

日期: 2010年1月4日

行业: 煤炭采选业



朱洪波
021-53519888-1912
Zhuhongbo@sigchina.com

基本数据 (Y09Q3)

报告日股价 (元)	39.89
12mth A 股价格区间 (元)	11.61/43.90
总股本 (百万股)	2424
无限售 A 股/总股本	47%
流通市值 (百万元)	45,446
每股净资产 (元)	4.19
PBR (X)	9.5
DPS (Y08, 元)	10 派 4.5 (税前)

主要股东 (Y09H1)

山西焦煤集团有限责任公司	54.4%
易方达价值成长基金	1.73%
融通新蓝筹基金	1.37%

收入结构 (Y09H1)

煤炭业	89%
电力及供热	11%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZHB10—CT01

盈利快速增长 估值具有提升空间

主要观点:

2010 年产量大幅增加、价格上涨

不计算整合产能和巴彦高勒产能,我们预计 2010-2012 年产量分为 2,350、2,489、2,690 万吨,同比增长 29.6%、5.9%和 8%。整合产能和巴彦高勒合计 940 万吨,投产时间不定,暂不纳入预测。1 月 1 日起上调部分产品价格。焦精煤车板含税价 1,215 元/吨,肥精煤 1,330 元/吨,瘦精煤 960 元/吨;分别提升 90、120、60 元。目前价格处于历史中位偏上,距离峰值仍有空间。

入洗率和价格提高,毛利率提升 5%

09 年兴县产量 500 万,以销售原煤为主,坑口含税 350 元/吨。10 年洗选厂建好后,以出售洗煤(即配焦煤)为主,洗出率 70%,配焦煤 850 元/吨,剩余做电煤出售 400 元/吨。毛利率将提升。我们测算原煤占销售量比例 09 年 33%下降到 2012 年 22%,毛利率从 45%提升到 50%。

净利润10年至2012年复合增长率21.8%

价格提升、产量增加,毛利率提升,即便在不将整合产能和巴彦高勒产量纳入预测前提下,保守估计 2010 年净利 40.15 亿、11 年 51.22 亿、12 年 59.65 亿,复合增长率 21.8%。

大股东资产注入预期

山西焦煤集团一直有整体上市规划,由于牵涉到辅业剥离和债权等情况,一直未能如愿。以 09 年 1-10 月产量计算山西焦煤非上市产量 5,013 万吨,上市公司 1,500 万,是其 3.3 倍,一旦注入,股价将有巨大涨幅。

投资风险:

1、未纳入预测矿井投产不确定风险; 2、大股东资产注入时间不确定; 3、下游产业增长低于预期; 4、煤矿事故风险

维持“跑赢大市”评级: 行业估值具有提升空间,公司具有资源优势和高成长性,维持“跑赢大市”评级,目标价 50 元,对应 10 年 30PE。

投资总结

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	13,255	12,097	18,071	20,793	24,007
变化 (%)	70	-9	49	15	15
净利润 (百万元)	3,485	2,590	4,015	5,122	5,965
变化 (%)	226	-26	55	28	16
每股收益 (元)	1.44	1.07	1.66	2.11	2.46
变化 (%)	226	-26	55	28	16
市盈率 (倍)	28	37	24	19	16
每股经营性现金流 (元)	1.29	1.14	1.80	2.07	2.46
股价/经营性现金流 (倍)	31	35	22	19	16
EV/EBITDA (倍)	21	26	17	14	12
每股红利 (元)	0.45	0.37	0.58	0.74	0.86

报告目录

一、估值分析:	3
二、行业展望: 10 年供求基本平衡、煤价小幅上涨	4
1、新整合产能 10 年有序释放, 全国产量保持平稳增长	4
2、投资维持高增长、下游需求继续回升	4
3、国外煤价持续上升、价格优势或将不在	5
4、10 年煤炭均价可能小幅上涨	5
三、焦煤行业更有上涨空间	6
1、动力煤率先上涨, 焦煤涨幅落后, 更具上涨空间	6
2、下游钢铁行业复苏可期	6
四、公司自然禀赋和管理经验优势	7
1、拥有稀缺焦煤资源和定价权	7
2、控股股东实力雄厚	7
3、客户优势和运输优势	8
4、公司管理层富有经验	8
五、公司及时有效之竞争策略	9
1、抓住山西整合机遇, 购入优质资源。	9
2、下游延伸建设电厂、炼焦厂和煤化工。	9
六、公司盈利增长来源	10
1、产量增长入洗率提高, 产品结构改善, 毛利率提升	10
2、价格处于上升通道, 公司业绩提升的又一动因	11
3、成本结构稳定及资源税影响	11
七、现金流充沛, 支持后续高资本支出	13
八、投资风险分析	13
1、未纳入预测矿井投产时间不确定风险	13
2、大股东资产注入时间不确定风险	13
3、下游产业增长低于预期	13
4、煤矿事故风险	14
表 1、DCF 估值关键假设	3
表 2、DCF 折现价值	3
表 3、公司拥有的煤炭资源	7
表 4、西山煤电电力资产	9
表 5、西山煤电主要税负	12
图 1、山西原煤产量及预测	4
图 2、全国原煤产量及预测	4
图 3、固定资产投资增速	4
图 4、下游四大行业	4
图 5、澳洲 BJ 动力煤	5
图 6、BDI 船运指数	5
图 7、秦皇岛山西优混平仓价	5
图 8、秦皇岛大同优混平仓价	5
图 9、大同动力煤坑口价	6

图 10、古交 2 号焦煤坑口价.....	6
图 11、钢铁价格指数.....	6
图 12、冶炼行业固定资产投资额.....	6
图 13、前五大客户占销售额比重.....	8
图 14、上市后每股收益.....	9
图 15、平均 ROE 回报.....	9
图 16、洗精煤产量及结构.....	11
图 17、综合毛利率及净利率.....	11
图 18、产品调价历史.....	11
图 19、成本结构.....	12
图 20、自由现金流.....	13

一、估值分析：

2010 年煤炭行业仍然处于景气上升期，上市公司盈利增长得益于产量增加和均价上涨，行业平均 2010 年 PE24X，其中焦煤类上市公司平煤股份和盘江股份 2010 年 PE23X、25X。行业估值水平处于历史中位，未来资产价格可能进一步上升，行业估值水平具有提升空间，考虑到西山煤电资源优势 and 成长性，我们给予“跑赢大市”评级，结合 DCF 估值，我们给予 6-12 月目标价 50 元，对应 10、11 年 30PE 和 24PE。

