

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

执业证书编号： S0490510120022

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

调研报告：看好兴县盈利增长及焦煤持续提价能力

事件描述

近日我们调研了西山煤电，就公司近期发展情况进行了交流。主要观点如下：

- 公司本部矿井基本稳定，原煤和精煤产量稳定在 1300 万吨和 1000 万吨左右，未来业绩增长主要来源于价格的上涨。公司 2011 年 1 月起上调精煤价格，预计业绩贡献 0.25 元左右。
- 未来产量增长主要来源于兴县煤矿。兴县矿区一期二期产能分别为 1500 万吨，09 年实现原煤产量 580 万吨。预计 10 年-13 年兴县煤矿产量分别为 1200 万吨、2000 万吨、2500 万吨和 3000 万吨。测算 10-13 年兴县矿 EPS 贡献分别为 0.35 元、0.86 元、1.32 元和 1.68 元。
- 公司整合煤矿权益产能 695 万吨，预计 2012 年开始逐步贡献利润。假设吨煤盈利为 200 元，则 2012-2015 年的业绩贡献分别为 0.08 元，0.17 元，0.31 元和 0.44 元。
- 西煤集团和焦煤集团煤炭产能分别为（不含股份公司）2000 万吨和 7000 万吨，山西省要求五大集团 2015 年前基本实现整体上市，预计在政府目标推动下，集团整体上市有望逐步推进。

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.013 元，1.665 元和 1.995 元，11 年 PE 为 14.5 倍，看好公司兴县矿达产带来的业绩提升，以及持续提价和资源获取的能力。维持“推荐”评级。

事件评论

第一，本部产量基本稳定，近期精煤价格调整成为 2011 年业绩增长重要来源

09 年和 10 年上半年，公司原煤产量分别为 1856 万吨和 1088 万吨。其中本部四矿：西铭矿、西曲矿、镇城底矿和乌兰矿产能为 1280 万吨，近几年产量基本稳定。预计 2010 年和 2011 年本部盈利增长主要来源于：

- 09 年本部产量为 1275 万吨，其中西铭矿由于透水事故影响 60 万吨产量，预计 2010 年产量为 1340 万吨左右；
- 10 年公司 1 月和 2 月两次上调精煤价格，其中焦精煤、肥精煤和瘦精煤的上调幅度分别为 240 元/吨、300 元/吨和 130 元/吨；
- 11 年公司本部煤矿安全费用由 40 元/吨上调至 67.5 元/吨，负面影响 EPS 约 0.08 元；
- 公司于 11 年 1 月再次起上调部分产品价格，其中，优质冶炼精煤、稀缺冶炼精煤、瘦精煤和气精煤分别上调 100 元/吨、150 元/吨、120 元/吨和 120 元/吨，调整后价格为 1465 元/吨、1660 元/吨、1180 元/吨和 1020 元/吨。考

虑到公司瘦精煤主要从母公司采购，利润增厚幅度不大，因此考虑焦精煤、肥精煤和气精煤提价对业绩的提升，中性假设下 EPS 增厚幅度为 0.25 元。

表 1: 2011 年各精煤煤种上调幅度约 10%

	2008.1	2008.4	2008.6	2008.8	2008.11	2009.3	2009.8	2010.1	2010.2	2011.1	本次幅度
优质冶金焦煤	810	1040	1425	1725	1225	1025	1125	1215	1365	1465	7.3%
稀缺冶金焦煤	860	1105	1490	1790	1290	1090	1210	1330	1510	1660	9.9%
瘦精煤	670	770	1070	1330	830	830	930	960	1060	1180	11.3%
气精煤									900	1080	13.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 中性假设下精煤提价 EPS 提升 0.25 元

	2009	2010E	2011E	提价幅度 (元/吨)	利润增加 (亿元)	净利润增加 (亿元)	EPS (元)
焦精煤销量	249	250	250	100	2.14	1.60	0.05
肥精煤销量	407	400	400	150	5.13	3.85	0.12
气精煤销量		120	300	120	3.08	2.31	0.07
瘦精煤销量	210	240	240	120	2.46	1.85	0.06
合计	866	1010	1190	490	12.80	9.60	0.30
合计（除瘦精煤）					10.34	7.76	0.25

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，兴县矿是 2010-2012 年产量增长的主要来源，预计 11 年-13 年分别贡献 EPS 为 0.86 元、1.32 元和 1.68 元

兴县矿区一期二期产能分别为 1500 万吨，09 年实现原煤产量 580 万吨。其中兴县一期已投产，二期计划于 2011 年底投产。预计 10 年-13 年兴县煤矿产量分别为 1200 万吨、2000 万吨、2500 万吨和 3000 万吨。测算 10-13 年兴县矿 EPS 贡献分别为 0.35 元、0.86 元、1.32 元和 1.68 元。

