

煤炭开采 II

2010 年 7 月 28 日

西山煤电 (000983)

当前股价: 22.34 目标价: 25

长期现价值, 短期无惊喜

投资要点:

- 公司处于国内最大的炼焦煤生产基地之一的西山煤田, 拥有合计 25.9 亿吨的资源储量, 核定产能为 2790 万吨, 开采的主焦煤、肥煤, 是炼焦的基础性煤种, 属于国家保护性开采的稀缺资源。公司目前煤炭产品主要用户为宝钢、鞍钢、首钢等国内各大钢铁企业及部分大型焦化企业, 在全国同类炼焦煤产品中, 公司市场占有率稳居前列, 为炼焦煤行业龙头企业。
- 公司先后参与山西古县、尧都、洪洞、安泽等地区的煤炭整合工作, 获得了大量的优质资源, 基本为焦煤或配焦煤, 为公司将来产能扩展提供动力, 但由于技改难度较大, 短期内难以形成产能贡献利润, 我们预计 2012 年开始实现收益。
- 随着兴县斜沟矿的投产, 晋兴能源成为今明两年公司业绩增长的主要动力。由于工作面液压支架问题, 上半年产量不到 500 万吨, 目前新井生产正常, 预计下半年贡献 700-800 万吨产量, 全年产量在 1200 万吨左右, 低于年初公司 1500 万吨的计划, 我们预计兴县斜沟矿 2011 年能够达产。
- 2010-2012 年公司营业收入分别达到 179.73 亿、219.94 亿、249.48 亿, 实现每股收益分别为 1.34 元、1.4 元、1.6 元, 2010 年动态 PE 略高于行业平均水平, 考虑到公司具备的高成长性以及资源的稀缺性, 我们认为公司享受一定溢价是合理的, 合理价格区间为 20-26.6 元, 仍维持“推荐”评级, 6 个月目标价位为 25 元。

研究员: 程鹏

执业证书编号: S0570210030024

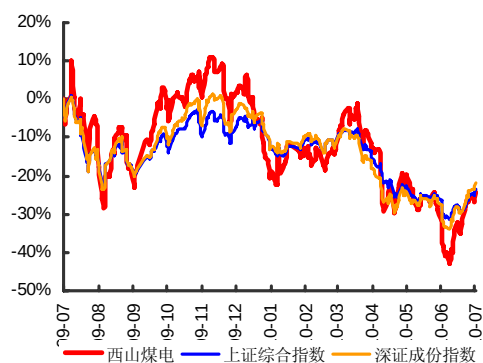
电话: 025-83290916

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	315120.00
流通 A 股 (万)	147216.99
52 周内股价区间 (元)	16.45-43.9
总市值 (亿)	704
总资产 (亿)	232.70
每股净资产 (元)	4.15

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (亿)	123.37	179.73	219.94	249.48
+/-%	-6.92	45.68	22.37	13.43
净利润 (亿)	22.30	42.05	44.05	50.44
+/-%	-24.66	88.59	4.76	14.51
EPS (元)	0.71	1.33	1.4	1.6
P/E	30.46	16.74	15.98	13.96

一、资源禀赋突出，股东实力强劲

◆ 焦煤龙头，资源禀赋突出

西山煤电是由焦煤集团、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于1999年4月发起设立，2000年7月深交所挂牌交易。公司实际控制人是山西焦煤集团，焦煤集团是国内最大的炼焦煤生产企业，截至2009年底，持有公司53.28%的股份。

公司处于国内最大的炼焦煤生产基地之一的西山煤田，具有丰富的煤炭资源优势，拥有合计25.9亿吨的资源储量，以优质的主焦煤资源为主，煤炭产量主要来自西曲矿、镇城底矿、马兰矿、西铭矿和在建的兴县斜沟矿等5座矿井，核定产能为2790万吨，开采的主焦煤、肥煤，是炼焦的基础性煤种，属于国家保护性开采的稀缺资源，主焦煤和肥煤的洗出精煤率在55%到58%之间，贫瘦煤洗出精煤率在70%左右。公司目前煤炭产品主要用户为宝钢、鞍钢、首钢等国内各大钢铁企业及大型焦化企业，在全国同类炼焦煤产品中，公司市场占有率稳居前列，为炼焦煤行业龙头企业。

