焦煤龙头踏上价值回归之路

增持维持

目标价格：20 元

投资要点:

- 兴县项目仍是增产来源，安泽地区具备扩张空间
- 今年精煤目标较去年实际数增加 200 多万吨
- 管理层更换，释放积极信号

报告摘要:

- **下游环比改善，煤价总体趋稳。**2 季度以来，日均粗钢产量回升，焦煤需求环比改善，但生铁产量增速偏低，，短期钢价上行动力不足。在此背景下，公司优质主焦煤、肥煤价格相对坚挺，其他品种销售压力存在，且由于近几年兴县商品煤销售占比提升，目前综合售价可能较去年 4 季度有所下降。
- **兴县仍是增产主力，资源扩张有潜力。**兴县年初生产目标定在 1600 万吨左右，实际在 2000 万吨以下具备弹性，我们预计释放 1800 万吨，即增厚 EPS0.08 元。同时，由于运输改善，下组煤煤质变好等因素，吨煤净利有望升至 100 元/吨，对业绩增厚 0.04 元。整合矿方面，古交矿预计年底可联合试生产，临汾古县矿可能年中拿到执照。中长期看，公司有望继续在安泽地区拓展资源以增加业绩增长点。
- **精煤目标调高，本部贡献有望回升。**去年公司精煤销量下滑主要源于马兰矿受断层及采掘调整等方面的影响，回收率下降，实际产量可能仅约为 350 万吨，预计今年会有改善，有助于提高本部精煤的贡献，增厚 EPS 约 0.03 元。
- **管理层高瞻远瞩，龙头风采回归有信心。**新董事长上任有助于强化公司成长及业绩释放的动力，焦煤集团“十二五”经营指标目标翻番。此外，目前集团原煤产量约是上市公司的 3.7 倍，若信达问题解决，汾西矿业、霍州煤电及华晋焦煤中尚有较大规模的资产有待注入。
- **维持“增持”评级。**预计未来 3 年 EPS 为 1.08 元、1.27 元和 1.53 元，估值具备上升空间，3 个月目标价 19.5 元，6 个月 21.5 元。

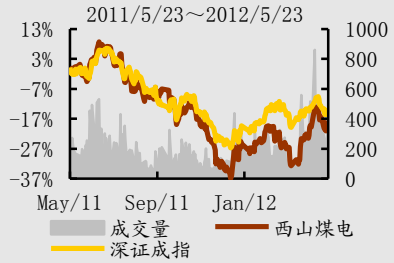
主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	30372.42	34998.82	41254.11	47510.67
YOY	79.27%	15.23%	17.87%	15.17%
归属母公司净利润	2815.42	3412.92	3999.34	4831.99
YOY	6.47%	21.22%	17.18%	20.82%
EPS(元)	0.89	1.08	1.27	1.53
PE	-	17	14	12

分析师:

王京乐（S1180511080003）

电话：010-88085976
Email：wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

1《宏源证券*年报点评*西山煤电：兴县项目仍是业绩增长的关键*000983*煤炭行业*王京乐.doc》，2012.3

目录

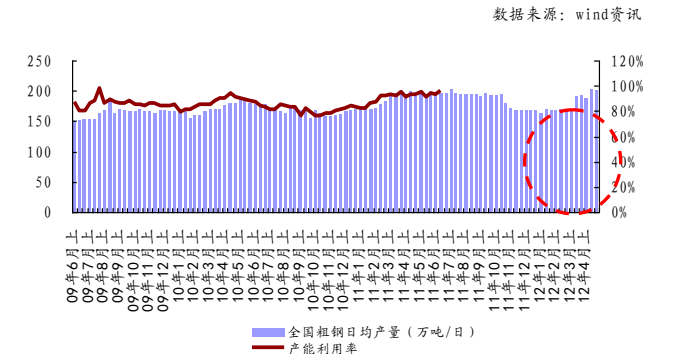
一、下游环比改善，煤价总体趋稳.....3
二、兴县仍是增产主力，资源扩张有潜力.....3
三、精煤目标调高，本部贡献有望回升.....4
四、电力略有减亏，焦炭盈利不明朗.....5
五、管理层高瞻远瞩，龙头风采回归有信心.....6
六、中长期价值凸显，龙头当之无愧.....6
七、投资建议与估值.....7
八、风险提示.....7

