

西山煤电 (000983.SZ) 煤炭行业

评级: 买入 维持评级

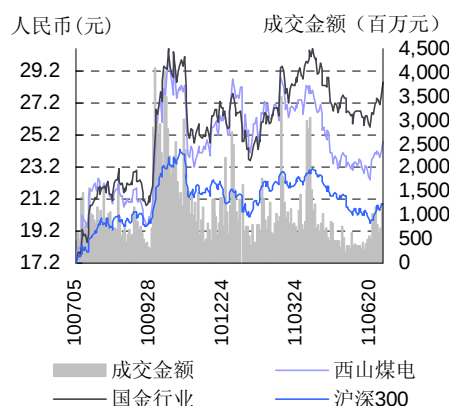
公司研究

市价(人民币): 24.76 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,472.17
总市值(百万元)	78,023.71
年内股价最高最低(元)	29.96/17.20
沪深 300 指数	3049.74
深证成指	12178.08



相关报告

1. 《2011 年焦煤价格上涨如期而至》，2010.12.31
2. 《负面影响好于预期、维持买入评级》，2010.12.28

郝征 分析师 SAC 执业编号: S1130511030014
(8610)66216815
haoz@gjzq.com.cn

稀缺煤种系列: 逐步走出低谷、估值重回龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.440	0.92	0.839	1.255	1.765
每股净资产(元)	3.47	3.81	3.61	4.77	5.03
每股经营性现金流(元)	1.43	1.86	1.14	1.56	1.83
市盈率(倍)	17.76	27.62	30.28	20.25	14.39
行业优化市盈率(倍)	17.82	23.62	23.76	23.76	23.76
净利润增长率(%)	231.37%	-36.47%	18.6%	49.54%	40.69%
净资产收益率(%)	21.95%	23.51%	23%	26.28%	28.25%
总股本(百万股)	2424.00	2424.00	3151.2	3151.2	3151.2

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **资源至纯、产量之大，当之无愧的中国“焦煤之王”**：中国煤炭资源中稀缺性煤种当属炼焦煤。我国炼焦煤的 50% 储量分布在山西地区，而山西焦煤集团集中几乎全省优质焦煤资源。从煤炭工业协会的排名来看，2010 年山西焦煤集团以 8079 万吨产量位居全国第三、焦煤企业之首。
- **铁路进度加快可能促进业绩超预期**：公司业绩弹性取决于兴县铁路改造进度。万吨列改造自 2010 年始，预计 2011 年下半年-2012 年可完成。我们谨慎按照 2011-2013 年 2870、3490、4530 万吨估算，即兴县 2011-2013 年释放 1500、2000、2500 万吨。如果苛瓦、宁苛铁路 2011 年提前完工则将提前产量释放进度和提升煤炭平均售价，公司业绩可能超预期。
- **2011 逐步走出低谷、2012-2013 面临大发展**：2014 年晋豫鲁中部大通道铁路建成，煤炭将下水日照港，兴县所在区域面临大发展机遇，盈利能力进一步提高。（公司债跟踪报告披露和美锦能源集团合作（51%）的兴县周边 10 亿吨储量煤田的开发正在谈判）。同时整合矿井 2012 年开始放量，增加产能 1250 万吨以上。

投资建议: 买入

- 我们认为公司天然的焦煤基地地位未得到市场充分认识，同时吨煤盈利能力与盘江股份相当，但是吨产能市值明显低于后者。
- 下半年开始，公司面临铁路改造完成、合同煤价上涨的催化剂，当前估值面临修复。逐步走出经营低谷，估值有望重回龙头。

盈利预测与目标价

- 我们仅考虑今年合同价格目前涨幅和产量的谨慎预测，2011-2013 年预计实现 EPS 为 1.255、1.765、2.331 元/股。
- 我们参考山西同类冶金煤企业以及冀中能源和盘江股份的吨产能市值比较，给予公司未来 6-12 个月 28.82 元—31.39 元目标价位，相当于 22.9x2011PE 和 16.32x12PE。

风险

- 系统性风险；苛瓦铁路、宁苛铁路改造慢于预期；煤价下跌风险。

内容目录

稀缺煤种系列之一：炼焦煤的保护性开发	4
重申稀缺资源保护性开发开创煤炭开采的新纪元	4
山西坐拥全国最多炼焦煤优质资源、焦煤集团焦煤资源全国第一	4
国际炼焦煤价格也享有资源溢价	7
逐步走出低谷、重归龙头——投资西山煤电的价值所在	8
核心竞争力——洗精煤外销量占山西全省近 30%	8
现有矿井纯优质焦煤资源，稳定贡献未来 5-10 年 4000 万吨以上产能	8
整合、新建矿井：集中贡献 2012 年及以后，合计产能 1200-2200 万吨	9
短期苛瓦铁路扩能增强兴县盈利、长期沿晋豫鲁铁路通道下水日照港	9
焦煤集团战略定位——全国最大的焦煤基地；三倍于上市公司体量 ...	11
集山西省内最优质资源的亿吨级国内最大焦煤集团	11
与省内外煤炭集团的比较：焦煤资源产量全国第一、超贵州盘江集团	12
盈利逐步走出低谷、估值期待修复：目标价 28.82 元—31.39 元 ...	14
盈利预测：预计 2011-2013 年公司实现 EPS 为 1.255、1.765、2.331 元/股	14
逐步走出低谷、估值重回龙头：目标价 28.82 元—31.39 元	15
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：中国煤炭资源分布图	4
图表 2：全国炼焦煤储量看，前三位分别为：山西、安徽、山东，其次为贵州、河南、河北等地合计 31%。	5
图表 3：全国历年炼焦煤产量，近 5 年增速均低于 5%	5
图表 4：1990-2008 年炼焦煤细分煤种的产量历史数据	6
图表 5：全国历年分省份炼焦煤产量（单位：万吨）	6
图表 5：煤炭工业协会：2010 年全国煤炭企业产量 50 强前十名	7
图表 7：日澳历年谈判价格：焦煤对动力煤溢价明显	7
图表 8：同样时段动力煤价格上涨幅度明显小	7
图表 9：山西省洗精煤年产量中焦煤集团占比近 30%	8
图表 10：公司主要资产情况，2013 年可达 5000 万吨产能，未来两年增速 20%以上	8
图表 11：2014 年兴县通过晋鲁豫铁路中通道下水日照港	10
图表 12：目前兴县产煤均要通过宁武枢纽外运，宁苛线扩容后产量增长可保	10
图表 13：焦煤集团旗下各主力单位产能	12
图表 14：主力生产集团占据焦煤集团	12

