

山西焦煤龙头，潜力巨大的国改受益股

核心观点：

- **京津冀一体化和澳洲飓风等因素叠加，焦煤价格趋于强势。**目前产地焦煤普遍价格小幅度上涨，原因是目前环保、安监的压力仍在，华北和华东地区的焦化开工率略受压制，需求有望持续高位。京津冀一体化导致炼钢焦煤需求增加。另外，澳洲飓风等因素影响焦煤出口，4月份焦煤价格预期小幅度上升。飓风导致澳洲煤供应收紧，国际焦煤价格大涨，有望带动国内焦煤价格上涨。
- **西山煤电公司具有稀缺资源优势。**公司主要开采西山、河东、霍西三大煤田的煤炭资源，煤种有焦煤、肥煤、1/3焦煤、气煤、瘦煤、贫瘦煤等，其中焦煤、肥煤为世界稀缺资源，被誉为世界瑰宝。煤炭资源品种齐全，煤质优良，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。主要煤炭产品有焦精煤、肥精煤、瘦精煤、喷吹煤、电精煤、焦炭等，是冶金、电力、化工行业的首选原料，畅销全国20多个省、市、自治区，并出口到日本、韩国、德国、印度、巴西、西班牙等国家。
- **山西国企改革将极大扩展西山煤电公司发展空间。**2月9日山西副省长王一新的讲话——《解放思想、紧抓机遇、迎难而上、不辱使命，坚决打赢国资国企改革攻坚战》，标志着山西国改打响发令枪。山西焦煤集团有限责任公司是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商，是全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业，拥有数倍于上市公司的煤炭体量，提供充足的注入空间。西山煤电公司作为山西焦煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台，煤炭产量不到集团30%，资产注入预期强烈。受益国改，公司将进一步巩固焦煤龙头地位，未来存在巨大发展空间。
- **热电联产形成新的利润增长点。**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。
- 我们预测公司2017-2019年营业收入为231.05、236.6、240亿元；归属于母公司股东净利润分别是17.79、19.38、21.23亿元，折合每股收益0.56元、0.62元和0.67元，主流煤炭公司2017年20XPE，鉴于公司是中国焦煤龙头公司，业绩弹性较大，控股股东是中国最大的炼焦煤集团，公司未来资产注入空间巨大，业绩盈利改善预期较好，我们给予公司2017年25倍PE估值，相对估值为15元。维持公司“推荐”评级。

西山煤电（000983.SZ）

推荐 维持评级

分析师

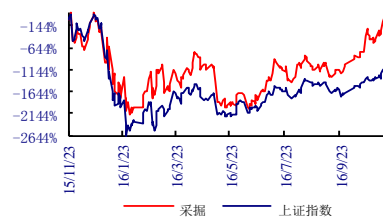
潘玮

: 010-66568212

: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

相对上证综指表现



目 录

一、公司背景简介	1
(一) 公司设立情况	1
(二) 炼焦煤资源稀缺，具有煤种优势	2
二、公司投资亮点	5
(一) 近看焦煤价格上涨带来的投资机会	5
(二) 远看山西国企改革扩大公司发展空间	8
(三) 控股股东山西焦煤集团为国有资本投资公司试点	12
(四) “煤—电—材”、“煤—焦—化” 两条循环经济产业链协调发展	17
三、核心观点	20
四、关键假设与盈利预测、估值	20
(一) 关键假设	20
(二) 盈利预测与估值	20
五、风险因素	22

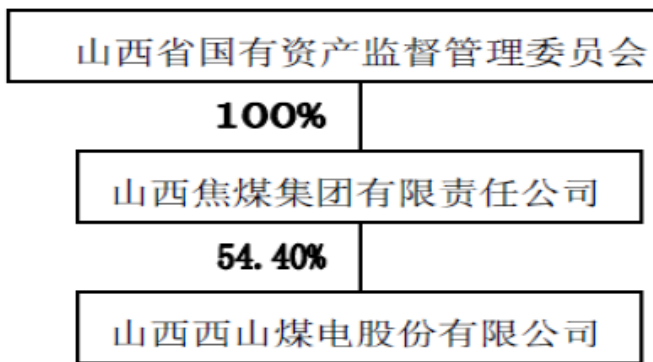
一、公司背景简介

(一) 公司设立情况

山西西山煤电股份有限公司是经山西省人民政府 1999 年 2 月 14 日晋政函[1999] 12 号文批准，由西山集团作为主发起人，联合太原西山劳动服务总公司、山西煤炭第二工程建设有限公司、太原杰森木业有限公司、太原佳美彩印包装有限公司等四家公司共同发起。

公司主要开采西山、河东、霍西三大煤田的煤炭资源，煤种有焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤、贫瘦煤等，其中焦煤、肥煤为世界稀缺资源，被誉为世界瑰宝。煤炭资源品种齐全，煤质优良，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。主要煤炭产品有焦精煤、肥精煤、瘦精煤、喷吹煤、电精煤、焦炭等，是冶金、电力、化工行业的首选原料，畅销全国 20 多个省、市、自治区，并出口到日本、韩国、德国、印度、巴西、西班牙等国家。

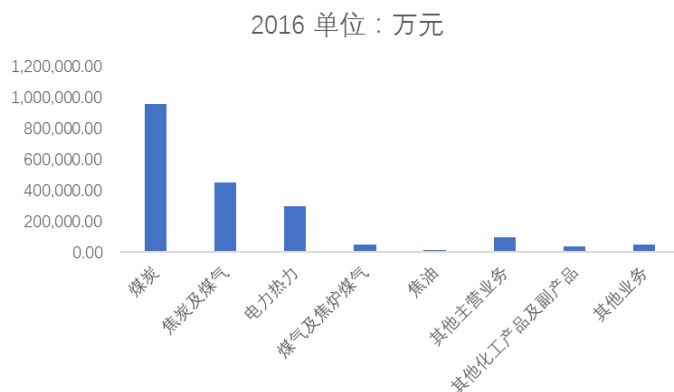
图 1: 西山煤电股权结构图



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

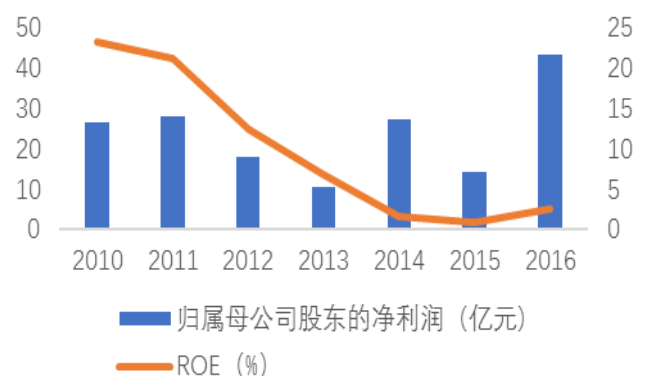
公司以煤炭业务为主，同时经营电力热力、煤气、焦炭、焦油等产业。其中，煤炭业务是公司收入及利润的主要来源。公司作为全国首批循环经济试点单位，坚持“以煤为基，多元发展”战略，围绕“煤—电—材”、“煤—焦—化”两条循环经济产业链，构筑“煤、电、焦、化、材”协调发展的格局。公司的主要收入和利润绝大部分来自煤炭采选业务，其次为焦化业务与电力热力业务。

图 2: 陕西煤业 2016 年上半年营业收入结构 (百万元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 3: 西山煤电 2010-2016 年盈利情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

2016 年，公司实现营业收入 196.1 亿元，同比增长 5.11%；实现归属上市公司股东的净利润 4.34 亿元，同比大幅增长 207.75%，扣非后净利润为 4.18 亿元。基本每股收益为 0.1377 元，同比大幅增长 207.37%。

受国家严格执行 276 工作日限产政策的影响，公司煤炭产销量均出现大幅下滑。2016 年原煤产量 2428 万吨，同比下降 12.91%，其中洗精煤销量 1116 万吨，同比下降 13.49%；商品煤销量 2361 万吨，同比下降 6.61%。公司商品煤综合售价 407 元/吨，同比上涨 12.87%；公司吨煤毛利为 222 元/吨，同比上涨 11.84%；吨煤毛利率 54.5%，同比下降 0.5 个百分点。

2016 年公司电力业务发电量为 126 亿度，同比增长 6.78%；销售量 113 亿度同比增长 6.6%。供热业务热力生产量 987 万 GJ，同比增长 104.8%，热力销售量 955 万 GJ，同比增长 116.1%；电力热力销售收入 30 亿元，同比下降 6.95%；销售毛利率 12.1%，同比下降 9.1%。