一、下游环比改善，煤价总体趋稳

进入 2 季度以来，随着钢铁行业旺季来临，铁路等基建项目启动，以及发改委加快项目的审批，我国日均粗钢产量明显回升，焦煤需求呈环比改善态势，但由于房地产新开工改善有待时日，且基数偏高的影响，生铁产量增速依然偏低，预计全年可能放缓至 5%的水平，短期内钢价上行动力也显不足。

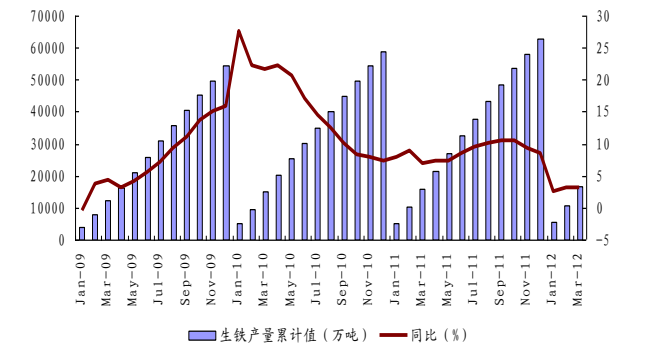
在此背景下，公司自去年上半年调价后，主流产品的价格始终保持稳定，优质主焦煤、肥煤价格相对坚挺，保持在 1200 元/吨和 1300 元/吨（不含税）以上，但其他品种销售压力存在，且由于近几年兴县商品煤销售占比逐步提升，已超过 50%，目前综合售价可能较去年 4 季度有所下降。

图 1：近期日均粗钢产量明显回升



资料来源：WIND、宏源证券

图 2：我国生铁产量月度变化



资料来源：WIND、宏源证券

表 1：公司商品煤综合售价变化

项目	2009	2010	2011H1	2011H2	2011
商品煤销售价格(元/吨)	584	582	809	**809**	**809**
焦精煤	947	1186	1297	**1234**	**1266**
肥精煤	992	1279	1411	**1357**	**1384**
瘦精煤	743	907	1011	**976**	**993**
气精煤	-	769	903	**919**	**911**
电精煤	508	550	641	**637**	**639**
原煤	290	308	333	**332**	**332**
洗混煤	239	413	529	**512**	**521**

资料来源：公司公告、宏源证券

二、兴县仍是增产主力，资源扩张有潜力

今年公司煤炭产量的增长仍主要来自兴县项目，虽年初目标定在 1600 万吨左右，实际依照市场情况及内部考核进度，在 1600 万-2000 万吨之间具备一定弹性空间，即增厚 EPS 在 0.03 元-0.13 元之间，我们暂中性假设释放 1800 万吨，即增厚 EPS0.08 元。此外，目前兴县的运输能力已达 2000 万吨，条件逐步改善，大部分到港口销售，后续新增量尽量地销，且其下组煤煤质偏好，精煤洗出率在 40%以上，量能释放有助于降低单位生产成本，预计吨煤净利有望由去年的 89 元/吨升至 100 元/吨，对业绩增厚 0.04 元。

公司还有临汾和古交的整合矿井，合计产能 540 万吨，权益为 51%，目前仅有 200 多万吨工程煤，其中古交矿产能 60 万吨，证照齐全，预计年底可联合试生产，明年开始贡献利润，而临汾古县矿可能年中拿到营业执照，并表后贡献约 100 万吨的量能，其他矿则相对进度偏慢。

除此以外，公司在安泽地区还有唐城、冀氏两个在建矿，权益产能 420 万吨，按照 1 年半到 2 年的建设期，预计在 2014 年有望逐步释放，更重要的是，我们认为安泽地区资源储量近 105 亿吨，是山西省重点资源开发区域之一，公司有望继续在该领域拓展资源，得以培育中长期的盈利增长点。

