

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安 鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

调研简报：价格维持高位，兴县和小矿是主要看点

事件描述

近日我们调研了西山煤电，就公司近期发展与公司进行了交流。

事件评论

第一，本部产量稳定，兴县煤矿低于预期

1-5 月公司原煤产量 903 万吨，同比增长 28%，其中本部煤矿产量为 548 万吨，兴县矿产量为 333 万吨。

✧ 本部矿井产量基本稳定，1-5 月产煤量占全年产能的 42.8%，其中入洗 474 万吨，洗出 320 万吨，洗出率达到 68%。

✧ 兴县煤矿产量略低于预期，主要原因是 3 月份开始液压支架工作不稳定，6 月份已恢复正常，目前洗煤厂运行也逐步正常。预计全年斜沟矿产量达到 1300 万吨-1400 万吨，略低于年初的计划。

按照目前的价格，测算兴县矿的盈利情况如下：

表 2：兴县煤矿盈利测算

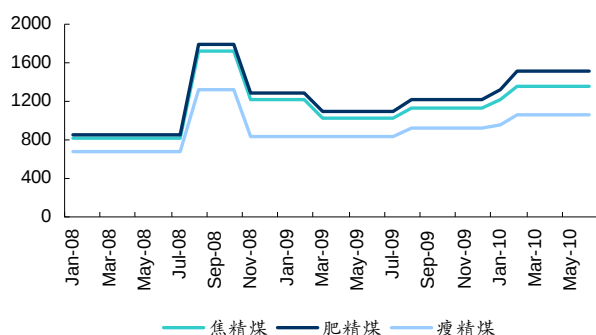
项目	2010E	2011E
原煤产量（万吨）	1400	2500
原煤销量	500	500
价格	320	326
洗精煤销量	200	600
价格	780	796
洗混煤销量	600	1000
价格	360	367
营业成本（元/吨）	160	170
期间费用（元/吨）	60	70
总收入（亿元）	53.2	100.8
成本费用（亿元）	30.8	60
净利润（亿元）	16.8	30.6
少数股东损益（亿元）	3.36	6.1
EPS	0.53	0.97

资料来源：长江证券研究部

第二，精煤价格 2 月以来维持稳定，近期面临回调压力，但空间不大。

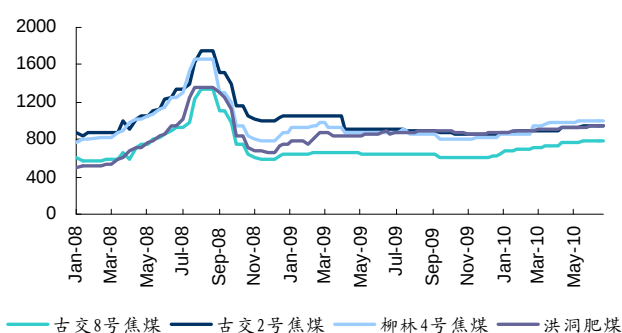
近期公司尚未进行调价价格，主要煤种价格均维持 2 月以来的水平。目前焦精煤，肥精煤和瘦精煤较去年同期价格分别上涨 33.17%，38.53%和 27.71%。近期受钢铁行业影响，焦煤价格面临回调风险，但由于：（1）山西小矿整合的焦煤产量释放尚需时日，（2）新增煤炭产能中焦煤特别是优质焦煤的比例较少，（3）钢铁产量仍维持高位，短期需求下滑压力不大，（4）国外焦煤价格仍高于国内约 150 元/吨，将对国内价格形成支撑，我们认为公司煤价回调空间不大，全年基本维持目前水平。

图 1：公司主要精煤价格走势



资料来源：长江证券研究所

图 2：山西炼焦煤市场价格走势



资料来源：长江证券研究所

第三，资源整合提供想象空间，预计 2011 年开始贡献盈利

目前公司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。

除此之外，公司继续积极参与山西省内的资源整合工作，我们认为公司作为焦煤龙头，将更充分的受益于此次整合，持续实现资源量的扩张。

据公司介绍，目前主要整合矿井仍在技改过程中，整合的小矿将于 2011 年以后开始贡献盈利。

第四，看好公司成长性，维持“推荐”评级

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.346 元，1.815 元和 2.092 元，目前股价对应 2010 年估值为 12.9 倍，考虑到公司的成长性和焦煤龙头地位，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12337	19130	27523	32746	货币资金	5459	7813	13031	19659
营业成本	7026	9678	14632	17801	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5311	9452	12891	14945	应收账款	941	1474	2120	2523
% 营业收入	43.1%	49.4%	46.8%	45.6%	存货	324	384	582	709
营业税金及附加	207	322	463	551	预付账款	2379	3275	4959	6038
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	5	9	12	15
销售费用	454	670	963	1146	流动资产合计	11042	15824	24834	33855
% 营业收入	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1414	2200	3165	3766	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	长期股权投资	1893	1893	1893	1893
财务费用	115	171	94	43	投资性房地产	49	49	49	49
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.3%	0.1%	固定资产合计	9987	8611	7008	5196
资产减值损失	6	30	34	21	无形资产	185	176	167	159
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-119	0	0	0	递延所得税资产	106	7	9	5
营业利润	2996	6061	8171	9419	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	24.3%	31.7%	29.7%	28.8%	资产总计	23270	26569	33969	41166
营业外收支	77	0	0	0	短期贷款	1468	0	0	0
利润总额	3073	6061	8171	9419	应付款项	2205	2563	3882	4726
% 营业收入	24.9%	31.7%	29.7%	28.8%	预收账款	995	1530	2202	2620
所得税费用	777	1515	2043	2355	应付职工薪酬	430	561	850	1035
净利润	2296	4546	6129	7064	应交税费	416	735	1002	1162
归属于母公司所有者					其他流动负债	253	367	549	665
的净利润	2229.7	4242.7	5720.0	6593.3	流动负债合计	5766	5757	8485	10208
少数股东损益	66	303	409	471	长期借款	3207	3207	3207	3207
EPS (元/股)	0.71	1.35	1.82	2.09	应付债券	0	-600	-1200	-1800
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2980	2980	2980	2980
经营活动现金流净额	3055	5820	7445	8887	负债合计	11954	11343	13472	14595
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	10063	13669	18531	24135
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-60	0	0	0	少数股东权益	1254	1557	1965	2436
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	11316	15226	20496	26572
固定资产投资	-3409	-591	-675	-627	负债及股东权益	23270	26569	33969	41166
其他	-1552	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-5021	-591	-675	-627		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	2956	-600	-600	-600	EPS	0.708	1.346	1.815	2.092
股权融资	84	0	0	0	BVPS	4.15	5.64	7.64	9.96
银行贷款增加 (减少)	2036	-1468	0	0	PE	24.62	12.94	9.60	8.33
筹资成本	710	-807	-952	-1032	PEG	0.57	0.30	0.22	0.19
其他	-1416	0	0	0	PB	4.20	3.09	2.28	1.75
筹资活动现金流净额	4369	-2874	-1552	-1632	EV/EBITDA	13.21	6.05	4.16	3.08
现金净流量	2403	2354	5218	6628	ROE	22.2%	31.0%	30.9%	27.3%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。