表 1、DCF 估值关键假设

无风险利率	5.00%
权益资本溢价	4.50%
贝塔值	1.20
权益成本	10.40%
税后债务成本	5.5%
债务/总资本	30%
WACC	8.93%

数据来源：上海证券研究所预估

表 2、DCF 折现价值

单位：百万元	FY10E	FY11E	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
FCFF	2,375	3,024	3,962	4,953	6,191	7,738	9,673
FCFF 折现	2,375	2,776	3,339	3,832	4,397	5,046	5,790
2016 之前折现合计	27,555						
永续终值@3%	101,057						
企业价值	128,612						
净（债务）现金	(4,805)						
权益价值	123,807						
每股价值	51.08						

数据来源：上海证券研究所预估

二、行业展望：10 年供求基本平衡、煤价小幅上涨

1、新整合产能 10 年有序释放，全国产量保持平稳增长

山西 73% 整合企业已更换采矿证，10 年被整合矿井产量将逐步释放，据山西煤炭工业厅预测，09 年山西全年预计产量 6.2 亿吨，10 年预计产量 7 亿吨，新增 8000 万吨，对全国产量不会构成很大冲击。

另有其他省份可能借鉴山西措施整合自己辖区内煤矿企业，这些不确定因素可能较少 10 年的供给。2010 年河南拟重组 600 多座小煤矿，内蒙整合矿权。

综合而言，我们认为 10 年全国产量将保持平稳增长。

图 1、山西原煤产量及预测

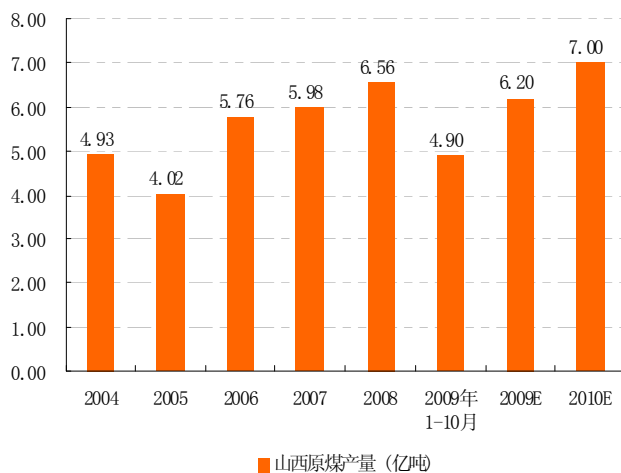
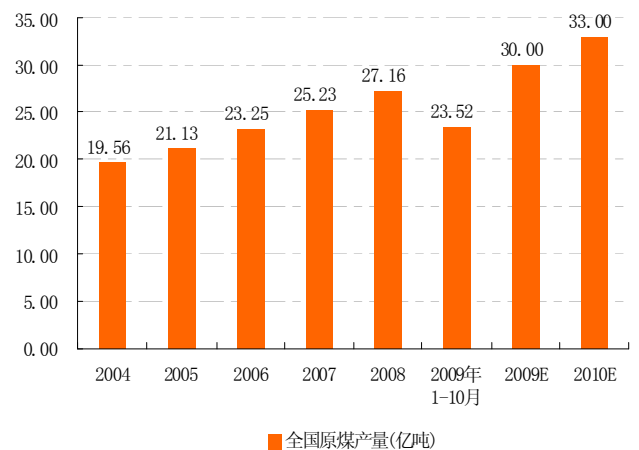


图 2、全国原煤产量及预测



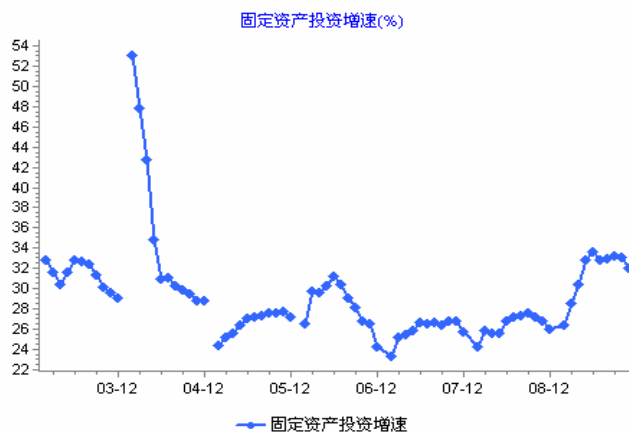
数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

2、投资维持高增长、下游需求继续回升

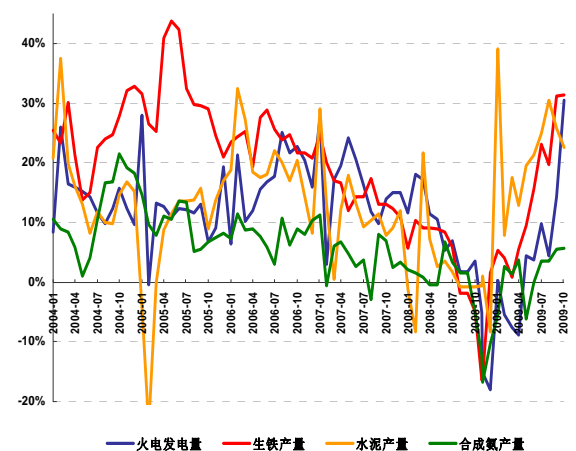
4 万亿投资后续效应依旧存在，投资高增长仍会持续。尤其是投资多集中在大型基建和房地产上，将直接带动高耗煤行业增长。我们预计电力、生产、水泥和合成氨这些行业在 10 年仍将保持较快增长。由此新增煤炭需求将吸收新供给增量，煤炭供需将基本保持平衡。

图 3、固定资产投资增速



数据来源：Wind资讯

图 4、下游四大行业



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

3、国外煤价持续上升、价格优势或将不在

澳洲煤是我国进口主要来源，也是影响我国煤炭市场的重大外部因素。受益全球经济复苏，尤其是亚洲中国、韩国、日本经济复苏，澳洲 BJ 动力煤价格继续保持上涨。海运市场在经历大幅跳水后，受益经济复苏带来的货流增加，出现明显上涨。外煤价+海运费+进口关税等，将使得澳洲煤到岸价价格优势不在明显。国内企业从订货到进厂需要经历 2 个月的时间，中间的不确定因素，在价差不大的情况下，国内企业可能优先选择国内煤炭。类似今年因为内外煤价格倒挂，使得中国煤出口下降，进口激增的情况，在 10 年可能不会上演。12 月 17 日 BJJ 价格 80.7 美元/吨。