表 2：兴县斜沟矿盈利情况及预测

项目	2009	2010	2011	2012E
煤炭产量(万吨)	581	1240	1500	1800
煤炭销量(万吨)	581	912	1089	1307
其中：气精煤	-	129	238	340
洗出率	-	10%	16%	19%
洗混煤	-	337	700	864
原煤	581	446	151	103
吨煤价格(元/吨,按销量)	256	400	563	611
其中：气精煤	-	783	890	926
洗混煤	-	410	506	521
原煤	256	282	312	321
总收入(亿元)	14.9	36.49	61.35	79.8
吨煤成本(元/吨)	-	220	211	210
毛利率	-	45%	63%	66%
吨净利(元/吨，按产量)	42	63	89	100
净利润(亿元)	2.47	7.78	13.31	18
权益	80%	80%	80%	80%
权益净利润(亿元)	2	6.2	10.6	14.4
贡献 EPS	0.08	0.2	0.34	0.46

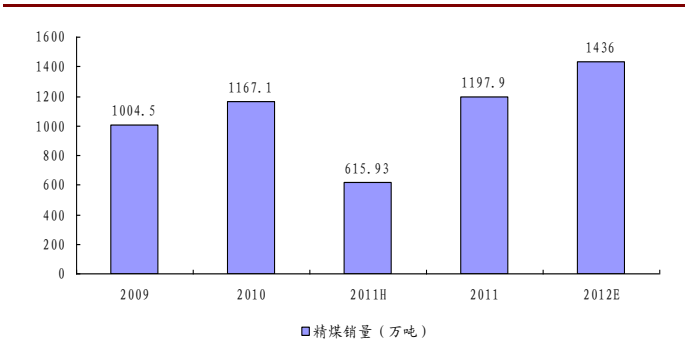
资料来源：宏源证券

三、精煤目标调高，本部贡献有望回升

根据去年公司年报，焦精煤、肥精煤和瘦精煤销量分别下降 6.7%、12.5%和 5%，本部仅贡献利润 21.4 亿元，较 2010 年环比下降 12%，主要是因为马兰矿受断层及采掘调整等方面的影响，回收率下降，实际产量可能仅约为 350 万吨，明显低于计划的 400 多万吨，我们预计今年可能会有一定好转，有助于提高本部精煤的贡献，增厚 EPS 约 0.03 元。

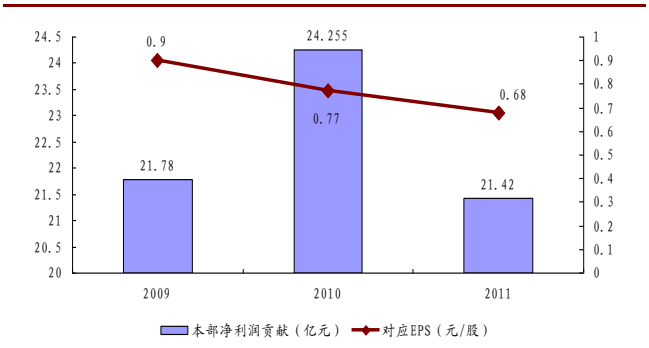
此外，今年公司精煤目标量为 1436 万吨，去年实际精煤销量约为 1200 万吨，增量的 200 多万吨一部分来自兴县矿（100 多万吨），另一部分来自临汾公司，并表后古县整合矿的业绩贡献可能在今年开始体现，按照吨煤净利 200 元/吨粗略计算，预计可增加利润近 1 亿元，对应 EPS 约 0.03 元。

图 3：历年公司精煤销量情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图 4：去年本部 EPS 贡献下降

