

采掘

2017年04月05日

西山煤电 (000983)

——迎国改东风起舞，渐成全球焦煤龙头

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2017年03月31日

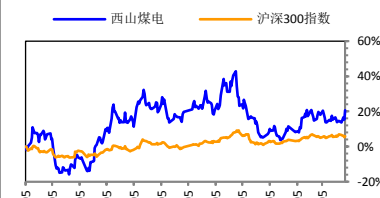
收盘价(元)	9.65
一年内最高/最低(元)	11.68/6.68
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	30409
上证指数/深证成指	3222.51/10428.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	5.21
资产负债率%	64.03
总股本/流通A股(百万)	3151/3151
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《迎接新周期——2016下半年煤炭行业投资策略(PPT)》2016/07/12

证券分析师

周泰 A0230516020001
zhoutai@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

孟祥文 A0230115070003
mengqxw@swsresearch.com

联系人

孟祥文
(8621)23297818×7410
mengqxw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **焦煤龙头风范，先进产能稳定释放。**公司背靠全国最大的炼焦煤生产基地。其主要开采西山和兴县煤田，煤质优良，保有储量42亿吨。其中焦煤、肥煤为世界稀缺资源，具有粘结性强、结焦性高等多种优点。与国内主要上市的焦煤企业：冀中能源、永泰能源、潞安环能、阳泉煤业、平煤股份以及盘江股份相比，西山煤电的精煤品种最为齐全，有焦精煤、肥精煤、瘦精煤，气精煤。公司主力生产矿井斜沟矿，根据减量置换制度保持了1500万吨/年能力，预计2017年西山煤电的产量保持在2800万吨左右。

● **量价锁定，业绩安全边际提高。**2016年，供给侧改革、低库存与下游需求增长三者发力，使煤价出现恢复性上涨。2017年，煤炭行业进入全行业调控，有望实施煤炭最低和最高储备制度、中长期合同制度和平抑煤炭价格异常波动机制等五大制度，政策调控目标明确，供应端对煤价支撑力仍将较强，稳定市场预期，煤炭行业整体盈利情况有望继续改善。控股股东山西焦煤集团是国内最大的炼焦煤供应商，已与十四家钢铁企业签订2017年炼焦煤中长期合同，中长期合同量占比达70%，基准价稳定在2016年11月高位的基础上。西山煤电斜沟矿生产的洗混煤，发热量高，内在水分低，燃烧灰份的矿物质有利于改善水泥熟料质量，同类产品价格高于发电用煤。预计2017年有较好的盈利空间。

● **热电联产提高机组开工率，构建电力项目盈利基础。**西山煤电目前拥有3座火力发电标厂并改造为热电联产项目，运营装机容量达315万千瓦时。公司拥有的古交电厂是目前国内最大的燃洗中煤坑口电厂，其三期2*66万千瓦时项目2017年投产，投产后，供热能提高645，至7600万平方米，将成为太原市的主要供热源。公司增资收购山西中铝华润有限公司20%股份，该项目属“煤电铝材+局域电网”产业链，形成新的利润增长点。

● **整体上市推进在即，资产注入可期。**2017年山西国企改革大幕拉开。控股股东山西焦煤是山西省改组国有资本投资公司试点企业，是山西省打造的全球最大炼焦煤供应商，西山煤电已明确作为山西焦煤优质焦煤资产的整合平台。我们预测山西焦煤可注入的炼焦精煤量3000万吨以上，西山煤电还要整合山西省其他炼焦煤企业。长期困扰集团资产注入的采矿权价款转赠国家资本金问题基本解决，资产注入可期。

● **投资建议：**在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计2017年、2018年、2019年公司EPS分别为0.56元、0.58元、0.60元；对应PE分别为17倍、17倍和16倍。以A股与公司规模相当的炼焦煤公司阳泉煤业、冀中能源作为对标标的，两家公司17年、18年平均估值PE为20倍和17倍，而公司17年和18年PE为17倍，处于相对低估状态，具备投资价值。且预计未来集团资产注入可期，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● **风险提示：**宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,658	19,611	23,406	25,260	26,807
同比增长率(%)	-23.50	5.11	19.35	7.92	6.12
净利润(百万元)	141	434	1,763	1,825	1,885
同比增长率(%)	-48.37	207.75	306.15	3.52	3.29
每股收益(元/股)	0.04	0.14	0.56	0.58	0.60
毛利率(%)	32.4	31.5	40.1	40.7	40.5
ROE(%)	0.9	2.6	9.7	9.2	9.0
市盈率	215	70	17	17	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计 2017 年、2018 年、2019 年公司 EPS 分别为 0.56 元、0.58 元、0.60 元；对应 PE 分别为 17 倍、17 倍和 16 倍。以 A 股与公司规模相当的炼焦煤公司阳泉煤业、冀中能源作为对标标的，两家公司 17 年、18 年平均估值 PE 为 20 倍和 17 倍，而公司 17 年和 18 年 PE 为 17 倍，处于相对低估状态，具备投资价值。且预计未来集团资产注入可期，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

关键假设点

- 1、公司顺利按照计划满产能生产。
- 2、供给侧改革如期推进，煤炭价格中枢上移。

有别于大众的认识

1、控股股东山西焦煤集团，以集团口径已与十四家钢铁企业签订 2017 年炼焦煤中长期合同，中长期合同量占销售量比重达 70%，基准价稳定在 2016 年 11 月价格高位的基础上。

2、2017 年山西国企改革大幕拉开。控股股东山西焦煤是山西省改组国有资本投资公司试点企业，是山西省打造的全球最大炼焦煤供应商，西山煤电已明确作为山西焦煤优质焦煤资产的整合平台。我们预测山西焦煤可注入的炼焦煤量 3000 万吨以上，西山煤电还要整合山西省其他炼焦煤企业。

股价表现的催化剂

集团整体上市迈出实质步伐。

核心假设风险

宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

目录

1. 炼焦龙头风范，先进产能稳定释放	5
1.1 背靠焦煤龙头，循环经济发展	5
1.2 资源价值优势，先进产能稳定	6
2. 供给侧改革推进，公司业绩高弹性将逐步体现	8
2.1 供给侧改革发力，煤炭行业基本面趋好	8
2.2 焦炭趋暖，盈亏平衡。	11
2.3 热电联产投入，保证电力机组开工率	12
2.4 参股电解铝项目，意在就地消化低热值煤	13
3. 吨煤成本相对较低	13
4. 山西国改东风已至	15
5. 主要风险提示	17
6. 投资建议	17