图 5、澳洲 BJ 动力煤



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

图 6、BDI 船运指数

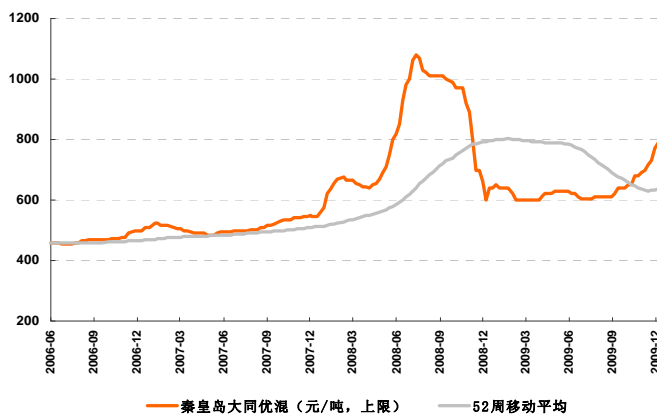


数据来源：Wind 上海证券研究所

4、10 年煤炭均价可能小幅上涨

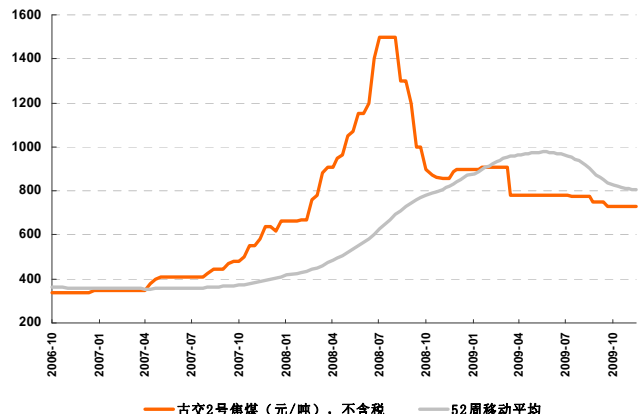
我们判断煤炭市场供求基本平衡，煤价将保持上涨势头。一方面目前状态供给偏紧，煤价有上涨动力。二，流动性充沛下，煤炭商品属性得以体现，资源类产品有涨价防通胀价值。

图 7、秦皇岛山西优混平仓价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

图 8、秦皇岛大同优混平仓价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

三、焦煤行业更有上涨空间

1、动力煤率先上涨，焦煤涨幅落后，更具上涨空间

电力消费是反应经济活跃程度的重要指标，经济复苏首先带动电力消费，从增加了对动力煤需求，致使动力煤价格率先上涨。同时冬季采暖需求也是推动动力煤上涨的一个原因。动力煤需求的增幅和总体经济的复苏情况紧密相连，不太可能出现过大需求增幅。

图 9、大同动力煤坑口价

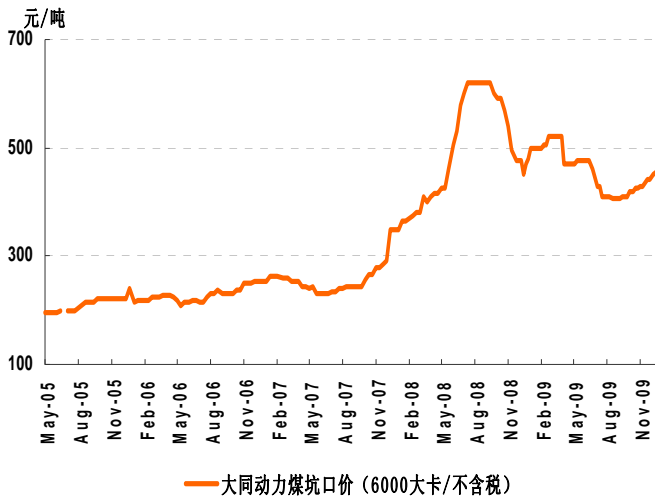
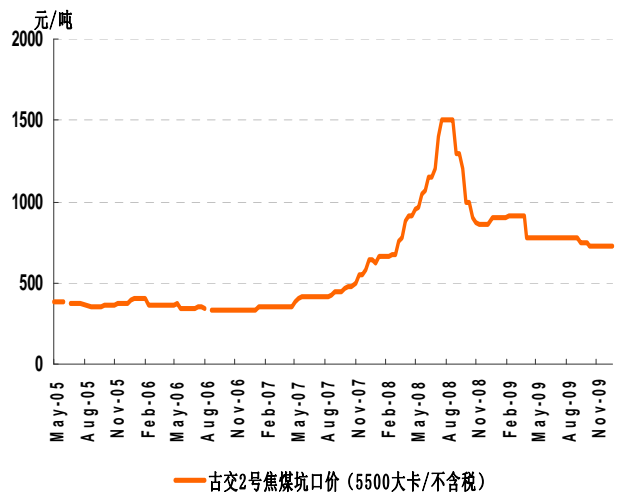


图 10、古交2号焦煤坑口价



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

焦煤与钢铁行业需求联系更紧密，因钢铁行业复苏相对比较滞后，焦煤价格上涨滞后于动力煤。反观远景，钢铁行业复苏值得期待，国内钢铁产量增加，国外钢厂也纷纷表示将增加产能。国内外钢铁市场复苏将直接带动焦煤的需求，较动力煤而言，焦煤后市上涨空间更大。

2、下游钢铁行业复苏可期

从钢价指数中我们可以看到钢材价格处于历史偏低位置，后续钢厂具有提价空间，随着钢厂盈利增加，炼焦煤亦有望上涨。从黑色金属冶炼及压延行业固定资产投资累计完成额来看，未来几年固定资产投资有望继续保持较高水平，这将增加焦煤需求量。

图 11、钢铁价格指数

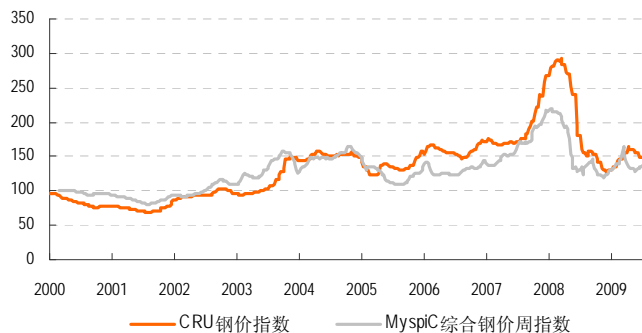
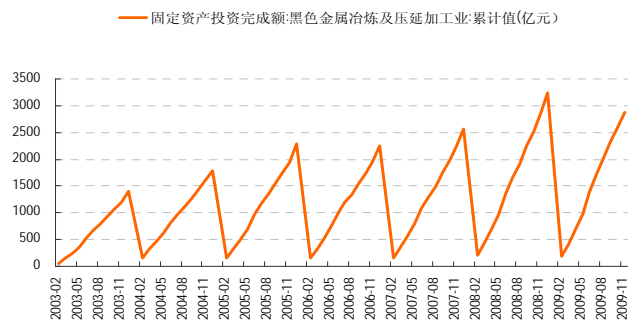


