

煤炭开采

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 王理廷

S0960111080447

0755-82026908

wangliting1@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.60元

当前股价: 16.67元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2359.16
总股本(百万)	3151
流通股本(百万)	1472
流通市值(亿)	245
EPS	0.89
每股净资产(元)	4.43
资产负债率	57.22%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西山煤电	-0.81	7.08	-12.90
采掘	-4.85	4.60	-6.75
沪深300指数	-2.79	5.96	-2.43



相关报告

西山煤电

000983

推荐

老牌炼焦煤龙头企业，静待新的增长期来临

西山煤电是中国炼焦煤行业的龙头企业。公司凭借主焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤的定价优势，将能在未来充分享有炼焦煤价格的长期看涨，而在煤炭产量方面，依靠兴县斜沟矿二期和临汾、古交整合矿投产，公司有望在未来迎来新的煤炭产量增长期。

投资要点:

- 公司是中国炼焦煤行业老牌的龙头企业。公司煤种是主焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤，2011年公司炼焦精煤销量为1035万吨，在国内上市煤企中排前列。
- 受钢铁业低迷影响，炼焦煤价格短期承压，但资源稀缺性决定了炼焦煤的长期景气。钢铁业产量增速及盈利的下滑使炼焦煤价格短期上涨受阻，不过国内炼焦煤长期存在供不应求，海外进口又难以完全逆转供需偏紧状况，资源稀缺促行业长期景气。
- 公司本部矿井产量稳定在1300万吨，未来业绩增量贡献还靠稀缺炼焦煤的价格上涨。受钢铁业低迷影响，2012年公司炼焦煤价将维持稳定，不过未来随钢铁盈利改善，公司炼焦煤提价空间将重新扩大，从而充分享有稀缺炼焦煤的长期景气。
- 公司兴县斜沟矿二期及临汾、古交整合矿是公司未来煤炭产量增长的主要来源。兴县斜沟矿二期（1500万吨）和临汾、古交整合矿（近500万吨）将在未来两三年内陆续释放产能，使公司迎来新的产量增长期。而安泽永鑫煤业旗下的唐城煤矿（200万吨）和冀氏煤矿（500万吨）则能保障公司煤炭产能在2015年后的持续增长。
- 集团公司资产注入空间大，等待注入条件的成熟。除股份公司外，仅西山煤电集团旗下就有东曲矿、官地矿等5对在产矿井，总产能2000万吨。不过要想顺利实现注入，还需先解决信达债转股问题和采矿权转增资本金问题这两个主要障碍。
- 公司电力、焦炭非煤业务盈利能力不佳，未来业绩好转还需等待行业盈利拐点的来临。不过电力盈利出现根本性好转需等待煤电联动机制的完善，而焦炭盈利拐点需等待焦炭整合的持续推进，预计短期内非煤业务仍将难给公司带来太大的净贡献。
- 给予公司“推荐”投资评级。预测公司2012~2014年原煤产量为3240万吨、3670万吨和4240万吨，对应的EPS为0.98元、1.11元和1.29元。

风险提示:

- 炼焦煤需求增速放缓；斜沟矿二期及整合矿产能释放低于预期；非煤业务盈利恶化。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	32651	36451	41995
收入同比(%)	79%	8%	12%	15%
归属母公司净利润	2815	3103	3512	4057
净利润同比(%)	6%	10%	13%	16%
毛利率(%)	30.3%	30.3%	30.3%	30.2%
ROE(%)	20.2%	18.2%	18.5%	18.9%
每股收益(元)	0.89	0.98	1.11	1.29
P/E	18.78	17.04	15.06	13.03
P/B	3.79	3.10	2.79	2.46
EV/EBITDA	7	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：中国炼焦煤行业老牌的龙头企业	4
二、炼焦煤行业分析：钢铁业低迷使炼焦煤价短期上涨受阻，但资源稀缺决定了炼焦煤价的长期景气	5
2.1 钢铁行业景气度的下行使炼焦煤行业面临需求增速下滑的压力	5
2.2 资源稀缺及保护性开发政策决定了炼焦煤供给的增幅有限	7
2.3 国内炼焦精煤供需矛盾短期缓解，但未来供需缺口仍将长期存在	9
2.4 炼焦煤海外进口难填国内缺口，供需矛盾促炼焦煤行业长期景气	10
三、公司分析：短期内公司价量维持稳定，但未来煤炭的价升+量增将使公司迎来又一个增长期	11
3.1 西山本部四矿产销量稳定，业绩贡献增量还看稀缺炼焦煤价的上涨	11
3.2 兴县斜沟矿二期及整合矿的投产是公司未来产量增长的主要来源	13
3.3 集团公司煤矿资产注入空间较大，但尚需等待注入条件的成熟	15
3.4 公司电力、焦炭业务盈利能力欠佳，还需等待行业盈利拐点的来临	15
四、盈利预测及投资建议：“推荐”	16

图 目 录

图 1 公司拥有主要生产资源情况一览	4
图 2 公司营业收入在煤炭业上市公司中排第八	4
图 3 公司净利润在煤炭业上市公司中排第六	4
图 4 公司营业收入由煤炭和电力、焦炭组成	5
图 5 公司营业毛利主要来源于煤炭业务	5
图 6 公司炼焦精煤销量占商品煤销量 50%左右	5
图 7 公司炼焦精煤销量在国内上市煤企中排第二	5
图 8 中国地产和基建投资增速放缓明显	6
图 9 受地产、基建的影响，中国钢铁产量增速放缓	6
图 10 受钢铁业颓势影响，焦炭价格持续低迷	6
图 11 焦炭产量增速逐渐放缓	6
图 12 中国重点钢铁企业喷煤比提升迅速	7
图 13 我国炼焦煤储量占比低，稀缺性明显	8
图 14 近年来我国炼焦煤产量占比逐年下滑	8
图 15 我国炼焦煤产量及储量主要集中于山西、安徽、山东等省	8
图 16 中国炼焦精煤产量增速低于焦炭的产量增速	9
图 17 我国炼焦精煤供需缺口常年存在，且近年来有扩大的趋势	9
图 18 炼焦煤价格虽面临压力，但预计未来下探幅度有限	10
图 19 受澳大利亚焦煤涨价影响，中国 2011 年炼焦煤进口量同比减少	10
图 20 中国炼焦煤主要进口自澳大利亚和蒙古	11

图 21	印度钢铁业发展加剧全球炼焦煤争夺	11
图 22	我国主焦煤和肥煤储量仅占炼焦煤的 36%	12
图 23	我国主焦煤和肥煤产量仅占炼焦煤的 27%	12
图 24	公司炼焦精煤长协价进行过多次上调	12
图 25	斜沟矿是公司未来产量增长的主要来源	13
图 26	晋兴能源营业收入及净利润增长迅速	13
图 27	焦煤集团、西山煤电集团与公司原煤产量对比情况	15

表目录

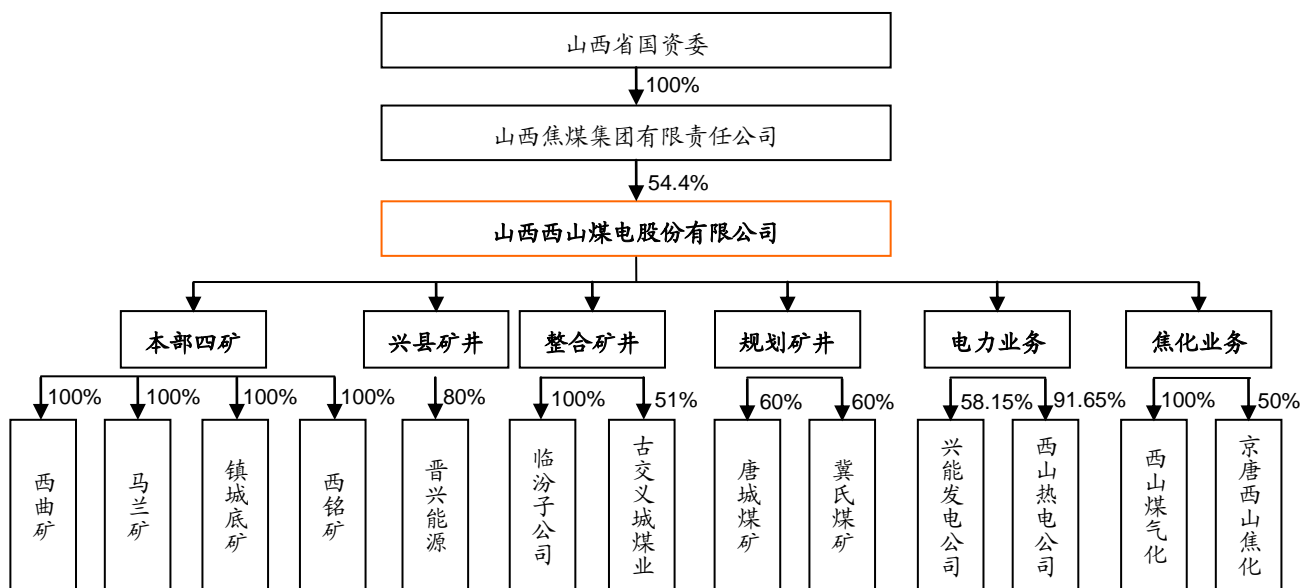
表 1	预计未来五年内我国炼焦煤需求量将进入缓慢增长期（单位：亿吨）	7
表 2	受制于资源稀缺与保护性开发，未来我国炼焦精煤产量将保持低速增长（单位：亿吨）	9
表 3	预计未来五年内中国仍将存在炼焦精煤供需缺口（单位：亿吨）	10
表 4	公司西山本部四矿矿井情况一览	11
表 5	公司兴县、临汾、古交、安泽整合新建矿矿井情况一览	13
表 6	受益于兴县斜沟矿二期与临汾、古交资源整合矿，公司即将迎来又一个产量高速增长期	14
表 7	西山煤电集团剩余生产矿井情况一览	15
表 8	公司电力、焦炭非煤业务一览	16
表 9	西山煤电煤炭产销量及价格预测（单位：万吨）	17
表 10	西山煤电未来三年收入预测	17
表 11	西山煤电未来三年盈利预测（单位：百万元）	18