（二）炼焦煤资源稀缺，具有煤种优势

炼焦煤是现代钢铁生产中的基本原料，也煤炭资源中的稀缺煤种，主要包括主焦煤、肥煤、气煤、瘦煤。从世界范围来看，炼焦煤只占全球煤炭探明储量的 1/15 不到，其中低硫分、低灰分的优质炼焦煤资源更少。全球的炼焦煤资源约有 1/2 分布在亚洲地区，中国的炼焦煤资源约占世界炼焦煤资源总量的 14% 左右。在我国的煤炭探明储量中，炼焦煤只占 27%，山西省的炼焦煤资源储量最大，约占全国的 56%。在我国的炼焦煤中，主焦煤仅占 5.81%，肥煤仅占 3.53%，而在炼焦过程中，主焦煤是最主要的煤种，占需求量的 50%，肥煤是最重要的基础配煤，占需求量的 30%，气煤和瘦煤只占炼焦用煤的 20% 左右。炼焦煤的资源稀缺性可见一斑。

焦煤是生产钢铁的一大质料，尤其是优质焦煤，在国内资源非常缺乏，国内优质焦煤资源经常来自于进口。

其实优质主焦煤无论是在世界还是在中国都属于稀缺资源，如今对炼钢炼铁进程中的节能减排要求越来越高，而从发达国家的动向来看，无论是由于碳排放束缚机制的运行要求，还是企业出于自身低沉资源节能降耗的须要，他们都把冶金行业降低能耗与碳排放的重点放在了铁前体系（高炉炼铁、烧结、球团、炼焦），因此将来在中国，高炉渐渐大型化将是趋势。在近来几年公开的淘汰产能的办法中，具体的淘汰标准也是到 2011 年年底前要淘汰 400 立方米及以下高炉、30 吨及以下转炉和电炉。

容积大的高炉，必须有强度和耐磨性更高的焦煤作为底子保障，这就须要将焦煤、肥气煤、肥煤、瘦煤等举行配比，而我国尽管煤炭资源富厚，但炼焦质量差别非常大，除了山西地区有肯定优质焦煤，我国优质主焦煤和肥煤的资源还是比较稀缺的。

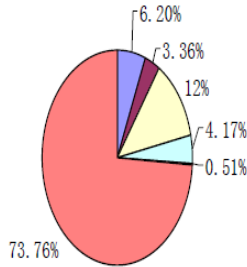
在全球范围内拥有优质焦煤资源比重大的国家，依然是煤、铁矿石资源富的澳大利亚。近年来，我国进口煤炭的数量已经在渐渐增长。中国焦煤进口量增长 402%，达 3440 万吨，成为净进口国。而在中国进口焦煤资源中，澳大利亚是最大的供给国。

更值得钢厂留意的是，如今全球焦煤市场的把持趋势也已经不亚于铁矿石。2008 年，全球五大炼焦煤供货商 BHPB、Teck、Anglo、Xstrata 和 Rio Tinto 已经占据了市场份额的 55%。

这也意味着，将来国内钢企大概不仅要为获取低价铁矿石资源绞尽脑汁，优质焦煤也将成为一个不得不正视的资源困难。一吨炼铁有一半炉料是焦炭，而 1.4 吨至 1.6 吨的焦煤才能炼成 1 吨焦炭。

图 4: 炼焦煤是我国稀缺的煤炭资源

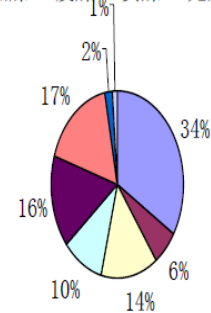
■ 主焦煤 ■ 肥煤 ■ 气煤、1/3焦煤 ■ 瘦煤、贫瘦煤 ■ 未分类 ■ 非炼焦煤类



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 5: 山西省煤炭资源分布比例

■ 气煤 ■ 肥煤 ■ 主焦煤 ■ 瘦煤 ■ 贫煤 ■ 无烟煤 ■ 弱粘煤 ■ 长焰煤



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

表 1: 中国各省市煤炭储量情况 (单位: 亿吨)

省(区)	预测资源量	占比	省(区)	预测资源量	占比
新疆	18,037.30	39.62%	辽宁	59.27	0.13%
内蒙古	12,250.40	26.91%	江苏	50.49	0.11%
山西	3,899.18	8.57%	湖南	45.35	0.10%
陕西	2,031.10	4.46%	天津	44.52	0.10%
贵州	1,896.90	4.17%	江西	40.84	0.09%
宁夏	1,721.11	3.78%	吉林	30.03	0.07%
甘肃	1,428.87	3.14%	福建	25.57	0.06%
河南	919.71	2.02%	广西	17.64	0.04%
安徽	611.59	1.34%	广东	9.11	0.02%
河北	601.39	1.32%	西藏	8.09	0.02%
云南	437.87	0.96%	湖北	2.04	0.00%
山东	405.13	0.89%	浙江	0.44	0.00%
青海	380.42	0.84%	海南	0.01	0.00%
四川	303.79	0.67%	上海	-	-
黑龙江	176.13	0.39%	台湾	-	-
北京	86.72	0.19%	全国	45,521.00	100.00%

资料来源: 陕煤化债券说明书, 中国银河证券研究部

西山煤电是山西焦煤集团控股的从事煤炭开采、洗选和销售的炼焦煤公司。公司拥有储量巨大的优质炼焦煤资源, 公司目前拥有 42 亿吨的可采储量。公司本部的四个煤矿(西铭矿、西曲矿、镇城底矿、马兰矿)主要生产主焦煤、肥煤、瘦煤, 公司旗下的晋兴能源公司开发的兴县矿区拥有丰富的气煤资源, 资源总量达 400 亿吨以上, 并且公司是目前唯一进入该矿区的开发主体, 按照国家“一个矿区一个开发主体”的指导方针, 丰富的资源储量预计将给公司未来的发展提供强大支持。从目前国内主要炼焦煤上市公司的资源状况来看, 西山煤电的资源禀赋和开采年限都具有明显优势, 公司未来的资源增值空间巨大。

公司是目前国内主要的焦煤、肥煤生产供应商, 主要产品为洗精煤, 生产的肥精煤和焦精煤是炼焦配煤的必需煤种, 产品粘结性强、流动性和稳定性良好, 在国内外市场上享有较好的声誉。公司 80% 以上的精煤产品供应宝钢、鞍钢、华能国际等国内重点长期客户, 供需关系牢固, 公司是公认的国内炼焦煤行业的龙头公司。

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。未来的增量部分，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，取决于集团的资产注入进度。

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），屹堆矿（60 万吨）庆兴矿（90 万吨）停产停建，其中，庆兴矿 2016 年退出。

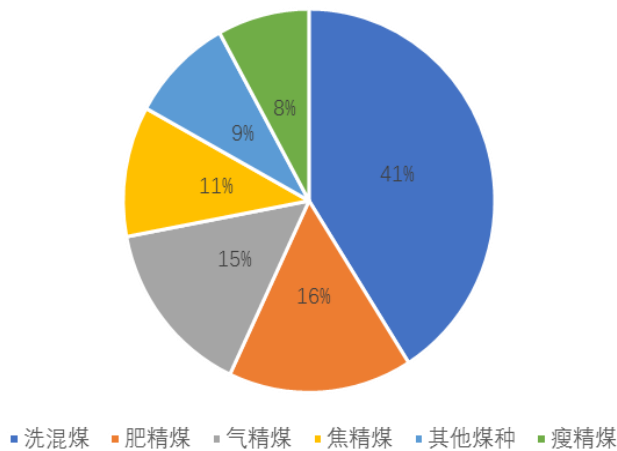
表 2: 公司煤矿产能明细

	单位(万吨)	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
本部 矿井	西曲矿	焦煤	100%	29000	20300	400	400	在产
	镇城底矿	肥煤	100%	16000	11200	190	190	在产
	马兰矿	肥煤	100%	67000	46900	390	390	在产
	西铭矿	瘦煤	100%	32500	22750	360	360	在产
	斜沟矿	气煤	80%	224500	135700	1500	1200	在产
	本部小计			36900	236850	2840	2540	
整合 矿井	临汾西山生辉煤业	瘦煤	55%	7200	5007	90	50	在产
	古县西山鸿兴煤业	焦煤	100%	1644	1174	60	60	在产
	古交西 义城煤业	肥煤	51%	2000	1401	60	31	待产
	古县西山登福康煤业	焦煤	90%	753	527	60	54	待产
	古县西山屹堆煤业	焦煤	51%	4300	2994	60	31	停建
	洪洞西山光道煤业	1/3 焦煤	51%	11257	8443	120	61	停建
	整合矿小计			27154	19546	450	286	
拟建 矿井	西山永鑫煤业唐城煤矿	主焦煤	60%	10000	7500	200	120	未开工
	西山永鑫煤业冀氏煤矿	瘦贫煤	60%	30000	22500	500	300	未开工
	拟建矿小计		60%	40000	30000	700	420	
	合计-在产产能		89%	377844	243031	2990	2650	
	合计-总产能		81%	436154	286396	3990	3246	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司目前在产矿按照 330 天核算的产能为 2930 万吨，其中本部四矿产能 1340 万吨，兴县斜沟矿 1500 万吨，临汾整合矿生辉煤业 90 万吨。公司去年退出了 90 万吨的整合矿庆兴煤业（51%权益），可置换产能为 90 万吨/年，将用于斜沟矿承担化解过剩产能任务。