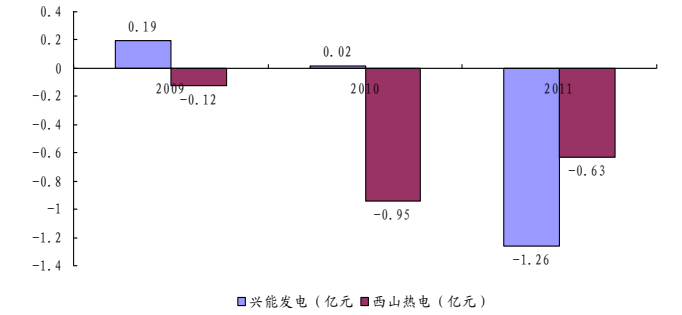


资料来源：公司公告、宏源证券

四、电力略有减亏，焦炭盈利不明朗

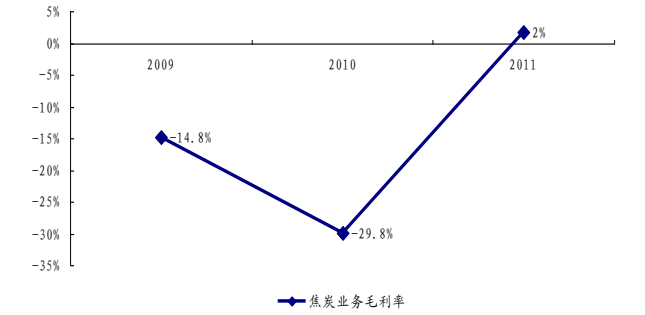
电力业务方面，去年由于“兴能公司”古交电厂二期 2*60 万千瓦机组投产，增亏约 1.2 亿元，今年在上调电价，兴县供煤增加的情况下，1 季度略有改善，预计全年亏损额与去年持平。焦炭业务方面，公司目前已具备 540 万吨的生产能力，暂无增产的计划，去年整体的毛利率已回升至 1.6%，“京唐焦化”之前高价库存影响消除，盈利状况恢复正常，预计今年焦炭业务仍是收入的主要来源，但业绩难有大的贡献。

图 5：近 3 年电力业务盈利情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图 6：公司焦炭业务毛利率变化



资料来源：公司公告、宏源证券

五、管理层高瞻远瞩，龙头风采回归有信心

今年 2 月份，股份公司的董事长由西山集团董事长薛总担任，新董事长上任有助于强化公司成长及业绩释放的动力，新的经营战略及目标将提升市场对公司的信心，资源价值也面临重估，公司本身也意在改变横向相比发展速度放缓的现状，意在重塑焦煤龙头的行业地位。

此外，“十二五”期间，焦煤集团目标原煤产量达到 2 亿吨以上，洗精煤产量超过 1 亿吨，销售收入达到 2000 亿元以上，利润总额超过 350 亿元，均较 2011 年实现翻番。

值得关注的是，由于多年来信达股权问题存在，集团整体上市进程尚不明朗，但目前总产能为 1.36 亿吨，2011 年原煤产量已达 1.1 亿吨，是上市公司的 3.7 倍，可见旗下汾西矿业、霍州煤电及华晋焦煤中尚有较大规模的资产有待注入。

表 3：集团及上市公司生产规模比较

项目	2009	2010	2011	2015E
焦煤集团产量（亿吨）	0.81	1.01	1,1	2
上市公司产量（亿吨）	0.18	0.26	0.29	0.55
集团/上市公司	**4.5**	**3.9**	**3.7**	**3.6**

资料来源：集团及公司公告、宏源证券

表 4：西山煤电集团煤矿情况

煤矿	煤种	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨）
东曲矿	焦煤、瘦煤等	4.7	400
官地矿	贫瘦煤	5.9	500
杜儿坪矿	贫煤、瘦煤	5.5	500
屯兰矿	焦煤	6.3	500
白家庄矿	贫煤、瘦煤	0.4	90
合计	**-**	**22.8**	**1990**

资料来源：宏源证券

六、中长期价值凸显，龙头当之无愧

与其他焦煤类公司相比，公司权益可采储量为 29 亿吨，稳居第一位，丰富的资源禀、赋是中长期最大的优势，而目前吨储量市值仅约为 20 倍，明显低于行业平均的 26 倍，由于公司优质主焦煤、肥煤占比居前，更显示市值存在一定低估的可能。