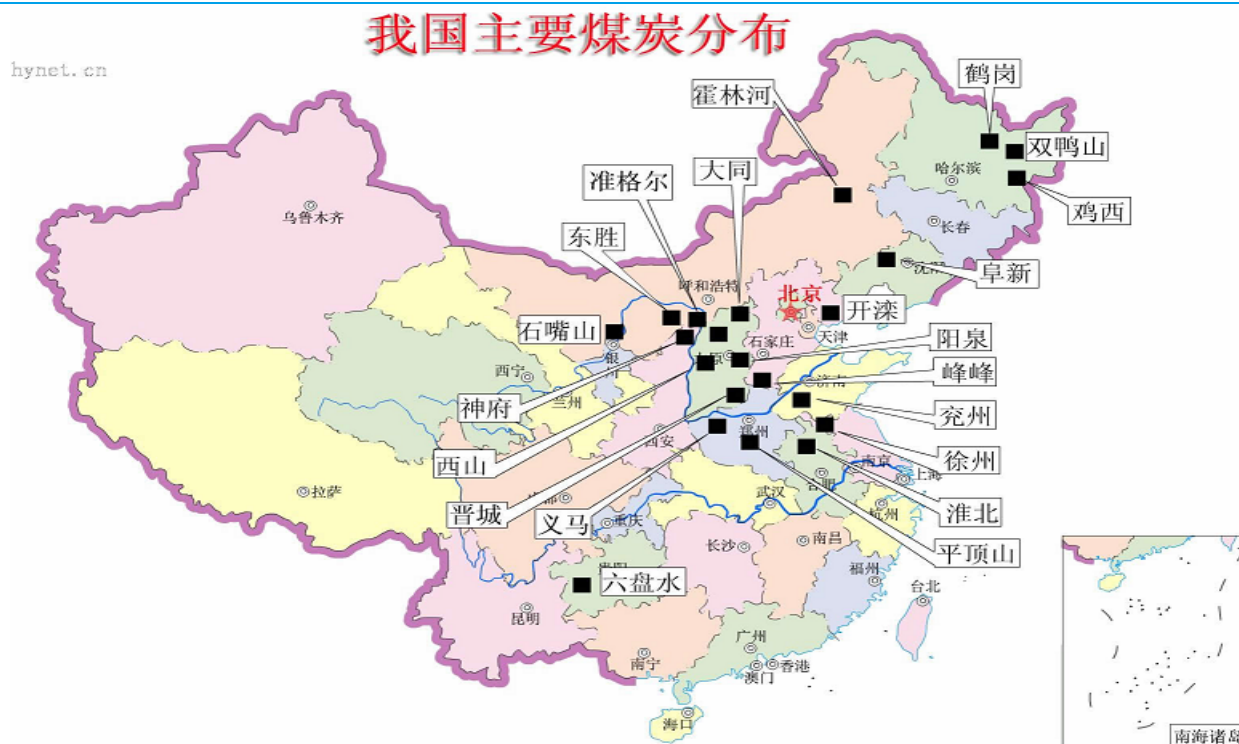
图表 15: 焦煤集团旗下焦炭业务核定产能 730 万吨	12
图表 16: 集团原煤生产情况 (万吨)	13
图表 17: 焦煤集团历年生产情况	13
图表 18: 与山西省和山东、河南炼焦煤大省比较	13
图表 19: 山焦集团产量居全国第三 (万吨,2009 年)	13
图表 20: 价格核心假设	14
图表 21: 历年产量核心假设	14
图表 22: 历年吨煤费用统计	15
图表 23: PE 角度具有估值修复动力	15
图表 24: PB 角度具备较冶金煤具备安全边际	15
图表 25: 吨产能市值角度面临估值修复机会	16

稀缺煤种系列之一：炼焦煤的保护性开发

重申稀缺资源保护性开发开创煤炭开采的新纪元

- 煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿提出，十二五期间要对中部稀缺性煤种实行保护性开采、大力开发西部煤炭开采。根据媒体披露，国家能源局正在就焦煤等稀缺煤种的保护性开发制定相关管理办法，有望于7月份出台。前几年，国土资源部曾委托中国煤炭工业协会，就制定稀缺煤种和特殊煤种开发管理办法进行相关研究工作。国家能源局曾派人前往山西等地，对稀缺煤种保护性开发工作进行调研。

图表1：中国煤炭资源分布图



来源：国金证券研究所、baidu

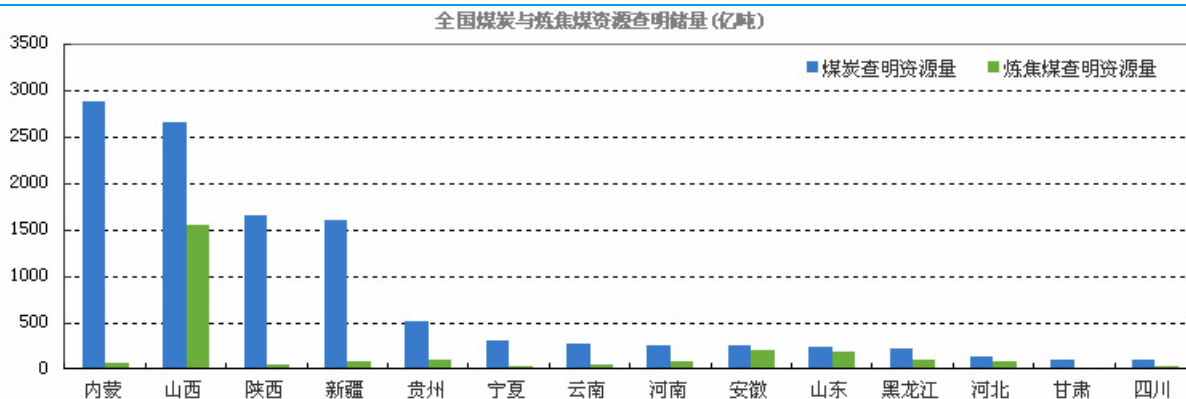
山西焦煤集团应为全国最大的优质焦煤生产集团，龙头地位延续几十年之久。

山西坐拥全国最多炼焦煤优质资源、焦煤集团焦煤资源全国第一

- 中国煤炭的远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙古、新疆等地，占全国的 94.9%、探明储量的 80.5%。晋陕蒙是我国中长期内稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青等地区。十二五看，出于对稀缺性煤种的保护，中国煤炭产量的增长点主要集中在内蒙古地区。
- 中国煤炭资源种类中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。
- 中国炼焦煤资源量约占世界炼焦煤总资源量的 15%。晋陕蒙区是中国炼焦煤的主产区，其中山西省炼焦煤储量占全国炼焦煤总储量 630 亿吨的 50% 以上。
- 我国炼焦煤预测资源量 13185.53 亿吨，主要分布在华北和西北地区。其中华北地区预测资源量最多，达 6898.51 亿吨，占全部预测量的 52.3%，西北地区次之，预测资源量达 5304.48 亿吨，占 40.2%，华南和东北地区仅有少量炼焦煤预测资源量，分别为 642.65 亿吨和 139.22 亿吨。

- 从储量角度看，炼焦煤资源查明储量全国前三名的省份分别为山西（查明资源储量 1551.84 亿吨，占比 55%）、安徽（200.22 亿吨，占比 7%）、山东（188.38 亿吨，占比 7%）。其余贵州、河南、河北等地 863.23 亿吨。

图表2：全国炼焦煤储量看，前三位分别为：山西、安徽、山东，其次为贵州、河南、河北等地合计 31%。

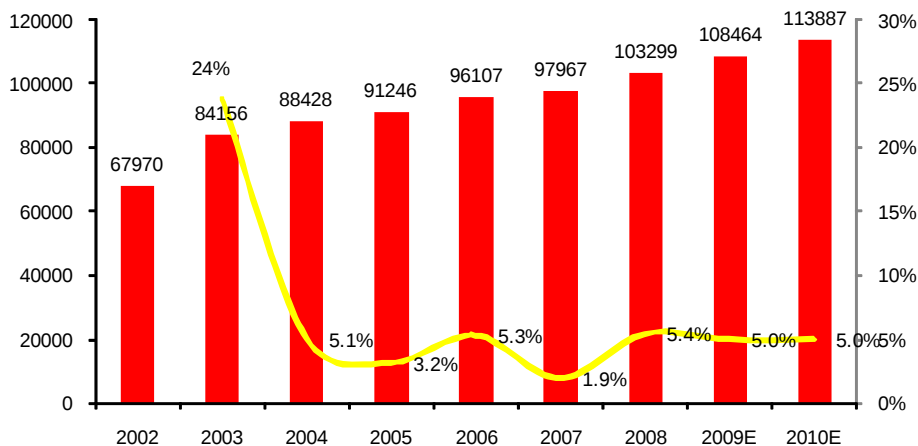


来源：国金证券研究所

资源稀缺性导致炼焦煤产量增速逐步下滑，占全国煤炭产量比例从 40% 以上下滑至 38% 左右。

- 过去五年年全国炼焦煤产量增速年化均低于 5%，明显低于同期全国煤炭产量 10% 左右的增速。2008 年全国炼焦煤年产量为 10.33 亿吨，占当年全国煤炭产量的 40%。假设按照年均 5% 的速率增长，至 2010 年全国炼焦煤产量约 11.39 亿吨，占煤炭总产量的 38%。