图 12、冶炼行业固定资产投资额



数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

数据来源：煤炭资源网 上海证券研究所

四、公司自然禀赋和管理经验优势

1、拥有稀缺焦煤资源和定价权

山西拥有丰富煤炭资源，其中焦煤可采储量 332 亿吨，占全国可采储量 51%，位居第一，第二位安徽省可采储量仅有 55 亿吨，占 8.5%。焦煤属于稀缺资源，仅占全国煤炭资源储量 27%。焦煤更可以细分为气煤、肥煤、主焦煤和瘦煤。其中主焦煤和肥煤更加稀缺，占焦煤总体 30%。而冶炼行业炼焦煤配方中，需要主焦煤和肥煤比例 50-60%。山西省优质焦煤资源主要分布在河东煤田（离石、柳林和乡宁矿区）、西山煤田（古交、东社矿区）和霍西煤田（霍州、灵石和汾孝矿区）。从公司资源列表（表 3）中可以看出公司矿井多处三大煤田之中，主要煤种多属优质焦煤。

公司优异的自然禀赋，给予公司定价权，公司多次主动调整焦煤价格。2009 年 12 月公告，从 2010 年 1 月 1 日起上调部分产品价格。其中，公司焦精煤车板含税价由 1,125 元/吨上调至 1,215 元/吨；肥精煤车板含税价由 1,210 元/吨上调至 1,330 元/吨；瘦精煤车板含税价由 900 元/吨上调至 960 元/吨。公司在 2009 年预计实现产品结构及产销量基础上，测算出本次产品价格上调将增加 2010 年销售收入约 6.5 亿元（不含税）。

表 3、公司拥有的煤炭资源

矿名	可采储量 (亿吨)	主产煤种	投产时间	核定产能 (万吨/年)	权益	所属煤田	远景规划新增	是否纳入 盈利预测
马兰矿	7.96	主焦煤、肥煤	1990	400	100%	西山煤田	无	是
西曲矿	2.3	主焦煤	1985	340	100%	西山煤田	无	是
镇城底矿	1.24	主焦煤、肥煤	1986	190	100%	西山煤田	无	是
西铭矿	1.7	瘦煤	1956	360	100%	西山煤田		是
斜沟矿	13.57	气煤、1/3 焦煤	2009	1,500	80%	河东煤田	3,500	是
巴颜高勒煤矿#	10.4	不粘煤	2012	400	60%	东胜煤田	600	否
合计				3,190				
整合煤矿								
临汾古县#	1.58	主焦煤	未知	330	未知	霍西煤田	未知	否
临汾饶都#	0.50	贫瘦煤	未知	90	未知	霍西煤田	未知	否
西山光道#	1.13	1/3 焦煤	预计 2011	120	51%	霍西煤田	未知	否

数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；#四个项目投产时间不确定性较大，保守起见暂不纳入预测，四项目为资源储量。

2、控股股东实力雄厚

股东山西焦煤集团是全国大型煤碳生产企业，属山西五大煤炭集团之一，亦是本次山西煤炭资源整合主体之一。主要开采山西省西山、霍西、河东三大煤田的煤炭资源，截至 2008 年底，山西焦煤煤炭工业储量 112.75 亿吨，可采储量 62.56 亿吨，拥有焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等多个品质的煤种。在最近的资源整合中，截至 2009 年 11 月 16 日，山西焦煤集团（包含上市公司）将 174 座地方煤矿成功整合为 73 座，储量增加了两倍，超过 70 亿吨，总产能将由 4,000 万吨/年达到 7,000 万吨/年。2010 年底，山西焦煤将实

现 100 座煤矿建设生产、1,000 亿元以上销售收入、1 亿吨产销量的目标，成为名副其实的全球第一大炼焦煤生产基地。以 2009 年 1-10 月产量计算，山西焦煤集团产量 6,513 万吨，产量全省第一，山西全省 48,995 万吨，占 13.3%。

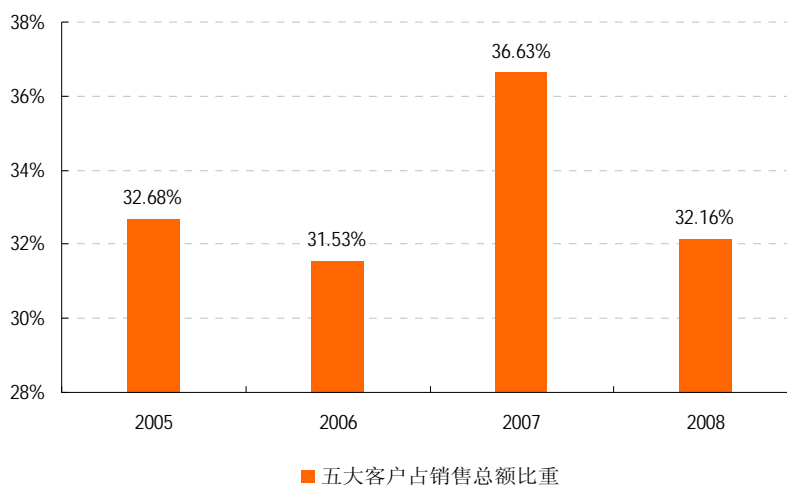
山西政府一直有将山西焦煤集团借助西山煤电整体上市的规划，由于牵涉到辅业剥离和债权等情况，一直未能如愿。在整体上市未果的情况下，西山煤电和大股东山西焦煤资产均在持续扩大。山西焦煤集团重组地方煤炭预计需要大量资金支持，西山煤电是一个良好的资本平台，预计未来整体上市应是大势所趋。

3、客户优势和运输优势

公司客户多是大型电力企业（山西电力公司）和钢铁企业（宝钢、鞍钢、太钢、首钢等），客户在各自行业中具有相当影响力，经营稳定抗风险能力强。公司与这些客户建立了长期稳定的合作关系。从 2008 年报中可以看到，公司前五大客户占其销售总额的 32%，前五大客户基本稳定，占销售总额比重也基本稳定，见图 13。