此外，特殊及稀缺性资源保护性开发已成趋势，生产总量控制逐步推行，新增量的限

制更加凸显公司的战略价值，针对下游的定价能力将增强。

表 5：焦煤类公司储量及单位市值比较

项目	权益可采储量（亿吨）	吨储量市值
西山煤电	**29.25**	**19.6**
潞安环能	23.74	26.5
盘江股份	19.4	18.3
冀中能源	12.14	38.3
开滦股份	5.94	26.6
平煤股份	9,83	29.2
煤气化	4.72	23.0
焦煤子行业平均	**15.9**	**25.9**

资料来源：宏源证券

七、投资建议与估值

估值上，预计未来 3 年公司 EPS 分别为 1.08 元、1.27 元和 1.53 元，对应今年 PE 为 16 倍，仍有一定上升空间。鉴于新董事长上任提升市场人气，兴县及整合矿盈利贡献逐步提升，外延扩张具备预期，且中长期资源价值凸显，市值有所低估，我们维持“增持”评级，3 个月目标价格 19.5 元，6 个月目标价 21.5 元。

八、风险提示

1）市场环境不佳，兴县量能释放低于预期

2）管理层更换后新经营计划及政策落实需要时间

3）整合矿投产进度低于预期

4）下游市场持续低迷，焦煤价格压力难消

财务报表

利润表（单位：百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372.42	34998.82	41254.11	47510.67
减：营业成本	21180.14	24395.07	28559.69	32586.93
营业税金及附加	353.56	407.41	480.23	553.06
营业费用	1230.77	1679.94	1897.69	2185.49
管理费用	3032.08	2799.91	3795.38	4513.51
财务费用	441.12	726.24	673.44	606.53
资产减值损失	30.83	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	29.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4133.53	4990.24	5847.67	7065.14
加：其他非经营损益	-7.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	4126.52	4990.24	5847.67	7065.14
减：所得税	1121.41	1347.36	1578.87	1907.59
净利润	3005.11	3642.88	4268.80	5157.55
减：少数股东损益	189.69	229.95	269.46	325.56
归属母公司股东净利润	2815.42	3412.92	3999.34	4831.99
EPS	0.893	1.083	1.269	1.533
PE	20.40	16.83	14.36	11.89

资料来源：宏源证券

资产负债表（单位：百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	5967.60	8961.06	11837.69	16803.01
应收和预付款项	6948.81	7627.07	9877.05	10593.59
存货	2602.27	2701.01	3645.59	3932.76
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	698.13	698.13	698.13	698.13
投资性房地产	45.08	39.70	34.32	28.95
固定资产和在建工程	19161.57	18093.28	16778.98	15157.28
无形资产和开发支出	2024.41	1804.28	1584.15	1364.02
其他非流动资产	8.76	4.38	0.00	0.00
资产总计	37456.63	39928.90	44455.92	48577.75
短期借款	774.70	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	11869.37	12838.15	14695.52	15591.91
长期借款	7875.61	7875.61	7875.61	7875.61
其他负债	403.50	403.50	403.50	403.50
负债合计	20923.18	21117.25	22974.63	23871.02
股本	3151.20	3151.20	3151.20	3151.20
资本公积	945.79	945.79	945.79	945.79
留存收益	9848.22	11896.46	14296.64	17196.52

归属母公司股东权益	13945.22	15993.46	18393.63	21293.51
少数股东权益	2588.24	2818.19	3087.65	3413.21
股东权益合计	16533.45	18811.64	21481.28	24706.73
负债和股东权益合计	37456.63	39928.90	44455.92	48577.75
现金流量表				
经营性现金净流量	3884.33	7239.10	6429.44	8628.86
投资性现金净流量	-3104.09	-1800.00	-1734.00	-1600.00
筹资性现金净流量	-745.28	-2445.64	-1818.81	-2063.53
现金流量净额	34.95	2993.46	2876.63	4965.32

资料来源：宏源证券

分析师简介:

王京乐：煤炭行业研究员，东北财经大学金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

机构销售团队					
华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com		
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华南区域	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com		
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。