一、公司简介：中国炼焦煤行业老牌的龙头企业

西山煤电是中国炼焦煤行业的龙头企业，总部位于山西省西山煤田，1999年由西山集团以西曲矿、马兰矿、镇城底矿及配套洗煤厂投入设立而成。2000年，公司向社会公开发行人2.88亿股，并于同年在深交所挂牌交易。此后经过三次股本送转，公司总股本扩张至31.5亿股，目前流通股本为14.7亿股。

公司在西山本部拥有西曲矿、马兰矿、镇城底矿和西铭矿，本部四矿总产能为1290万吨，产量稳定在1300万吨左右。公司在兴县的晋兴能源斜沟矿一期（1500万吨）已达产，二期工程（1500万吨）也正在进行工作面的设置。同时，公司还参与了临汾、古交煤炭资源整合，总整合产能近500万吨，在安泽规划新建的唐城煤矿（200万吨）与冀氏煤矿（500万吨）也正在行政报批中。除煤炭外，公司还有电力业务和焦炭业务，不过盈利能力较差，对公司利润贡献也相对较少。

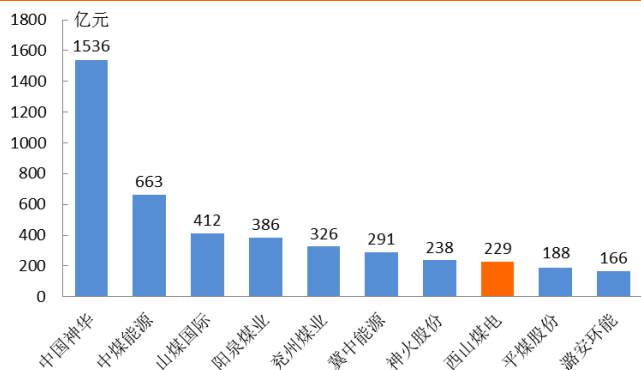
图 1 公司拥有主要生产资源情况一览



资料来源：公司公告、中投证券研究所（晋兴能源5%股权转让尚未完成，公司控股比例仍为80%）

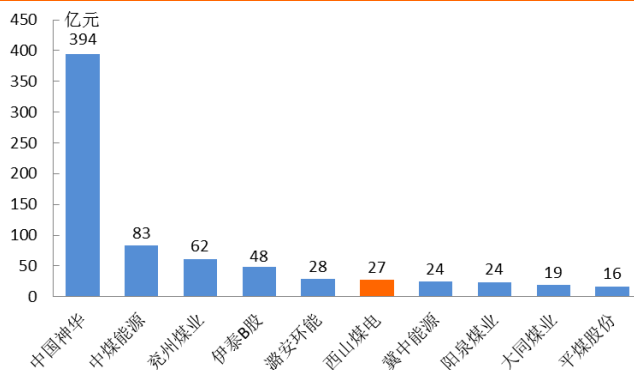
公司在国内煤炭业上市公司中收入规模排名前列，2011年前三季度公司营业收入为228.8亿元，在煤炭业上市公司中排第八。公司的盈利能力同样强劲，2011年前三季度净利润为27亿元，在煤炭业上市公司中排第六。

图 2 公司营业收入在煤炭业上市公司中排第八



资料来源：Wind、中投证券研究所（2011Q3）

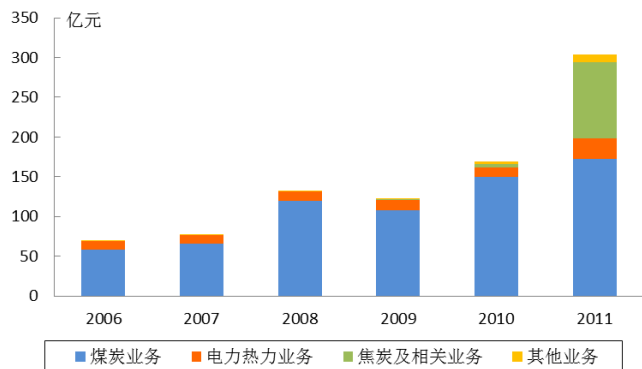
图 3 公司净利润在煤炭业上市公司中排第六



资料来源：Wind、中投证券研究所（2011Q3）

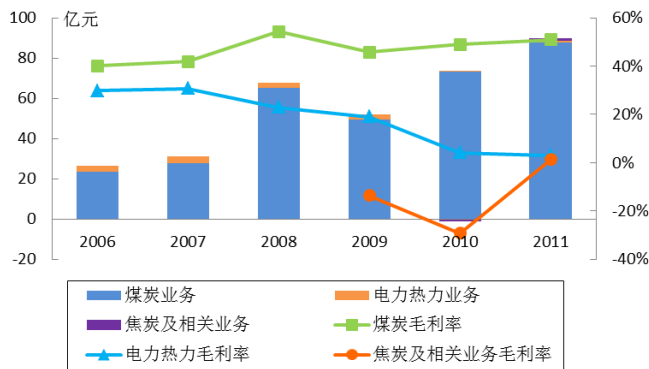
公司营业收入来自煤炭业务与电力、焦炭等非煤业务，其中煤炭业务一直占据主要地位，而随着京唐西山焦化的投产及并表，焦炭业务也在 2011 年中期收入构成中占据了较大份额。不过受电力与焦炭行业低迷的影响，公司非煤业务的盈利状况不佳，使得公司目前煤炭业务贡献了近 97% 的营业毛利。

图 4 公司营业收入由煤炭和电力、焦炭组成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

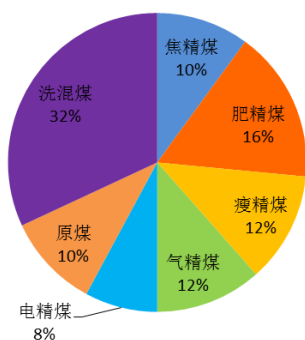
图 5 公司营业毛利主要来源于煤炭业务



资料来源：公司公告、中投证券研究所

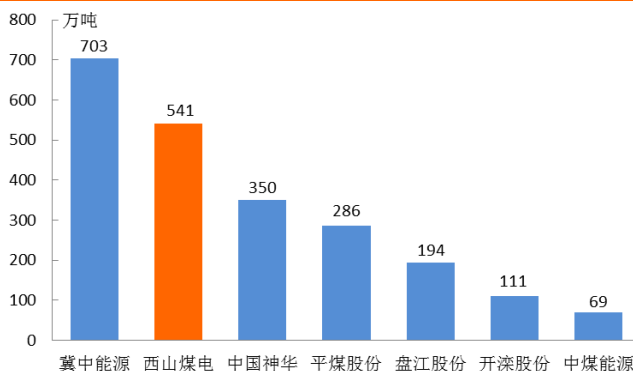
公司煤炭开采的主要煤种是主焦煤、肥煤、气煤等炼焦用煤，2011 年公司商品煤销量为 2132 万吨，其中焦精煤、肥精煤、瘦精煤和气精煤等炼焦精煤的销量总共为 1035 万吨，占比近 50%。而从 2011 年中期的数据来看，公司炼焦精煤销量在国内煤炭业上市公司中排第二，属于老牌的炼焦煤龙头企业。

图 6 公司炼焦精煤销量占商品煤销量 50%左右



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 公司炼焦精煤销量在国内上市煤企中排第二



资料来源：公司公告、中投证券研究所 (2011H1)

