目前进展较快的有：

◆ 临汾古县拟整合 16 处煤矿为 6 处，产能 330 万吨，主要为焦煤，资源储量 1.58 亿吨。

◆ 临汾市尧都区兼并整合 11 号井田为 1 处，产能 90 万吨，资源储量 0.50 亿吨。

◆ 洪洞地区整合成立西山道光煤业，兼并整合 1# 板块，1/3 焦煤为主，资源储量 1.13 亿吨，规划产能 120 万吨。

经过 1-2 年改造建设，预计 2011 年起大部分整合产能将进入释放期。

### 内蒙巴彦高勒矿预计 2011 年投产

公司通过与世林公司合作开发巴彦高勒项目为契机进入内蒙，巴彦高勒项目规划 1000 万吨产能，一期设计 400 万吨，预计 2011 年可投产。公司持股 40%，资源储量 10.4 亿吨，可采 6 亿吨，煤种为长焰煤。

### 迅速做大做强焦炭产能，煤-焦-化产业链利于公司长远

公司在着力发展煤-焦-化产业链指导思想下，通过收购与新/扩建的两种方式，迅速做大焦炭产业。

◆ 西山煤气化稳步推进  $2 \times 60$  万吨/年焦炭项目。焦化二厂新建 60 万吨清洁型热回收焦炉项目 10 年 3 月试生产；焦化一厂扩 60 万吨古交气源替代项目将于 10 年底试生产。

◆ 公司还与首钢合作成立首钢京唐西山焦化公司，一期建设  $4 \times 105$  万吨焦炭产能，争取 2010 底达产。

尽管目前焦化项目盈利能力受大环境制约还不佳，单个焦炭项目短期盈利能力不高，但发展焦化产业链对公司依然有着积极意义：一、随着全球经济的复苏，钢铁行业需求和景气将逐步恢复，以及国内焦化产能清理整合和市场手段的兼并，未来焦炭行业盈利能力将有所恢复。二、能够锁定公司部分新增焦煤产能，占领焦煤/焦炭市场，并密切同下游钢厂的利益纽带。

## 估值与投资建议

我们预计公司 10-11 年每股收益为 1.94、2.27 元，对应 10-11 年市盈率 18.5 倍、15.8 倍。

综合考虑公司当前估值和未来较为确定成长性，公司拥有稀缺性的优质焦肥煤资源和焦煤公司龙头低位，我们维持公司买入的评级。

**附注:****一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122