表格 1 公司已投矿井 单位：%、万吨

矿井名称	权益	煤种	核定产能	投产时间	服务年限
马兰矿	100%	主焦煤、肥煤	400	1990	139
西曲矿	100%	主焦煤	340	1985	47
镇城底矿	100%	主焦煤、肥煤	190	1986	46
西铭矿	100%	瘦煤	360	1956	34
斜沟矿	100%	气煤、1/3 焦煤	1500	2010	59

资料来源：公司公告、华泰证券

我国炼焦煤查明资源储量为2758亿吨以上，仅占全国煤炭资源总量的27%，其中经济可采炼焦煤储量约649亿吨，还达不到炼焦煤查明储量的20%。我国炼焦煤储量中，低变质的气煤（包括1/3焦煤）占46.3%，肥煤和气肥煤只占12.5%，焦煤占23.3%，瘦煤、贫煤占15.9%。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。

从资源分布来看，山西炼焦煤可采储量达到333亿吨，占全国炼焦煤649亿吨炼焦煤可采储量的51.3%；其它各省可采储量均不到60亿吨。

表格 2 山西炼焦煤探明保有储量主要煤田分布 单位：Gt

煤种	大同煤田	宁武煤田	河东煤田	西山煤田	沁水煤田	霍西煤田	其它煤田
气煤	31.31	39.56	16.94	0.001		1.995	
肥煤		0.57	4.09	1.99	0.026	9.786	0.04
焦煤	0.57	1	12.31	7.996	3.706	10.191	0.078
瘦煤		0.05	9.54	2.547	8.263	6.922	

资料来源：华泰证券

◆ 整体上市预期增加，集团资产值得期待

山西焦煤集团是中国目前规模最大的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商，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。集团现有106座煤矿、28座洗煤厂、6个焦化园区、1个大型中煤坑口电厂和5个煤矸石综合利用电厂，分布在太原、晋中、临汾、运城、吕梁、长治、忻州7个地市。主要开采西山、霍西、河东、

沁水、宁武五大煤田的煤炭资源，现有焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等多个煤种。2009 年，山西焦煤原煤产量 8079 万吨，精煤产量 3665 万吨，占山西全省产量的 64%。按照山西省委省政府的安排，公司参与整合山西省内 7 个地市的 200 余座中小煤矿。根据计划，整合完成后公司将增加煤矿 80 余座，增加产能 7000 余万吨/年。

表格 3 山西五大煤炭集团 2009 年基本情况 单位：亿吨、万吨

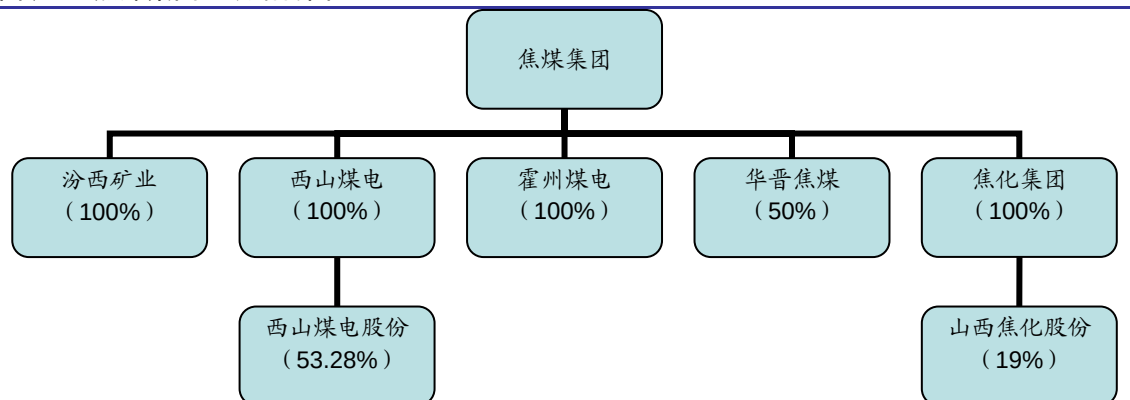
集团	可采储量	原煤产量	上市公司	煤种
焦煤集团	78.19	0.81	西山煤电、山西焦化	炼焦煤、动力煤
同煤集团	173	0.77	大同煤业	动力煤
阳煤集团	79.68	0.5	国阳新能、山西三维	无烟煤、喷吹煤
潞安集团	15.5	0.47	潞安环能	喷吹煤
晋煤集团	35.55	0.42	蓝焰股份（拟上市）	无烟煤