图 6: 西山煤电 2016 年分煤种销售比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

公司销售的主要精煤品种为气精煤、肥精煤、焦精煤、瘦精煤,从销量变化来看,近五年来,公司焦精煤及气精煤的销量稳步提升。

二、公司投资亮点

(一) 近看焦煤价格上涨带来的投资机会

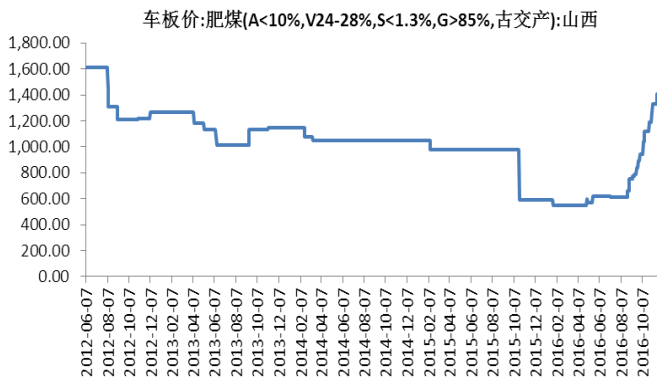
动力煤价持续高位,目前动力煤下游库存略有提升,港口整体采购需求放缓明显,料动力煤价短期将高位滞涨,预计4月份动力煤价将高位调整为主。动力煤价格自2月中旬以来的涨势在供给逐渐恢复和需求转弱情况下基本告一段落,但安监力度加强,落后产能淘汰仍能支撑全年煤价,致使2017年煤价中枢好于预期。

焦煤方面,目前产地焦煤普遍价格小幅度上涨,原因是目前环保、安监的压力仍在,华北和华东地区的焦化开工率略受压制,需求有望持续高位。另外,澳洲飓风等因素影响焦煤出口,4月份焦煤价格预期小幅度上升。飓风导致澳洲煤供应收紧,国际焦煤价格大涨,有望带动国内焦煤价格上涨。

1、近期焦煤价格均有上涨

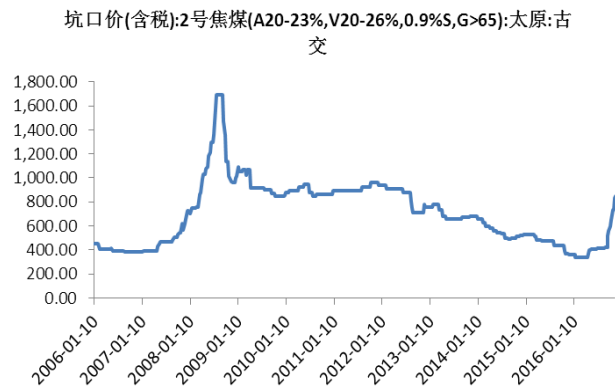
以近期的焦煤观察价格为例:4月7日,山西古交产肥煤车板价1360元/吨,与上周持平;4月7日,古交2号焦煤坑口价820元/吨,与上周持平。4月7日,古交2号焦煤车板价含税价格1470元,较上周持平。4月7日,山西柳林4号焦煤坑口价820元/吨,与上周持平。4月7日,山西朔州气煤坑口含税价390元/吨,与上周持平。

图 7: 山西古交产肥煤车板价(元/吨)



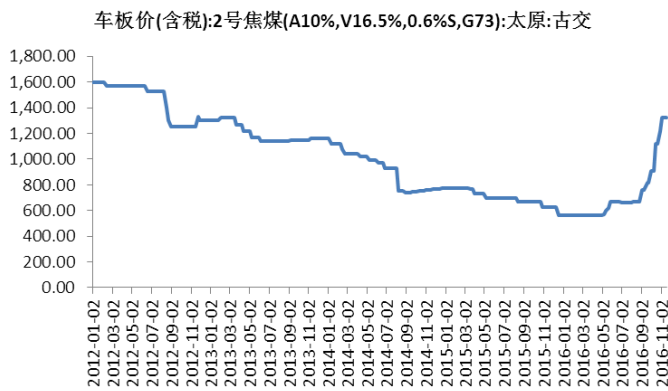
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 8: 古交 2 号焦煤坑口价含税价格走势(元/吨)



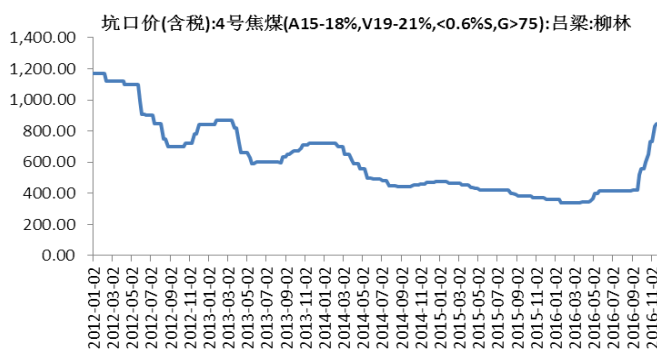
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 9: 山西古交 2 号焦煤车板价含税价格走势(元/吨)



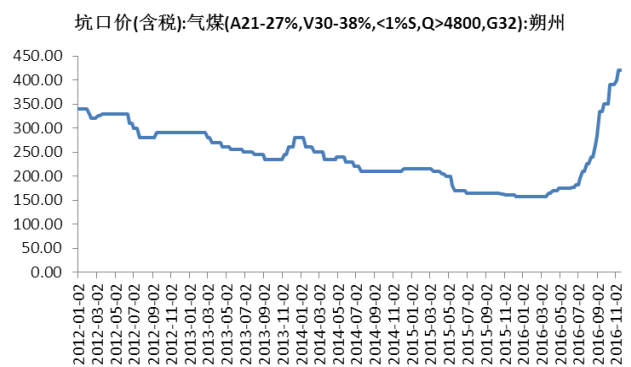
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 10: 柳林 4 号焦煤坑口价含税价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 11: 朔州气煤坑口价含税价格走势

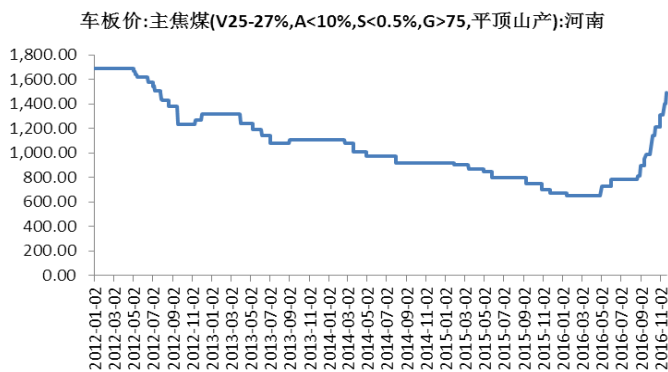


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

2、炼焦煤出厂价与上周持平

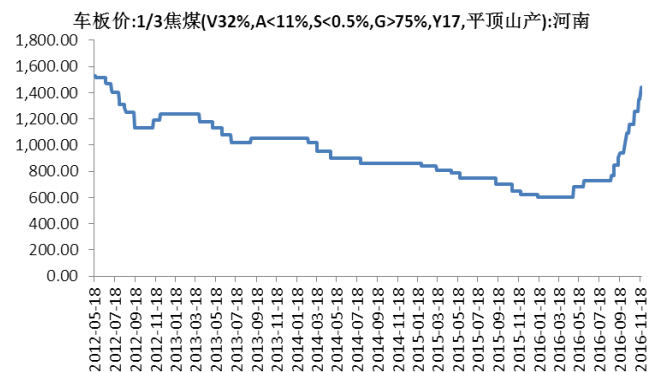
4月7日,河南平顶山主焦煤车板价1400元/吨,与上周持平;平顶山1/3焦煤车板价1350元/吨,与上周持平。4月7日,河北开滦肥焦煤出厂价1500元/吨,与上周持平;河北开滦焦精煤出厂价1520元/吨,与上周持平。