图表目录

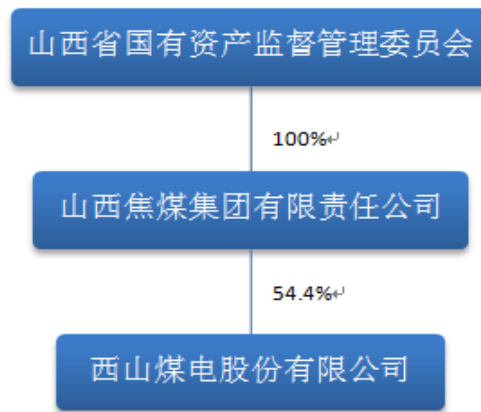
图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司营业收入构成	5
图 3: 公司毛利构成	5
图 4: 澳洲炼焦煤产量及增速 (单位: 百万吨)	8
图 5: 主要炼焦煤进口国进口量及增速 (单位: 百万吨)	8
图 6: 粗钢与炼焦煤原煤产量对比 (单位: 亿吨)	9
图 7: 山西古交坑口价格 (单位: 元/吨)	9
图 8: 兴县气煤价格 (单位: 元/吨)	10
图 9: 环渤海动力煤 FOB 价格 (单位: 元/吨)	10
图 10: 火电发电力及售电量	12
图 11: 电力热力毛利率	12
图 12: 主要焦煤上市公司吨煤费用 (单位: 元/吨)	13
图 13: 主要焦煤上市公司吨煤市值 (单位: 元/吨)	13
图 14: 主要焦煤上市公司吨煤毛利 (单位: 元/吨)	14
图 15: 主要焦煤上市公司吨煤成本 (单位: 元/吨)	14
图 16: 生产成本不断压缩 (单位: 元/吨)	14
图 17: 国内大型煤炭集团总资产证券化率	15
表 1: 公司煤矿产能明细	7
表 2: 焦化主要产业净利润细分 (单位: 万元)	11
表 3: 焦化产品明细	11
表 4: 集团电力产业明细	12
表 5: 公司增资后股权结构	13
表 6: 集团主要生产矿井明细	16
表 7: 炼焦煤上市公司万德一致预测 PE (2017 年 03 月 31 日)	17
表 8: 利润表	18

1. 炼焦龙头风范，先进产能稳定释放

1.1 背靠焦煤龙头，循环经济发展

西山煤电（以下简称：西煤）是全国最大的炼焦煤生产企业山西焦煤的煤炭上市公司平台。公司的实际控制人是山西省国有资产委员会，国有资产占比 54.4%。其控股股东山西焦煤集团是煤炭产量过亿吨的特大型能源集团。

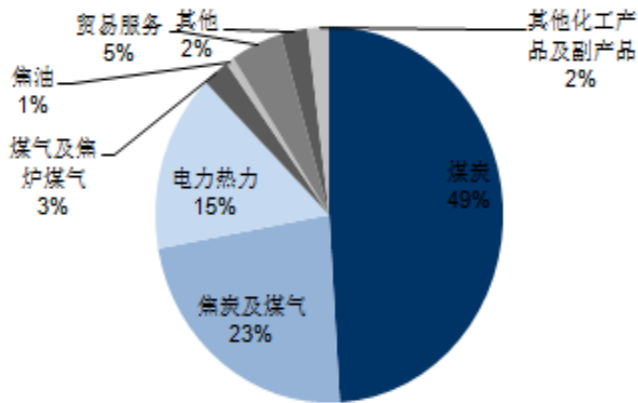
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

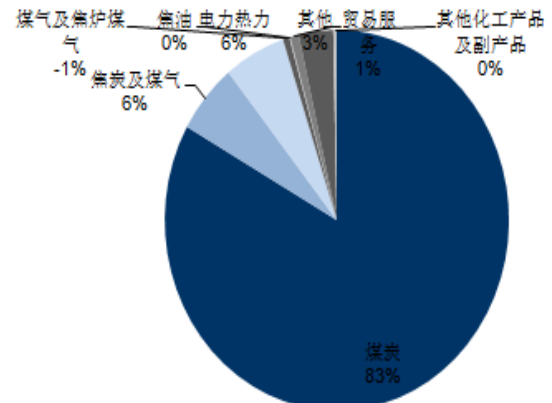
公司作为全国首批循环经济试点单位，坚持“以煤为基，多元发展”战略，围绕“煤—电—材”、“煤—焦—化”两条循环经济产业链，构筑“煤、电、焦、化、材”协调发展的格局。目前，公司的主要收入和利润绝大部分来自煤炭采选业务，其次为焦化业务与电力热力业务。

图 2：公司营业收入构成



资料来源：公司公告,申万宏源研究

图 3：公司毛利构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 资源价值优势，先进产能稳定

资源稀缺，储量产量优势明显。根据国际能源署 IEA 和煤炭供销协会的数据显示，炼焦煤占世界煤炭储量不到 10%，占我国已探明煤炭储量的 26.63%，其中强粘结性的主焦煤和肥煤仅占炼焦煤储量约 36%，且近年来找矿几乎没有新的发现，相对稀缺。且炼焦煤的开采过度（整体开采率达 35%），由于煤企近年来处于保生存的劣势情形，优质煤受选择性开采过度影响，加之资金困难造成“四量失衡”，更加剧炼焦煤的稀缺。山西焦煤集团资源储量丰富，品种齐全，保有储量约 214 亿吨，其中优质炼焦煤占全省总量 80%，居全国第一位。2015 年，精煤产量 4350 万吨，占全国炼焦精煤总量 8%，居世界第二位，占国内前 18 家大型钢厂供应量的 25%。西山煤电作为炼焦煤龙头企业在储量和生产量方面具有的优势如下：

煤质优良，品种齐全。公司主要开采西山和兴县煤田，煤质优良，保有储量 42 亿吨。西山矿区焦煤、肥煤为世界稀缺资源，具有粘结性强、结焦性好等多种特性，是配煤炼焦的基础煤和骨架煤。与国内主要上市的炼焦煤企业相比，西山煤电的精煤品种最为齐全，有焦精煤、肥精煤、瘦精煤、气精煤，质量稳定、焦化性能优良，在国内冶炼精煤供给方面处于重要地位。

公司本部四矿核定产能合计 1310 万吨/年，均属成熟矿井，预计未来产量将保持稳定。兴县的斜沟煤矿为公司目前最主要生产矿井，产能为 1500 万吨。从未来增长角度来看，公司产能的主要来源于斜沟矿、部分资源整合矿井以及安泽县的主焦煤田，更取决于集团的注入。