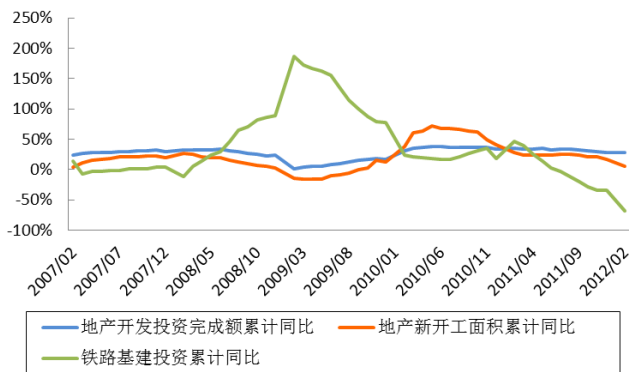
二、炼焦煤行业分析：钢铁业低迷使炼焦煤价短期上涨受

阻，但资源稀缺决定了炼焦煤价的长期景气

2.1 钢铁行业景气度的下行使炼焦煤行业面临需求增速下滑的压力

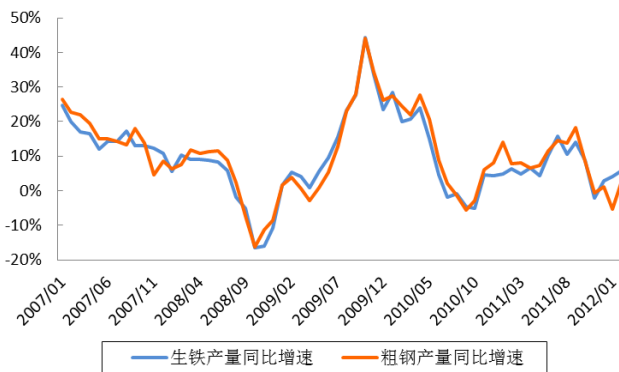
炼焦煤主要用于隔绝空气高温干馏以炼制焦炭，而焦炭又主要充当钢铁冶炼时的还原剂、热源和骨架，因此钢铁行业的景气度就决定了炼焦煤行业的需求量。由于房地产行业政策调控严格，而铁路基建受温州动车事故影响，各基建项目的建设进度均出现一定程度的停滞，房地产、铁路基建等领域投资的萎靡，导致了钢铁业产量增速的下行。

图 8 中国地产和基建投资增速放缓明显



资料来源: iFinD、统计局、中投证券研究所

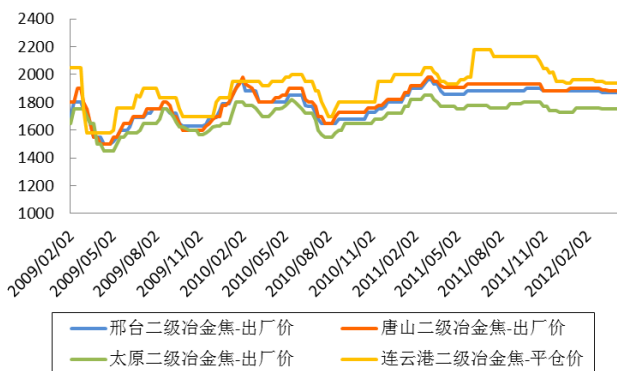
图 9 受地产、基建的影响, 中国钢铁产量增速放缓



资料来源: 统计局、中投证券研究所

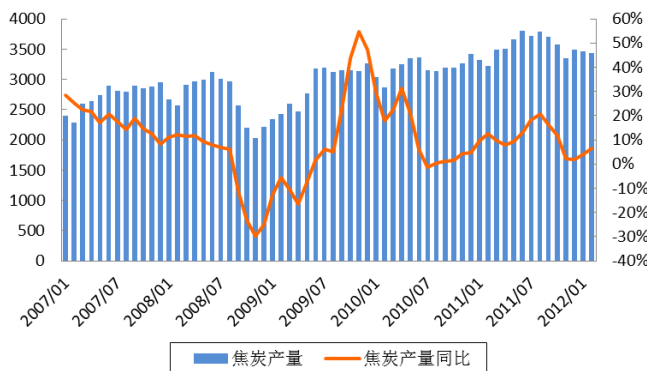
生铁、粗钢产量增速的放缓降低了钢铁业对焦炭的需求, 加重了焦炭行业的产能过剩程度, 从而致使焦炭持续低迷。而降低的焦炭需求及疲软的焦炭价格则使得焦炭企业减少焦炭生产, 焦炭产量增速也逐渐放缓。

图 10 受钢铁业颓势影响, 焦炭价格持续低迷



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

图 11 焦炭产量增速逐渐放缓

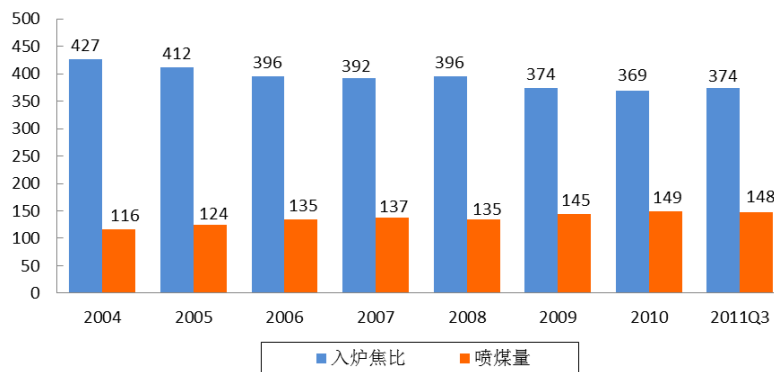


资料来源: iFinD、统计局、中投证券研究所

炼焦煤下游主要是焦炭, 在全国焦炭产量增速逐渐下滑的条件下, 中国炼焦煤行业也面临着需求增速下滑的压力。不过与 08 年金融危机不同, 本轮经济放缓由政府调控所致, 因此钢铁产量增速预计不会出现 08 年一样的大幅回落。同时, 温总理在广西、福建调研时肯定了高铁建设的积极影响, 并提出预调微调以确保 2012 年 5000 亿元铁路投资的到位, 保障在建铁路线开工。而地产方面尽管调控格调难改, 但刚需支持政策预调微调将继续, 因此预计我国钢铁业未来将在基建和地产投资政策放松的促进下出现景气恢复, 从而刺激焦炭及炼焦煤需求增速回升。

除钢铁行业产量增速下行对焦炭及炼焦煤需求带来不利影响外, 高炉喷煤的应用也将对炼焦煤的需求造成不利影响。高炉喷煤是指从高炉风口直接向炉内喷吹煤粉, 煤粉在炉内燃烧提供热能, 同时未燃煤粉与铁矿石反应, 起还原剂的作用, 从而部分替代焦炭在冶炼时的作用, 并减少焦炭的用量, 最终缓解炼焦煤的供需失衡。随着中国重点钢铁企业高炉平均喷煤比从 2005 年的 124kg/t 生铁逐渐提升至 2010 年的 149kg/t 生铁, 企业的入炉焦比也逐渐降低至 2010 年的 369kg/t 生铁。

图 12 中国重点钢铁企业喷煤比提升迅速



资料来源：中国金属学会、中投证券研究所

不过焦炭在生铁冶炼中除了还原剂和热源的作用外，还充当生铁冶炼时的骨架，支撑炼铁原料，提高原料柱的透气性。因此喷吹煤的应用仅能部分替代焦炭的还原剂和热源作用，而无法替代焦炭的料柱骨架作用。同时，2005~2010 年高炉喷煤比仅提高了 25Kg/t 生铁，2011 年前三季度喷煤比甚至降低了 1Kg/t，足以说明喷吹技术的改进将是一个长期渐进的过程，因此喷煤比在未来也仍将保持缓慢提升。因此应用高炉喷煤所能减少的入炉焦炭量也无法骤增，而是随高炉喷煤量的缓慢提升而逐渐减少。

由于经济转型的影响，未来钢铁产量增速若随基建和地产投资放松而回升，预计增速也很难恢复以往的高增长。根据冶金工业经济发展研究中心和中投钢铁的预测，未来中国钢铁产量增速将下滑至 3.6%。若高炉喷煤量维持 2011 年的水平，根据往年焦炭与生铁产量增速关系，预计焦炭未来将获得略高于生铁产量的增速，预测为 4%。若考虑未来喷煤量增长对焦炭的替代作用，则未来五年中国焦炭产量和炼焦煤需求将保持 2.9% 的低速增长。

表 1 预计未来五年内我国炼焦煤需求量将进入缓慢增长期（单位：亿吨）

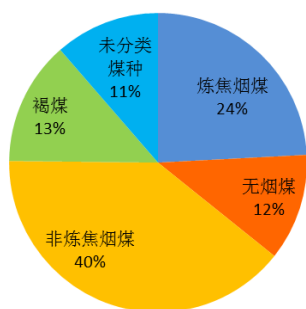
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
全国生铁产量	5.90	6.28	6.50	6.74	6.98	7.23
焦炭产量：假定 11 年后喷煤量不变	3.88	4.26	4.43	4.61	4.79	4.99
重点钢铁企业生铁产量	5.08	5.33	5.60	5.88	6.17	6.48
重点钢铁企业高炉喷煤比 (Kg/t)	149	148	151	154	157	160
高炉喷煤量 (万吨)	7569	7894	8457	9056	9694	10374
比 11 年新增喷煤量 (万吨)		0	563	1162	1800	2479
新增喷煤所减少的焦炭量 (万吨)*		0	478	988	1530	2107
焦炭产量：考虑 11 年后喷煤量增加	3.88	4.26	4.38	4.51	4.64	4.78
炼焦精煤需求量	5.27	5.92	6.09	6.27	6.45	6.64
炼焦精煤需求量增速		12.3%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%

资料来源：中投证券研究所预测 (*喷吹煤对焦炭的置换比按 0.85 计算)