资料来源：华泰证券

2009 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。2009 年，山西焦煤集团原煤产量完成 8100 万吨，是公司产量是上市公司的 4.36 倍。焦煤集团旗下煤炭业务主要由汾西矿业、霍州煤电、西山煤电集团和华晋焦煤（50%）构成。

西山煤电集团是山西焦煤集团的核心骨干企业，同时也是公司第一大股东，目前主要开采西山、河东、霍西三大煤田的煤炭资源，开采面积为 788 平方公里，资源总量 92.7 亿吨。2009 年，原煤产量完成 3510 万吨，精煤产量完成 1437 万吨。目前除上市公司拥有的煤炭资产外还包括：白家庄矿、杜儿坪矿、官地矿、东曲矿、屯兰矿，以及官地、东曲和屯兰三个选煤厂。

图表 1 焦煤集团组织结构图



资料来源：华泰证券

表格 4 西山煤电集团除上市公司煤炭业务 单位：%、万吨

矿井名称	权益	煤种	产能
白家庄矿	100%	焦煤	190
杜儿坪矿	100%	配焦煤、动力煤	500
官地矿	100%	动煤、电精煤、喷吹煤	500
东曲矿	100%	焦煤、瘦煤和贫煤	400
屯兰矿	100%	焦煤、肥煤	500

资料来源：公司公告、华泰证券

◆ 小矿整合提升成长空间，产能释放仍需时日

2009 年 4 月，《山西省煤炭产业调整和振兴规划》出台，全力推进山西煤炭产业整合：到 2011 年，山西全省煤炭矿井总数由 2598 座减少到 1000 座，到 2015 年减到 800 座，计划到 2011 年，形成 3 个亿吨级和 4 个 5000 万吨级的大型煤炭集团。

公司先后参与山西古县、尧都、洪洞、安泽等地区的煤炭整合工作，获得了大量的优质资源，基本为焦煤或配焦煤，煤种经济价值较高，为公司将来产能扩展提供动力，但由于技改难度较大，短期内难以形成产能贡献利润，我们预计 2012 年开始实现收益。

表格 5 公司整合地方煤矿情况 单位：%、万吨

矿井名称	权益	煤种	规划产能	储量	整合目标
临汾古县		主焦煤	330	15786	4×60+2×45
临汾尧都		贫瘦煤	90	5007	90
洪洞	51%	1/3 焦煤、肥煤	120	11257	120
安泽	60%	焦煤、贫瘦煤	700	40000	200+500
合计			1240	72050	

资料来源：公司公告、华泰证券

二、兴县项目贡献业绩增长，煤电、煤焦联营延伸产业链

◆ 兴县业绩释放值得期待

晋兴能源是公司与华能国际、山西国际电力集团、山西省经济建设投资公司共同出资设立的控股子公司，四方股东对晋兴能源的持股比例分别为 80%、10%、8%、2%。晋兴能源是兴县矿区的唯一开发主体，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，煤炭资源储量达到 21.25 亿吨，可采储量 12.76 亿吨。目前开发的是斜沟矿和兴县矿。