资源整合，未来储备。作为山西焦煤的核心企业，公司自 2008 年起参与山西省煤矿的资源整合项目，涉及 7 座矿井。其中古交的义城矿（60 万吨）完成技改，投入生产。临汾有六座：生辉矿（90 万吨）生产，登福康矿（60 万吨）、鸿兴矿（60 万吨）开始联合试运转；光道矿（120 万吨），纆堆矿（60 万吨）庆兴矿（90 万吨）停产停建，其中，庆兴矿 2016 年退出，发生减值损失 1.5 亿元，影响归母净利 7462 万元，置换的产能将用于斜沟矿。剩余合计产能 450 万吨，权益部分 287 万吨。

开发新矿，向外扩张。西山煤电与山西永鑫煤焦共同出资设立西山永鑫煤炭公司，权益占比 60%，合作开发位于安泽县的两块优质煤田。其中，唐城煤矿已探明储量约为 2 亿吨，规划生产能力 300 万吨/年，主要为低灰、低硫、高发热量、中等粘性的主焦煤。冀氏煤田已探明地质储量 7 亿吨，主要为高硫无烟煤与贫煤。由于产业政策的制约，目前还处于前期阶段。公司还拟以探采一体化合作模式，在霍东矿区争取两块焦煤矿业权。

表 1:公司煤矿产能明细

名称	煤种	资源储量	可采储量	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)	状态	276 天
西山本部矿								
西曲矿	焦煤	31,822	16,968	400	100%	400	在产	336
镇城底矿	肥煤	24,774	11,943	190	100%	190	在产	160
马兰矿	肥煤	109,634	61,108	360	100%	360	在产	302
西铭矿	瘦煤	20,854	12,351	360	100%	360	在产	302
小计		187,084	102,370	1,310		1,310		1,100
晋兴能源								
斜沟矿	气煤	213,859	121,571	1,500	80%	1,200	在产	1,260
整合矿								
临汾西山生辉煤业	瘦煤	7,200	5,007	90	55%	50	在产	76
古交西山义城煤业	肥煤	2,000	1,401	60	51%	31	待产	50
古县西山鸿兴煤业	焦煤	1,644	1,174	60	100%	60	在产	50
古县西山登福康煤业	焦煤	753	527	60	90%	54	试产	50
洪洞西山光道煤业	焦煤	11,257	8,443	120	51%	61	缓建	101
古县西山圪堆煤业	焦煤	4,300	2,994	60	51%	31	缓建	50
小计		27,154	19,546	450		287		377
拟建矿								
西山永鑫煤业唐城煤矿	主焦煤	10,000	7,500	200	0.6	120	未开工	1,326
西山永鑫煤业冀氏煤矿	贫瘦煤	30,000	22,500	500	0.6	300	未开工	420
小计		40,000	30,000	700		420		1,746
合计-	在产	412,540	232,050	3,080		2,705		2,586
合计-	总设计	468,097	273,487	3,960		3,217		4,483

资料来源：公司公告，申万宏源研究

减量置换，先进产能稳定。为稳定供暖期供应，发改委出台文件，去年第四季度适当释放先进产能。西山煤电顺应政策，旗下西铭矿、西曲矿、镇城底矿、生辉煤业按 330 日生产，2016 年产量为 2428 万吨。公司拥有高效高产矿井，去产能少有关淘汰情况。根据国家发改委煤矿产能减量置换和指标交易制度，西山煤电拟保持晋兴斜沟矿 1500 万吨/年能力。这样预计 2017 年西山煤电的产能保持在 2800 万吨左右。

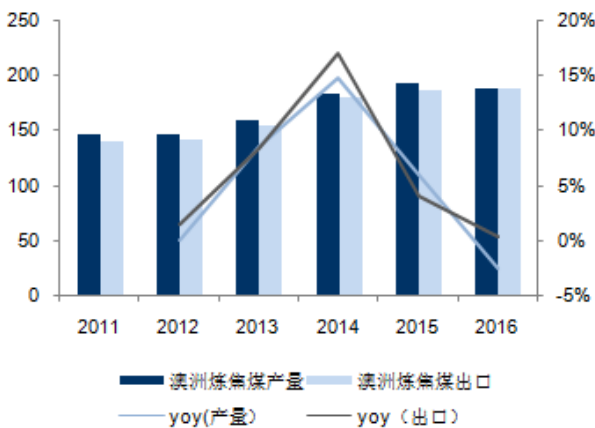
2. 供给侧改革推进，公司业绩高弹性将逐步体现

2.1 供给侧改革发力，煤炭行业基本面趋好

供给减量，需求下降，供大于求格局未变。2016年，在国家化解过剩产能和减量化生产政策的严格实施下，全年原煤产量34.1亿吨，同比下降9%。化解产能目标超额完成，达3.5亿吨。火力发电量增速提升，拉动煤炭需求，在减量化生产下，煤价出现恢复性上涨，但全年煤炭消费量下降4.7%。煤炭市场好转并未改变供大于求的格局。实现煤炭供需基本平衡。2017年，煤炭行业进入全行业调控，有望实施煤炭最低和最高储备制度、中长期合同制度和平抑煤炭价格异常波动机制等五大制度，政策调控求稳目标明确。虽然，2017年煤炭去产能总量小于2.5亿吨，但煤炭去产能将正式进入攻坚之年。供需双方聚焦减量生产的措施恢复与否，供应端对煤价支撑力仍将较强。稳定市场预期，煤炭行业整体盈利情况有望继续改善。

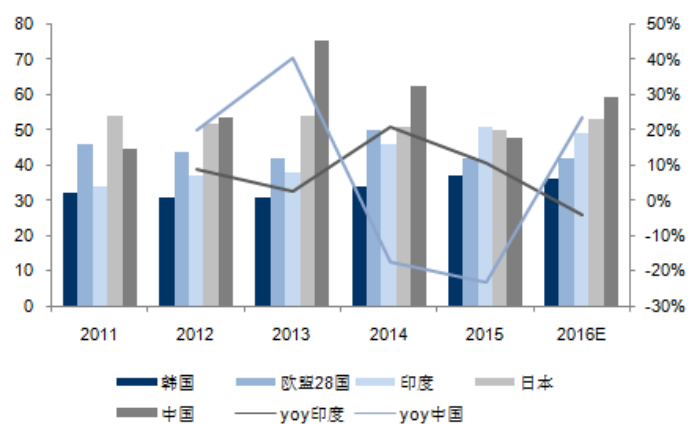
炼焦煤全球供给总体微弱平衡。2016年，澳大利亚仍是世界主要炼焦煤生产国与出口国，其产量约为189百万吨，降幅2%，主要由于第三季度昆士兰州的天气导致运营问题以及当地本身生产特点所致。2017年伴随部分矿井的重新开放，预计将1.6%的增长。澳大利亚出口量与产量趋势基本一致，就全球贸易来看，受亚太主要消费地区特别是中国与印度的需求推动。印度去年炼焦煤进口量略有下跌，降幅为4%，主要受九月份高煤价影响（三季度进口量同比减少15%）。考虑到印度本身储量缺乏，以及政府提升制造业计划，要求基建提高，势必带动钢铁需求的增长情况，预计2017年进口量将有10%左右回升。中国受供给侧减量的影响，加之三季度山西恶劣天气因素，使得焦煤供给不足，刺激进口量大幅增长（2016年同比增加24%）。2017年，如果炼焦煤企业不实行276天生产政策，焦煤供需格局会由紧张过渡到宽松，预计对国际市场焦煤进口量贡献略有下降。