表 3: 预计兴县煤矿 10 年-13 年分别贡献 EPS 为 0.35 元、0.86 元、1.32 元和 1.68 元

项目	2010E	2011E	2012E	2013E
原煤产量-万吨	1200	2000	2500	3000
商品煤销量-万吨	1140	1860	2310	2740
原煤销量-万吨	600	600	600	400
价格	320	350	368	386
洗精煤销量-万吨	120	300	600	800
价格	780	820	820	820
洗混煤销量-万吨	420	960	1110	1540
价格	360	400	400	400

营业成本-亿元	160	160	160	160
期间费用-亿元	80	80	80	80
总收入-亿元	43.7	84.0	115.7	142.6
成本费用-亿元	28.8	48.0	60.0	72.0
净利润-亿元	11.2	27.0	41.7	53.0
少数股东损益-亿元	2.2	5.4	8.3	10.6
EPS	0.35	0.86	1.32	1.68

资料来源：长江证券研究部

第三，整合煤矿权益产能 695 万吨，预计 2012 年开始盈利

公司整合煤矿主要包括整合煤矿：临汾古县煤矿，临汾尧都煤矿和西山道光煤业，以及安泽县新建煤矿。

- 技改矿：（1）古县：主焦煤，330 万吨，51%；（2）尧都：贫瘦煤，90 万吨，51%；（3）道光煤业：1/3 焦煤，120 万吨，51%；技改矿预计 2011 开工，2012-2013 年年逐步达产；
- 新建矿：安泽县：60%，200 万吨主焦煤，500 万吨贫瘦煤。预计 2012 年中期开工，2 年建设期。
- 预计整合煤矿 2012 年整合资源开始贡献业绩，假设吨煤盈利为 200 元，则 2012-2015 年的业绩贡献分别为 0.08 元，0.17 元，0.31 元和 0.44 元。

表 4：公司主要煤矿资源一览

煤矿名称	占比	核定产能 (万吨/年)	储量 (亿吨)	煤种	2012E	2013E	2014E	2015E
临汾古县	51%	330	1.58	主焦煤	150	330	330	330
临汾市尧都区	51%	90	0.5	贫瘦煤	45	90	90	90
西山道光煤业	51%	120	1.13	1/3 焦煤	60	120	120	120
唐城煤矿	60%	200	1	主焦煤			100	200
冀氏煤矿	60%	500	3	贫瘦煤			250	500
合计		1240	7.21		255	540	890	1240
权益产量					130	275	485	695

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，西煤集团和焦煤集团煤炭产能分别为（不含股份公司）2000 万吨和 7000 万吨，根据省政府目标整体上市有望逐步推进

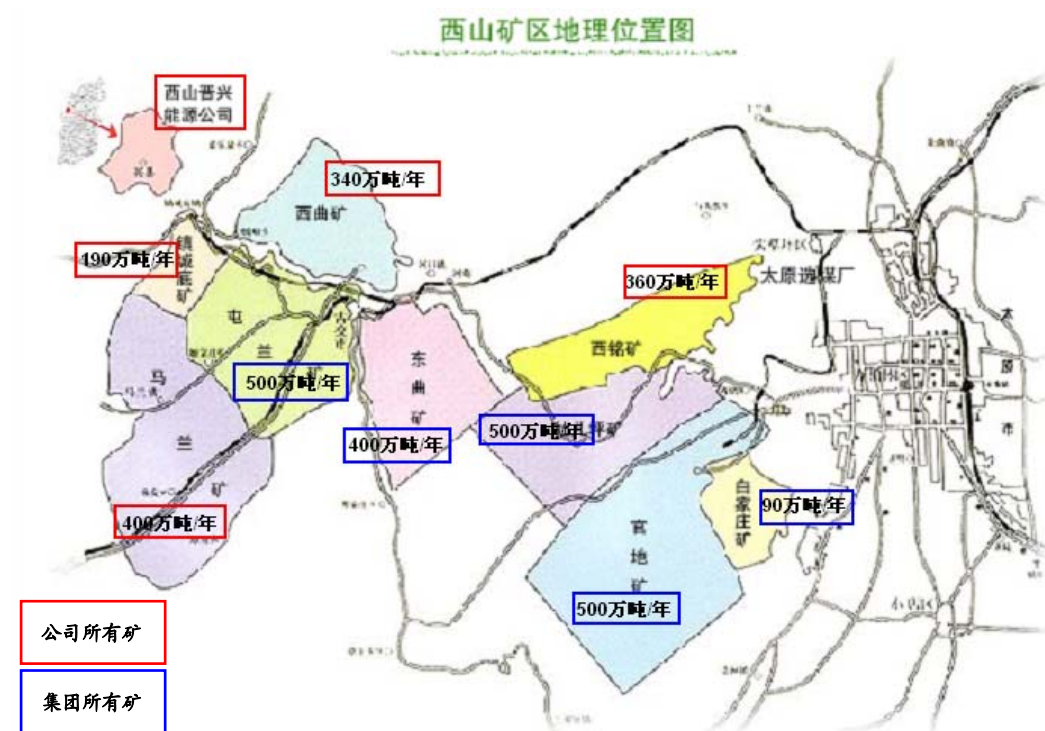
根据相关媒体报道，2010 年焦煤集团产量超过 1 亿吨，其中西山煤电集团约 4600 万吨，分别是上市公司的 4 倍和 1.8 倍。焦煤集团旗下除西山煤电集团外，还有汾西矿业、霍州煤电和华晋焦煤三个公司，产能合计约 5000 万吨。