随着兴县斜沟矿的投产，晋兴能源成为今明两年公司业绩增长的主要动力。兴县矿区斜沟矿由于工作面液压支架问题，上半年产量不到 500 万吨，目前新井生产正常，预计下半年贡献 700-800 万吨产量，全年产量在 1200 万吨左右，2011 年能够达产。以 1500 万吨产量，气精煤洗出率为 20%，总洗出率为 85%来测算，年生产气精煤 300 万吨，混煤 800 万吨，原煤 200 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 30%以上，预计 2011 年投产，2013 年达产。

表格 6 晋兴能源盈利预测

项目	2010E	2011E	2012E	2013E
原煤产量（万吨）	1200	1500	2000	2500
原煤销量（万吨）	180	200	200	250
洗精煤销量（万吨）	240	300	500	650
洗混煤销量（万吨）	600	800	1000	1200
原煤价格（元/吨）	320	320	320	320
洗精煤价格（元/吨）	800	800	800	800
洗混煤价格（元/吨）	400	400	400	400
生产成本（元/吨）	150	160	160	160
洗选费用（元/吨）	50	50	50	50
期间费用（元/吨）	50	50	50	50
营业收入（万元）	486000	620000	860000	1075000

营业成本（万元）	240000	315000	420000	525000
净利润（万元）	184500	228750	330000	412500

资料来源：华泰证券

兴县斜沟矿投产的同时，其配套项目岢瓦铁路（岢岚-瓦塘专线）一期工程也已通车，为斜沟矿井煤炭的运输提供保证。岢瓦铁路线路全长 56.66 公里，其中一期工程岢岚至魏家滩线路长 49.16 公里，运力 1800 万吨，二期可达 2300 万吨。岢瓦铁路一期工程于 2009 年 6 月通车，基本上能够满足 1500 万吨的斜沟矿井的煤炭外运。

◆ 煤电、煤焦联营延伸产业链

公司电力业务的主要生产企业为山西兴能发电公司、山西西山热电公司和矸石电厂。兴能公司古交电厂二期 2×60 万千瓦工程，预计在 2010 年下半年两台机组将先后投入商业运行；西山热电 MNS 煤泥综合利用工程预计也在 2010 年竣工。

表格 7 公司电力业务情况 单位：万千瓦、元/千瓦时

项目名称	权益	装机	上网电价	备注
兴能一期	55%	2×30	0.32	已投
西山热电	91.65%	3×5	0.33	已投
矸石电厂		0.72	0.37	已投
兴能二期	55%	2×60		2010 年投产

资料来源：华泰证券

近年来，虽然公司上网电价有所上涨，但电厂采购煤价逐年上涨，上网电价的上调未抵消电厂用煤价格的上涨，导致公司电力业务的盈利能力逐渐下降。但预计随着兴县煤矿以及西山热电 MNS 煤泥综合利用工程的投产，燃料成本压力将有所缓解，盈利能力会有积极变化。

表格 8 兴能二期 2×60 万千瓦机组电厂盈利测

	中性预计	乐观预计
装机容量（万千瓦）	120	120
利用小时（小时）	5500	6000
发电量（亿千瓦时）	66	72
上网电量（亿千瓦时）	62	67.68
厂用电率	6%	6%
上网电价（元/千瓦时）	0.32（同一期电价）	0.32（同一期电价）
营业收入（亿元）	16.96	18.51
标煤单价（元/吨）	540（不含税）	540（不含税）
燃料成本（亿元）	11.16	12.18
折旧（亿元）	2.25	2.25
财务费用（亿元）	1.8	1.8
其它（亿元）	0.85	0.93
营业利润（亿元）	0.9	1.35
净利润（亿元）	0.68	1.01