图 4：澳洲炼焦煤产量及增速（单位：百万吨）



资料来源：IEA、澳洲产业创新科学部、申万宏源研究

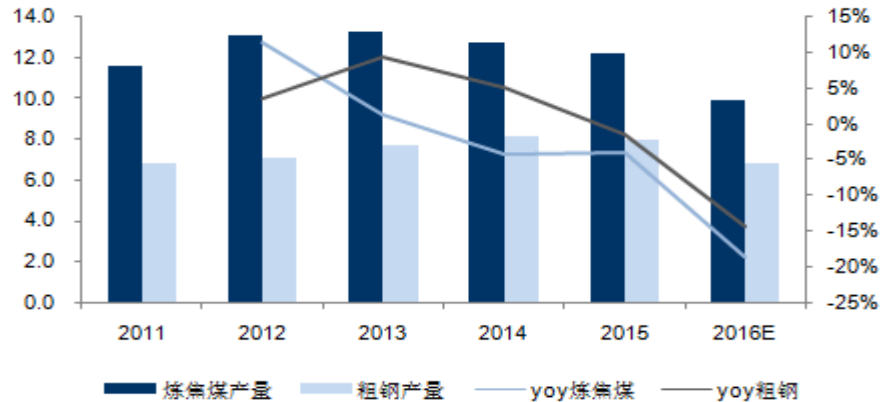
图 5：主要炼焦煤进口国进口量及增速（单位：百万吨）



资料来源：IEA、IHS、澳洲产业创新科学部、申万宏源研究

我国冶金用焦煤的 90%来自于国内生产，相对近年来平均消费量 6 亿吨，进口量 5000 万吨对国内市场作用相对有限。由于我国钢铁需求已见顶并缓慢下降，因此炼焦精煤需求稳中趋弱。供应端方面，以主要炼焦煤产地在产产能估测，去产能约 1 亿吨，未来的去产能影响力度有限。另外，焦煤矿多为井工矿，建设时期长，预计未来产能维稳为主。

图 6：粗钢与炼焦煤原煤产量对比（单位：亿吨）

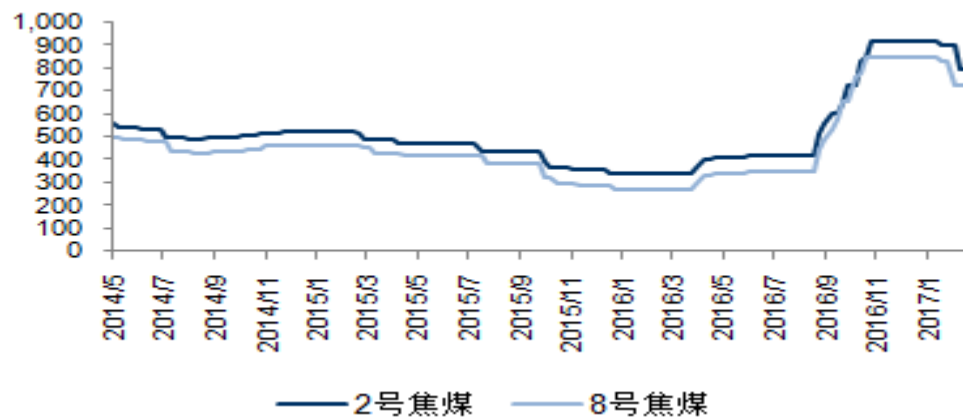


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

炼焦煤量价锁定，业绩安全边际提高。2017 年，山西焦煤集团与 14 家重点钢厂签订重点合同，公司中长期合同量占比达 70%，煤钢双方商定了“基准价加级差”的灵活定价方式，基准价稳定在 2016 年 11 月高位的基础上。

2016 年，伴随下游钢铁产量出现超预期增长，国内外焦煤价差倒挂，炼焦煤价格出现持续增长。古交 2 号焦煤坑口价格由年初的 360 元/吨，到 11 月底最高点 920 元/吨，涨幅约 156%，接近 2011 年同期水平（960 元/吨）。8 号焦煤坑口价格由年初的 290 元/吨，到 11 月底最高点 850 元/吨，涨幅约 193%，超过 2011 年同期水平（800 元/吨）。

图 7：山西古交坑口价格（单位：元/吨）



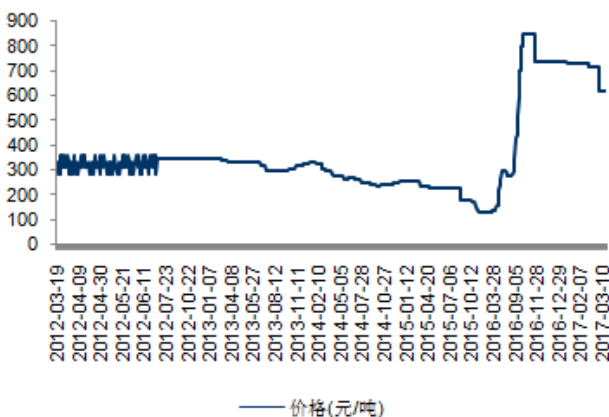
资料来源：中国煤炭市场网，申万宏源研究

当前焦煤市场已经进入补库横盘阶段，预计后期焦煤价格将承压下行，但价格下行先从气精煤、1/3焦煤等炼焦配煤进行。西山煤电的主要客户为宝钢、首钢、鞍钢等大型企业，实行维持长协价的销售策略，在市场波动中，将调整少量品种和现货价，对公司业绩影响有限。