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。预计在政府目标的推动下，焦煤集团整体上市有望逐步推进。

表 5：山西焦煤集团产量与产能

矿井名称	核定产能	2010H1 产量	2009 产量	2008 产量	2007 产量
山西焦煤集团	9871	4638	8079	8029	7237
西山煤电	4781	2030	3511	3500	3360
汾西矿业	2800	1454	2269	2211	2001
霍州煤电	1990	1017	2016	2010	1610
华晋焦煤	300	137	283	308	266

资料来源：长江证券研究部

图 1：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 6: 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

第五, 预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.013 元, 1.665 元和 1.995 元, 维持“推荐”评级

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.013 元, 1.665 元和 1.995 元, 对应的 PE 分别为 23.78 倍, 14.47 倍和 12.08 倍。看好公司持续提价和资源获取的能力, 以及未来资产注入的预期。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	21964	27640	37219	货币资金	5459	6094	11292	16787
营业成本	7026	13619	15568	22130	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5311	8345	12072	15089	应收账款	941	1692	2129	2867
% 营业收入	43.1%	38.0%	43.7%	40.5%	存货	324	545	621	884
营业税金及附加	207	369	465	626	预付账款	2379	4637	5286	7526
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	5	10	12	17
销售费用	454	769	967	1303	流动资产合计	11042	16272	23487	33664
% 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	2526	3179	4280	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	174	100	51	投资性房地产	49	49	49	49
% 营业收入	0.9%	0.8%	0.4%	0.1%	固定资产合计	9987	8638	7033	5259
资产减值损失	6	41	23	39	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	10	6	10
营业利润	2996	4467	7338	8791	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	24.3%	20.3%	26.5%	23.6%	资产总计	23270	27047	32644	41042
营业外收支	77	0	0	0	短期贷款	1468	0	0	0
利润总额	3073	4467	7338	8791	应付款项	2205	3630	4138	5892
% 营业收入	24.9%	20.3%	26.5%	23.6%	预收账款	995	1757	2211	2977
所得税费用	777	1117	1835	2198	应付职工薪酬	430	795	906	1290
净利润	2296	3350	5504	6593	应交税费	416	594	920	1129
归属于母公司所有者					其他流动负债	253	496	577	813
的净利润	2229.7	3193.6	5247.0	6285.3	流动负债合计	5766	7273	8753	12101
少数股东损益	66	156	257	308	长期借款	3207	3207	3207	3207
EPS (元/股)	0.71	1.01	1.67	1.99	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	3975	7362	7761	负债合计	11954	12860	13739	16488
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	10063	12777	17237	22580
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	1410	1667	1975
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	11316	14187	18904	24554
固定资产投资	-3409	-620	-676	-672	负债及股东权益	23270	27047	32644	41042
其他	-1552	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-5021	-620	-676	-672		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	2956	-600	-600	-600	EPS	0.708	1.013	1.665	1.995
股权融资	84	0	0	0	BVPS	4.15	5.27	7.11	9.32
银行贷款增加 (减少)	2036	-1468	0	0	PE	34.06	23.78	14.47	12.08
筹资成本	710	-653	-887	-994	PEG	0.83	0.58	0.35	0.29
其他	-1416	0	0	0	PB	5.81	4.57	3.39	2.59
筹资活动现金流净额	4369	-2720	-1487	-1594	EV/EBITDA	18.35	10.95	6.85	5.36
现金净流量	2403	635	5199	5495	ROE	22.2%	25.0%	30.4%	27.8%

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
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。