2.2 资源稀缺及保护性开发政策决定了炼焦煤供给的增幅有限

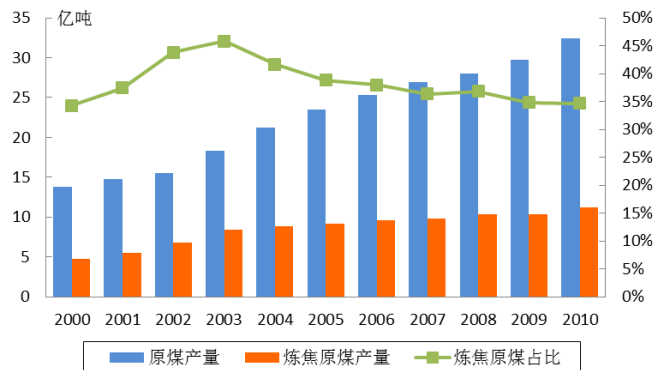
尽管中国煤炭储量仅次于美国、俄罗斯，但炼焦煤储量相对缺乏，全国炼焦煤查明储量为 2803 亿吨，占比仅为 24.2%。2010 年中国炼焦原煤产量占全国煤炭产量的 34.7%，产量占比高于储量占比，表明我国炼焦煤开发程度要大于非炼焦煤。受制于资源稀缺与开发程度，近年来炼焦原煤产量增幅远小于原煤产量同期增幅，使得我国炼焦原煤产量占比逐年下滑。

图 13 我国炼焦煤储量占比低，稀缺性明显



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

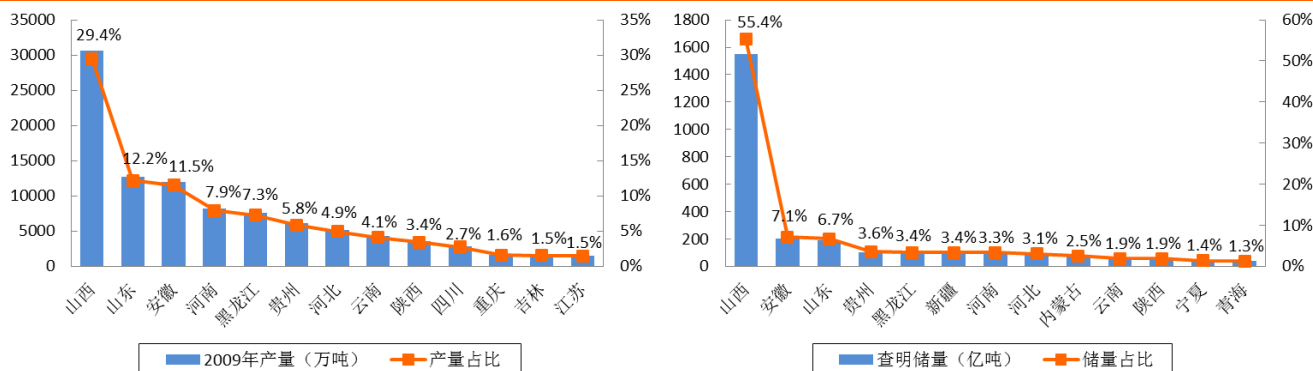
图 14 近年来我国炼焦煤产量占比逐年下滑



资料来源: 煤监局、统计局、中投证券研究所

中国炼焦煤的产量和储量分布比较集中，主要分布于山西、安徽、山东等省，其中山西省的炼焦煤产量在全国排第一，2009年山西炼焦原煤产量占比为 29.4%。山西的炼焦煤储量也在全国炼焦煤储量中占据最主要位置，储量占比约为 55.4%，而山东、河南、黑龙江等其他省份已进入资源衰退期，炼焦煤产能提升空间有限，因此全国未来新增炼焦煤产能将主要来自山西省。

图 15 我国炼焦煤产量及储量主要集中于山西、安徽、山东等省



资料来源: Sxcoal、煤监局、中投证券研究所

不过由于资源稀缺，目前全国新建矿井大多为动力煤种，炼焦煤的矿井较少，同时山西省资源整合的炼焦煤矿井大多需等到 2013 年才能大规模释放产能，预计到 2015 年新建矿井和整合技改矿井投产后，全国将仅能释放约 1.3 亿吨炼焦煤产能，其中山西约为 0.8 亿吨，按照 55% 的精煤洗出率计算，对应的炼焦煤新增产能仅为 0.72 亿吨。而除了资源稀缺外，制约中国炼焦煤产量增长的另一个重要因素就是中国政府对于稀缺炼焦煤资源采取的保护性开发政策。

稀缺炼焦煤资源是钢铁业不可或缺的原料，具有重大战略意义。在澳洲等炼焦煤大国，炼焦煤资源的开采都会受到保护性开发政策的限制。在中国，稀缺炼焦煤资源的战略价值也逐渐被政府重视，国家能源局近日已经完成《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》征求意见稿的意见征集工作，该规定指出我国炼焦煤等稀缺煤种将实施总量控制，山西、河南等地的稀缺炼焦煤资源将被纳入保护性开发之内，新建大中型稀缺煤类矿井投产十年内原则上不得提高生产能力。而此前的资源税改革中，政府也将焦煤单列，征收标准确定为 8~20 元/吨，远高于其它煤种。

由于资源稀缺，在建与整合技改的炼焦煤产能较少，同时，《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》正式出台后，国家将推行对炼焦煤资源的保护性开发，合理调控开发利用总量，也将影响到炼焦煤产能的释放。因此我们预计“十二五”期间炼焦煤的产量将保持低速增长，在未来出现炼焦煤供给大幅过剩的概率较低。

表 2 受制于资源稀缺与保护性开发，未来我国炼焦精煤产量将保持低速增长（单位：亿吨）

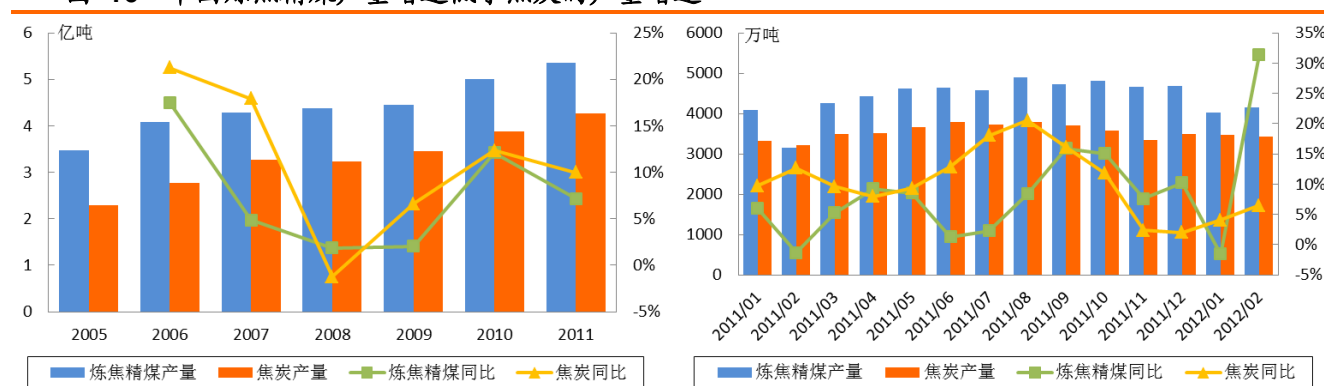
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
炼焦精煤产量	4.98	5.36	5.51	5.68	5.88	6.08
炼焦精煤产量增速		7.5%	2.8%	3.1%	3.5%	3.4%

资料来源：中投证券研究所预测

2.3 国内炼焦精煤供需矛盾短期缓解，但未来供需缺口仍将长期存在

尽管随着中国炼焦煤行业的原煤入洗率与精煤洗出率的提高，中国炼焦精煤的产量获得了超过原煤产量增速的增长，但仍要低于国内焦炭的产量增长。2005~2010 年国内炼焦精煤产量的复合增速为 7.5%，而同期焦炭产量的复合增速为 11.1%。不过受房地产调控政策及铁路基建投资下滑等的影响，焦炭产量增速从 2011 年三季度末开始下滑，使得近期炼焦精煤同比增速要高于焦炭增速。

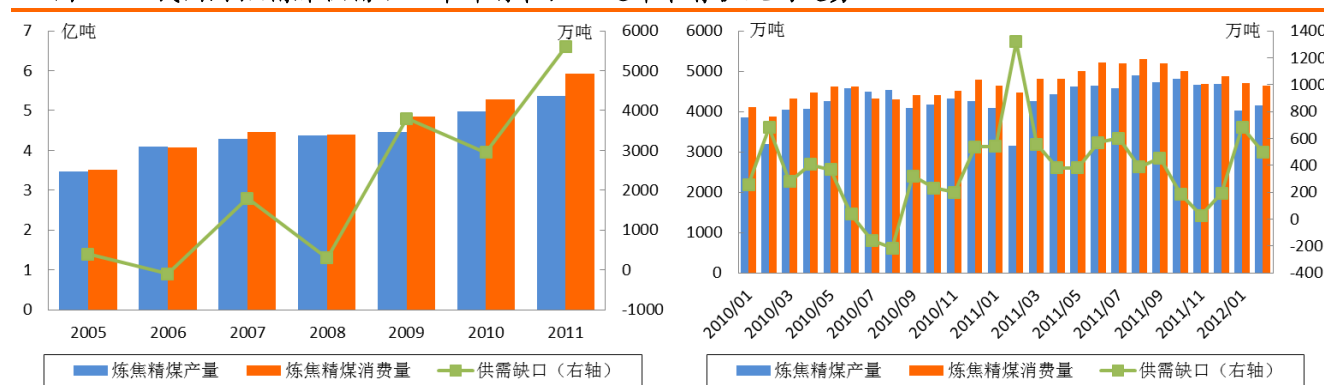
图 16 中国炼焦精煤产量增速低于焦炭的产量增速



资料来源：Sxcoal、煤监局、统计局、中投证券研究所

由于焦炭产量增速常年高于炼焦精煤产量增速，使得国内炼焦精煤一直存在供需缺口，且缺口有逐年扩大的趋势，2011 年炼焦精煤供需缺口约为 5600 万吨。

图 17 我国炼焦精煤供需缺口常年存在，且近年来有扩大的趋势



资料来源：Wind、汾渭能源、中投证券研究所

受焦炭产量增速下滑的影响，从 2011 年三季度末开始炼焦精煤供需缺口收窄明显，尽管今年 1、2 月份受春节假期影响，炼焦煤产量环比下行，致使缺口扩大，但从 3 月开始全国煤炭生产恢复正常，预计供需缺口又将重新缩小，也因此使得炼焦煤价格短期内上涨受阻。不过由于钢铁产量增速很难出现 08 年一样的下探，同时炼焦煤受资源稀缺和保护性开发制约，未来产量增幅有限，预计出现大幅的供给过剩现象概率较低，炼焦煤价格也将能得到一定支撑，未来走低幅度有限。而未