相比一些煤炭企业运输不畅问题，西山煤电矿区均有铁路线相连接，西山矿区和古交矿区的铁路专用线分别经玉门站、太北站编组与京原线、石太线、同蒲线、太焦线等铁路相通；公路与全省、全国公路网连接。公司兴县项目配套岢瓦铁路已通车，兴县斜沟煤矿一期规划 1500 万吨，预计 2010 年底达产，铁路修通后解决了煤炭外运问题。

图 13、前五大客户占销售额比重

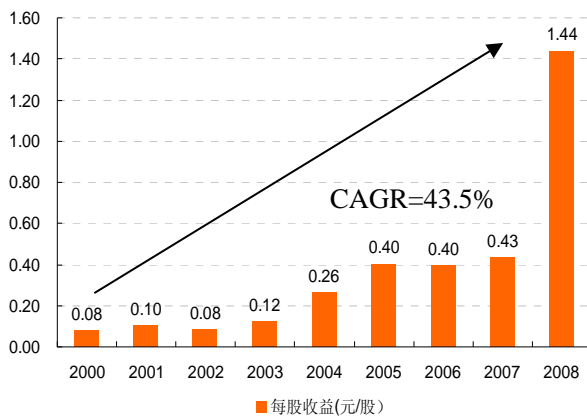


数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

4、公司管理层富有经验

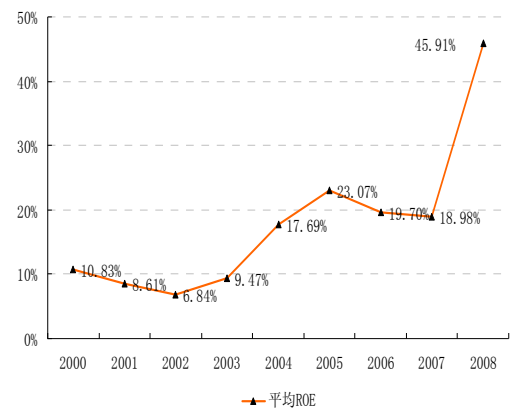
2000 年后煤炭行业景气向上是公司盈利增长的重要原因。同时管理层丰富的经验也为股东创造了价值。从公司管理层履历中看，管理层拥有多年煤炭生产和管理经验，这些经验帮助公司快速成长。

图 14、上市后每股收益



数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

图 15、平均 ROE 回报



数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

五、公司及时有效之竞争策略

1、抓住山西整合机遇，购入优质资源。

09 年是山西煤炭资源整合年，股东山西焦煤集团是参与整合五大集团之一（阳煤集团、同煤集团、潞安集团、同煤集团另有平朔煤炭工业公司、山西运销集团和山西进出口集团）。截至 2009 年 11 月 16 日，山西焦煤将 174 座地方煤矿成功整合为 73 座，储量增加了两倍，超过 70 亿吨，总产能将由 4,000 万吨/年达到 7,000 万吨/年。2010 年底，山西焦煤将实现 100 座煤矿建设生产、1,000 亿元以上销售收入、1 亿吨产销量的目标，将成为全球第一大炼焦煤生产基地。

借助资产整合契机，公司选择购入稀缺焦煤资源，增厚公司资源储量，为后续发展打下基础。（参考表 3）临汾古县，资源储量 1.57 亿吨，产能 330 万吨/年，煤种为主焦煤，稀缺优质资源。临汾饶都资源储量 0.50 亿吨，产能 90 万吨/年，煤种为贫瘦煤，做动力煤用。山西光道（权益 51%），资源储量 1.1 亿吨，煤种为 1/3 焦煤，做炼焦配煤，稀缺优质资源。公司后续还会选择优质资源，择机购入公司。

2、下游延伸建设电厂、炼焦厂和煤化工。

公司现有电力资产（如表 4 所示），后续主要发展古交电厂二期，投资电厂解决了公司煤炭洗选后混煤出路和产能增加后的销售压力。

表 4、西山煤电电力资产

已投产	装机容量	公司所占	权益装机容量
电力项目	(兆瓦)	权益比例	(兆瓦)
古交电厂一期	2 × 300	59.00%	330
西山热电厂	3 × 50	90.89%	136
矸石电厂	2 × 6	100.00%	12
华光电厂	2 × 600	10.00%	120
合计	1,962		598
新增在建			
古交电产二期	2X600	60%	720

数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

同样公司与下游钢厂合资建立炼焦公司也解决了产量增加后销售压力，同时稳固了和下游厂商的长期合作关系。和首钢合资焦化厂已在生产，4号炉2010年投产。总计年产干全焦420万吨。按照协议炼焦煤超过60%由上市公司供应，解决部分焦煤销售。我们认为公司后续可能会与其它钢厂有类似合作。公司持有上市公司山西焦化（600740）15.56%股权，也解决了一部分焦煤的销售出路。

子公司鄂尔多斯市乌审旗世林化工有限责任公司4×30万吨（一期30万吨）煤制甲醇项目实施，为之配套的巴颜高勒（权益60%）井田面积65.3平方公里，资源储量10.4亿吨，井田地质构造及水文地质条件简单，煤质赋存稳定，煤种为不粘煤，是良好的动力用煤。矿井设计规模为400万吨/年，并将建立相应能力的矿井选煤厂。

六、公司盈利增长来源

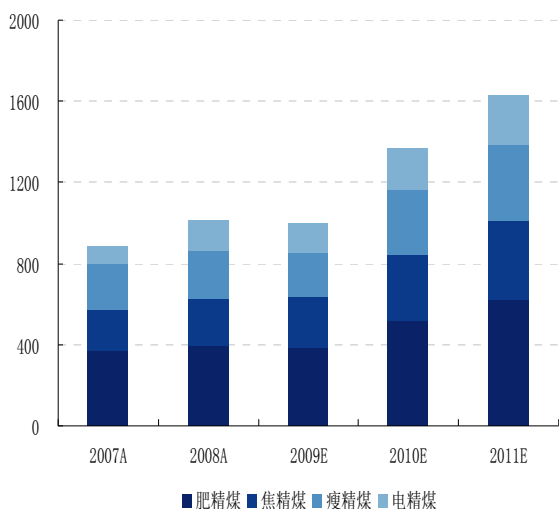
1、产量增长入洗率提高，产品结构改善，毛利率提升

公司原有四个矿井（马兰、西曲、镇城底和西铭）属于开发时间较长矿井，产出稳定且都配有洗选厂，基本100%入洗。增量部分主要来自新近开发的兴县斜沟煤矿，一期规划1,500万吨，预计2010年底达产，2009年兴县产量500万吨，兴县煤种为气煤，因配套洗选厂尚未建好，目前出售原煤。其中地销100万吨，其它经铁路运输销售。成本120元/吨，坑口含税价350元/吨。2010年洗选厂建好后，以出售洗煤为主，气煤洗出率70%，目前配焦煤含税价850元/吨，洗选剩余的5000卡动力煤，价格400元/吨（含税），将销售给华能电力，入洗率提升，将提升公司收益。同时与斜沟矿配套的岢瓦铁路通车后解决煤炭外运问题。兴县二期规划新增1,000万吨，更远期规划为兴县最终达到5000万吨产能。