图表3：全国历年炼焦煤产量，近 5 年增速均低于 5%



来源：国金证券研究所

图表4：1990-2008 年炼焦煤细分煤种的产量历史数据

时间	合计	贫瘦煤	瘦煤	焦煤	肥煤	1/3焦煤	气肥煤	气煤	分不出牌号
1990	51277	1736	4921	9798	7574	6976	3929	12395	3946
1991	51827	1195	4650	9578	7919	7386	4167	11470	5462
1992	52746	1988	4750	10278	8061	7262	4501	11470	4437
1993	53999	2326	3553	9754	7245	7544	5543	11452	6582
1994	57246	1637	4525	10860	8622	8196	5253	12065	6087
1995	60749	2090	5159	11120	7873	8908	5889	13185	6525
1996	62277	1513	5327	11856	8200	10030	6592	11674	7086
1997	63756	2855	5094	10917	8398	10242	6915	11227	8107
1998	55387	3002	4414	11022	7542	9424	6244	10111	3628
1999	49912	2264	4140	8963	6508	9035	5344	11466	2193
2000	47425	2607	3486	8204	5841	9190	4911	11148	2038
2001	55090	3449	3408	9678	5537	11725	5183	14247	1863
2004	88427.99	5824.45	6402.13	18196.01	9180.99	14015.34	8788.77	23116.08	2904.22
2005	91246.47	6205.39	6057.5	21559.53	10175.94	14743.19	9678.15	21086.08	1740.7
2006	96107.45	6636.07	6717.37	23129.34	9534.96	14601.42	11935.9	22036.95	1515.44
2007	97967.06	7320.12	7339.54	22155.66	9419.47	13577.69	7580.11	28207.64	2366.83
2008	103298.99	7434.71	7110.54	22299.36	10304.84	15854.1	7878.1	29400.04	3017.3

来源：国金证券研究所、CCTD

山西、山东、河南、内蒙地区是中国炼焦煤的主要供应地。从可持续开采的潜力角度当属内蒙古、山西两地区。

- 分省份来看，中西部地区区占中国炼焦煤产量的 50%。2008 年的历史数据来看，山西省产量 2.4 亿吨，占比；其次为山东省 1.2 亿吨。河南河北合计 1.25 亿吨。以上四省份合计占比 47%。
- 而作为后备力量的内蒙古地区焦煤产量约 2000 万吨，如果考虑到神华集团 2500 万吨以上的规模，则内蒙古区域年产焦煤数量已经达到 4500-5000 万吨规模。
- 另外，云贵两省合计 9000 万吨的规模位列第六、七。

图表5：全国历年分省份炼焦煤产量（单位：万吨）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
全国	67969.8	84156.38	88427.99	91246.47	96107.45	97967.06	103298.99
山西省	14090.07	20989.52	23565.74	23441.04	24171.75	23419.34	23989.46
山东省	11729.91	13160.71	12829.39	12048.23	12608.86	12713.83	12044.09
中煤	2867.56	3464.53	4986.57	6031.02	7547.82	8899.65	9508.22
黑龙江	5734.21	6873.65	7774.65	7987.24	8286.33	8100.25	7590.83
河南省	4823.12	5892.14	6546.85	6147.24	6387.04	6788.75	7582.36
河北省	4338.78	4976.67	3958.22	4761.46	4960.6	5060.29	4991.2
贵州省	1943.04	5034.87	2691.54	3847.92	4593.18	4677.18	4911.01
云南省	1511.89	1962.8	2744.02	2879.63	2757.58	3566.72	4068.43
神华	964.24	1029.78	2044.41	1169.89	2061.25	2259.91	2527.35
陕西省	2257.07	2774.63	2805.03	1931.2	2550.38	1637	1924.91
内蒙古	655.37	2578.88	3637.41	1135.21	506.15	743.93	1862.68
新疆	290.09	304.55	330.52	315.3	338.66	367.53	390.32

来源：国金证券研究所、sxmt

2010 年全国煤炭产量 50 强中，山西焦煤集团位居第三，成为当之无愧的“焦煤之王”。

- 从中国煤炭工业协会公布的数据看，2010 年全国煤炭企业产量 50 强中，主要的炼焦煤企业为山西焦煤集团、陕西煤化工集团、安徽淮南矿业集团、河南煤化工集团、山西潞安矿业集团、山西阳泉煤业集团、河北冀中能源集团、贵州盘江煤电集团、以及开滦集团等等。其中山西焦煤集团以 8079 万吨的总产量位居排行榜第三位，成为炼焦煤企业之首。

图表6：煤炭工业协会：2010 年全国煤炭企业产量 50 强前十名

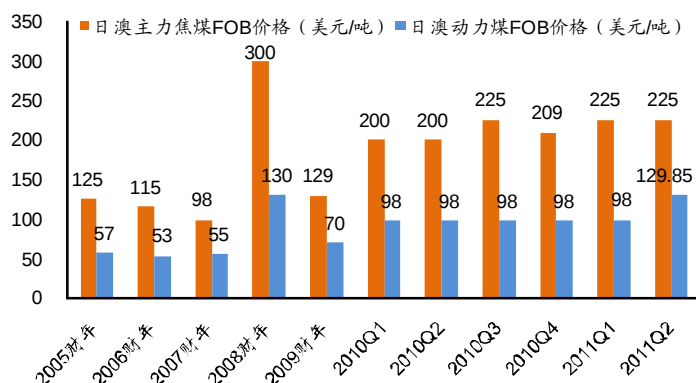
名次	企业名称	煤炭产量（万吨）
1	神华集团有限责任公司	32780
2	中国中煤能源集团有限公司	12505
3	山西焦煤集团有限责任公司	8079
4	山西大同煤矿集团有限责任公司	7450
5	陕西煤业化工集团有限责任公司	7100
6	安徽淮南矿业（集团）有限责任公司	6715
7	河南煤业化工集团有限责任公司	5698
8	山西潞安矿业（集团）有限责任公司	5509
9	黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	5494
10	山东兖矿集团有限公司	4970

来源：国金证券研究所

国际炼焦煤价格也享有资源溢价

- 历年日澳煤炭长协价格谈判中，炼焦煤较动力煤有明显溢价。同时炼焦煤的高弹性也体现在：澳洲 2010 年底的洪水导致澳洲主力焦煤 FOB 现货价格最高攀升至 320 美元/吨，直逼 2008 年初的高点。而动力煤现货价格仅维持在 110 美元上方波动。
- 去年底至今年一季度，伴随国际炼焦煤的上涨，动力煤价格仅从 110 美元低点上涨至 134 美元/吨，涨幅 24 美元/吨。

图表7：日澳历年谈判价格：焦煤对动力煤溢价明显



来源：国金证券研究所，注：2011 年 Q2 日本地震中断了炼焦煤谈判基本以现货成交

图表8：同样时段动力煤价格上涨幅度明显小



逐步走出低谷、重归龙头——投资西山煤电的价值所在

核心竞争力——洗精煤外销量占山西全省近 30%

- 公司隶属于山西省内最大的焦煤企业山西焦煤集团（持股比例 54.39%），拥有的焦煤资源近 30 亿吨。2010 年本部四个矿井原煤产量 1339 万吨、兴县斜沟煤矿一期年产量 1240 万吨。作为传统的焦煤类企业，公司销售煤种主要为洗精煤，2009-2010 年洗精煤销量分别为 1004.13 万吨、1167.1 万吨，占山西省历年外销洗精煤量近 30%。

图表9：山西省洗精煤年产量中焦煤集团占比近 30%

时间	合计	河北省	山西省	安徽省	山东省	河南省	贵州省	新疆区	中煤集团	神华集团	焦煤集团	占山西省比例
2006	13277.29	1674.82	2991.65	722.65	3356.56	749.07	395.53	134.31	320.58	600.93	869	29.0%
2007	14381.11	1857.55	3350.39	841.1	3319.38	964.07	351.83	143.21	345.5	772.21	885	26.4%
2008	14907.56	1939.79	3792.8	929.66	2721.47	983.68	367.78	180.95	510.95	704.19	1013	26.7%
2009	16063.51	2230.29	3859.33	1072.37	2783.73	761.36	375.09	175.55	428.76	1069.03	1004.43	26.0%
2010	18705.16	3358.43	4242.31	1136.67	3119.27	1009.78	464.72	167.08	612.33	1108.05	1167.1	27.5%