资料来源：华泰证券

2009 年公司打造煤焦产业链的战略规划稳步推进，完成对焦煤集团西山煤气化公司的收购，与首钢共同出资设立了京唐西山焦化公司。

表格 9 公司焦化业务情况 单位：万千瓦、元/千瓦时

项目名称	权益	项目	备注
西山煤气化	100%	60 万吨清洁焦化及余热利用发电项目	
	100%	60 万吨焦化技改扩建暨古交起源替代项目	2010 年底投产
山西焦化	15.56%	240 万吨焦炭、30 万吨煤焦油、20 万吨甲醇、14 万吨尿素	已投
京唐钢铁	50%	420 万吨冶金焦项目	投产

资料来源：华泰证券

2009 年 6 月份公司完成对煤气化公司收购，目前正在建设两个焦化项目：焦化一厂扩建 60 万吨古交城市气源替代项目、焦化二厂新建 60 万吨清洁型热回收焦炉项目。预计到 2010 年底，两个项目将全部建成投产，届时西山煤气化将形成 120 万吨焦化生产规模。2009 年，公司与首钢京唐钢铁联合公司共同出资设立了唐山首钢京唐西山焦化公司，双方各占注册资本的 50%。预计 2010 年末，一期工程 420 万吨/年焦炭项目将达产。预计未来两年，随着西山煤气化两个焦化项目和首钢京唐焦化一期项目的逐步投产，公司焦化产业的经营规模将扩大，销售收入将逐渐提高。

三、盈利预测与评级

◆ 基本预测

(1) 产量测算:2009 年公司原煤产量 1855.6 万吨，其中斜沟矿开采 580.66 万吨，西曲、镇城底、马兰、西铭矿合计生产 1275 万吨，基本达到核定产能，公司 2010 年原煤增量主要来自斜沟矿的增产，预计全年实现产能 2475 万吨，低于公司年初 2780 万吨的生产计划。随着兴县矿区的逐步达产，我们预计 2011-2013 年公司煤炭产量分别为：2775 万吨、3275 万吨、3775 万吨。以此为基础测算商品煤销售量。对于地方小煤矿整合，我们暂不纳入测算。

表格 10 公司煤炭销量预测 单位：万吨

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
洗精煤	1013	1004	1230	1290	1490	1640
其中：焦精煤	241	249	240	240	240	240
肥精煤	389	407	400	400	400	400
瘦精煤	235	210	210	210	210	210
电精煤	148	138	140	140	140	140
气精煤			240	300	500	650
原煤	457	631	810	830	830	880
洗混煤	146	144	740	940	1140	1340
合计	1616	1779	2780	3060	3460	3860

资料来源：华泰证券

(2) 价格测算：公司从 2010 年 2 月 1 日起上调部分产品价格，其中，公司焦精煤车板含税价由 1215 元/吨上调至 1365 元/吨；肥精煤车板含税价由 1330 元/吨上调至 1510 元/吨；瘦精煤车板含税价由 960 元/吨上调至 1060 元/吨；电精煤车板含税价由 600 元/吨上调至 660 元/吨；5300 大卡混煤车板含税价由 480 元/吨上调至 530 元/吨。公司 85%煤炭采用长协价签订，长协价较市场价低 50-100 元/吨，以此测算各煤种销售价格，保守预计不考虑涨价因素。

表格 11 公司煤炭价格预测 单位：万吨

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
焦精煤	1182	947	1050	1050	1050	1050
肥精煤	1183	992	1100	1100	1100	1100
瘦精煤	849	743	820	820	820	820
电精煤	469	508	550	550	550	550
气精煤			800	800	800	800
原煤	317	290	320	320	320	320
混煤	254	239	370	380	390	400