技术创新和内在质量助力动力煤煤价稳定。西山煤电动力煤主要是兴县斜沟煤矿的洗混煤，产出率约占其入洗原煤的50%。公司在2015年底对洗煤厂进行技术改造，将洗混煤发热量全部提高到5300大卡，吨煤增收25-45元。该洗混煤内在水分低(1.2%，水泥要求低于3%)，有害元素含量低(硫分0.8%，水泥要求低于1%)，尤其燃烧灰份中三氧化二铝等有益矿物质含量高，有助于改善熟料的质量，受到海螺、万年青等华东水泥生产企业的欢迎，同等质量产品价格高于发电用煤5-6元。当地气煤车板含税价由年初130元/吨，涨至年末720元/吨，涨幅约553.8%。根据11月底新产品发运量715.6万吨测算，2016年增收2亿元。2017年，由于公司具备了生产从5000大卡到5500大卡洗混煤的能力，所以参照环渤海动力煤指数走势，结合发改委对动力煤价格调控，将2017动力煤煤价抑制在500-570元/吨，预计公司此块盈利稳定增收。

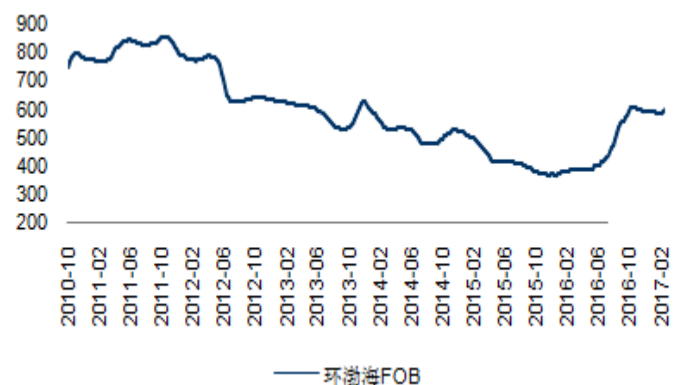
2016年，环渤海动力煤价格从1月初的371元/吨，连续上涨到11月最高点604元/吨，涨幅为60%。由于动力煤供给弹性高，行政力量已经深度介入动力煤市场。依据发改委的控制煤价备忘录，2017年535元上下6%是煤价的绿色区间。政策层对煤价的区间控制主要是考虑火电厂的承受能力，参考煤价制定产量调控政策，276天政策很可能成为调控动力煤市场的常态化工具，区间上下限相差约5亿吨，这是政府可以调节的空间。预计未来动力煤需求整体呈现稳中微升的趋势，未来我国煤炭产量很大程度上取决于调控政策，而政策取决于煤价。如果政策调控的力度不出现失误，煤价的波动区间会不断收敛，最后横在535元/吨的长协价附近。

图 8：兴县气煤价格（单位：元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，申万宏源研究

图 9：环渤海动力煤 FOB 价格（单位：元/吨）



资料来源：秦皇岛煤炭网，申万宏源研究

2016 年公司商品煤综合售价 407 元/吨，同比增加 13%，其中上半年是 342 元/吨，下半年是 472 元/吨；生产成本 184 元/吨，反弹 14%，煤炭板块实现净利 3.9 亿，增加 133%。预计 2017 年公司煤炭盈利约 15 亿元。

2.2 焦炭趋暖，盈亏平衡。

焦炭转好，盈亏平衡。西山煤电在焦炭业务方面拥有四个来源：全资子公司西山煤气化（120 万吨）、控股 50% 的京唐焦化（420 万吨）、参股 12% 的上市公司山西焦化（360 万吨）以及参股 40% 的永鑫西山煤化工有（100 万吨）。其中山西焦化等待证监会审核收购方案，预计重组后西山煤电持股比例下降至 5.79%。使得未来权益总产能由 413 万吨变为 391 万吨。

公司总体焦化收入贡献占比 29%，而毛利贡献仅占 5%。主要是受产能过剩以及下游钢铁行业亏损影响。分公司看，产能占比最大的京唐焦化，由于原料自主外采，客户稳定（全部供应首钢），规模较大（“十三五”计划预计年产 630 万吨），近年来盈利稳定，维持在 5000 万元左右。2016 年受焦炭价格波动影响，同比下降 26%。本部西山煤气化由于人员负担重，且难以形成规模生产，造成长期亏损（2016 年上半年净利润同比下降 778%）。

表 2: 焦化主要产业净利润细分（单位：万元）

单位：万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	同比	2015H1	2016H1	同比
西山煤气化(100%)	-23,000	-19,790	-16,259	-17,246	-18,064	-10,191	44%	684	-4,637	-778%
京唐焦化(50%)	5,038	5,060	5,078	5,270	5,053	3,764	-26%	2,505	1,885	-25%
合计	-17,962	-14,730	-11,181	-11,976	-13,012	-6,427	51%	3,190	-2,752	-186%
焦炭产量	438	417	446	470	448	421	-6%	229	207	-10%
吨焦净损益	-41	-35	-25	-25	-29	-15	47%	14	-13	-195%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

分产品看，2016 年焦炭及附加产品收入 55 亿元，同比回升 3.77%，收入占比 28%，与 2015 年基本持平。由于焦炭及其副产品的产量整体变化不大，变化主要在于焦炭价格的走弱。去年 9 月后伴随煤价的攀升，焦炭价格也出现连续快速增长，涨幅约 60%。2017 年，西山煤气化实行契约化管理，结合行业整体产销率下降，目标是实现盈亏平衡。

表 3: 焦化产品明细

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016
焦化收入(亿元)	100	89	74	65	53	55
总收入占比	33%	29%	25%	27%	28%	27%
焦炭产量(万吨)	438	417	446	470	448	421
焦油产量(万吨)	13	12	13	12	11	12
煤气(亿方)	14	14	15	15	13	13

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2.3 热电联产投入，保证电力机组开工率

西山煤电目前拥有 3 座火力发电厂并改造为热电联产项目：古交发电厂（80%）、武乡发电厂（100%）、西山热电（91.65%）运营装机容量 315 万千瓦时。尤其是古交电厂是是目前国内最大的燃洗中煤坑口电厂，已成为太原市的主要供热源，正在建设的第三期 2*66 万千瓦时项目，预计年内投产。投产后，预计年发电量约 60 亿千瓦时，年供热量 1218 万 GJ，供热能力由 4600 万平方米提高到 7600 万平方米。循环经济项目保持一定的开工率，也就保证电力项目的盈利基础。