巴颜高勒煤矿（权益60%）预计2012达产，预计产能400万吨，属于化工配套项目，未纳入我们盈利预测。公司最新整合煤炭资源，临汾古县和绕都（权益未明）产能300万和90万吨，西山光道（权益51%）产能120万吨；因新整合煤炭投产时间不确定、同时部分权益未明，保守起见我们也没有纳入盈利预测。

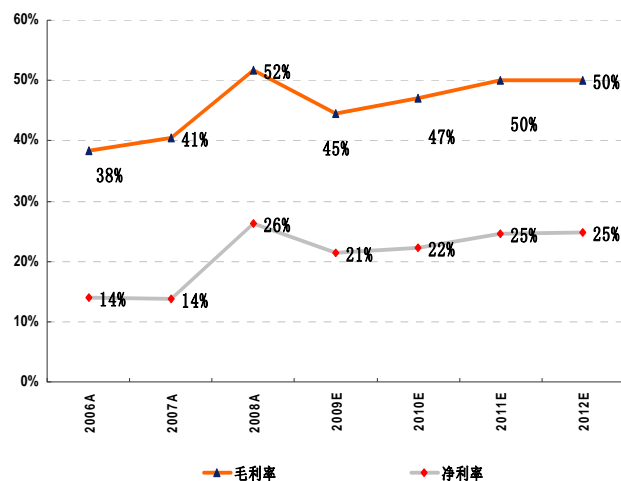
不过我们可以看到西山煤电资源储备丰富，后续增产很有保障。

图 16、洗精煤产量及结构



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所整理及预测;

图 17、综合毛利率及净利率

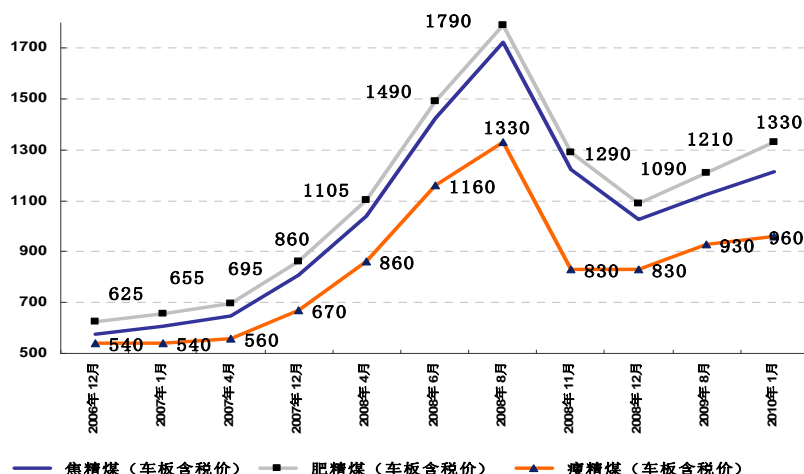


数据来源: 公司报告, 上海证券研究所整理及预测;

2、价格处于上升通道, 公司业绩提升的又一动因

公司拥有稀缺焦煤资源, 同时产量较大, 在行业中处于龙头地位, 拥有定价权。2009 年 12 月公司宣布, 从 2010 年 1 月 1 日起上调部分产品价格。其中, 公司焦精煤车板含税价由 1,125 元/吨上调至 1,215 元/吨; 肥精煤车板含税价由 1,210 元/吨上调至 1,330 元/吨; 瘦精煤车板含税价由 900 元/吨上调至 960 元/吨。公司在 2009 年预计实现产品结构及产销量基础上, 测算出本次产品价格上调将增加 2010 年销售收入约 6.5 亿元 (不含税)。从图中 18 中我们看到 10 年价格距离历史高位还有一段距离。处于历史中位价以上, 受下游复苏支持。未来还有调升空间。

图 18、产品调价历史



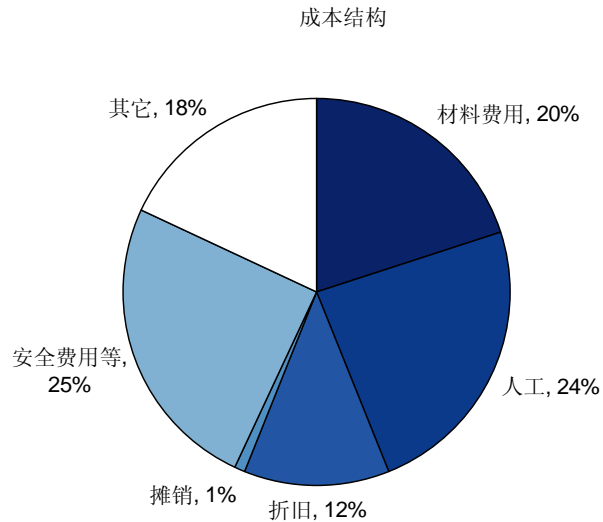
数据来源: 公司报告, 上海证券研究所整理;

3、成本结构稳定及资源税影响

煤炭生产成本主要由材料、人工、折旧摊销、安全费用等部分组

成。其中包含在安全费用等目录下项目有井巷、修理费、塌陷费、新井基金和安全生产费用。煤炭生产成本在国家政策不变的情况下，基本保持稳定。

图 19、成本结构



数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

资源税由从量税改为从价税，一直是市场关注的问题。目前有传闻从价税率3-5%。西山煤电资源税分别为8元/吨、3.3元/吨。假设2010年西山煤电销售商品煤2,350万吨，销售均价800元/吨，按3%税率征收，则每吨征收24元，再假设西山煤炭以前平均资源税5元/吨，则要多征收19元/吨，抵减所得税后14.25元/吨，合计总额2350*14.25=3.3375亿元，摊薄到每股0.14元。这对股价有很大影响，这是最坏的一种情况。