图 12: 平顶山主焦煤车板价价格走势



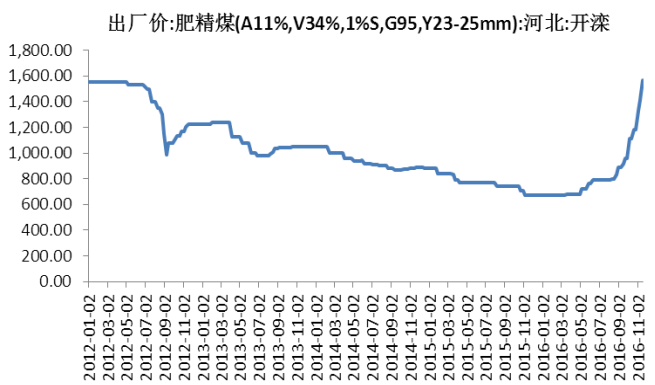
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 13: 平顶山 1/3 焦煤车板价价格走势



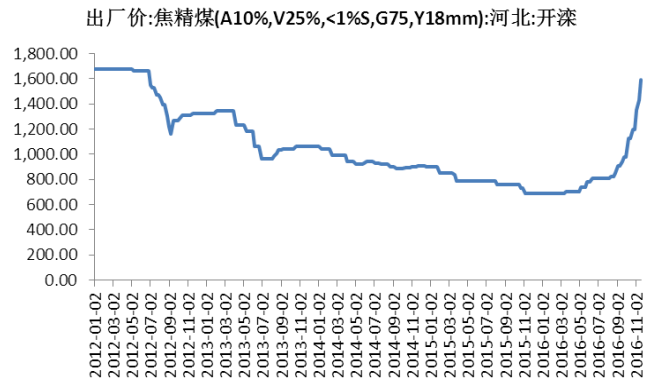
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 14: 开滦肥精煤出厂价价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

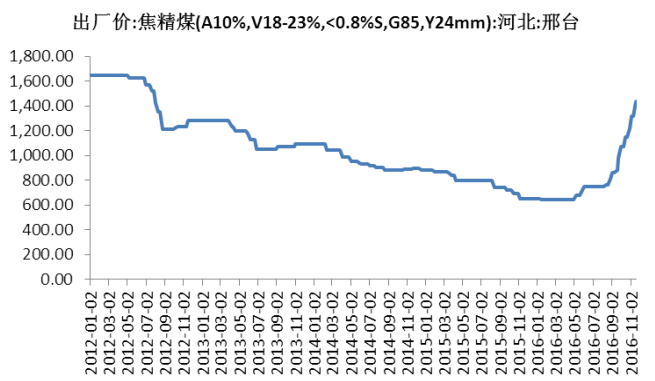
图 15: 开滦焦精煤出厂价价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

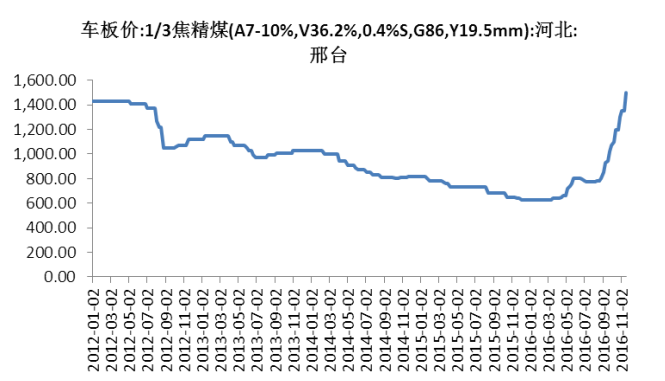
4月7日, 河北邢台 1/3 焦精煤车板价为 1370 元/吨, 较上周上涨 15 元; 焦精煤出厂含税价 1350 元/吨, 与上周持平。

图 16: 河北邢台焦精煤出厂价价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

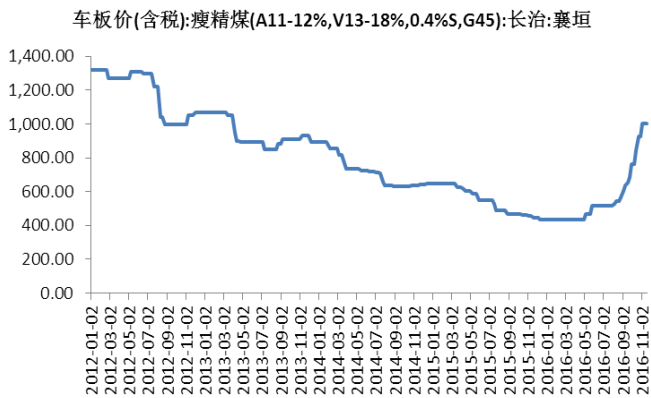
图 17: 河北邢台 1/3 焦精煤车板价价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

4月7日, 山西襄垣瘦煤车板含税价 955 元/吨, 与上周持平。

图 18: 襄垣瘦精煤车板含税价走势

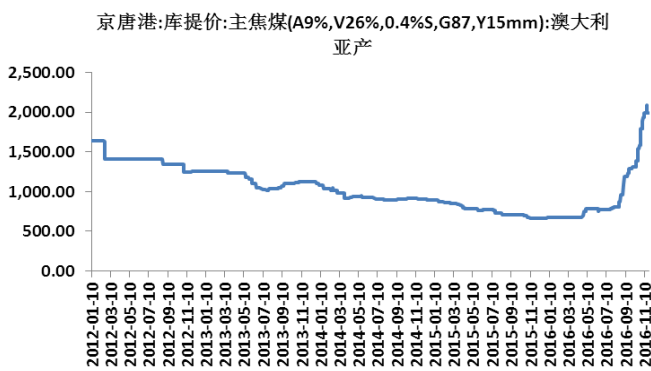


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

3、进口焦煤价格较上周明显上涨

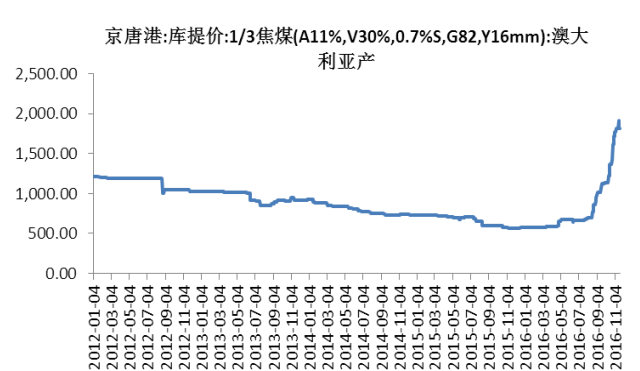
澳大利亚出口至中国的焦煤价格近期较上周基本持平。4月7日,京唐港澳大利亚主焦煤库提价 1640 元/吨,较上周上涨 200 元;京唐港 1/3 焦煤库提价 1470 元/吨,较上周上涨 200 元。进口焦煤价格比国内价格高出 300-400 多元。

图 19: 京唐港澳大利亚主焦煤库提价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 20: 京唐港澳大利亚 1/3 焦煤库提价走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

4、炼焦煤均价上涨可大幅提升公司净利润

按照公司 2017 年均价上涨 20%,完全成本继续上涨 5%来估算,若维持销量不变,2017 年公司煤炭业务可贡献净利润近 15 亿元,较 2016 年增长近 3 倍。

(二) 远看山西国企改革扩大公司发展空间

1、山西省国企改革打响发令枪

2月9日山西副省长王一新的讲话——《解放思想、紧抓机遇、迎难而上、不辱使命,坚决打赢国资国企改革攻坚战》,标志着山西国改打响发令枪,对山西国改的战略目标、方向、重点工作等进行了说明。山西国改的核心任务就是“建立真正意义上的现代企业制度”,而最为核心的一种方式就是坚定不移的推进混合所有制改革,实现股权的多元化,这是山西国改的基石。混改有多种途径,包括整体上市&资产注入、引入战略投资者、员工持股等;此外建立国有资本投资运营平台、兼并重整也是推进山西国改的重要手段。

虽然煤炭去产能初见成效，但任务仍旧很艰巨，2017 年去产能工作仍将继续。煤炭行业结构调整和优化升级的任务依然很重，国务院更是力推煤炭和钢铁这两个过剩严重的行业实施兼并重组，2016 年有不少钢铁央企合并重组，煤炭行业兼并重组也将是 2017 年的重点。

据了解，今年以来，央企试点工作全面铺开，中粮集团、国投公司试点工作继续，并选择诚通集团、中国国新开展国有资本运营公司试点，选择神华集团、宝钢、武钢、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团等 7 家企业开展国有资本投资公司试点。

2、供给侧改革仍起决定性作用

一年前，中央经济工作会议发出了“供给侧改革”的号令。这一年，煤炭钢铁去产能一年目标提前且超额完成，今年以来，国务院及国务院办公厅先后出台了 20 多个文件，针对“三去一降一补”的细则文件全部出齐。

落实去产能的细则文件是最先出台的，也是政策力度最大的。国务院在 2 月 4 日和 5 日接连发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，确定了今年钢铁煤炭去产能的目标任务。去产能：2016 年钢铁去产能 4500 万吨、煤炭去产能 2.5 亿吨的目标任务均已提前、超额完成；