来源：国金证券研究所、sxcoal

现有矿井纯优质焦煤资源，稳定贡献未来 5-10 年 4000 万吨以上产能

- 公司现有四矿井产量稳定，本部资源储量共计 20.93 亿吨，可采储量共计 12.87 亿吨。目前主要增量的兴县矿区斜沟井田由原斜沟煤矿 6.6 平方公里扩大到 88.64 平方公里，公司控股兴县斜沟矿 75% 股权，该矿主产气精煤和 1/3 焦煤，预计可获各类资源量 21.25 亿吨，其中能利用储量 18.23 亿吨，设计可采储量 12.76 亿吨。
- 公司规划兴县矿区分两期建设，产能都为 1,500 万吨，计划到 2020 年矿井总设计能力达到 3,790 万吨/年，原煤设计入洗能力 4,140 万吨/年。
- 2009 年末兴县斜沟矿井一期已经投产，同时新建配套选煤厂也投入使用，2009 年一期矿井实现原煤产量 580 万吨，2010 年实现原煤产量 1,240 万吨。
- 目前二期项目进展顺利，预计 2012 年完成建设，届时将为公司再增加 1500 万吨/年产能。

经历 2010-2011 年上半年的低迷，公司将逐步走出经营低谷，值得重点关注

图表10：公司主要资产情况，2013 年可达 5000 万吨产能，未来两年增速 20% 以上

矿井	煤种	产能（万吨/年）	2009	2010	2011E	2012E	2013E	备注
本部四矿			1290	1194	1299	1290	1290	
西铭矿	瘦煤	360	324	360	360	360	360	本部可采储量12.87亿吨、资源储量共计20.93亿吨
西曲矿	主焦煤	340	336	349	340	340	340	
镇城底矿	主焦煤、肥煤	190	174	190	190	190	190	
马兰矿	主焦煤、肥煤	400	360	400	400	400	400	
兴县项目			609	1199	1500	2000	2500	
兴县（75%）一期	气精煤、1/3焦煤	1500	609	1199	1500	1500	1500	兴县总计资源量21.25亿吨，可采储量12.76
兴县（75%）二期	气精煤、1/4焦煤	1500				500	1000	
整合新建矿井：			1240	40	80	200	740	
1、山西临汾西山能源有限责任公司：			540	40	80	200	540	
临汾古县煤矿（51%）	主焦煤	330						
临汾尧都煤矿（51%）	贫瘦煤	90						
洪洞西山道光煤业（51%）	1/3焦煤	120						
2、安泽县西山永鑫煤业（60%）			700				200	
唐城煤矿	主焦煤	200						
冀氏煤矿	贫瘦煤	500						
3、谈判期项目：美锦能源集团合作开发兴县周边地区，产能800-1000万吨，储量10亿吨								
合计			2530	1803	2538	2870	3490	4530
增速					41%	13%	22%	30%

来源：国金证券研究所、公司公告、公司债评级报告

整合、新建矿井：集中贡献 2012 年及以后，合计产能 1200-2200 万吨

- 2011 年 4 月 8 日，公司成立山西临汾西山能源有限责任公司，对公司在临汾市所整合的煤矿行使出资、管理职权，并在临汾市开发相关煤矿项目。
 - 目前上市公司的整合煤矿包括：临汾古县煤矿、临汾尧都煤矿和洪洞西山道光煤业，公司均控股 51%，煤种为炼焦配煤，全部达产 540 万吨。2010 年实际产出 40 万吨，2011 年预计产出 80 万吨。全部产能将会在 2012~2013 年逐步释放。
- 2010 年 7 月公司公告成立新建煤矿：安泽县西山永鑫煤业，与山西永鑫煤焦化有限责任公司共同出资，公司控股 60%。公司合计产能 700 万吨，包括唐城煤矿和冀氏煤矿，煤种为主焦煤和贫瘦煤。预计达产时间为 2013 年。
 - 安泽县位于山西省临汾市东部，总面积 1,967 平方公里，煤炭储量面积达 1,372 平方公里，占全县面积的 70% 左右，总量达 105 亿吨，是目前还未大面积开发的煤炭资源大县，同时也是贫困县。在山西省“两区”发展规划中，安泽县被列入了重点发展区域。
 - 由于永鑫煤业属于国家非勘探区，新公司成立后要首先办理煤矿项目矿业权及煤矿项目建设核准手续，审批流程比较复杂，预计 2013 年左右能够投产。
 - 永鑫煤矿项目涵盖永鑫西山煤化工，包括 100 万吨/年供气供热焦化项目和 100 万吨/年甲醇、70 万吨/年二甲醚项目。
- 另外，公司还在和美锦能源集团合作开发兴县附近超过 10 亿吨储量的资源项目，产能在 800—1,000 万吨/年。未来将与兴县现有项目合并开采，有效保障资源可持续开采潜力。
- 综述，2012-2013 年伴随公司各矿井逐步释放，总产能达 5000 万吨，未来两年年均产量增速 20% 以上。

短期苛瓦铁路扩能增强兴县盈利、长期沿晋豫鲁铁路通道下水日照港

- 在斜沟矿井一期投产的同时，其配套项目苛瓦铁路（苛岚-瓦塘专线）一期工程也在 2009 年 6 月通车，为斜沟矿井煤炭的运输提供保证。苛瓦铁路线路全长 56.66 公里，其中一期工程苛岚至魏家滩线路长 49.16 公里，运力 1800 万吨；二期预计 2012 年底全部完工，运能可达 3,000 万吨。铁路建好后目前汽运成本可以节约 70 元/吨，同时销售渠道通畅可以促进精煤洗出率从目前 30% 左右基础上进一步提高至 60% 的合理水平。
- 山西中南部铁路通道是横跨晋豫鲁三省的一条大能力出海煤运铁路，是我国东西向的重要路网干线铁路，衔接京广、京九等国家南北向主要铁路干线，东至黄海沿海港口，全长 1260 公里，设计标准为国铁一级，双线电气化，时速 120 公里，年货运能力 2 亿吨，日客运能力 15 对，建设工期 4 年半，预计 2014 年竣工通车。
 - 山西中南部铁路通道形成了一条新的西煤东运能源运输大动脉，将进一步完善国家铁路网结构，大大缓解晋陕蒙煤炭能源基地的铁路运输压力。
 - 晋豫鲁铁路通道开工建设后将直接接入苛岚至瓦塘专用线（包括一期苛岚—魏家滩），直到日照港，届时西山煤电将从中受益。

兴县瓦塘

太原市

阳泉市

吕梁市

临县

柳林

蒲县

洪洞

长治

长治市

晋中市

晋城市

阳城县

沁阳市

安阳市

汤阴

新乡市

焦作市

濮阳市

济宁市

泰安市

济南市

聊城市

德州市

沧州市

衡水市

邢台市

邯郸市

石家庄市

唐山市

秦皇岛市

天津市

北京市

山东省

河南省

河北省

山西省

陕西省

甘肃省

青海省

宁夏回族自治区

内蒙古自治区

辽宁省

吉林省

黑龙江省

上海市

江苏省

浙江省

安徽省

江西省

湖北省

湖南省

广东省

广西壮族自治区

四川省

贵州省

云南省

西藏自治区

新疆维吾尔自治区

内蒙古自治区

宁夏回族自治区

青海省

甘肃省

陕西省

山西省

河南省

河北省

山东省

天津市

北京市

上海市

江苏省

浙江省

安徽省

江西省

湖北省

湖南省

广东省

广西壮族自治区

四川省

贵州省

云南省

西藏自治区

新疆维吾尔自治区

铁路全长 1260 公里，设计标准为国铁 I 级、双线电气化，设计时速 120 公里
设计货运能力 2 亿吨 / 年，客车 15 对 / 日，建设工期为 4 年半，预计 2014 年竣工