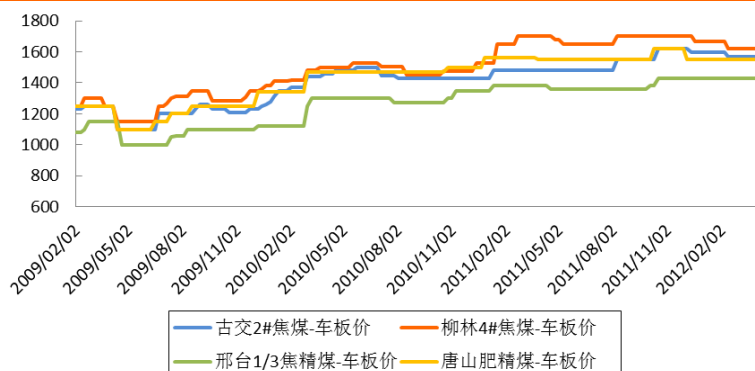
来随着钢铁业在基建和地产政策微调的促进下产量增速重回上升轨道,国内炼焦精煤供需缺口也将重新扩大,并刺激炼焦煤价格的企稳回升。

表 3 预计未来五年内中国仍将存在炼焦精煤供需缺口 (单位: 亿吨)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
炼焦精煤产量	4.98	5.36	5.51	5.68	5.88	6.08
炼焦精煤需求量	5.27	5.92	6.09	6.27	6.45	6.64
国内炼焦精煤缺口 (万吨)	2861	5601	5878	5935	5744	5607

资料来源: 中投证券研究所预测

图 18 炼焦煤价格虽面临压力, 但预计未来下探幅度有限

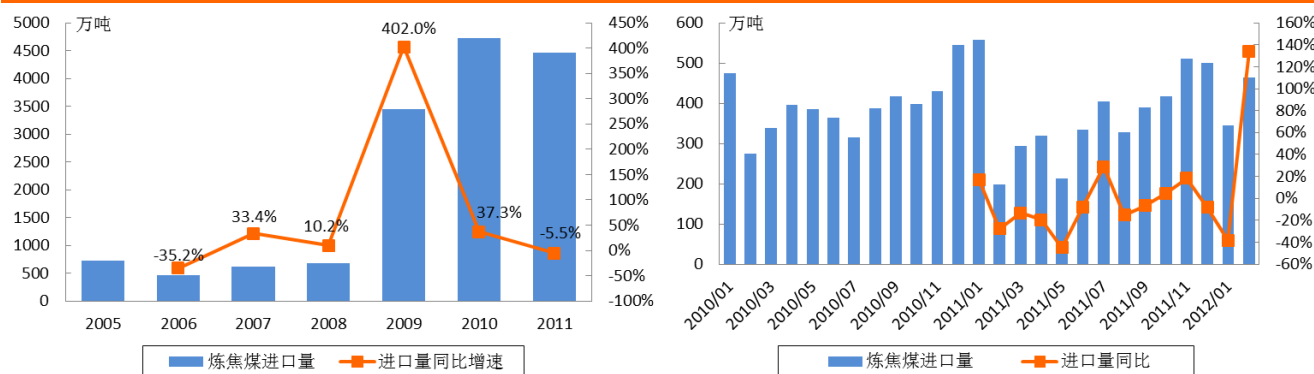


资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

2.4 国际炼焦煤争夺加剧, 依靠炼焦煤海外进口难以逆转国内供需状况

由于国内炼焦精煤产量常年低于消耗量,中国每年均需从国外进口炼焦煤以满足国内需求, 不过受澳大利亚焦煤价格上涨影响, 2011 年从澳大利亚进口炼焦煤量下滑 40.6%, 也使得 2011 年我国炼焦煤进口总量下滑 5.5%。

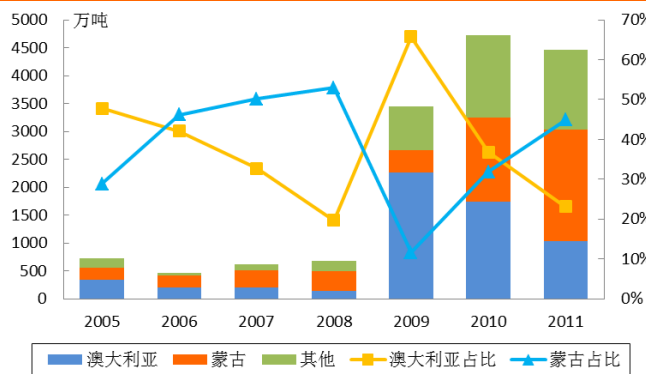
图 19 受澳大利亚焦煤涨价影响, 中国 2011 年炼焦煤进口量同比减少



资料来源: 中国海关、中投证券研究所

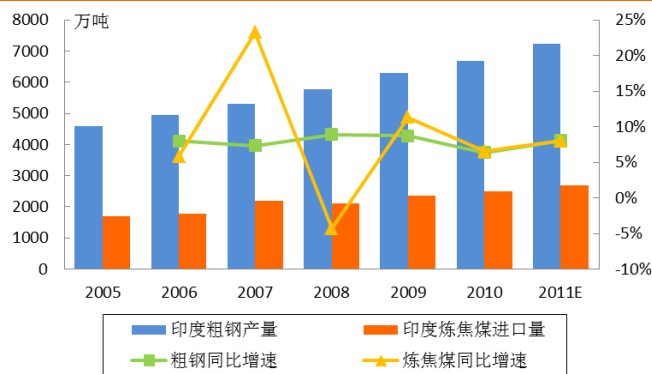
中国炼焦煤主要进口自澳大利亚与蒙古。澳大利亚是全球最大的炼焦煤出口国, 2010 年出口量为 1.59 亿吨, 占据全球炼焦煤贸易 62% 的份额, 但中国从澳大利亚进口炼焦煤将面临全球尤其是印度的激烈竞争。印度近年来经济发展强劲, 钢铁产量也实现了快速增长, 但印度国内炼焦煤资源极度匮乏, 主要依赖从澳大利亚进口, 因此随着印度钢铁业的进一步发展, 其对进口炼焦煤的刚性需求也将推动澳大利亚炼焦煤价格在未来的上涨, 从而压制中国进口自澳大利亚的炼焦煤量。

图 20 中国炼焦煤主要进口自澳大利亚和蒙古



资料来源：中国海关、中投证券研究所

图 21 印度钢铁业发展加剧全球炼焦煤争夺



资料来源：IEA、世界钢铁协会、中投证券研究所

蒙古为内陆国家，主要与俄罗斯和中国接壤，且通往俄罗斯的铁路通道正在修建扩容中，这种地域和铁路线的分布使得中国成为了蒙古炼焦煤的主要出口市场，而蒙古炼焦煤也以其低价逐渐成为中国最大的炼焦煤进口国，也将是中国未来炼焦煤进口增量的主要来源国。但蒙古的出口煤种以 1/3 焦煤为主，在塔本陶勒盖主焦煤矿井开发投产前都难以完全满足中国对于主焦煤等优质炼焦煤的需求。

中国炼焦煤进口在澳大利亚面临印度竞争，未来进口量及价格面临较大压力，预计从澳大利亚进口炼焦煤量增幅有限，未来中国新增进口量将主要来源自蒙古。

不过，随蒙古主要在建战略矿井的陆续投产，2015 年后蒙古煤炭产量增速将趋缓，通往俄罗斯铁路通道的建成则使蒙古煤炭可借道俄罗斯港口出口至日本等国，而出于经济安全和政治方面的考虑，蒙古煤炭出口也不会再完全依赖中国市场。因此，我们认为，2015 年之后中国从蒙古进口炼焦煤量也将趋于稳定。而尽管随着蒙古炼焦煤大量涌入中国，未来国内炼焦煤的供需缺口将能得到部分满足，但仍难以完全解决国内炼焦煤的供需矛盾，国内炼焦煤行业未来仍将维持供需偏紧的格局，从而刺激行业的长期景气。