2016 年 4 月，山西省出台了《山西省煤炭供给侧结构性改革实施意见》，正式拉开供给侧改革的大幕。除了将退出过剩产能 1 亿吨之外，改革意见还提到，要在潞安集团、阳煤集团、晋煤集团开展建立完善价格自律机制试点。此外，要积极推进同煤集团、晋能集团等改革试点工作。实际上，早在 2015 年，山西省就选择同煤集团、晋能集团作为深化改革试点，开始明确国有煤炭企业改革坐标。

数据显示，目前，山西七大有煤集团负债总额超过万亿元，体量相当于山西省 2015 年的 GDP，总体资产负债率达 80%。

《意见》称，到 2020 年，全省有序退出煤炭过剩产能 1 亿吨以上。按照依法淘汰关闭一批、重组整合一批、减量置换退出一批、依规核减一批、搁置延缓开采或通过市场机制淘汰一批的要求，实现煤炭过剩产能有序退出。山西省亿吨级的退出产能较超预期，占当前山西省 9.0925 亿吨在产产能的 11%。

表 3: 供给侧改革政策梳理表格

时间	发文单位	名称	内容
2016.2.5	国务院国发 7 号文	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	工作目标是：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。主要任务是：严格控制新增产能；加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能；) 有

			序退出过剩产能；推进企业改革重组；推进行业调整转型；严格治理不安全生产；严格控制超能力生产；严格治理违法违规建设；严格限制劣质煤使用。
2016.3.31 配套文件一	国土资源部	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	一、 严格控制新增产能用地用矿 二、 支持盘活土地资产 三、 实施矿产资源支持政策
2016.4.7 配套文件二	人力资源社会保障部 国家发展改革委 工业和信息化部 财政部 民政部 国务院国资委 全国总工会 人社部发 [2016]32号	《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作的意见》	(一) 支持企业内部分流 (二) 促进转岗就业创业 (三) 符合条件人员可实行内部退养 (四) 运用公益性岗位托底帮扶
2016.4.15 配套文件三	国家安监总局 国家煤矿安监局 安监管四(2016) 38号	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	内容要点：原则上要求三年内不再进行煤矿生产能力的核增，并强调了276天工作日制度的落实，按照276天工作日制度重新核定生产能力。
2016.4.16 配套文件四	质检总局 国质检监(2016) 193号	《关于化解钢铁行业过剩产能实现脱困发展的意见》	内容要点： 1.严格生产许可审批，提高生产许可准入门槛，严控新增产能； 2.加强质量违法查处工作。
2016.4.16 配套文件五	环保部 国家发改委 工信部 环大气(2016) 47号	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	内容要点： 1.控制 严格控制对违规新增产能的信贷投入，对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款。 2.支持 积极为煤炭及钢铁行业拓宽融资渠道，积极稳妥推进企业债务重组，对符合政策且有一定清偿能力的钢铁、煤炭企业，通过实施调整贷款期限、还款方式等债务重组措施，帮助企业渡过难关。
2016.4.18 配套文件六	中国人民银行 银监会 证监会 保监会 银发(2016)118号	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	一、 坚持区别对待、有扶有控原则，积极做好"去产能"信贷服务 二、 加强直接融资市场建设，支持钢铁、煤炭企业去杠杆、降成本 三、 支持企业债务重组和兼并重组，推动钢铁、煤炭行业结构调整优化

			<p>四、 进一步提高就业创业金融服务水平，支持钢铁、煤炭行业去产能分流人员就业创业</p> <p>五、 大力支持钢铁、煤炭扩大出口，推动钢铁、煤炭企业加快"走出去"</p> <p>六、 支持银行加快不良资产处置，依法处置企业信用违约事件</p> <p>七、 加强沟通协调配合，有效防范钢铁、煤炭行业金融风险。</p>
2016.4.18 配套文件七	财政部 国家税务总局 财建(2016)151号	《关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	<p>一、 安排专项奖补资金支持化解过剩产能</p> <p>二、 继续实施钢铁煤炭行业有关税收政策</p> <p>三、 落实好对钢铁煤炭企业重组、破产等的财税会计支持政策</p> <p>四、 钢铁煤炭国有企业“三供一业”分离移交和厂办大集体改革等可享受相应的政策支持</p> <p>五、 落实好钢铁煤炭企业化解过剩产能金融政策</p> <p>六、 鼓励煤层气开发利用。</p>
2016.5.10 配套文件八	财政部 财建(2016)253号	《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》	<p>煤炭、钢铁去产能共安排 1000 亿元专项奖补资金；实行早退多奖政策，2016-2020 年按照实际产能 110%、100%、90%、80%、70%测算。专项奖补资金主要用于职工分流安置，也可以用于符合条件的非国有职工分流安置。</p>

资料来源：中国银河证券研究部

今年以来，在供给侧改革之下，国内煤价快速上涨，使得进口煤在一段时间内价格优势明显，下游采购订货增加，进口量同比增长明显。最新数据显示，中国 11 月份进口煤炭 2696.6 万吨，同比增加 1077.6 万吨，增长 66.56%，继上月之后，再创今年最高涨幅；环比增加 538.6 万吨，增长 24.96%。目前受国内释放产能政策影响，针对 2017 年中国煤炭进口量情况是业内目前关注的焦点。2017 年开始中国煤炭资源短缺程度要有很大的缓和。这种缓和的背景下，2017 年以后或者说是更长时间来看，进口煤大幅度继续增长可能性没有，是逐步退缩的过程。

表 4: 2016 年产能退出情况

省份	2016年关闭退出煤炭产能情况			2016-2020年	省份	2016年关闭退出煤炭产能情况			2016-2020年
	万吨关闭矿井数量(处)	退出煤炭产能	退出矿井单井平均规模	退出煤炭产能(万吨)		万吨关闭矿井数量(处)	退出煤炭产能	退出矿井单井平均规模	退出煤炭产能(万吨)
山西	25	2325	93	10000	江西	205	1279	6	1868
贵州	147	2376	16	7000	湖南	258	1610	6	1610
山东	58	1625	28	6460	甘肃	13	192	15	991
河南	89	2236	25	6254	江苏	7	818	117	836
内蒙	10	330	33	5414	湖北	124	753	6	800
河北	56	1458	26	5103	福建	30	182	6	600
陕西	42	1824	43	4706	北京	1	100	100	520
四川	144	1983	14	3303	广西	12	227	19	473
安徽	6	909	152	3183	吉林	8	382	48	382
辽宁	39	1327	34	3040	宁夏	8	107	13	122
黑龙江	13	938	72	2477	青海	4	21	5	66
重庆	219	1300	6	2300	中央企业	3182	12685	—	—
云南	121	1856	15	2088					

资料来源: 中国银河证券研究部

(三) 控股股东山西焦煤集团为国有资本投资公司试点

1、山西焦煤集团是中国最大的炼焦煤企业

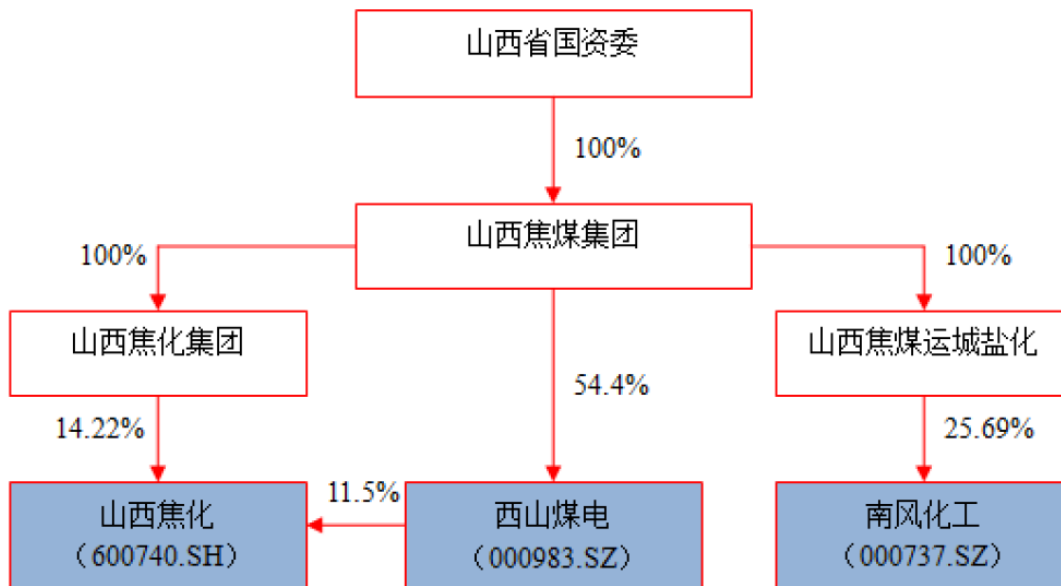
山西焦煤集团有限责任公司是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商,是全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业,是国家规划的 14 个大型煤炭基地骨干企业之一,位列 2015 世界企业 500 强第 264 位、中国企业 500 强第 48 位、中国煤炭企业 100 强第 2 位。