日照

临沂市

济宁市

泰安市

济南市

聊城市

德州市

沧州市

衡水市

邢台市

邯郸市

石家庄市

唐山市

秦皇岛市

天津市

北京市

山东省

河南省

河北省

山西省

陕西省

甘肃省

青海省

宁夏回族自治区

内蒙古自治区

辽宁省

吉林省

黑龙江省

上海市

江苏省

浙江省

安徽省

江西省

湖北省

湖南省

广东省

广西壮族自治区

四川省

贵州省

云南省

西藏自治区

新疆维吾尔自治区

制图：刘铁军

如果苛瓦铁路、宁苛铁路扩容改造提前实现将使得兴县产能去年1200万吨水平有效提升至1500-2000万吨，且销售结构优化。

- 根据我们调研了解，苛瓦铁路和其相连的宁苛线铁路目前在进行万吨列改造，预计下半年建好，届时运能预计可以大幅提高。
- 目前兴县项目的外运铁路线是通过苛瓦铁路走宁武-苛岚（宁苛线）、北同蒲线（太原一大同）、最后通过大秦线北上至港口。
- 兴县矿区产煤后由魏家滩编组后运往苛岚站，到达宁武货运枢纽后大部分选择北上，宁苛线到同蒲线，最终可以到达京唐港、曹妃甸港、或者通过大秦线到达秦皇岛港。
- 苛瓦铁路一期与宁苛铁路目前在同期进行万吨列改造。由于之前宁武线亏损，因此主要单线运行，运力无法满足兴县矿区释放进度。完成改造后，宁武到可苛线预计年完成运量可达 5000 万吨，预计 2011 年下半年-2012 年完成。可以说铁路扩能进度是影响兴县产量释放的关键因素，如果按照规划 2011 年下半年完成，则 2012 年公司产量增量有望达到 2500 万吨（按照公司总经理之前的讲话记录，兴县本应在 2010 年完成 3000 万吨的产量）。

- 10 -

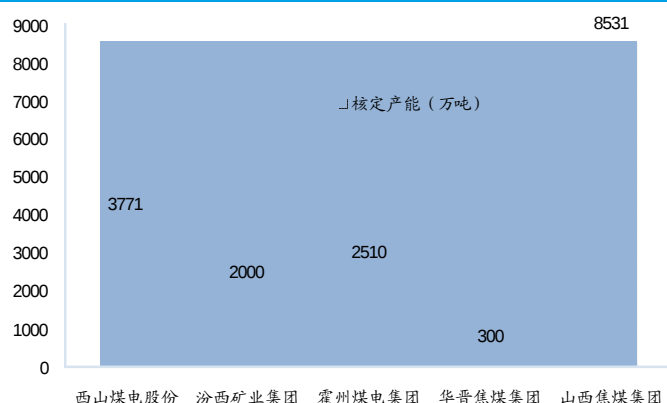
焦煤集团战略定位—全国最大的焦煤基地；三倍于上市公司体量

集山西省内最优质资源的亿吨级国内最大焦煤集团

- 山西焦煤集团有限责任公司成立于 2001 年 10 月 12 日，系经山西省人民政府批准成立的正厅级单位。由原西山煤电集团有限责任公司、山西汾西矿业(集团)有限责任公司、霍州煤电集团有限责任公司为主体组建，并经统一划拨，取得上述三个公司的全部国有资产（含土地使用权、采矿权和探矿权）设立的国有独资公司，注册资本 397,172 万元人民币，山西省国资委持股 100%。
- 山西省内年产约 2.5 亿吨炼焦煤，占全省产量的 42%，高于其他一般省份。省内焦煤资源大部分集中在焦煤集团旗下，山西焦煤集团年产量 8079 万吨占据近 50%的省内份额。工业储量 112.75 亿吨，可采储量 62.56 亿吨。旗下主要的煤炭生产集团为：
 - 1、汾西矿业集团主要煤种为焦煤、肥煤、贫瘦煤。地质含量 58 亿吨，现有 7 对在产矿井，核定产能 1075 万吨，以及 25 座在建矿井，整合矿井总产能达到 3000 万吨/年，平均产能 120 万吨/年。
 - 山西焦煤汾西矿业集团 2010 年原煤产量实现 3003.22 万吨，洗选能力突破 3080 万吨，2010 年精煤产量达 1404 万吨。截至 2009 年，汾西矿业资产总额 2,231,473 万元，营业收入 1,131,948 万元，利润总额 80,194 万元。
 - 2、霍州煤电集团公司矿井分布较为分散，涉及临汾、吕梁、长治三市和国家规划晋中基地内霍州、霍东、离柳、乡宁四个矿区，现有生产、基建矿井 11 座，生产和在建洗煤厂 7 座，坑口电厂 3 座，焦化厂 1 座。
 - 煤田总面积 1,020 平方公里，占有优质焦煤储量 21.80 亿吨（规划储量 80 亿吨），是 2003 年国家确定的重点开发的 13 个大型煤炭基地之一。
 - 现有原煤生产能力 1700 万吨，洗选能力 1300 万吨，发电装机容量 170MW，焦化能力 60 万吨。主导产品为冶炼精煤、电煤、焦炭。
 - 2008 年，公司原煤产量 2,985 万吨，销量 3,087 万吨。截至 2009 年 9 月 30 日，霍州煤电约达到资产总额 2,228,632 万元，营业收入 874,434 万元，利润总额 64,145 万元。
 - 3、华晋焦煤集团：2001 年 2 月改组为国有股份制企业，股东为中国中煤能源集团公司和山西焦煤集团有限责任公司，各 50%股份。公司的主要任务是开发建设山西河东煤田的离柳矿区和乡宁矿区，建设大型、特大型矿井和选煤厂。
 - 公司属于国家明确规定的保护性开发资源。离柳矿区井田面积 512.9 平方公里，地质储量 76.81 亿吨，可采储量 35.01 亿吨，煤种主要为低灰、低硫、特低磷、高发热量、强粘结性的优质主焦煤。乡宁矿区井田面积 180 平方公里，地质储量 23.42 亿吨，可采储量 10.36 亿吨，煤种主要为中灰、低硫、特低磷的优质瘦煤，是极好的炼焦配煤。
 - 2008 年，该公司原煤产量 458 万吨，销量 445 万吨。截至 2009 年，华晋焦煤资产总额约 959,274 万元，营业收入 227,706 万元，利润总额 5202 万元。
- 下表简要对比了焦煤集团下主力煤炭生产集团的盈利能力和收入指标：从历史最大产量角度，与西山煤电股份公司接近的为汾西矿业，2009 年实现 3000 万吨，营业收入实现 113.2 亿元。而同期西山煤电实现营业收入 123.37 万元，二者合计占集团比重达 30%。

如果未来焦煤集团整体上市，相当于 3 倍于目前上市公司产能，收入将实现两倍增长

图表13：焦煤集团旗下各主力单位产能



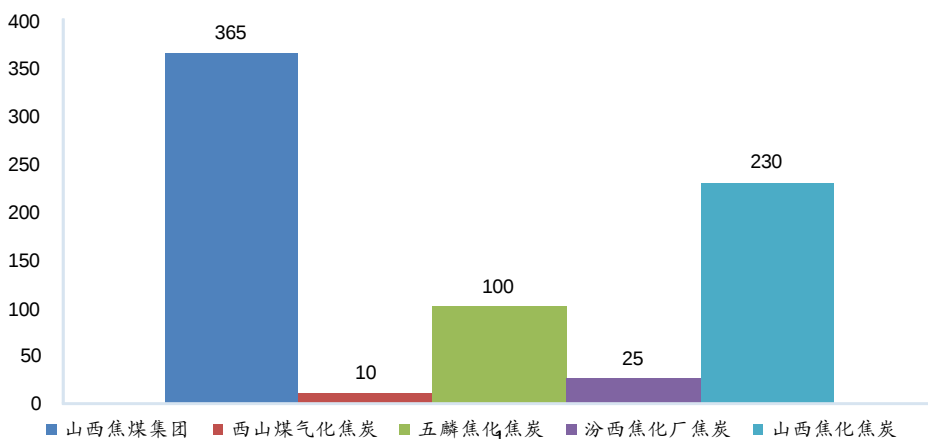
来源：国金证券研究所，注：利润份额数仅供参考，其余公司均未上市

图表14：主力生产集团占据焦煤集团

	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)
西山煤电股份	1233702	307328.9
汾西矿业集团	1131948	80194
霍州煤电集团	874434	64145
华晋焦煤集团	227706	5202
山西焦煤集团	7747800	401440
	营业收入份额	利润份额
西山煤电股份	16%	77%
汾西矿业集团	15%	20%
霍州煤电集团	11%	16%
华晋焦煤集团	3%	1%
山西焦煤集团	100%	100%