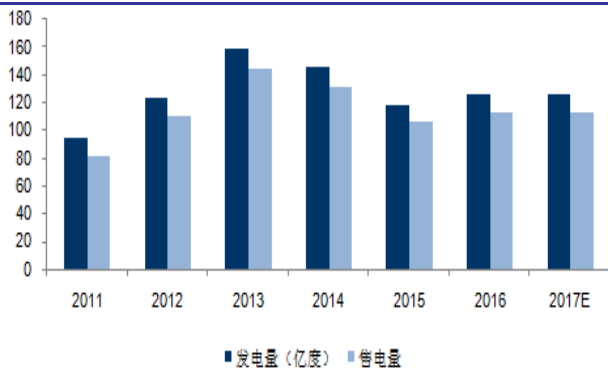
表 4:集团电力产业明细

单位及项目	权益	装机容量 (万千瓦时)
兴能发电 (古交一二期)	58%	2*60、2*30
西山热电 (煤矸石电厂)	91%	3*5
武乡电厂	100%	2*60
小计		315
在建-古交电厂三期	58%	2*66
拟建-武乡电厂二期	100%	2*100
小计		312
合计		627

资料来源：公司公告，申万宏源研究

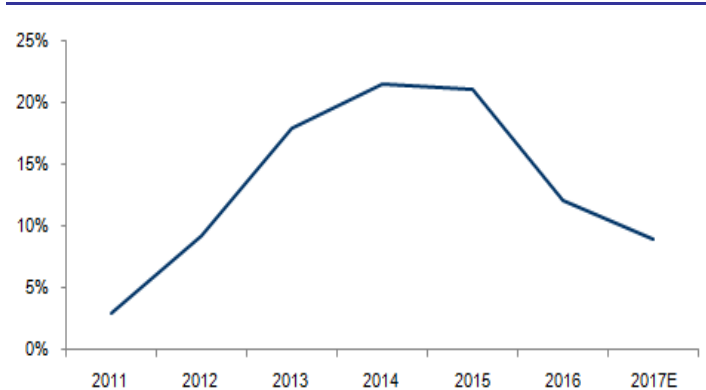
2016 年发电量 126 亿度，同比增加 7%，产销率维持在 90%的水平。2017 年预计发电量维持 2016 年水平。盈利方面，今年年初燃煤机组上网电价下调 3 分钱，山西电价低（标杆电价仅 3 毛钱），机组利用小时数低（约 3500），同时随着煤价步入新一轮上升周期，给公司火电业务带来压力。2016 年电力热力合计实现净利润 1137 万，但其中有 5330 万的非经常损益，扣除之后，净亏损 4193 万元，度电亏损约 4 分钱。2017 年预计毛利率为 9%。

图 10: 火电发电力及售电量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11: 电力热力毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 参股电解铝项目，意在就地消化低热值煤

根据公司公告，公司拟以现金不低于 10,009 万元参与山西中铝华润有限公司增资项目，持股比例将为 20%。该项目为首期 50 万吨电解铝工程，配套 2×66 万千瓦发电机组及局域电网，目前正开展前期工作。表面看，公司可以利用控股公司西山晋兴能源公司的地方优势与当地丰富的煤炭、铝土矿资源，获得低成本电价，形成“煤电铝材+局域电网”产业链，打造新的经济增长点。此外，通过合作，有利于共担风险，发挥统一产业链各投资方的产业优势和协同效应。

通过此次增资，同处于吕梁兴县的斜沟煤矿的低热值煤炭可以就地消耗，利于节省铁路运力，降低成本，增强公司可持续发展能力。

表 5:公司增资后股权结构

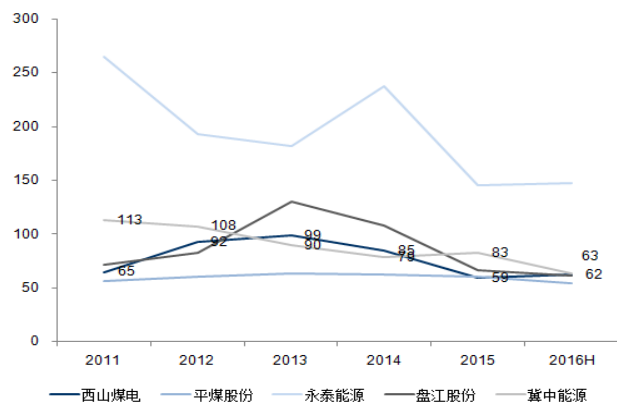
股东名称（前十位）	出资比例（%）
中国铝业股份有限公司	40%
华润煤业（集团）有限公司	20%
西山煤电	20%
另一意向投资方	20%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3. 吨煤成本相对较低

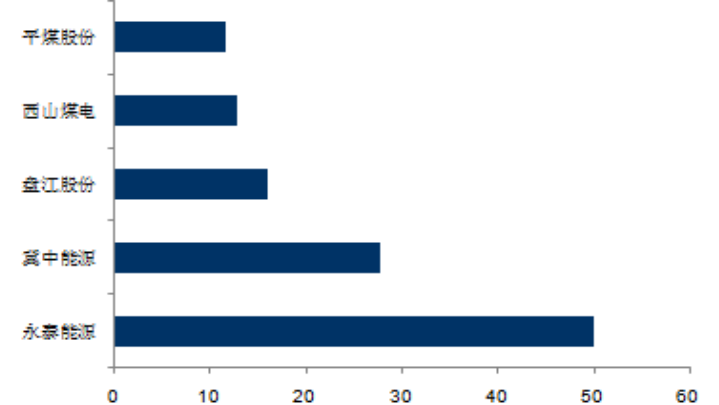
吨煤期间费用有所抬升。公司近年来压缩职工薪酬与维简费用，使得管理费用与销售费用下降明显，进而使得期间费用得以控制。2015 年公司吨煤管理费用仅为 59 元/吨，处于同行最低水平。值得注意的是伴随 2016 年盈利的改善，管理与销售费用伴随煤价的上涨而提升，上半年期间费用已上升至 62 元/吨，与同一市场的冀中能源基本持平。

图 12：主要焦煤上市公司吨煤费用（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

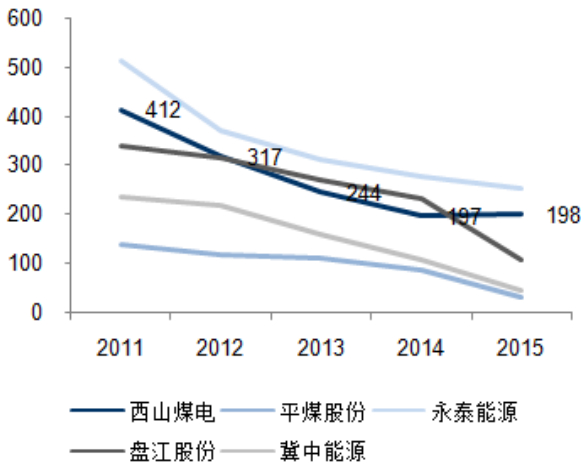
图 13：主要焦煤上市公司吨煤市值（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