资料来源：华泰证券

(3) 西曲、镇城底、马兰、西铭矿原煤生产成本为 380 元/吨，兴县原煤生产成本为 200 元/吨；

(4) 2010-2012 年资本性支出为 35 亿元。

◆ 公司评级：推荐

10-12 年公司营业收入分别达到 179.73 亿、219.94 亿、249.48 亿，实现每股收益分别为 1.34 元、1.4 元、1.6 元，2010 年动态 PE 略高于行业平均水平，考虑到公司具备的高成长性以及资源的稀缺性，我们认为公司享受一定溢价是合理的，公司合理价格区间为 20-26.6 元，仍维持“推荐”评级，6 个月目标价位为 25 元。

表格 12 盈利预测

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2010E	2011E	2012E	会计年度	2010E	2011E	2012E
流动资产	14938	20123	25882	营业收入	17973	21994	24948
现金	10093	14064	19021	营业成本	8399	11313	12739
应收账款	719	880	998	营业税金及附加	306	374	424
其他应收款	250	306	347	营业费用	661	809	918
预付账款	672	905	1019	管理费用	2067	2529	2869
存货	387	522	587	财务费用	264	291	296
其他流动资产	2817	3447	3910	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	14387	14341	13667	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	2892	2892	2892	投资净收益	0	100	180
固定资产	9322	10063	9783	营业利润	6276	6777	7882
无形资产	185	185	185	营业外收入	0	0	0
其他非流动资产	1988	1201	808	营业外支出	0	0	0
资产总计	29325	34465	39549	利润总额	6276	6777	7882
流动负债	6622	7861	8547	所得税	1569	1694	1970
短期借款	1180	1180	1180	净利润	4707	5083	5911
应付账款	2636	3550	3998	少数股东损益	502	678	867
其他流动负债	2807	3131	3369	归属母公司净利润	4205	4405	5044
非流动负债	7164	7664	7914	EBITDA	7331	8114	9352
长期借款	4207	4707	4957	EPS (元)	1.33	1.40	1.60
其他非流动负债	2957	2957	2957	主要财务比率			
负债合计	13786	15525	16461	会计年度	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1756	2433	3300	成长能力			
股本	3151	3151	3151	营业收入	45.7%	22.4%	13.4%
资本公积	939	939	939	营业利润	109.4%	8.0%	16.3%
留存收益	8967	11690	14973	归属于母公司净利润	88.6%	4.8%	14.5%
归属母公司股东权益	13783	16506	19788	获利能力			
负债和股东权益	29325	34465	39549	毛利率 (%)	53.3%	48.6%	48.9%
现金流量表				净利率 (%)	23.4%	20.0%	20.2%
单位: 百万元				ROE (%)	30.5%	26.7%	25.5%
会计年度	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	44.2%	48.1%	58.6%
经营活动现金流	7357	6345	7085	偿债能力			
净利润	4707	5083	5911	资产负债率 (%)	47.0%	45.0%	41.6%
折旧摊销	791	1046	1174	净负债比率 (%)	41.16%	39.77%	39.03%
财务费用	264	291	296	流动比率	2.26	2.56	3.03
投资损失	0	-100	-180	速动比率	2.20	2.49	2.96
营运资金变动	1611	16	-123	营运能力			
其他经营现金流	-16	8	6	总资产周转率	0.68	0.69	0.67
投资活动现金流	-2945	-900	-320	应收账款周转率	29	27	26
资本支出	2000	1000	500	应付账款周转率	3.47	3.66	3.38
长期投资	951	0	0	每股指标 (元)			
其他投资现金流	5	100	180	每股收益 (最新摊薄)	1.33	1.40	1.60
筹资活动现金流	222	-1473	-1808	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.33	2.01	2.25
短期借款	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.37	5.24	6.28
长期借款	1000	500	250	估值比率			
普通股增加	727	0	0				

资本公积增加	0	0	0	P/E	16.74	15.98	13.96
其他筹资现金流	-1505	-1973	-2058	P/B	5.11	4.27	3.56
现金净增加额	4634	3971	4957	EV/EBITDA	10	9	8

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。