现实是我们从下表4中可以看到煤炭企业整体税负并不低，有传闻称开征从价税后，可能会同时取消其它一些税负。同时煤炭企业处于产业链上游，行业集中度在提高，议价能力较强，会将增加的税负转移到下游行业。

总体而言，我们认为从价税开征对煤炭有负面影响，但毋需过度担忧。

表 5、西山煤电主要税负

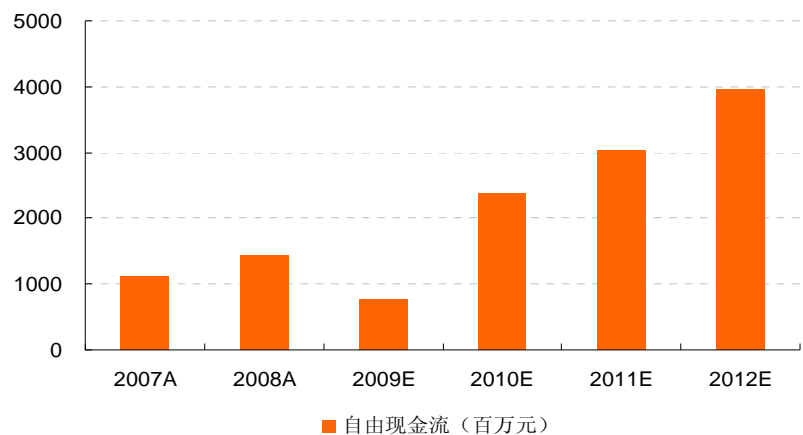
税种	税率	备注
增值税	13%、17%	按17%（销售材料、转供水电）、13%（内销煤）
营业税	5%	按服务收入的5%计缴
资源税	8元/吨、3.20元/吨	以煤炭的销售量或移送量为计税依据
城建税	7%	按应缴增值税、营业税的7%计缴
教育费附加	3%	按应缴增值税、营业税的3%计缴
价格调节基金	1.5%	子公司按应缴增值税、营业税的1.5%计缴
河道管理费	1%	子公司按应缴增值税、营业税的1%计缴
企业所得税	25%	按应纳税所得额计缴
煤炭可持续发展基金	13-20元/吨	2010年征收标准

数据来源：公司08年报，上海证券研究所整理；

七、现金流充沛，支持后续高资本支出

三季度现金头寸27.8亿，发债30亿，票面利率5.38%；自身产生现金流能力强，这些因素支持后续资本开支。后续主要资本开支来源于四个方面：1、古交电厂二期（2X600MW），项目总投资44.6亿元，项目已开工建设；2、斜沟煤矿一期1,500万吨后续建设投入；3、内蒙古巴颜高勒矿区项目（400万吨）建设投入；4、山西资源整合中，收购资产投入。我们预计后续几年中，公司资本开支每年平均20亿元。公司发债30亿元，同时自身产生现金流能力较强，完全可以满足后续资本开支，支持公司的快速发展。

图 20、自由现金流



数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；

八、投资风险分析

1、未纳入预测矿井投产时间不确定风险

在我们截至到2012年盈利预测中，本着谨慎原则，我们未将以下矿井产量纳入预测，内蒙古巴彦高勒矿井（权益60%）400万吨/年产量，临汾古县（权益未明）330万吨/年，临汾饶都（权益未明）90万吨/年、西山光道（权益51%）120万吨/年。内蒙巴彦处于报备状态，在12年是否能投产不确定性较大。后三者矿井属整合资源，其整改和两处权益尚未明朗，不确定性较大。

2、大股东资产注入时间不确定风险

大股东山西焦煤集团整体上市因辅业剥离和债权等问题一直未实现，以产量计算大股东非上市产量是上市公司的3.3倍，一旦注入对股价将有重大影响

整体上市进展核心取决于山西政府，参考山西政府政策规划，打造大型煤炭集团，实现整体上市，唯时间非市场可以预测。

3、下游产业增长低于预期

我们的预测建立在对下游电力和冶金等行业持续恢复，宏观经济环境好转之基础上。目前经济依赖政府政策支撑，一旦政府过早退出

刺激政策，造成经济二次下滑，对煤炭行业有重大负面影响。

4、煤矿事故风险

煤炭采掘属高风险行业，矿难将中断企业生产，赔偿、整改和停产。资源整合逻辑之一，国有大煤矿，矿难发生率低。但在岁尾，我们看到国有大煤矿事故频发，恶劣如龙煤事故。资源整合已成事实，公众期待国有大煤矿兑现整合逻辑。以后若发生严重事故，必会受到非常关注，对公司盈利影响势必更大。

损益表 (合并报表)

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	13,255	12,097	18,071	20,793	24,007
焦精煤	2,830	2,328	3,400	3,927	4,777
肥精煤	4,617	3,839	5,898	6,688	8,133
瘦精煤	1,920	1,703	2,618	3,109	3,779
电精煤	732	745	1,065	1,172	1,296
洗混煤	373	422	1,066	1,150	1,274
原煤	1,471	1,742	2,100	2,100	2,100
电力及供热	509	1,275	1,923	2,649	2,649
主营业务成本	(6,404)	(6,707)	(9,578)	(10,397)	(12,003)
材料费用	(1,281)	(1,341)	(1,916)	(2,079)	(2,401)
人工	(1,537)	(1,610)	(2,299)	(2,495)	(2,881)
折旧	(768)	(805)	(1,149)	(1,248)	(1,440)
摊销	(64)	(67)	(96)	(104)	(120)
安全费用等	(1,601)	(1,677)	(2,394)	(2,599)	(3,001)
其它	(1,153)	(1,207)	(1,724)	(1,871)	(2,161)
营运成本	(2,020)	(1,742)	(2,864)	(3,296)	(3,805)
营业税金及附加	(162)	(179)	(224)	(258)	(298)
管理费用	(384)	(424)	(764)	(879)	(1,015)
销售费用	(1,475)	(1,139)	(1,876)	(2,159)	(2,493)
其它营运利润	(42)	-	-	-	-
非营运利润	(28)	23	-	-	-
财务费用	(106)	(117)	(138)	(96)	(41)
税前利润	4,654	3,554	5,491	7,005	8,157
所得税	(1,125)	(888)	(1,373)	(1,751)	(2,039)
少数股东权益	(43)	(77)	(103)	(131)	(153)
净利润	3,485	2,590	4,015	5,122	5,965
EBITDA (扣除投资收益)	5,663	4,520	6,874	8,452	9,759
EBIT (扣除投资收益)	4,830	3,648	5,629	7,101	8,198