山西焦煤组建于 2001 年 10 月,属山西省国有独资企业,总部位于山西省太原市,目前拥有西山煤电、汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤、山西焦化等 23 个子分公司,拥有西山煤电、山西焦化、南风化工三个 A 股上市公司,拥有 6 大主力生产和建设矿区,下辖 107 座煤矿,生产能力 1.81 亿吨/年; 28 座洗煤厂,入洗能力 1.2 亿吨/年; 5 座焦化厂,焦炭产能 1,180 万吨/年; 9 座燃煤电厂,总装机容量 3,468MW ; 14 座煤层气及余气余热电厂,装机容量 219MW。盐化日化产能 256 万吨/年。

山西焦煤主导产品有焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等多个煤种,其中强粘焦煤和肥煤均为世界稀缺资源,具有低灰、低硫、低磷、粘结性强、结焦性好等特性,是大钢厂大高炉不可或缺的骨架炉料;化工产品主要有冶金焦、铸造焦、焦粉、甲醇、炭黑、硫磺、化妆洗涤用品等,产品市场涵盖国内外 20 多个省市和地区。

山西焦煤一方面突出煤炭主业发展,建设亿吨大型煤炭基地;另一方面发展“煤—电—材、煤—焦—化”两条主导产业链的循环经济体系,构建以煤炭、电力、焦化、商贸为支柱产业的循环经济产业链,实现资源利用综合化、环境保护最优化,形成“循环经济、绿色发展”模式,下属公司西山煤电(集团)有限责任公司和山西焦化集团有限公司是国家级第一批循环经济试点单位。

图 21: 山西焦煤集团股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2、山西焦煤集团拥有数倍于上市公司的煤炭体量，提供充足的注入空间

截至 2016 年 6 月末，公司拥有煤田面积 2,373.97 平方公里，煤炭矿井 107 座，选煤厂 28 座，原煤生产能力 1.81 亿吨/年，总设计洗选能力 1.2 亿吨/年，主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田的煤炭资源，煤炭地质储量 211.69 亿吨，可开采储量 113.89 亿吨，煤种包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等炼焦煤的所有品种，其中焦煤、肥煤、瘦煤是国家保护开发的稀有煤种。

从 2001 年山西焦煤组建以来，连续 10 年保持煤炭产量 500 万吨级增长，2010 年原煤产量在山西省首家，全国第二家突破亿吨。2013 年，山西焦煤生产原煤 10,317 万吨，2014 年山西焦煤生产原煤 10,699.93 万吨，销售商品煤 9,316.95 万吨，2015 年，山西焦煤生产原煤 10,535 万吨，销售商品煤 7,704 万吨，2016 年 1-6 月，山西焦煤生产原煤 4,551 万吨，销售商品煤 4,246 万吨。

表 5: 山西焦煤集团煤炭生产情况 单位: 万吨

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
原煤产量	4,551	10,535	10,699	10,317
其中: 冶炼精煤产量	1,075	4,589	4,903	4,601
冶炼精煤产量占原煤产量比重	23.62%	43.56%	45.83%	44.60%

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

山西焦煤拥有全球第二、中国最大的炼焦煤生产能力，主要煤炭产品是冶炼精煤、优质动力煤、喷吹煤、筛混煤以及副产品，生产能力主要分布在西山煤电、汾西矿业、霍州煤电、华

晋焦煤和投资公司，其中西山煤电、汾西矿业、霍州煤电都是山西省内传统的大型煤炭企业集团。

表 6: 山西焦煤集团原煤生产情况 单位: 万吨

序号	矿井名称	核定生 产能力	机采 程度	资源储量	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
1	西山煤电	3,590	100%	511,320	1,981	4,750.00	4,803.60	4,676.00
2	汾西矿业	3,120	100%	264,808	1,173	2,480.90	2,560.09	2,562.00
3	霍州煤电	1,990	100%	159,302	1,098	2,755.02	2,765.00	2,532.00
4	华晋焦煤	390	100%	139,956	241	395.01	421.17	356
5	投资公司	60	100%	16,649	59	154.08	150.07	190
合计		9,150	-	1,092,035	4,551	10,535.01	10,699.93	10,317.00

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

表 7: 山西焦煤集团原煤生产情况 单位: 万吨

序号	矿井名称	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
1	西山煤电	55.18%	121.48%	122.85%	119.59%
2	汾西矿业	37.60%	90.88%	93.78%	93.85%
3	霍州煤电	55.18%	134.39%	134.88%	123.51%
4	华晋焦煤	61.79%	101.28%	107.99%	91.28%
5	投资公司	98.33%	102.72%	100.05%	126.67%
合计		49.74%	114.14%	115.93%	111.78%

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

截止 2016 年 6 月末, 公司拥有 107 座煤炭矿井, 分布在太原、晋中、吕梁、临汾等地市。

表 8: 山西焦煤集团主要矿井情况 单位: 万吨

序号	煤矿名称	井田面积	保有储量	可采储量	地址	持股比例 (%)
1	斜沟矿	88.64	213,859	121,571	山西省兴县	80
2	沙曲矿	134.17	213,359	128,061	山西省柳林县	51
3	官地矿	104.50	109,489	70,240	山西省太原市	100
4	马兰矿	104.42	109,634	61,108	山西省古交市	100
5	屯兰矿	73.34	93,820	56,479	山西省古交市	100
6	东曲矿	59.90	75,623	50,260	山西省古交市	100
7	杜儿坪矿	69.77	65,260	41,185	山西省太原市	100
8	金能煤业	20.42	44,102	23,968	忻州市静乐县	51
9	西曲矿	40.69	31,822	16,968	山西省古交市	100
10	霍宝干河矿	35.56	28,851	16,848	山西省洪洞县	60
11	正太煤业	28.00	26,777	17,405	山西省左权县	26.01
12	庞庞塔矿	13.26	23,504	13,006	山西省吕梁市	99
13	吉宁矿	17.68	21,542	12,898	山西省乡宁县	51
14	三交河矿	28.03	20,648	12,556	山西省洪洞县	91
15	西铭矿	43.03	20,854	12,351	山西省太原市	100
16	柳湾矿	75.33	44,415	23,479	山西省孝义市	100
17	双柳矿	29.61	32,924	18,691	山西省吕梁市	100
18	水峪矿	42.15	34,714	21,602	山西省孝义市	100
合计	-	1,008.52	1,211,195.95	718,675.04	-	-

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

为提高产品质量, 减少环境污染, 公司逐步加大煤炭机械加工力度, 煤炭洗选率始终保持在 75% 左右, 公司 2013-2015 年及 2016 年 1-6 月选煤生产情况如下表所示:

表 9: 山西焦煤集团选煤生产情况 单位: 万吨

序号	单位	2016 年 1-6 月			2015 年			2014 年			2013 年		
		入洗 原煤	洗出 精煤	产率 (%)	入洗 原煤	洗出 精煤	产率 (%)	入洗 原煤	洗出 精煤	产率 (%)	入洗 原煤	洗出 精煤	产率 (%)
1	西山煤电	1,687	771	45.72	3,631	1,782	49.09	3,723	1,863	50.05	3,837	1,883	49.08
2	汾西矿业	1,064	633	59.56	2,348	1,394	59.38	2,131	1,476	69.27	2,096	1,436	68.53
3	霍州煤电	884	465	52.67	2,029	1,061	52.28	2,063	1,209	58.61	1,843	1,051	57
4	华晋焦煤	176.08	124.68	70.81	270	208	77.17	266	160	60.13	280	163	58.19
合计		3810	1,995	52.36	8,278	4,446	53.71	8,184	4,709	57.54	8,056	4,533	56.27

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

表 10: 山西焦煤集团煤炭生产销售情况 单位: 万吨

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
总产量	4,551	10,535	10,700	10,317
总销量	4,246	7,704	9,317	8,511
产销率	93%	73%	87%	82%
冶炼精煤	2205	4,109	4,993	4,524
动力煤	1886	3,310	3,984	3,696
副产品	155	285	340	291

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

3、公路+铁路运输双管齐下, 煤炭运输能力得到有效提升

近年来随着公司销量不断扩大, 外运量也逐渐提升。煤炭运输方式主要有铁路运输、公路运输和水陆联运, 其中铁路运输成本优势明显。公司是铁道部首批列入大客户管理的企业之一, 主要外运通道有石太线、京原线, “十一五”期间, 公司参与投资建设了石太铁路客运专线项目和五麟铁路专线项目, 两个项目目前都已完工并投入使用, 煤炭运输能力得到有效提升。近年来, 铁路运量始终保持在 45% 左右。2016 年上半年公司煤炭外运量 6,777 万吨, 其中 3,076 万吨是铁路运输。但是公司所开采的西山、汾西、霍州煤矿均属于山西晋中地区, 当地铁路运力薄弱, 且运量已达到设计能力, 扩容能力有限, 公司铁路运量进一步提升空间受限。