三、公司分析：短期内公司价量维持稳定，但未来煤炭的

价升+量增将使公司迎来又一个增长期

3.1 西山本部四矿产销量稳定，业绩贡献增量还看稀缺炼焦煤价的上涨

公司在西山煤田本部拥有西曲矿、马兰矿、镇城底矿和西铭矿，其中，西曲矿、马兰矿、镇城底矿的煤种为稀缺的主焦煤、肥煤，西铭矿煤种为贫煤、瘦煤。公司本部四矿已开采多年，产能稳定在 1290 万吨，原煤产量维持在 1300 万吨左右。

表 4 公司西山本部四矿矿井情况一览

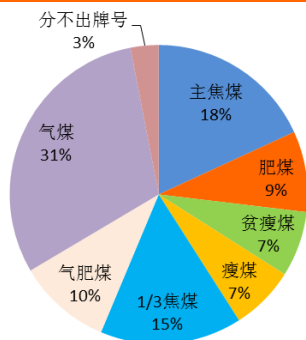
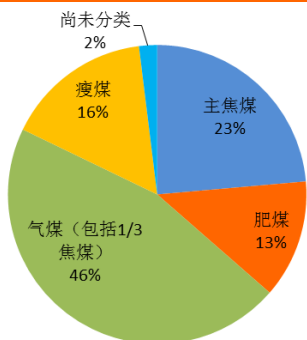
煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (百万吨)	产能 (万吨)
西曲矿	太原古交	100%	主焦煤	230	340
马兰矿	太原古交	100%	主焦煤、肥煤	796	400
镇城底矿	太原古交	100%	主焦煤、肥煤	124	190
西铭矿	太原万柏区	100%	贫煤、瘦煤	170	360
本部矿井小计				1320	1290

资料来源：公司公告、中投证券研究所

西山本部四矿原煤产量未来基本无增长，相应的，西山本部洗选出的焦精煤、肥精煤等商品煤销量也相对稳定，因此未来西山本部四矿对公司的业绩贡献增长主要来源自商品煤尤其是焦精煤、肥精煤等稀缺炼焦煤价格的上涨。

炼焦煤属于供需偏紧的稀缺煤种，而强粘性的主焦煤、肥煤的稀缺性和供需矛盾更胜于其他炼焦煤种。主焦煤和肥煤的储量占比仅为炼焦煤总储量的 36%，2009 年主焦煤和肥煤的原煤产量占比为炼焦煤产量的 27%。

图 22 我国主焦煤和肥煤储量仅占炼焦煤的 36% **图 23 我国主焦煤和肥煤产量仅占炼焦煤的 27%**



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

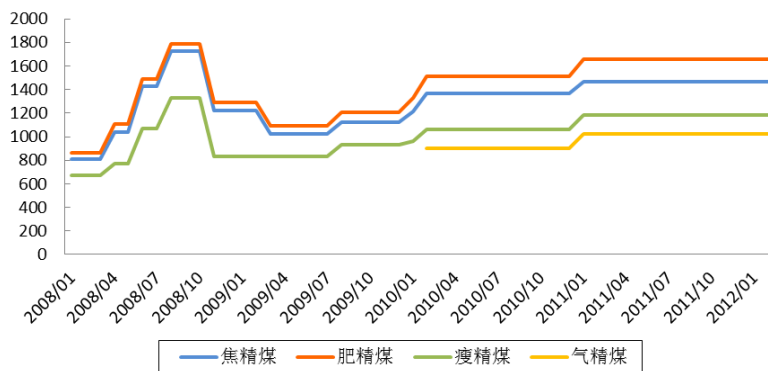
资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

受储量产量均较少的影响，焦化厂获得主焦煤、肥煤的难度及成本均较高，所以焦化厂在进行炼焦配煤时一般会尽量多配当地的瘦煤、气煤等其他炼焦煤，以节约主焦煤、肥煤资源及成本。不过强粘性的主焦煤、肥煤用量过低时，制得的焦炭强度不高，所以为保证焦炭质量，炼焦配煤时主焦煤和肥煤的用量占炼焦煤总用量的比例一般需维持在 50% 左右。未来随着高炉大型化的持续，炼铁时对作为骨架的焦炭强度要求更高，炼焦配煤时对主焦煤、肥煤的需求量将会进一步增加。

因用量占比远高于产量占比，主焦煤、肥煤的国内供需失衡程度更胜于其他炼焦煤种，且澳洲焦煤进口量难扩大，蒙古进口煤又以 1/3 焦煤为主，因此凭借资源稀缺，国内主焦煤、肥煤生产商对下游钢铁企业拥有更胜于其他炼焦煤种的话语权。

公司主焦煤、肥煤等炼焦煤产品主要采用长协合同方式销往首钢、鞍钢等华北、东北钢企。自中国走出 08 年金融危机的阴影后，公司焦精煤、肥精煤等产品进行过多次价格上调。不过受 2011 年下半年房地产投资增速下行影响，钢铁企业盈利下滑，阻碍了公司的提价步伐。综合考虑公司焦精煤、肥精煤的定价优势和钢铁业低迷盈利状况，我们认为公司长协价 2012 年全年维持稳定，不跌不涨的概率较大，而未来随着地产政策的放松，钢铁产量增速和盈利状况会逐渐回升，公司炼焦煤的提价空间将重新扩大，公司也将充分享有稀缺炼焦煤长期看涨的益处。

图 24 公司炼焦煤长协价进行过多次上调



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

3.2 兴县斜沟矿二期及整合矿的投产是公司未来产量增长的主要来源

公司除西山本部四矿外，还在吕梁兴县拥有晋兴能源公司，负责斜沟矿开采，同时，公司在临汾和古交共整合约 500 万吨产能，而安泽规划新建的唐城矿和冀氏矿也正稳步推进进行报批工作，其中，唐城矿已被列入十二五规划的备选项目。

表 5 公司兴县、临汾、古交、安泽整合新建矿矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	保有储量(百万吨)	产能(万吨)	备注
晋兴能源				1276	3000	
斜沟矿	吕梁兴县	80%	气煤	1276	3000	二期工程建设中
资源整合矿				334	500	
登福康煤业	临汾古县	由全资子公司临汾子公司负责整合	主焦煤	40	总产能近 440 万吨	整合技改中
圪堆煤业	临汾古县		主焦煤	40		
庆兴煤业	临汾古县		主焦煤	40		
鸿兴煤业	临汾古县		主焦煤	40		
生辉煤业	临汾尧都		贫瘦煤	50		
光道煤业	临汾洪洞		1/3 焦煤	113		
古交义城煤业	太原古交	51%	主焦煤	11	60	整合技改中
安泽规划矿				400	700	
唐城矿	临汾安泽	60%	主焦煤	100	200	规划建设
冀氏矿	临汾安泽	60%	贫瘦煤	300	500	规划建设
矿井小计				2010	4195	

资料来源：公司公告、山西煤炭厅、大公国际、中投证券研究所（公司 2011 年 4 月公告拟转让晋兴能源 5% 股权给首钢物资，不过目前该股权转让尚未完成，公司控股比例仍为 80%）

兴县晋兴能源：兴县斜沟矿煤种为气煤，洗选出商品煤为气精煤和电煤，目前矿井一期（1500 万吨）已达产，开采下组煤的二期工程（1500 万吨）正在进行工作面的安装。预计 2012~2015 年斜沟矿二期产量为 300 万吨、500 万吨、1000 万吨和 1500 万吨，斜沟矿二期的逐步达产也是公司未来煤炭产量增长的主要来源。

由于斜沟矿位于山西西部，因此除建设进度外，运力瓶颈也将限制斜沟矿的产能释放。目前斜沟矿配套的岢瓦铁路随一期投产而逐渐面临运力瓶颈，不过岢瓦铁路万吨列车扩容改造工程正在推进，建成后运力可由 1700 万吨提升至 3000 万吨。未来随着岢瓦铁路运力的提升，晋兴能源也将能增加煤炭产量及外运量，减少低价地销煤量和运输成本。2015 年瓦塘—日照港的晋中南线修建完成后，公司兴县煤炭更是可直达日照港，进一步增强公司的煤炭外运能力。

图 25 斜沟矿是公司未来产量增长的主要来源

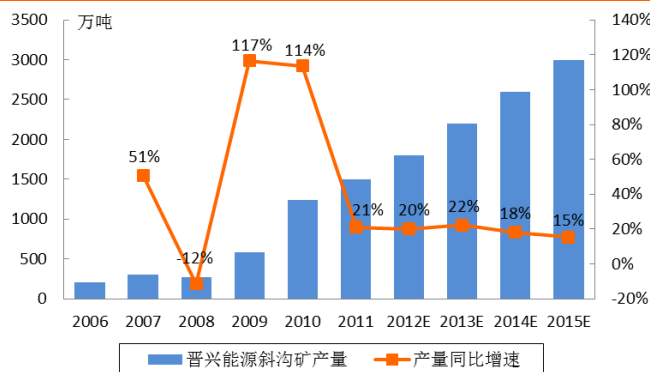
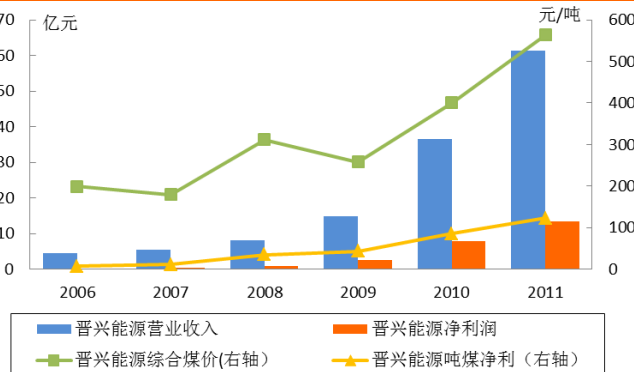