资产负债表

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产					
现金	3,056	4,902	5,844	6,337	7,380
存货	444	469	670	728	840
应收票据	2,900	2,587	3,865	4,447	5,135
应收账款	599	571	853	982	1,134
预付账款	901	540	772	838	967
其它流动资产	47	90	134	154	178
固定资产	8,381	9,485	10,512	11,463	12,337
无形资产	193	376	551	718	877
长期投资	811	645	963	1,108	1,280
其它长期资产	155	243	363	418	483
资产合计	17,486	19,908	24,528	27,192	30,609
流动负债					
银行借款	534	526	1,126	1,126	1,126
应付账款	1,725	1,770	2,527	2,744	3,168
预收账款	1,183	773	1,155	1,328	1,534
其它流动负债	1,149	1,370	1,957	2,124	2,452
长期借款	2,105	4,278	3,152	2,026	900
其它长期负债	367	223	318	345	399
负债合计	7,061	8,940	10,235	9,694	9,578
股本	2424	2424	2424	2424	2424
储备	6,876	7,343	10,564	13,639	17,018
股东权益	9,300	9,767	12,988	16,063	19,442
少数股东权益	1,125	1,201	1,304	1,436	1,589
合计	10,425	10,968	14,293	17,499	21,031
营运资金	(682)	(729)	(1,004)	(1,034)	(1,194)
净现金 (负债)	417	97	1,566	3,184	5,354
净负债 (%)	4	1	11	18	25

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
同比 (%)					
毛利	116	-21	58	22	15
EBITDA (扣除投资收益)	145	-20	52	23	15
EBIT (扣除投资收益)	183	-24	54	26	15
利润率 (%)					
毛利	52	45	47	50	50
EBITDA (扣除投资收益)	43	37	38	41	41
EBIT (扣除投资收益)	36	30	31	34	34
其它 (%)					
有效税率	24	25	25	25	25
派息率	31	35	35	35	35
平均净资产收益率	41	24	32	32	31
平均总资产收益率	24	14	18	20	21
利息覆盖倍数 (倍)	46	31	41	74	201

现金流量表

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
税前利润	4,654	3,554	5,491	7,005	8,157
所得税支出	(1,061)	(886)	(1,373)	(1,751)	(2,039)
折旧与摊销	833	872	1,245	1,352	1,560
营运资本减 (增)	(160)	48	274	30	160
其它调整	(1,138)	(817)	(1,263)	(1,611)	(1,876)
经营现金流	3,128	2,770	4,375	5,024	5,962
资本支出	(1,701)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
净投资	(625)	-	-	-	-
投资现金流	(2,327)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
负债增长 (减少)	141	2,166	(526)	(1,126)	(1,126)
权益增长 (减少)	585	-	-	-	-
股利支出	(586)	(1,091)	(906)	(1,405)	(1,793)
财务现金流	140	1,076	(1,433)	(2,532)	(2,919)
自由现金流	1,427	770	2,375	3,024	3,962
现金增加 (减少)	942	1,846	942	493	1,043

重要假设

	1H09A	2H09E	1H10E	2H10E	1H11E	2H11E	1H12E
销售量 (万吨)							
焦精煤	127	120	164	164	177	177	196
肥精煤	196	190	259	259	280	280	310
瘦精煤	109	115	157	157	170	170	187
电精煤	71	75	102	102	111	111	122
洗混煤	56	107	193	193	208	208	230
原煤	252	300	300	300	300	300	300
销售价格 (元/吨)							
焦精煤	928	961	1,038	1,038	1,110	1,110	1,221
肥精煤	957	1,034	1,137	1,137	1,194	1,194	1,313
瘦精煤	726	794	834	834	917	917	1,008
电精煤	508	510	520	520	530	530	530
洗混煤	251	264	277	277	277	277	277
原煤	307	322	350	350	350	350	350

国际估值

2H12E	股票名	代码	货币	股价	EPS			PE			
					08A	09E	10E	08A	09E	10E	
	COAL										
	ENERGY	1898	HKD	14.24	0.61	0.56	0.63	23	25	23	
	YANZHOU	1171	HKD	17.16	1.48	0.82	0.90	12	21	19	
	SHENHUA	1088	HKD	38	1.50	1.47	1.63	25	26	23	
	香港市场均值							20	24	22	
	Bumi Resources	BUMIJK	IDR	2425	383	204	172	6	12	14	
	Peabody	BTU US	USD	45.21	3.55	2.19	2.65	13	21	17	
	Consol	CNX US	USD	49.8	2.43	3.86	3.58	20	13	14	
	Centennial	CEY AU	AUD	3.98	0.20	0.20	0.16	13	15	15	
	国际均值3							13	15	15	

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所整理

530

277

350

国内市场估值

股票名	代码	货币	股价	EPS			PE		
				08A	09E	10E	08A	09E	10E
中国神华	601088	CNY	34.82	1.34	1.49	1.65	26	23	21
中煤能源	601898	CNY	13.58	0.51	0.49	0.56	26	28	24
兖州煤业	600188	CNY	23.04	1.32	0.77	0.83	17	30	28
平煤天安	601666	CNY	32.00	1.90	1.22	1.42	17	26	23
大同煤业	601001	CNY	44.99	2.40	1.95	2.19	19	23	21
潞安环能	601699	CNY	51.78	2.48	2.16	2.61	21	24	20
金牛能源	000937	CNY	41.60	2.49	1.77	2.07	17	24	20
开滦股份	600997	CNY	25.21	0.67	0.77	0.92	38	33	27
神火股份	000933	CNY	36.88	1.53	0.92	1.29	24	40	29
国投新集	601918	CNY	17.95	0.65	0.54	0.90	28	33	20
露天煤业	002128	CNY	27.65	0.65	0.75	0.85	42	37	33
国阳新能	600348	CNY	48.37	1.51	1.90	2.11	32	25	23
兰花科创	600123	CNY	43.74	2.45	2.02	2.21	18	22	20
上海能源	600508	CNY	25.15	1.54	1.08	1.18	16	23	21
平庄能源	000780	CNY	15.22	0.67	0.56	0.61	23	27	25
煤气化	000968	CNY	21.35	1.33	0.94	1.14	16	23	19
恒源煤电	600971	CNY	33.84	1.35	1.16	1.25	25	29	27
国际实业	000159	CNY	18.77	0.61	0.76	0.80	31	25	24
盘江股份	600395	CNY	29.44	1.08	0.97	1.19	27	30	25
均值							24	28	24

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所整理及预测

分析师承诺

分析师：朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。