- 除以上主要煤炭生产集团外，焦煤集团还控股山西焦化集团、西山煤矿总公司（原西山矿务局未上市部分，年产原煤核定产能 1991 万吨，目前年产 1500 万吨左右）等煤炭、焦炭生产企业。
- 焦煤集团非煤业务主要涉及焦化、电力、建筑、贸易四部分。焦炭业务核定产能 730 万吨。焦炭生产的主要原材料为焦煤、1/3 焦煤、肥煤和瘦煤等。公司生产用原材料主要分为自给和外购两部分，2009 年 1-9 月公司焦炭生产所需原材料自给量分别占焦煤总使用量的 57.26%、1/3 焦煤总使用量的 48.59%、肥煤总使用量的 79.36%、瘦煤总使用量的 99.28%。

图表15：焦煤集团旗下焦炭业务核定产能 730 万吨



来源：国金证券研究所、公司债发行公告

与省内外煤炭集团的比较：焦煤资源产量全国第一、超贵州盘江集团

- 2009 年焦煤集团实现煤炭主营业务收入约 360.39 亿元，主营业务毛利率 37.8%。煤炭保有储量 503 亿吨，2008 年拥有煤炭矿井 34 座，选煤厂 24 座。原煤生产核定能力为 8120 万吨，入洗生产能力 6415 万吨。

图表16：集团原煤生产情况（万吨）

项目		2009年1-9月	2008年	2007年	2006年
产量	原煤产量	5,716	8,029	7,237	6,996
	冶炼精煤产量	2,731	3,771	3,315	2,928
	冶炼精煤产量占原煤产量比重（%）	47.78%	46.97%	45.81%	41.85%

来源：国金证券研究所

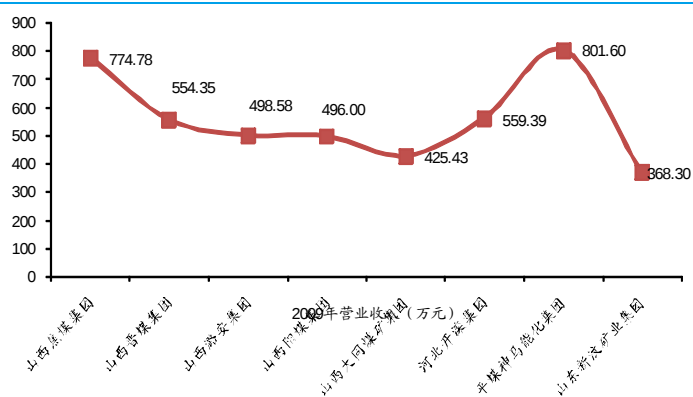
图表17：焦煤集团历年生产情况

序号	矿井名称	核定生产能力	2009年1-9月原煤产量	2008年底原煤产量	2007年底原煤产量	2006年底原煤产量
合计	山西焦煤集团	8,531	5,716	8,029	7,237	6,996
一	西山煤电	3,771	2,518	3,500	3,360	3,358
二	汾西矿业	1,950	1,650	2,211	2,001	1,849
三	霍州煤电	2,510	1,358	2,010	1,610	1,549
四	华晋焦煤	300	190	308	266	240

来源：国金证券研究所、公司债评级报告

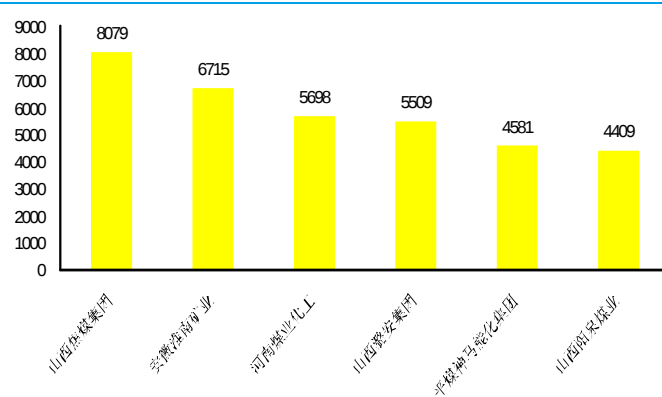
- 与同属于炼焦煤大省的河南、山东相比，山西焦煤集团以纯焦煤资源产出相比处于山西省内产量最高，总产值仅略低于新合并的河南平煤神马集团。
- 与我国中南部贵州省盘江煤电集团相比，2009年煤炭工业协会数据显示，盘江煤电集团实现产量 1314 万吨，实现营业收入 57.13 亿元；同期山西焦煤集团实现产量 8079 万吨，实现总产值 774.78 亿元。

图表18：与山西省和山东、河南炼焦煤大省比较



来源：国金证券研究所

图表19：山焦集团产量居全国第三（万吨，2009年）



盈利逐步走出低谷、估值期待修复：目标价 28.82 元—31.39 元

盈利预测：预计 2011-2013 年公司实现 EPS 为 1.255、1.765、2.331 元/股

- 核心假设：我们模型里包含了 2011 年公司公告的提价幅度，未考虑进一步上涨。假设 2011-2013 年公司实现的洗精煤均价平均上涨 9.29%、9.02%、7.17%。洗精煤销量分别实现 1340.44 万吨、1500.4 万吨、1760.4 万吨。同比增长 14.85%、11.94%、17.33%。
- 2010 年底公司公告 2011 年 1 月 1 日起上调部分产品价格，优质冶炼精煤（原焦精煤）车板含税价（长协户）由 1365 元/吨上调至 1465 元/吨；稀缺冶炼精煤（原肥精煤）车板含税价（长协户）由 1510 元/吨上调至 1660 元/吨；瘦精煤车板含税价（长协户）由 1060 元/吨上调至 1180 元/吨；气精煤车板含税价（长协户）由 900 元/吨上调至 1020 元/吨。

图表20：价格核心假设

细分煤种核心收入假设	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011E	2012E	2013E
原煤											
价格	213.53	211.16	270	317	307	290.22	315	307.54	322.92	339.06	356.02
销量	440	578	204.82	457	252.47	631.02	326.7	545.31	575.90	757.08	1199.35
洗精煤均价	534.8	574.93	803.60	1000.96	813.78	861.97	1047.33	1018.80	1113.50	1213.99	1301.07
增速		7.50%		74.10%	1.27%	-13.89%	28.70%	18.19%	9.29%	9.02%	7.17%
其中：焦精煤	588.84	628.87	904	1182	928.00	946.33	1166.00	1186.24	1252.14	1377.35	1487.54
肥精煤	588.05	634.02	924	1183	957.00	991.74	1263.00	1279.24	1418.80	1560.68	1685.54
瘦精煤	485.12	506.53	684	849	726.00	743.25	893.00	907.44	1008.55	1089.23	1143.69
电精煤	151.65	343.87	401	469	508.00	508.18	544.00	549.49	560.48	571.69	583.12
气精煤								768.60	871.79	958.97	1054.87
洗精煤销量合计	869	885	502.08	1013	502.7	1004.43	494.12	1167.10	1340.44	1500.44	1760.44
增速		1.84%		14.46%	0.12%	-0.85%	-1.71%	16.20%	14.85%	11.94%	17.33%
其中：焦精煤	200	221	123.92	241	126.62	248.59	101.09	222.67	234	234	234
肥精煤	310	320	191.56	389	195.86	407.36	203.15	389.79	409	409	409
瘦精煤	210	228	140.24	235	108.82	210.38	113.93	260.72	274	274	274
电精煤	149	116	46.36	148	71.4	138.10	75.95	165.33	174	174	174
气精煤								128.59	250	410	670
洗混煤								173.69			
价格	189.25	217.38	231	254	251	238.99	342	412.68	425.06	446.31	468.63
销量	151	150	68.59	146	56.3	144.11	78.19	398.66	648.66	808.66	1068.66
商品煤综合售价	399.21	404.89	611	740	631	608.85	716.18	729.74	761.90	795.50	798.88
增速		1.42%		82.77%	3.27%	-17.72%	13.50%	19.86%	4.41%	4.41%	0.43%