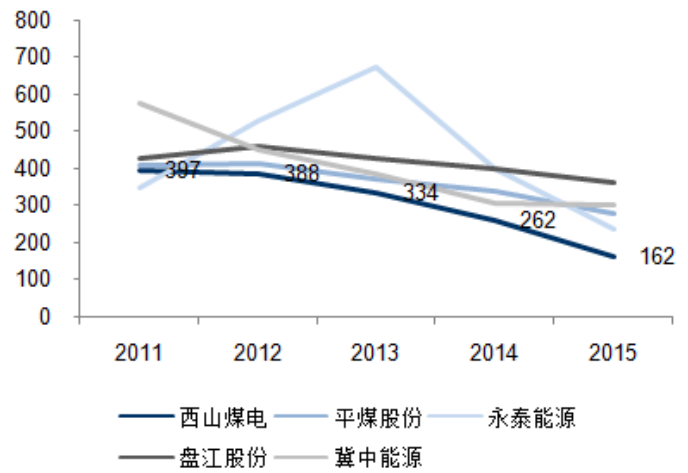
吨煤成本同行最低。2015 年公司开采成本处于最低水平，明显推动公司同年吨煤毛利增长。究其原因，盘江股份煤矿位于西南山区，地质条件复杂，开采成本最高，为 365 元/吨；平煤股份与冀中能源煤矿均处于华北平原，开采条件也较差，开采成本较高且基本一致，在 300 元/吨左右；而永泰能源、西煤的矿井均位于山西，开采条件相差不大，开采成本均在 200 元/吨左右。

图 14: 主要焦煤上市公司吨煤毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

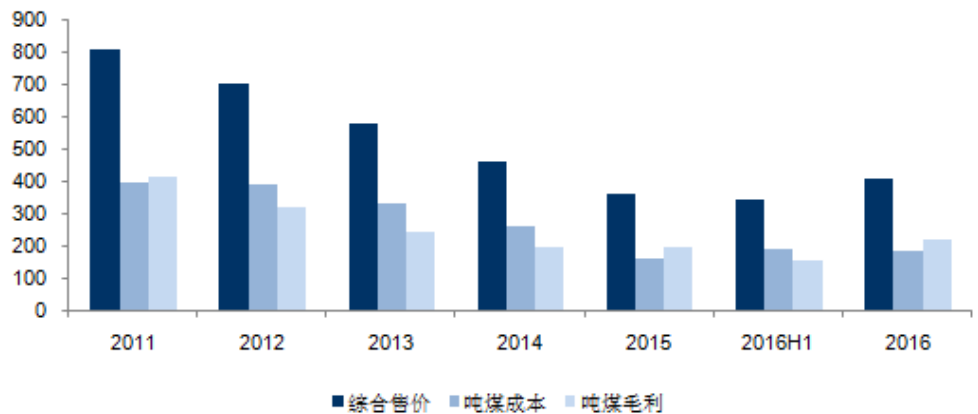
图 15: 主要焦煤上市公司吨煤成本 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

尽管西山煤电近年来实施成本费用控制，吨煤成本呈下降趋势。2016 年公司受煤价上升影响，吨煤开采成本为 185 元，较 2015 年回升 14%。

图 16: 生产成本不断压缩 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

另外，就人工成本而言，西煤一向偏高，是制约公司进一步提升核心竞争力的传统问题。2016 年公司人均产出人均原煤产出仅为 858.1 吨，相较 2015 年 965.1 吨，下降 106 吨。

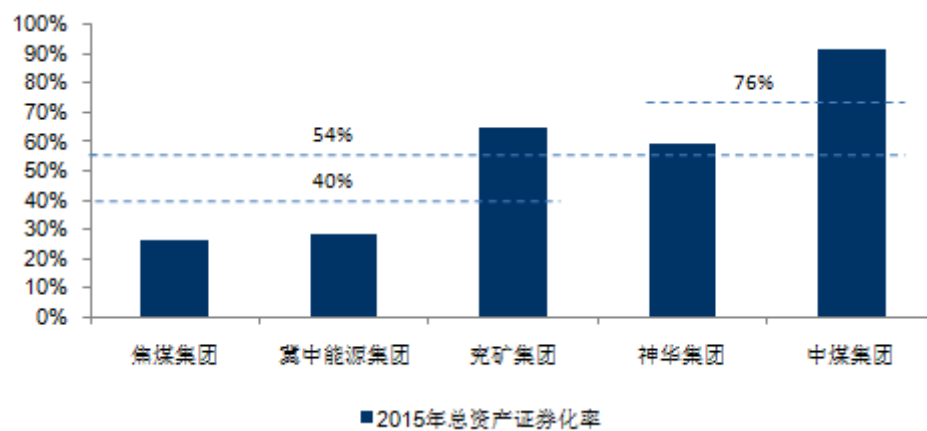
4. 山西国改东风已至

2017 年以来，山西省国企改革明显加速，副省长兼国资委党委书记王一新在国资委会议上讲话指出“山西国资国企改革已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口”。山西省内国企改革第一单汾酒集团改革已经正式启动，但全省国有经济的重头在煤炭企业，煤炭企业国改重要程度更加重要。

资本化改组助推，未来注资有望。公司控股股东山西焦煤集团确定为国有资本投资公司试点企业，2017 年全面推开，2018 年基本成型。目标是加快构建“板块化经营、专业化管理和集团化管控”的产业体系和商业模式，打造全球最大炼焦煤供应商。省政府同时明确西山煤电股份公司的改革定位，即作为焦煤集团优质焦煤资产的整合平台。截止 2015 年底，山西焦煤集团以净资产证券化率仅为 39%，总资产证券化率也仅为 26%，其中以西山煤电计算，仅有 20%。**山西焦煤集团整体上市势在必行。**

2 月 14 日，山西省副省长、省国资委党委书记王一新调研西山煤电，会上王一新指出“要切实利用好西山股份公司这个上市平台，通过上市公司解决企业的体制机制问题，同时充分发挥好市场化融资功能，通过一段时期的努力，**切实把这个平台打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大**”。¹

图 17：国内大型煤炭集团总资产证券化率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

焦煤集团作为山西省“十三五规划”重点培育的三大亿吨级煤炭生产基地之一的炼焦煤集团，相较其他两个集团（晋北动力煤集团由中煤平朔和同煤集团联合、晋东无烟煤集团由阳煤集团、潞安集团、晋煤集团联合）已经基本成型，独立性较强。**西山煤电整合收购集团外的优质炼焦煤资源也值得期待。**