图 26 晋兴能源营业收入及净利润增长迅速



资料来源：公司公告、中投证券研究所预测

资料来源：公司公告、中投证券研究所

临汾、古交资源整合矿：公司在古交和临汾整合有七个煤矿，资源储量共约 3.3 亿吨，总产能约为 500 万吨，目前各矿均处于整合技改状态。整合矿井技改后复产也是除兴县斜沟矿以外，公司未来煤炭产量增长的又一来源。

古交地区的义城煤业（60 万吨）整合进度相对较快，2011 年四月底开工建设，并已成功办理工商注册登记，预计 2013 年上半年即可技改完成。临汾地区由全资子公司临汾公司负责整合，目前整合的六个煤矿进度较慢，目前各矿井尚未完成工商注册登记，不过矿井地质报告均已获批，且基本已拿到开工批文，预计到 2013 年底公司在临汾地区的整合矿即可陆续投产释放产能。

安泽永鑫煤业规划矿：安泽县是山西目前还未进行大面积开发的煤炭资源大县，煤炭总储量高达 105 亿吨。公司在安泽县与永鑫煤焦化合资成立永鑫煤业（公司控股 60%）与永鑫煤化工（公司参股 40%）。永鑫煤业旗下规划建设唐城煤矿（主焦煤，200 万吨）和冀氏煤矿（贫瘦煤，500 万吨）。

在今年 2 月 7 日，公司与山西煤炭地质 144 勘查院签订了唐城、冀氏井田的资源勘探合作协议。唐城、冀氏两矿目前处于行政报批阶段，尚需等待审批。其中，唐城矿工程进展较快，已被纳入煤炭十二五规划的备选项目，不过按照新矿建设的通常工期推断，预计安泽唐城、冀氏两矿在十二五期间较难提供原煤产量及利润贡献，更多的是为公司煤炭产量及业绩在 2015 年之后的持续增长提供保障。

公司本部矿井原煤产量基本稳定在 1300 万吨，未来产量增长来自兴县二期与临汾、古交整合矿。随着斜沟矿二期和整合矿井在未来两年内的陆续释放产能，预计公司原煤产量将迎来又一个较快增长期，预计 2012~2015 年公司煤炭权益产量为 2721 万吨、3037 万吨、3426 万吨和 3805 万吨，同比增速分别为 5.8%、11.6%、12.8%和 11.1%。

表 6 受益于兴县斜沟矿二期与临汾、古交资源整合矿，公司即将迎来又一个产量高速增长期

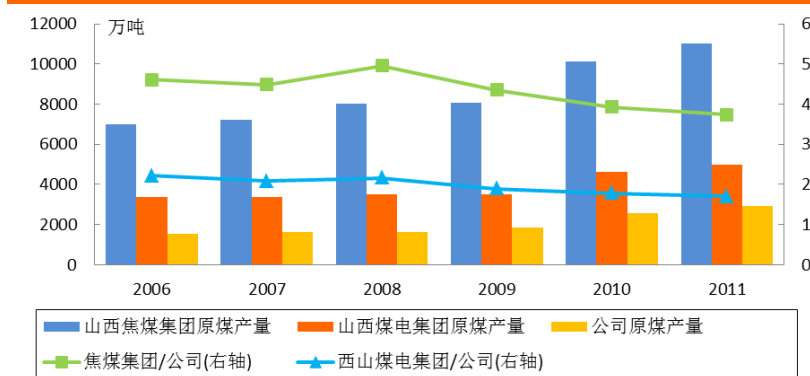
煤矿	权益比例	产能	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
西山本部矿		1290	1300	1300	1300	1300	1300
西曲矿	100%	340	340	340	340	340	340
马兰矿	100%	400	400	400	400	400	400
镇城底矿	100%	190	200	200	200	200	200
西铭矿	100%	360	360	360	360	360	360
晋兴能源		3000	1500	1800	2200	2600	3000
兴县斜沟矿	80%	3000	1500	1800	2200	2600	3000
临汾、古交整合矿		500	140	140	140	170	345
临汾子公司	100%	440	140	140	140	285	440
古交叉城煤业	51%	60			30	60	60
安泽规划矿		700					
唐城煤矿	60%	200					
冀氏煤矿	60%	500					
产量总计		5490	2940	3240	3670	4245	4800
产量增速				10.2%	13.3%	15.7%	13.1%
权益产量总计		4365	2571	2721	3037	3426	3805
权益产量增速				5.8%	11.6%	12.8%	11.1%

资料来源：公司公告、中投证券研究所预测（假设 2012 年公司完成晋兴能源 5% 股权转让）

3.3 集团公司煤矿资产注入空间大，等待注入条件的成熟

公司控股股东为山西焦煤集团，不过焦煤集团旗下的西山煤电集团公司已经恢复法人资格，只是焦煤集团所持公司股权划转至西山煤电集团手续尚未完成。焦煤集团煤炭业务主要由西山煤电集团、汾西矿业集团、霍州煤电集团和华晋焦煤组成。2011年焦煤集团原煤产量11006万吨，其中，西山煤电集团产量约为5000万吨，焦煤集团和西山煤电集团原煤产量分别为公司的3.7倍和1.7倍。

图 27 焦煤集团、西山煤电集团与公司原煤产量对比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

山西省煤炭企业实现整体上市是未来趋势，山西省国资委主任朱晓明就在2012年1月的国资委工作会议上提出未来将加快国有资产证券化进程，推动晋煤和焦煤集团整体上市。我们认为，若集团公司在未来启动资产证券化进程，整合难度相对较低的西山煤电集团资产有望最先注入。除股份公司煤矿外，西山煤电集团还拥有东曲矿、官地矿等5对在产矿井，总产能为2000万吨，而除白家庄矿业资源接近枯竭外，其他4矿的注入价值均较好。如果考虑焦煤集团旗下汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤等公司的资产注入，则公司可获得的注入空间就更大了。

表 7 西山煤电集团剩余生产矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量(百万吨)	产能(万吨)
东曲矿	太原古交	100%	主焦煤、瘦煤、贫煤	470	400
屯兰矿	太原古交	100%	主焦煤、肥煤、瘦煤	628	500
官地矿	太原万柏林区	100%	贫瘦煤	590	500
杜儿坪矿	太原万柏林区	100%	贫煤、瘦煤、贫瘦煤	550	500
白家庄矿业	太原万柏林区	100%	贫瘦煤	32	100
集团矿井小计				2270	2000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

不过，目前西山煤电集团尚未完成债转股，在对信达债转股问题的认定及解决方式上，集团公司与信达公司的处理进程也较缓慢，而要顺利实现资产注入，就必须先处理好信达问题。资产注入的另一个障碍就是采矿权问题，目前集团公司部分煤矿采矿权属于国家，尚需等待采矿权转增国家资本金的完成。因此，尽管集团公司资产注入空间巨大，但要顺利实现资产证券化，还需等待注入时机的成熟，即信达股权问题和采矿权问题这两个主要障碍的解决。

3.4 公司电力、焦炭业务盈利能力欠佳，还需等待行业盈利拐点的来临

公司除煤炭业务外，还有电力、焦炭等非煤业务。其中，电力业务主要由兴能发电厂和西山热电厂组成，两厂总装机容量为195万千瓦，随着兴能二期投产，

兴能发电厂 2011 年发电量就达到了 81 亿度。焦炭业务主要由西山煤气化和京唐西山焦化组成，总焦炭产能为 540 万吨。

表 8 公司电力、焦炭非煤业务一览

电力业务	权益比例	装机容量 (万千瓦)	2010 发电量 (亿度)	2011 发电量 (亿度)
兴能发电厂	58.15%	180	35	81
西山热电厂	91.65%	15	8	9
电力合计		195	43	90
焦炭业务	权益比例	焦炭产能 (万吨)	2010 焦炭产量 (万吨)	2011 焦炭产量 (万吨)
西山煤气化	100%	120	34	53
京唐西山焦化	50%	420	258	385
焦炭合计		540	292	438

资料来源：公司公告、中投证券研究所

由于煤炭价格持续上扬，而上网电价上调幅度远低于煤价涨幅，使得公司发电业务盈利能力持续下滑，2011 年发电业务毛利率仅为 3.1%。不过发改委在 2011 年 4 月上调了山西省上网电价 2.6 分/度，而 2011 年 12 月份起又在全国范围内上调上网电价 2.6 分/度。受两次电价上调影响，公司电力业务盈利状况得到一定改善，但火电盈利不佳的根本原因在于市场煤、计划电之间的矛盾，电力行业盈利拐点的来临还需等待煤电联动机制的完善和电价改革的进行。