来源：国金证券研究所

- 苛瓦铁路、宁苛铁路以及晋鲁豫大通道的改造和建设进度是影响公司产量释放进度的重要因素。根据我们之前的分析，苛瓦铁路一期改造可达 1800-1900 万吨运力、二期可达 3000 万吨；而宁苛铁路的扩能改造同步进行，全部完成可达 5000 万吨以上运力。
- 谨慎预计 2011 年下半年-2012 年可完成两者的扩能，公司产量预计可以实现 2850 万吨、3490 万吨、4530 万吨，其中兴县产量分别为 1500 万吨、2000 万吨、2500 万吨。
- 相关铁路建设进度成为潜在超预期的亮点。

图表21：历年产量核心假设

细分产量核心假设	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011E	2012E	2013E
销量	1467	1640	776.59	1617	811.48	1779.57	926.99	2111.07	2498.29	2958.05	3905.25
产量	1516	1612	797.65	1619	867.88	1855.6	1087.78	2578.99	2850.00	3490.00	4530.00
产销率	96.77%	101.74%	97.36%	99.88%	93.50%	95.90%	85.22%	81.86%	87.66%	84.76%	86.21%

来源：国金证券研究所

- 公司煤炭成本一直处于平稳增长，但是 2009-2010 年由于管理层不稳定导致公司吨煤费用波动较大（尤其吨煤管理费用 2009-2010 年快速增长，见

下表)。我们预计伴随十二五期间管理层的稳定,吨煤成本波动幅度将逐步平稳。预计 2011-2013 年吨煤生产成本(不含费用和关联交易)为 269 元/吨、289 元/吨、306 元/吨,同比增长 11.34%、7.33%、5.76%。

图表22: 历年吨煤费用统计

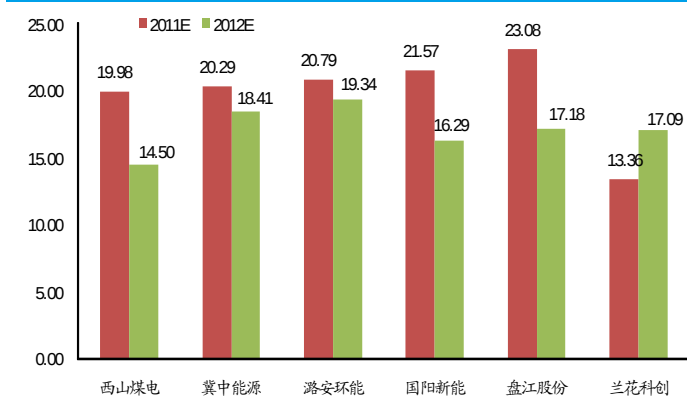
	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010
吨煤财务费用	7	7	6	7	5	6	12	8
吨煤销售费用	28	28	14	24	18	24	18	24
吨煤管理费用	42	57	54	91	56	91	56	91

来源: 国金证券研究所

逐步走出低谷、估值重回龙头: 目标价 28.82 元—31.39 元

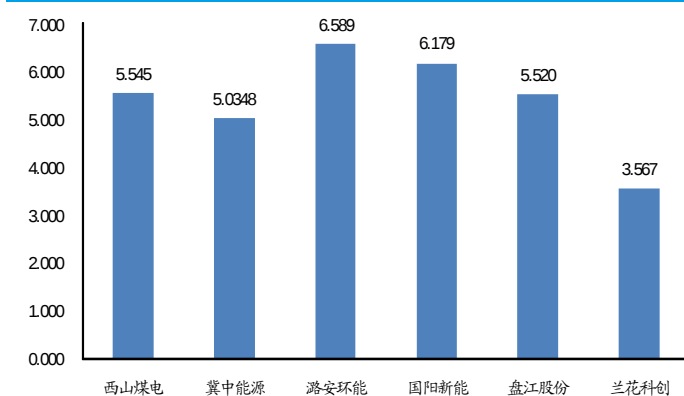
- 我们认为,铁路扩能的完成成为公司业绩可能超预期的亮点。2011 年底-2012 年公司经营将逐步走出 2009 年以来的低谷。2010 年下半年以来,由于兴县项目及铁路的建设进度慢于预期,西山煤电逐步丧失了焦煤龙头地位,估值水平与基本面的潜力背离程度越来越大。
- 公司目前动态 PE 为 2011-2012 年 19.98x、14.5x,对应 PB5.545x。处于 2011 年行业水平,低于焦煤类个股估值水平。我们参考同区域煤炭企业以及盘江股份的估值对应目标价为 28.82-31.39 元。
- 7 月初山西同地区企业潞安环能、兰花科创、国阳新能估值水平明显高于西山煤电。三者分别对应 2012 年 PE 为 19.34x、13.36x、16.29x。选取平均值为 16.11x,对应估值为 2012 年 16.33xPE。
- 同时期盘江股份、冀中能源 PE 水平对应 2012 年 18.41x、17.18x,平均水平为 2012 年 17.79x。
- 由于 2011 年下半年开始公司产量进入实质快速释放期,同时下半年伴随保障房开工及年底合同煤价签订,公司面临煤价上调的催化剂。我们选取 16.33xPE—17.79xPE 为公司合理区间,对应股价 28.82 元—31.39 元。

图表23: PE 角度具有估值修复动力



来源: 国金证券研究所

图表24: PB 角度具备较冶金煤具备安全边际



- 吨产能角度看,选取 2010 年历史产量为参考。由于盘江股份吨煤净利润水平和西山煤电最为接近,因此我们以盘江吨产能市值作为衡量,对应股价目标为 30.08 元。
- 下表我们比较了重要冶金煤企业吨煤利润和吨产能市值指标。2008 年至今西山煤电吨煤净利润 110 元/吨,和盘江股份盈利能力类似。
- 2011 年至今,盘江吨产能市值一直高于西山煤电,目前达到 3325.59 元。我们认为,鉴于二者吨煤盈利能力相似性,考虑到西山煤电传统的焦煤龙头地位,给予同样吨产能市值对应的目标价应为 30.08 元。

图表25：吨产能市值角度面临估值修复机会

代码 股票名称 20110701	601699.SH 潞安环能 34.890	600123.SH 兰花科创 43.280	600348.SH 国阳新能 24.480	000983.SZ 西山煤电 24.760	000937.SZ 冀中能源 26.560	600395.SH 盘江股份 34.360	600546.SH 山煤国际 32.060
煤的品种（电煤，焦煤，肥煤等）	瘦煤、贫瘦煤、 贫煤	无烟煤	无烟煤	焦煤、1/3焦 煤、肥煤	1/3焦煤、焦煤 、气煤、无烟煤	气、肥、焦、瘦 、贫及无烟煤	焦煤
07年总产量（万吨）	2041.00	518.77	2848.00	1612.00	1135.00	768.32	266.1
08年总产量（万吨）	2577	546.55	3299	1619	1166.87	820.39	326.52
08年产量增幅	26.26%	5.35%	15.84%	0.43%	2.81%	6.78%	22.71%
2009H产量（万吨）	1476.24	309.74	1957	867.88	683.1	324.47	
2009年产量（万吨）	2997	559.21	2096	1855.6	2589.54	931.2	454
2010H产量	1553.67	278.77	1274	1087.78	1,579.00	554.88	
2010年产量（万吨）	3322	600.96	2621	2578.99	3,102.07	1,140	607
每股产能2010（吨）	0.0144	0.0105	0.0109	0.0082	0.0134	0.0103	0.0081
每股资源对应市值（元）	39.59	28.78	27.98	23.35	187.86	163.41	109.79
每吨产能对应市值08（元）	3115.44	4523.20	1784.61	4819.25	5264.53	4621.18	7364.02
每吨产能对应市值09（元）	2678.84	4420.80	2808.89	4204.77	2372.24	4071.28	5296.26
每吨产能对应市值10（元）	2416.76	4113.67	2246.26	3025.36	1980.30	3325.59	3961.29
2007年吨煤净利润（元）	48.05	111.17	17.40	65.23	50.31	12.30	2.60
2008年吨煤净利润（元）	110.60	256.38	44.09	182.79	168.32	77.90	1.10
2009H吨煤净利润（元）	79.51	219.16	44.74	150.01	85.37	123.78	-
2009年吨煤净利润（元）	70.37	227.20	88.57	120.16	62.04	106.31	135.43
2010年H吨煤净利润（元）	96.18	256.07	97.51	156.65	79.57	115.13	-
2010年吨煤净利润（元）	103.45	218.69	92.04	102.54	77.24	118.00	124.51