目前山西焦煤集团 2016 年产量 1.05 亿吨，常远规划生产能力 1.9 亿吨/年，西山煤电所控主要矿井产能为 2810 万吨/年，占集团总产能比例为 31.36%。在炼焦精煤产能方面，2016 年山西焦煤集团炼焦煤产量为 0.45 亿吨，西山煤电洗精煤产量为 0.13 亿吨，仅占焦煤

¹ 《王一新副省长到焦煤集团调研指导国资国企改革工作》 <http://www.sxgzw.gov.cn/info/1003/25571.htm>

集团总产量的 28.9%；山西省炼焦精煤的产量是 1.99 亿吨，西煤西山煤电占比仅 6.5%，资产未来注入空间较大。

表 6:集团主要生产矿井明细

序号	煤矿名称	核定产能 (万吨/年)	股份或集团 占比 (%)	是否属于 上市公司	煤种
1	斜沟矿	1500	80	是	气煤
2	马兰矿	360	100	是	肥煤
3	西曲矿	400	100	是	焦煤
4	西铭矿	360	100	是	瘦煤
5	镇城底矿	190	100	是	肥煤
小计		2810			
6	官地矿	500	100	-	贫瘦煤
7	杜儿坪矿	500	100	-	瘦煤
8	屯兰矿	450	100	-	焦煤
9	东曲矿	400	100	-	焦煤
10	沙曲矿(一、二期)	800	51	-	主焦煤
11	高阳煤矿	600	51	-	焦煤、瘦煤
12	贺西煤矿	300	-	-	焦煤
13	霍宝干河矿	300	60	-	肥煤、1/3 焦煤
14	中兴煤业	300	-	-	焦煤、瘦煤、贫煤
15	吉宁矿	300	51	-	瘦煤
16	三交河矿	400	91	-	1/3 焦煤
17	柳湾矿	500	100	-	主焦煤
18	双柳矿	300	100	-	肥煤、焦煤
19	水峪矿	500	100	-	肥煤、焦煤
合计		8960			

资料来源：公司公告、申万宏源研究

采矿权转增资本金，解决历史遗留问题。2016 年 11 月，财政部、国土资源部批复山西焦煤所属三家公司持有的采矿权价款 47.47 亿元转增国家资本金，其中西山集团 18.81 亿元，解决长期困扰集团资产注入的法律障碍。西山煤电曾公开承诺“考虑到在债转股、采矿权转增资本金等政策性问题得不到解决前，资产注入条件不具备，同业竞争问题仍会存在。在政策性障碍消除后，择机将集团存续的生产经营资产逐步注入上市公司”。

配套改革，为整体上市创造条件。“十三五”期间，山西焦煤首批安排退出矿井 17 座。产能 1365 万吨/年，涉及转岗安置人员 12330 人。将 44 个煤矿列为停产缓建矿井，涉及产能 3995 万吨/年，通过落实产能置换政策，在积极淘汰落后产能，加快现有煤矿的升级改造和安全高效现代化矿井建设，使先进产能达 90%以上，提升煤炭主业的质量效益，符合生产经营性资产整体上市要求。配套债务重组、副业改制、剥离“三供一业”，提升主业竞争力。山西焦煤已组建销售集团公司，拟收购煤焦化电子平台-“焦煤在线”，促进全省炼焦煤产品的集中统一销售，打造全球最大炼焦煤供应商的愿景。

5. 主要风险提示

1、安全风险

公司主营的煤炭、电力行业属高危行业，安全生产的不确定因素复杂，公司面临的安全生产风险将持续存在。

2、市场风险

面对当前煤炭市场环境，虽然国家进一步推出了稳定经济的各项措施，但受经济增速放缓、替代能源快速发展、煤炭产能过剩、煤炭下游产业需求支撑度偏弱影响，公司煤炭销量和价格仍存在下行风险。

3、成本风险

原材料、人工成本及各类政策性支出在公司单位生产成本中占比较高。

4、投资风险

受经济下行影响，在煤炭及下游产品价格下跌的情况下，煤炭企业资金供应受到很大冲击，企业投资规模和项目建设将受到较大影响。本次对外投资需通过北京产权交易所参与，公司能否被融资方最终确定参与该增资项目存在不确定性。

6. 投资建议

关键假设： 1) 公司顺利按照计划满产能生产；2) 供给侧改革如期推进，煤炭价格中枢上移。

从个股角度分析，公司和其他可比炼焦煤公司进行估值比较分析，公司估值处于相对低估状态。在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计 2017 年、2018 年、2019 年公司 EPS 分别为 0.56 元、0.58 元、0.60 元；对应 PE 分别为 17 倍、17 倍和 16 倍。以 A 股于西山煤电规模相当的炼焦煤公司阳泉煤业、冀中能源作为对标标的，两家公司 17 年、18 年平均估值 PE 为 20 倍和 17 倍，而公司 17 年、18 年 PE 分别为 17 倍和 17 倍，处于相对低估状态，具备投资价值。且未来集团资产注入可期，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 7: 炼焦煤上市公司万德一致预测 PE (2017 年 03 月 31 日)

证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
600348.SH	阳泉煤业	48	20	18
000937.SZ	冀中能源	64	20	16
	平均值	56	20	17
000983.SZ	西山煤电	70	17	17

资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

表 8:利润表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	24,391	18,658	19,611	23,406	25,260	26,807
二、营业总成本	24,026	18,394	18,970	20,353	21,605	22,883
其中：营业成本	17,788	12,621	13,443	14,011	14,967	15,959
营业税金及附加	316	693	711	819	834	911
销售费用	2,394	2,121	1,894	2,411	2,627	2,788
管理费用	2,427	1,769	1,742	2,224	2,349	2,493
财务费用	1,056	1,103	979	889	828	731
资产减值损失	47	87	200	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	78	22	92	0	0	0
三、营业利润	442	286	734	3,053	3,655	3,925
加：营业外收入	52	63	142	0	0	0
减：营业外支出	27	38	172	20	20	20
四、利润总额	467	311	703	3,033	3,635	3,905
减：所得税	117	100	252	1,253	1,502	1,613
五、净利润	350	211	451	1,780	2,134	2,292
少数股东损益	77	70	17	17	309	407
归属于母公司所有者的净利润	273	141	434	1,763	1,825	1,885
六、基本每股收益	0.09	0.04	0.14	0.56	0.58	0.60
全面摊薄每股收益	0.09	0.04	0.14	0.56	0.58	0.60

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。