焦炭业务方面，由于行业整体产能过剩，下游钢铁业需求萎靡，焦炭价格持续低迷，也使得公司焦炭盈利能力不佳，2011 年焦化业务（包括焦炭、焦油等）的毛利率仅为 1.3%。未来公司焦炭业务盈利好转的关键在山西省焦炭业务整合，山西省 2011 年 11 月发布了《关于山西省焦化行业兼并重组的指导意见》，提出 2012 年~2015 年淘汰落后产能 4000 万吨，至 2015 年底，独立焦化企业仅保留 60 户左右。随着焦炭整合的进行，焦化行业集中度将得以提高，产能过剩状况能得到抑制，从而提升焦化行业的整体盈利水平。

四、盈利预测及投资建议：“推荐”

盈利预测基本假设：

1) 公司本部矿井产量基本稳定在 1300 万吨，兴县斜沟矿一期 1500 万吨也已达产，未来产量增长主要来源是斜沟矿二期和临汾、古交整合矿井的投产，永鑫煤业旗下的唐城、冀氏二矿目前尚在规划期，预计 2015 年前难以贡献煤炭产量；

2) 公司炼焦焦煤主要为焦精煤、肥精煤等稀缺炼焦煤，对下游钢铁行业具有较强定价权。尽管受钢铁业景气度影响，公司提价进程受阻，预计今年产品价格将维持稳定。但未来随基建、地产放松，钢铁产量增速和盈利状况会逐渐回升，公司炼焦焦煤的提价空间将重新扩大，公司也将充分享有稀缺炼焦煤长期看涨的益处；

3) 非煤业务方面，电力和焦炭业务的盈利好转都需等待行业性盈利拐点的到来。不过煤电联动的完善和焦炭行业的整合都需要较长时间来推进，因此预计短期内公司电力业务和焦炭业务盈利水平难有大幅改善。

表 9 西山煤电煤炭产销量及价格预测 (单位: 万吨)

	2011	2012E	2013E	2014E
西山本部四矿	1300	1300	1300	1300
兴县晋兴能源	1500	1800	2200	2600
临汾、古交整合矿	140	140	170	345
公司原煤产量	2940	3240	3670	4245
公司煤炭销量	2132	2451	2787	3362
焦精煤销量	208	210	227	323
肥精煤销量	341	350	350	350
瘦精煤销量	248	250	250	250
气精煤销量	238	306	374	486
电精煤销量	163	160	160	160
洗混煤销量	661	755	926	1153
原煤销量	273	420	500	640
公司综合煤价	809	789	800	802
焦精煤均价	1266	1270	1340	1440
肥精煤均价	1384	1390	1450	1550
瘦精煤均价	993	1000	1050	1100
气精煤均价	911	910	940	980
电精煤均价	639	670	690	210
洗混煤均价	521	550	570	590
原煤均价	288	310	330	350

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 10 西山煤电未来三年收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
煤炭业务				
煤炭产量 (万吨)	2940	3240	3670	4245
煤炭销量 (万吨)	2132	2451	2787	3362
综合煤价 (元/吨)	809	789	800	802
吨煤成本 (元/吨)	397	405	420	440
煤炭业务收入 (亿元)	173	193	223	270
煤炭业务成本 (亿元)	85	99	117	148
煤炭业务毛利率	50.95%	48.68%	47.48%	45.14%
电力业务				
发电量 (亿度)	95	95	95	95
售电量 (亿度)	82	82	82	82
发电收入 (亿元)	26	28	28	28
发电成本 (亿元)	26	26	26	26
发电业务毛利率	3.12%	6.00%	6.00%	6.00%
焦化业务				
焦炭产量 (万吨)	438	460	500	540
焦炭销量 (万吨)	438	451	490	529

焦化收入 (亿元)	96	99	108	116
焦化成本 (亿元)	95	98	106	115
焦化业务毛利率	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 11 西山煤电未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	32651	36451	41995
营业成本	21180	22767	25393	29333
营业税金及附加	354	392	437	504
营业费用	1231	1306	1458	1680
管理费用	3032	3265	3645	4199
财务费用	441	402	345	208
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	30	30	30
营业利润	4134	4549	5203	6101
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	4127	4549	5203	6101
所得税	1121	1228	1405	1647
净利润	3005	3321	3798	4454
少数股东损益	190	218	286	397
归属于母公司净利润	2815	3103	3512	4057
EBITDA	7650	8301	9544	10556
EPS (元)	0.89	0.98	1.11	1.29

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

投资建议:

公司是中国炼焦煤行业的龙头企业, 未来煤炭产量增长主要来源于兴县斜沟矿二期与临汾、古交资源整合矿的投产。预测 2012~2014 年公司原煤产量为 3240 万吨、3670 万吨和 4245 万吨, 公司也将随矿井产能释放而迎来新的业绩增长期, 预测 2012~2014 年 EPS 为 0.98 元、1.11 元和 1.29 元。尽管受需求下滑影响, 公司 2012 年煤炭价格将维持稳定, 但在兴县二期投产的促进下, 2012 年公司业绩有望稳定增长。而从长期来看, 公司稀缺炼焦煤价格有望稳定增长, 同时兴县二期的逐步达产与整合矿的技改复产也能保障公司未来原煤产量的快速增长, 因此我们给予公司“推荐”的投资评级, 考虑到稀缺炼焦煤的资源价值和公司未来增速, 按照 2012 年 EPS, 给予公司 20 倍 PE, 对应合理目标价为 19.60 元。

风险因素:

- 1) 若地产调控及基建投资政策不放松, 中国钢铁业景气度可能进一步下滑, 从而使得公司炼焦煤需求增速放缓, 并进一步加大煤价向下的压力;
- 2) 若兴县斜沟矿二期和临汾、古交资源整合矿的产能释放进度低于预期, 也将导致公司未来的业绩增长低于预期;
- 3) 若公司电力、焦炭业务的盈利能力受行业低迷影响, 未来出现进一步下滑, 将拖累公司业绩。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	16317	19535	23919	29762
现金	6713	8546	11655	15619
应收账款	963	1031	1151	1326
其他应收款	560	735	820	945
预付账款	989	1594	1778	2053
存货	2602	2732	3047	3520
其他流动资产	4489	4898	5468	6299
非流动资产	22327	24076	22478	20628
长期投资	698	698	698	698
固定资产	17432	20563	18108	15456
无形资产	2024	3713	4202	4691
其他非流动资产	2172	-899	-531	-217
资产总计	38643	43611	46397	50390
流动负债	14167	15835	16390	17495
短期借款	775	1800	1600	1400
应付账款	6700	7285	8126	9386
其他流动负债	6693	6749	6664	6709
非流动负债	7942	7922	7930	7940
长期借款	4902	4902	4902	4902
其他非流动负债	3040	3020	3028	3038
负债合计	22110	23757	24320	25435
少数股东权益	2588	2807	3093	3489
股本	3151	3151	3151	3151
资本公积	946	946	946	946
留存收益	8647	11749	13685	16167
归属母公司股东权益	13945	17048	18984	21466
负债和股东权益	38643	43611	46397	50390

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3882	6529	7625	8306
净利润	3005	3321	3798	4454
折旧摊销	3075	3350	3996	4247
财务费用	441	402	345	208
投资损失	-30	-30	-30	-30
营运资金变动	-2527	-507	-497	-592
其他经营现金流	-83	-7	13	18
投资活动现金流	-3104	-5016	-2369	-2369
资本支出	3019	3400	1900	1900
长期投资	-19	-2	-2	-2
其他投资现金流	-105	-1618	-470	-470
筹资活动现金流	-745	320	-2147	-1973
短期借款	-225	1025	-200	-200
长期借款	544	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-1068	-705	-1947	-1773
现金净增加额	33	1834	3109	3964

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	32651	36451	41995
营业成本	21180	22767	25393	29333
营业税金及附加	354	392	437	504
营业费用	1231	1306	1458	1680
管理费用	3032	3265	3645	4199
财务费用	441	402	345	208
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	30	30	30
营业利润	4134	4549	5203	6101
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	4127	4549	5203	6101
所得税	1121	1228	1405	1647
净利润	3005	3321	3798	4454
少数股东损益	190	218	286	397
归属母公司净利润	2815	3103	3512	4057
EBITDA	7650	8301	9544	10556
EPS (元)	0.89	0.98	1.11	1.29

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	79.3%	7.5%	11.6%	15.2%
营业利润	7.8%	10.1%	14.4%	17.3%
归属于母公司净利润	6.5%	10.2%	13.2%	15.5%
获利能力				
毛利率	30.3%	30.3%	30.3%	30.2%
净利率	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%
ROE	20.2%	18.2%	18.5%	18.9%
ROIC	18.8%	18.1%	21.5%	26.2%
偿债能力				
资产负债率	57.2%	54.5%	52.4%	50.5%
净负债比率	27.20	28.36%	26.74	24.78%
流动比率	1.15	1.23	1.46	1.70
速动比率	0.97	1.06	1.27	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.79	0.81	0.87
应收账款周转率	41	32	33	33
应付账款周转率	4.10	3.26	3.30	3.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.98	1.11	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	2.07	2.42	2.64
每股净资产(最新摊薄)	4.43	5.41	6.02	6.81
估值比率				
P/E	18.78	17.04	15.06	13.03
P/B	3.79	3.10	2.79	2.46
EV/EBITDA	7	7	6	5

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

王理廷, 中投证券研究所煤炭行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学材料成型及控制工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434