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	13,255	12,337	16,942	23,331	29,380	37,806
增长率		-6.9%	37.3%	37.7%	25.9%	28.7%
主营业务成本	-6,432	-7,026	-9,588	-11,175	-13,768	-17,438
% 销售收入	48.5%	56.9%	56.6%	47.9%	46.9%	46.1%
毛利	6,823	5,311	7,354	12,156	15,612	20,368
% 销售收入	51.5%	43.1%	43.4%	52.1%	53.1%	53.9%
营业税金及附加	-134	-207	-272	-373	-441	-567
% 销售收入	1.0%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
营业费用	-384	-454	-579	-793	-999	-1,285
% 销售收入	2.9%	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-1,475	-1,414	-2,320	-3,266	-3,819	-4,915
% 销售收入	11.1%	11.5%	13.7%	14.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	4,830	3,236	4,183	7,723	10,353	13,600
% 销售收入	36.4%	26.2%	24.7%	33.1%	35.2%	36.0%
财务费用	-106	-115	-202	-156	263	408
% 销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	0.7%	-0.9%	-1.1%
资产减值损失	-8	-6	-15	-38	-23	-17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-42	-119	-132	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,674	2,996	3,833	7,529	10,593	13,991
营业利润率	35.3%	24.3%	22.6%	32.3%	36.1%	37.0%
营业外收支	-16	77	4	3	3	3
税前利润	4,658	3,073	3,837	7,532	10,596	13,994
利润率	35.1%	24.9%	22.6%	32.3%	36.1%	37.0%
所得税	-1,125	-777	-1,043	-1,883	-2,649	-3,498
所得税率	24.2%	25.3%	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	3,533	2,296	2,794	5,649	7,947	10,495
少数股东损益	43	66	149	1,695	2,384	3,149
归属于母公司的净	3,489	2,230	2,644	3,954	5,563	7,347
净利率	26.3%	18.1%	15.6%	16.9%	18.9%	19.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3,533	2,296	2,794	5,649	7,947	10,495
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	633	990	1,573	975	980	714
非经营收益	109	244	382	454	-3	-3
营运资金变动	-1,286	-474	-1,385	-2,350	-1,939	-983
经营活动现金净流	2,988	3,055	3,363	4,729	6,986	10,223
资本开支	-1,955	-3,409	-2,312	697	-606	-707
投资	-371	-1,260	258	-40	-40	-45
其他	0	-352	-54	0	0	0
投资活动现金净流	-2,327	-5,021	-2,107	658	-646	-752
股权募资	585	84	4	0	-606	0
债权募资	110	4,992	891	-1,249	300	1
其他	-555	-706	-930	-326	-410	-504
筹资活动现金净流	140	4,369	-35	-1,575	-715	-503
现金净流量	802	2,403	1,221	3,812	5,624	8,968

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	3,056	5,459	6,680	10,492	16,116	25,084
应收款项	3,545	2,874	4,235	9,726	12,738	11,705
存货	444	324	788	918	1,415	5,255
其他流动资产	901	2,385	919	1,678	1,379	1,746
流动资产	7,946	11,042	12,622	22,815	31,647	43,791
% 总资产	45.4%	47.6%	43.7%	61.0%	69.0%	75.4%
长期投资	862	1,893	1,496	1,535	1,574	1,619
固定资产	8,381	9,987	14,361	12,732	12,380	12,390
% 总资产	47.9%	43.0%	49.7%	34.1%	27.0%	21.3%
无形资产	203	194	295	290	294	298
非流动资产	9,540	12,179	16,284	14,559	14,250	14,309
% 总资产	54.6%	52.4%	56.3%	39.0%	31.0%	24.6%
资产总计	17,486	23,221	28,906	37,374	45,898	58,099
短期借款	534	1,468	1,208	0	0	0
应付款项	3,075	3,423	5,333	7,362	7,765	13,392
其他流动负债	981	875	955	3,403	4,387	969
流动负债	4,590	5,766	7,495	10,765	12,152	14,362
长期贷款	2,105	3,207	4,359	4,359	4,359	4,360
其他长期负债	367	2,981	3,007	2,965	3,265	3,265
负债	7,061	11,954	14,861	18,089	19,776	21,986
普通股股东权益	9,300	9,338	11,499	15,044	19,497	26,340
少数股东权益	1,125	1,930	2,546	4,241	6,625	9,773
负债股东权益合计	17,486	23,221	28,906	37,374	45,898	58,099

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.440	0.920	0.839	1.255	1.765	2.331
每股净资产	3.837	3.852	3.649	4.774	5.027	6.791
每股经营现金净流	1.290	1.260	1.067	1.501	1.801	2.636
每股股利	0.450	0.480	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	37.52%	23.88%	23.00%	26.29%	28.53%	27.89%
总资产收益率	19.96%	9.60%	9.15%	10.58%	12.12%	12.65%
投入资本收益率	27.39%	12.79%	13.49%	21.77%	23.01%	23.32%
增长率						
主营业务收入增长	69.87%	-6.92%	37.33%	37.71%	25.93%	28.68%
EBIT增长率	183.10%	#####	29.27%	84.63%	34.05%	31.37%
净利润增长率	231.86%	#####	18.60%	49.54%	40.68%	32.06%
总资产增长率	49.01%	32.80%	24.48%	29.29%	22.81%	26.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.0	16.2	10.7	20.0	25.0	75.0
存货周转天数	22.8	20.0	21.2	30.0	37.5	110.0
应付账款周转天数	92.8	102.1	110.9	88.0	90.0	102.0
固定资产周转天数	171.7	193.5	198.6	132.8	96.1	72.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.00%	19.28%	13.18%	-16.43%	-32.51%	-48.35%
EBIT利息保障倍数	45.7	28.1	20.7	49.4	-39.3	-33.3
资产负债率	40.38%	51.48%	51.41%	48.40%	43.09%	37.84%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	14	20
买入	1	2	2	5	10
持有	0	0	0	3	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.59	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-30	买入	27.41	N/A
2 2010-12-28	买入	25.99	N/A
3 2010-12-31	买入	26.60	N/A

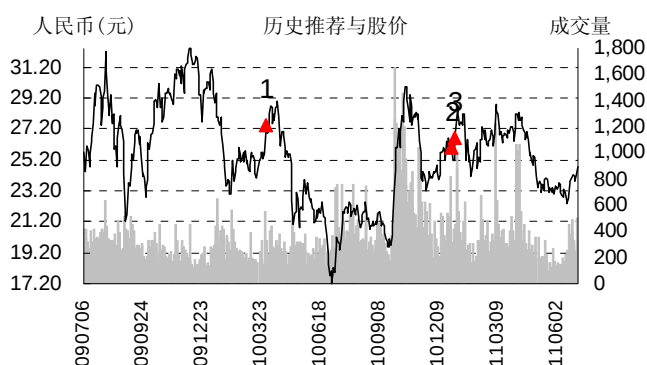
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室