表 11: 山西焦煤集团煤炭生产销售情况 单位: 万吨

运量及占比	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
煤炭外运量	6,777	14,731.09	18,722	15,759
公路运量	3,701	8,376.16	11,979	7,601
公路运量占比(%)	54.61	56.86	63.98	48.23
铁路运量	3,076	6,354.93	6,743	8,158
铁路运量占比(%)	45.39	43.14	36.02	51.77

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

(四) “煤—电—材”、“煤—焦—化”两条循环经济产业链协调发展

1、焦炭板块

集团非煤业务主要涉及焦炭、电力、建材、贸易四部分。近年来,公司不断利用自身煤炭资源优势,按照“煤-电-材”、“煤-焦-化”的产业结构不断延伸产业链,发展循环经济。在“煤-电-材”产业链上,公司主要利用中煤、煤泥和矸石进行发电,再利用发电厂产生的煤灰制作建材。在“煤-焦-化”产业链上,近年来,公司通过整合省内煤化工企业,初步搭建了煤化工产业的基础平台。

公司焦炭生产的主要原材料为焦煤、1/3焦煤、肥煤和瘦煤等,主要从公司内部采购。焦炭的生产工艺为原料煤-贮煤场-配煤槽-粉碎机-煤塔-焦炉-焦炭。公司焦化产品生产用原材料主要分为自给和外购两部分,公司焦炭生产所需原料配比大约为:主焦煤使用量35%、1/3焦煤使用量30%、肥煤使用量15%、瘦煤使用量10%以及其它配煤使用量10%,自给量占总使用量的66%。公司焦炭主要销往山西、山东、河北、河南、北京、天津以及华东等地区,客户包括首钢、太钢等国内大型钢铁企业。

表 12: 山西焦煤集团煤炭生产销售情况 单位: 万吨

单位	核定产能	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
西山煤气化	120	36	78	85	62
五麟焦化	100	33	99	95	89
京唐焦化	420	171	370	385	384
山西焦化	360	155	320	319	315
霍州中冶	0	0	—	—	6
焦炭集团	180	35	95	177	121
合计	1,180	430	962	1,061	977

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

2、电力板块

为适应电力产业发展的需求,走循环经济发展路线,发挥煤炭企业自身的优势,山西焦煤集团利用煤矸石、洗中煤和煤层气大力发展电力产业,现有 8 座坑口综合利用电厂,装机总容量 3,358MW; 9 座煤层气及余热气电厂,装机总量 189.5MW。古交电厂是全国最大的燃用洗中煤坑口电厂,规划装机容量 3,000MW,一期工程 2*300MW、二期工程 2*600MW 已经投入发电。武乡和信电厂是山西焦煤实施煤电一体化战略、加快并购重组的重大成果,装机容量 4*600MW,一期工程 2*600MW 已经投入运营。

表 13: 山西焦煤集团电力生产销售情况表 单位: 万千瓦时

项目	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
发电量	685,174	1,300,783	1,618,444	1,736,332
售电量	557,281	1,059,239	1,303,649	1,512,254

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

公司超过 50% 的的电力装机容量集中在西山煤电。2012 年, 公司三级子公司西山煤电股份有限公司完成对山西兴能发电有限责任公司 21.853% 股权的竞购工作, 股份增至 80%, 成为其控股股东。同年, 公司还完成了对武乡和信发电有限公司 100% 股权的认购工作。

电煤采购方面, 公司煤电一体化的经营模式发挥了良好的协同效应。公司内部采购煤均价较外销煤均价低 15%, 不仅给电力业务提供了充足、稳定的煤炭供应, 而且在一定程度上降低了公司电煤成本。售电价格方面, 2016 年上半年公司电力板块加权平均电价为 0.28 元/千瓦时, 同比下降了 0.05 元/千瓦时。

表 14: 西山煤电装机明细 单位: 万千瓦时

电厂 (万千瓦)	权益占比	装机容量	权益装机
兴能发电	58%	2*60、2*30	104
西山热电煤矸石电厂	91%	3*5	14
武乡和信电厂	100%	2*60	120
在产小计	76%	315	238
在建-古交电厂三期	58%	2*66	77
拟建-武乡电厂二期	100%	2*100	200
在建小计	83%	332	277
总计	80%	647	515

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

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。

表 15: 山西焦煤集团主要电厂发电量情况 单位: 万千瓦时

项目	2016年1-6月	2015年	2014年	2013年
西山煤电	629,866	1,209,743	1,493,596	1,611,501
汾西矿业	24,805	41,018	40,458	28,031
霍州煤电	18,734	27,546	70,142	81,558
华晋焦煤	9,761	19,036	13,235	10,144
山西焦化	2,008	3,440	1,013	3,864
合计	685,174	1,300,783	1,618,444	1,735,098

资料来源: 集团债券发行说明书, 中国银河证券研究部

3、建材板块

山西焦煤集团建材主要产品有水泥、木业、混凝土预制件和塑料型材。集团 2013 年-2015 年及 2016 年 1-6 月建材行业实现主营业务收入分别为 64 亿元、54 亿元、32.44 亿元和 19.86 亿元。2015 年建材行业主营业务收入较 2014 年减少约 22 亿元, 减少原因主要是: 一方面, 根据集团发展规划, 结合目前房地产市场情况, 对该行业发展有所控制, 维持原有水平。另一方面, 由于建筑建材行业结算随着工程进度结算, 2013、2014 年集团公司项目完工较多, 比同期增幅较大。

4、国改不断升温, 看好西山煤电作为焦煤集团唯一煤炭平台的投资价值

年初以来, 山西国资国企改革不断升温, 省委省政府高层领导相关讲话将市场焦点再次聚焦山西。依据要求, 山西 18 家国有控股上市公司将在资本市场上开始动作。我们预计, 资产注入将是国改措施中最为直接和快捷的方式。西山煤电公司作为山西焦煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台, 煤炭产量不到集团 30%, 资产注入预期强烈。受益国改, 公司将进一步巩固焦煤龙头地位, 未来存在巨大发展空间。

依据 2017 年山西省战略规划要求, 山西焦煤集团将以打造全球第一大焦煤生产商为目标。目前, 全球最大焦精煤生产商必和必拓集团年生产量约 8000 万吨, 山西焦煤集团年生产量约 4500 万吨, 仍有较大提升空间。山西焦煤集团“十三五”规划商品煤销量达到 2 亿吨, 其中自产销量约 1 亿吨, 省内市场占有率从 8% 升至 18%。

三、核心观点

1、京津冀一体化和澳洲飓风等因素叠加，焦煤价格趋于强势。目前产地焦煤普遍价格小幅度上涨，原因是目前环保、安监的压力仍在，华北和华东地区的焦化开工率略受压制，需求有望持续高位。京津冀一体化导致炼钢焦煤需求增加。另外，澳洲飓风等因素影响焦煤出口，4月份焦煤价格预期小幅度上升。飓风导致澳洲煤供应收紧，国际焦煤价格大涨，有望带动国内焦煤价格上涨。

2、西山煤电公司具有稀缺资源优势。公司主要开采西山、河东、霍西三大煤田的煤炭资源，煤种有焦煤、肥煤、1/3焦煤、气煤、瘦煤、贫瘦煤等，其中焦煤、肥煤为世界稀缺资源，被誉为世界瑰宝。煤炭资源品种齐全，煤质优良，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。主要煤炭产品有焦精煤、肥精煤、瘦精煤、喷吹煤、电精煤、焦炭等，是冶金、电力、化工行业的首选原料，畅销全国20多个省、市、自治区，并出口到日本、韩国、德国、印度、巴西、西班牙等国家。

3、山西国企改革将极大扩展西山煤电公司发展空间。2月9日山西副省长王一新的讲话——《解放思想、紧抓机遇、迎难而上、不辱使命，坚决打赢国资国企改革攻坚战》，标志着山西国改打响发令枪。山西焦煤集团有限责任公司是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商，是全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业，拥有数倍于上市公司的煤炭体量，提供充足的注入空间。西山煤电公司作为山西焦煤集团旗下唯一煤炭资产上市平台，煤炭产量不到集团30%，资产注入预期强烈。受益国改，公司将进一步巩固焦煤龙头地位，未来存在巨大发展空间。

4、热电联产形成新的利润增长点。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。

四、关键假设与盈利预测、估值

（一）关键假设

- 1、公司原煤产量逐步释放，2017-2019年原煤产量年增长率分别约为10%、10%、19%；
- 2、公司洗精煤洗出率、产销率及销售结构保持稳定，各个煤种价格2017-2019年年增长率分别为3%、5%、5%；
- 3、其他业务保持平稳，期间费用率稳定，所得税税率25%。

（二）盈利预测与估值

我们预测公司2017-2019年营业收入为231.05、236.6、240亿元；归属于母公司股东净利润分别是17.79、19.38、21.23亿元，折合每股收益0.56元、0.62元和0.67元，主流煤炭公司2017年20XPE，鉴于公司是中国焦煤龙头公司，业绩弹性较大，控股股东是中国最大的炼焦煤集团，公司未来资产注入空间巨大，业绩盈利改善预期较好，我们给予公司2017年25

倍 PE 估值，相对估值为 15 元。维持公司“推荐”评级。

表 16: 重点公司估值

股票代码	股票简称	股价/元	EPS/元			PE			PB	投资评级
			2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E		
601088	中国神华	17.43	1.85	0.81	1.17	20.81	12.97	7.18	1.15	推荐
000983	西山煤电	11.04	0.09	0.04	0.13	825.61	84.20	45.92	2.08	推荐
601699	潞安环能	10.01	0.43	0.03	0.17	1,351.88	38.25	23.80	1.62	推荐
600348	阳泉煤业	7.84	0.33	0.03	0.13	/	26.28	27.84	1.46	推荐
600997	开滦股份	7.92	0.08	-0.34	0.28	59.03	/	42.61	1.44	推荐
601666	平煤股份	5.73	0.08	-0.91	0.12	/	/	80.54	1.31	推荐
601001	大同煤业	7.05	0.09	-1.08		/	/	247.71	2.36	推荐
600395	盘江股份	9.8	0.19	0.01	0.13	197.47	/	29.60	2.93	推荐
601898	中煤能源	6.57	0.06	-0.19	0.12	2,229.49	/	60.45	1.06	推荐

资料来源: 中国银河证券研究部

表 17: 财务和估值数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	24390.92	18658.27	19610.94	23105.11	23657.65	24000.05
增长率(%)	-17.32%	-23.50%	5.11%	17.82%	2.39%	1.45%
归属母公司股东净利润	273.20	141.05	434.08	1779.26	1938.44	2122.89
增长率(%)	-74.13%	-48.37%	207.75%	309.90%	8.95%	9.52%
每股收益(EPS)	0.087	0.045	0.138	0.565	0.615	0.674
每股股利(DPS)	0.010	0.003	0.002	0.037	0.040	0.044
每股经营现金流	0.298	0.307	0.838	1.247	3.875	1.204
销售毛利率	27.07%	32.36%	31.45%	36.69%	36.37%	36.54%
销售净利率	1.43%	1.13%	2.30%	8.00%	8.51%	9.19%
净资产收益率(ROE)	1.72%	0.88%	2.64%	9.83%	9.74%	9.70%
投入资本回报率(ROIC)	4.11%	3.16%	3.83%	7.36%	7.66%	11.39%
市盈率(P/E)	114.65	222.07	72.16	17.60	16.16	14.75
市净率(P/B)	1.98	1.95	1.91	1.73	1.57	1.43
股息率(分红/股价)	0.001	0.000	0.000	0.004	0.004	0.004

资料来源: 中国银河证券研究部

五、风险因素

1、对煤炭资源的严重依赖

本公司是煤炭资源开采企业,而煤炭为不可再生资源,象所有资源开采企业一样,煤炭资源的贮量和品质的好坏,直接关系到企业的生存和发展。资源的多寡和勘测的准确性对公司的效益及发展有重大影响。然而,本公司对全部储量勘测的准确性是不能绝对保证的,故该等勘测的可能的不准确会对本公司未来的经营造成不利影响。

2、对主要客户的依赖

本公司主要煤炭产品为炼焦用洗精煤,目前主要销往华东地区的宝钢和马钢、东北地区的鞍钢和本钢、华北地区的首钢、北京焦化、包钢及石焦化等8个国内大用户,占公司洗精煤销售量的80%以上。尽管本公司与这些主要客户建立了稳定的供销关系,有利于公司产品的销售和货款回收,但公司对这些主要客户存在一定程度的依赖,客户的需求情况变化将可能影响到本公司产品的销售。

3、交通制约风险

本公司地处山西省腹地,所生产的焦、肥煤产品大部分要依靠铁路外销。煤炭产品运距长,外运能力受限,而铁路运力总量不足问题不可能在短时期内解决,同时公路运输成本较高,只能少量运输。本公司预期未来销售量会逐年增长,因此交通运输能力及运输价格的变化,将对本公司煤炭生产和销售形成一定的影响。

4、产品价格的风险

5、财务风险

由于公司产品的用户主要为钢铁企业,受钢铁行业不景气之大气候影响,客户付现能力降低;近年来煤炭市场持续疲软,公司为扩大市场占有率,加大赊销力度,导致公司应收票据、应收帐款增幅较大,造成资金周转率降低。同时由于煤炭产品供大于求,煤炭价格下降,导致公司主营业务收入下降,再加上公司进行股份制改组,资产评估增值幅度较大,使公司盈利能力下降,这将给公司的经营带来一定的影响。

6、融资能力的局限性

国家货币政策、金融机构经营方针以及融资手段的局限性,均对本公司融资能力有一定的影响。

7、不肯定的开采条件风险

与所有井下采煤公司一样,可能会受到地质条件如断层、煤质、煤厚、顶板、瓦斯、涌水量及自燃等情况的影响,从而给本公司的煤炭开采工作带来影响。

8、安全风险

煤炭生产为地下开采作业,存在着发生水、火、瓦斯、顶板、煤尘和地压等多种严重灾害的可能性,因此煤炭行业安全上的风险要高于其他行业。本公司虽已配备先进的安全监测设备和设施,执行严格的安全规程和安全措施,对生产工艺和技术操作实施了严格的管理程序,对职

工提供各种培训。但是,不能保证在将来不会发生安全事故。

9、外汇风险

本公司部分产品对外出口,主要出口国为日本、韩国和印度等,部分采掘生产设备及配件需从国外进口。因此,汇率的变动及国家外汇政策的变化,将对公司产品成本和销售收入产生一定的影响。

插图目录

图 1: 西山煤电股权结构图	1
图 2: 陕西煤业 2016 年上半年营业收入结构 (百万元)	1
图 3: 西山煤电 2010-2016 年盈利情况	1
图 4: 炼焦煤是我国稀缺的煤炭资源	3
图 5: 山西省煤炭资源分布比例	3
图 6: 西山煤电 2016 年分煤种销售比例	5
图 7: 山西古交产肥煤车板价 (元/吨)	6
图 8: 古交 2 号焦煤坑口价含税价格走势 (元/吨)	6
图 9: 山西古交 2 号焦煤车板价含税价格走势 (元/吨)	6
图 10: 柳林 4 号焦煤坑口含税价走势	6
图 11: 朔州气煤坑口含税价格走势	6
图 12: 平顶山主焦煤车板价价格走势	7
图 13: 平顶山 1/3 焦煤车板价价格走势	7
图 14: 开滦肥精煤出厂价价格走势	7
图 15: 开滦焦精煤出厂价价格走势	7
图 16: 河北邢台焦精煤出厂价价格走势	7
图 17: 河北邢台 1/3 焦精煤车板价价格走势	7
图 18: 襄垣瘦精煤车板含税价走势	8
图 19: 京唐港澳大利亚主焦煤库提价走势	8
图 20: 京唐港澳大利亚 1/3 焦煤库提价走势	8
图 21: 山西焦煤集团股权结构示意图	13

表格目录

表 1: 中国各省市煤炭储量情况 (单位: 亿吨)	3
表 2: 公司煤矿产能明细	4
表 3: 供给侧改革政策梳理表格	9
表 4: 2016 年产能退出情况	12
表 5: 山西焦煤集团煤炭生产情况 单位: 万吨	13
表 6: 山西焦煤集团原煤生产情况 单位: 万吨	14
表 7: 山西焦煤集团原煤生产情况 单位: 万吨	14
表 8: 山西焦煤集团主要矿井情况 单位: 万吨	15
表 9: 山西焦煤集团选煤生产情况 单位: 万吨	16
表 10: 山西焦煤集团煤炭生产销售情况 单位: 万吨	16
表 11: 山西焦煤集团煤炭生产销售情况 单位: 万吨	17
表 12: 山西焦煤集团煤炭生产销售情况 单位: 万吨	17
表 13: 山西焦煤集团电力生产销售情况表 单位: 万千瓦时	18
表 14: 西山煤电装机明细 单位: 万千瓦时	18
表 15: 山西焦煤集团主要电厂发电量情况 单位: 万千瓦时	19

表 16: 重点公司估值.....	21
表 17: 财务和估值数据摘要.....	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，煤炭行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn