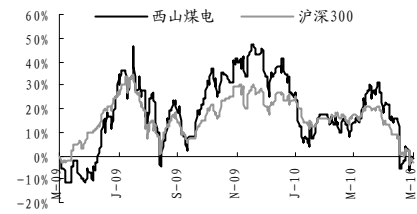


煤炭
Coal

2010年5月20日

市场数据	2010年5月20日
当前价格(元)	28.58
52周价格区间(元)	25.69
总市值(百万)	69278
流通市值(百万)	32365
总股本(万股)	242400
流通股(万股)	113243.8384
日均成交额(百万)	82422
近一月换手(%)	49.0
第一大股东	山西焦煤集团
公司网址	www.ty.sx.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
西山煤电	-16.4	-16.1	-1.4
沪深300	-14.2	-16.2	-3.1

执业证书号:

s1030200010028

陆勤

+86 10 51757576

luqin@csc.com.cn

分析师申明

本人, 陆勤, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

西山煤电 (000983): 焦煤龙头将迎来高速发展期—投资价值分析报告

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12337	17770	22571
净利润(百万元)	2296	4291	5447
每股收益(元)	0.92	1.77	2.25
净利润增长率%	-24.6	86.9	25.9
市盈率	31	16.1	12.7

资料来源: 世纪证券研究所

- 炼焦煤行业龙头企业。** 公司具有得天独厚的煤炭资源优势, 拥有合计 26.77 亿吨的资源储量。公司开采的主焦煤、肥煤是稀缺资源。公司目前煤炭产品主要用户为宝钢、鞍钢、首钢等国内各大著名钢铁企业及部分大型焦化企业。
- 煤炭主业将迎来高速增长期。** 公司目前的煤炭产量主要来自西曲矿、镇城底矿、马兰矿、西铭矿和在建的兴县斜沟矿等 5 座矿井。斜沟矿井及选煤厂在 2009 年基本完工, 2010 年将释放产能。预计公司 2010 年原煤产量 2780 万吨, 提高近 50%。公司也将加快推进二期工程, 最终兴县项目将形成 3000 万吨/年生产能力。公司未来还将建设内蒙古巴颜高勒矿区项目, 产能 400 万吨/年。整合的山西小煤矿也将于 2011 年开始贡献产量。整合完成后, 临汾古县将增加产能 330 万吨。临汾尧都区 11 号井田将增加产能 90 万吨。西山光道煤业将增加产能 120 万吨。
- 未来集团通过公司实现整体上市可期。** 根据, 山西省的相关规划, 争取 2012 年前实现同煤集团、焦煤集团、潞安集团、晋城煤业集团、阳煤集团五大集团中的一至两家集团整体上市, 2015 年前五大煤业集团基本完成整体上市。
- 投资建议。** 2010 年公司已经两次上调了产品价格。我们预计 2010、2011、2012 年公司每股收益为 1.77 元、2.25 元和 2.65 元。考虑公司在焦煤行业的龙头地位, 维持“买入”评级。
- 风险提示。** 如果煤炭行业景气下降将导致煤炭价格的下降, 影响公司的盈利水平。山西省煤炭产量较大, 公司受制于省内铁路运输能力的不足。煤炭资源税的征收将增加公司的成本。

公司基本情况：炼焦煤行业龙头企业

山西西山煤电股份有限公司是我国最大的炼焦煤上市公司，主要产品为肥煤和焦煤。公司是全国 520 户重点企业之一，山西省 34 户重点优势企业之一，原煤生产能力达每年 1,290 万吨和入洗能力达每年 1,605 万吨。

公司具有得天独厚的煤炭资源优势，拥有合计 26.77 亿吨的资源储量。公司开采的主焦煤、肥煤，是炼焦的基础性煤种，属于国家保护性开采的稀缺资源。公司目前煤炭产品主要用户为宝钢、鞍钢、首钢等国内各大著名钢铁企业及部分大型焦化企业，在全国同类炼焦煤产品中，公司市场占有率稳居前列，为炼焦煤行业龙头企业。

西山煤电是由山西焦煤集团有限责任公司(原西山煤电(集团)有限责任公司)、太原西山劳动服务公司、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五家股东共同发起设立，于 1999 年 4 月 26 日注册的股份有限公司。公司于 2000 年 6 月 22 日至 2000 年 7 月 14 日期间，采用向法人配售和向一般投资者上网发行相结合的方式发行人民币普通股(A 股)28,800 万股，公司股票于 2000 年 7 月 26 日在深圳交易所挂牌交易。

Figure 1 09 年底十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
山西焦煤集团有限责任公司	1,318,627,006	54.4	限售流通 A 股, A 股流通股
易方达价值成长混合型证券投资基金	39,662,500	1.64	A 股流通股
融通新蓝筹证券投资基金	33,842,870	1.4	A 股流通股
宝钢集团有限公司	26,650,178	1.1	A 股流通股
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	13,698,356	0.57	A 股流通股
融通深证 100 指数证券投资基金	13,693,308	0.56	A 股流通股
太原市杰森实业有限公司	11,812,000	0.49	A 股流通股
易方达深证 100 交易型开放式指数证券投资基金	11,673,688	0.48	A 股流通股
大成财富管理 2020 生命周期证券投资基金	10,999,939	0.45	A 股流通股
华安中小盘成长股票型证券投资基金	10,501,652	0.43	A 股流通股
合计	1,491,161,497	61.52	

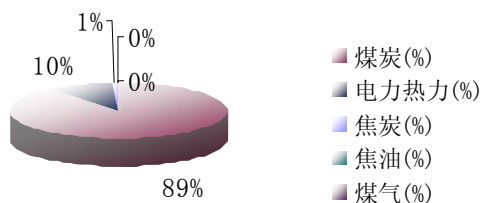
资料来源：上市公司 世纪证券研究所

公司所属西山集团目前主要开采西山、河东、霍西三大煤田的煤炭资源，开采面积为788平方公里，资源总量92.7亿吨。2009年，原煤产量完成3510万吨，精煤产量完成1437万吨，发电量完成47.6亿度，焦炭产量完成74万吨，水泥产量完成46万吨，销售收入202亿元，利润30.8亿元。截至2009年底，资产总额411亿元。

公司稳步增长

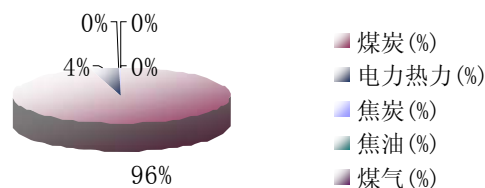
公司的主要业务包括煤炭、电力、焦炭及煤气和焦油，其中煤炭收入占总收入的比重为88%，电力收入占近10%。

Figure 2 09年营业收入构成



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

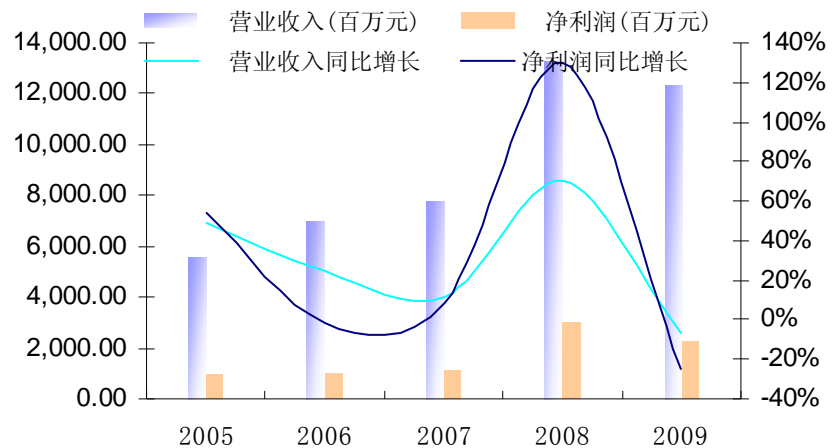
Figure 3 09年营业利润构成



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

公司近5年的营业收入和净利润的复合增长率分别为17%和18.9%。其中，公司2009年的营业收入同比减少6.93%，实现归属于母公司的净利润相比减少24.60%。主要是因为2009年煤炭销售价格同比下降。煤炭销售均价为608.85元/吨，同比下降17.7%。煤炭售价下滑导致利润下降，其中焦、肥精煤跌幅最大，分别同比跌19.95%和16.2%。

Figure 4 近5年营业收入和净利润同比增长



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

2006年至2009年公司原煤产量的复合增长率为5.2%，其中洗精煤的销售复合增长率为3.7%。

2009年公司原煤产量1855.6万吨，同比增长14.61%，其中，焦、肥精煤分别同比增长3.1%和4.7%；销售煤炭量1779.57万吨，同比增长10.04%，其中，焦、肥精煤分别同比增长1.94%和7.17%。

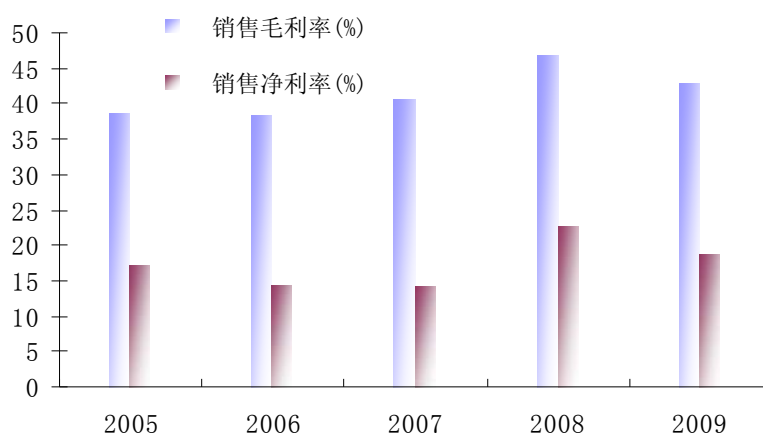
Figure 5 近四年煤炭及电力的产量和销售量

分行业	2009年	2008年	2007年	2006年
煤炭采选业务(单位:万吨)				
原煤产量	1855.6	1,619.00	1,612.00	1,516.00
煤炭销售量	1779.6	1,617.00	1,640.00	1,467.00
其中:洗精煤销售量	1004.43	1,013.00	885.00	869.00
电力业务(单位:亿度)				
发电量	47.32	48.38	47.57	47.00
售电量	42.57	43.54	42.86	44.00

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

近五年销售毛利率和净利润率的区间分别在39%至47%、14%至22.5%，复合增长率为2.12%和1.56%。其中，公司09年的毛利率为43.05%，同比下降了3.7个百分点。净利润率为18.61%，同比下降了3.9个百分点。

Figure 6 近5年销售毛利率和净利润率



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

目前公司的电力业务初具规模。2009年累计发电47.32亿度，同比下降2.19%，电力销售42.57亿度，同比下降2.23%。古交电厂二期（2×60万千瓦）扩建工程和兴县2×30万千瓦坑口电厂预计今年建成投产。

Figure 7 现有电力业务情况

已投产	装机容量 (兆瓦)	公司所占 权益比例	权益装机容量 (兆瓦)
古交电厂一期	2×300	59.00%	330
西山热电厂	3×50	90.89%	136
研石电厂	2×6	100.00%	12
华光电厂	2×600	10.00%	120
合计		1,962	598

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

煤炭主业将迎来高速增长期

公司目前煤炭资源总可采储量约为26.77亿吨。主焦煤和肥煤的洗出精煤率在55%到58%之间，贫瘦煤洗出精煤率在70%左右。

煤炭产量主要来自西曲矿、镇城底矿、马兰矿、西铭矿和在建的兴县斜沟矿等5座矿井。预计公司加权平均可采年限为67年。

Figure 8 公司目前煤矿资源情况

矿名	可采储量 (亿吨)	主产煤种	投产时间	核定产能 (万吨/年)	可采年限 (年)
马兰矿	7.96	主焦煤、肥煤	1990年	400	139
西曲矿	2.30	主焦煤	1985年	340	47
镇城底矿	1.24	主焦煤、肥煤	1986年	190	46
西铭矿	1.70	瘦煤	1956年	360	34
斜沟矿	13.57	气煤、1/3焦煤	预计 2010年	1,500	59
合计	26.77	-	-	2,790	-

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

原有四大矿情况

西曲矿井设计年生产能力 340 万吨，服务年限为 98 年，于 1984 年 12 月 1 日正式投产。井田地质构造简单，煤层稳定。主要含煤层为石炭系太原市组和二迭系山西组，共含 14 层煤，全区可采煤层厚度为 13.65 米，地质储量 5.3 亿吨，可采储量 3.43 亿吨，煤层赋存平缓，倾角为 5-8 度。属低沼气矿井。矿井以斜井、平硐多井口开拓，分区通风。采煤方式为倾斜长壁综合机械化，采掘机械化程度均为 100%。大巷采用 10 吨电机车牵引 3 吨底卸式矿车运输。矿区有专用铁路线和太岚线相连。与矿井生产能力相配套，建有一座大型现代化选煤厂，1987 年 10 月 20 日建成投产。原煤不分级入洗，经过两次技术改造，成为目前全国技术工艺最先进的选煤厂。西曲矿产品以 10 级焦煤为主。原煤灰份在 24% 以下，含矸率在 6% 以下，焦精煤灰分 9.83%，水份 11.88%，挥发分 21.63%，硫分 0.72%，发热量为 27.3MJ/KG。

镇城底矿矿井于 1983 年元月开工建设，1986 年 11 月建成移交生产，是古交矿区第二对投产的大型矿井，2005 年经重新核定批复的生产能力为 190 万吨。镇城底矿是一个生产炼焦煤的大型矿井，矿区总面积 22.8 平方公里。石炭系太原组和二迭系山西组为本区主要含煤地层，共含煤 13 层，可采煤层 8 层。全区煤层总厚度为 161.11 米，含煤系数为 10.42%，所含煤层煤质以肥煤、焦煤为主。镇城底矿选煤厂 1986 年 11 月 20 日与矿井同时建成投产，设计入洗能力为 150 吨。2003 年底开始进行了技术改造，现入洗能力可达 190 万吨以上。主要产品为十级肥精煤，用于冶炼，畅销国内外。副产品洗中煤可供电厂作动力用煤。

马兰矿于 1983 年 11 月开工建设，1990 年 6 月正式投产，设计年生产能力 400 万吨。与矿井配套的选煤厂于 1993 年 10 月投产。马兰矿井田面积为 104.4 平方公里，2005 年底勘测可采储量为 8.12 亿吨，

尚可服务 145 年。主要产品为经洗选加工后的肥精煤。

西铭矿始建于 1956 年，是经过三次改扩建发展起来的特大型现代化矿井，核定生产能力 360 万吨/年，属高瓦斯矿井。主要产品为瘦煤。

兴县项目将提高 2010 年产量 50%

兴县斜沟煤矿区项目是国家“十一五”重点建设的 10 个千万吨级矿井之一，是国家 2008 年新开工煤矿备选项目，也是山西省重点预备项目。

斜沟煤矿矿区面积 88.6435 平方公里，煤炭地质资源储量约 22.45 亿吨，可采储量约 13.57 亿吨，规划生产能力为 1500 万吨/年，配套建设选煤厂及 48 公里岢瓦铁路，项目总投资约 55.4 亿元。项目建成投产后，将形成年产 1,500 万吨原煤的生产能力，使公司产能成倍增长。

斜沟矿井及选煤厂在 2009 年基本完工，2010 年将释放产能。预计公司 2010 年原煤产量 2780 万吨，提高近 50%。公司也将加快推进二期工程，最终兴县项目将形成 3000 万吨/年生产能力。

未来还将建设内蒙古巴颜高勒矿区项目

为保证公司下属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）煤制甲醇项目的顺利实施，公司将建设巴颜高勒矿区项目。该项目位于东胜煤田呼吉尔特矿区，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。

整合小煤矿将于 2011 年贡献产量

公司是山西临汾古县及临汾尧都区煤矿及其选煤厂的整合主体。整合完成后，临汾古县将增加产能 330 万吨，产品为主焦煤。临汾尧都区 11 号井田将增加产能 90 万吨，产品为贫瘦煤。西山光道煤业将增加产能 120 万吨，产品为 1/3 焦和肥煤。合计整合后新增资源量为 32050 万吨，产能增加 540 万吨。

岢瓦铁路：兴县的通路

岢瓦铁路，位于忻州、吕梁境内，起点岢岚县城，终点兴县瓦塘，一期工程至兴县魏家滩镇。该线东接北同蒲铁路宁（武）岢（岚）国铁支线终点岢岚站，向西沿岚漪河而下，终点为兴县魏家滩镇。线路

全长 48.76 公里。兴县项目通过苛瓦铁路可以联通朔黄线和大秦线。

而山西中南部铁路通道建设项目，将从吕梁市兴县瓦塘镇为起点，过河南至山东日照港，全长 1167 公里，将于 2012 年建成通车。通车后，兴县项目的外运能力大增。

行业分析：主焦煤和肥煤具有稀缺性

行业基本情况：煤炭产量和消费量都呈较快增长趋势

我国是全球第一大煤炭生产及消费国，煤炭是我国最重要的基础能源。由于我国“富煤、贫油、少气”的地质条件和能源结构，在相当长的时期内，煤炭作为我国能源规划和国民经济持续稳定发展中的最重要基础能源的战略地位不可动摇。

近年来，我国煤炭产量和消费量都呈较快增长趋势。我国煤炭生产和需求的地理分布不均衡，煤炭行业产业集中度较低，正处于行业整合阶段。山西的煤矿资源整合已经基本完成，而内蒙古、河南等地已开始仿效“山西模式”进行矿产资源整合，新疆、甘肃、云南等地，也将参照“山西模式”进行整合。

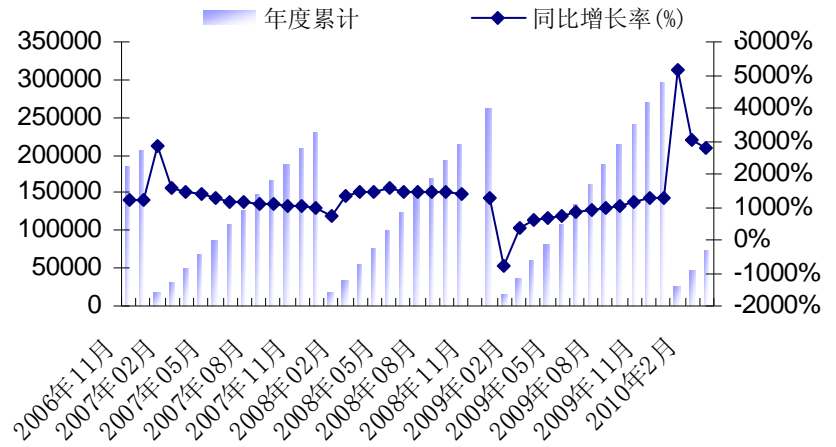
从消费地理分布情况看，近年来，我国沿海省份的煤炭需求量一直很大。但我国约 90% 的煤炭资源和生产能力分布在西部和北部地区，中国煤炭运输呈现“西煤东运”和“北煤南运”的格局。从运力状况来看，煤炭供应仍将受到铁路运力相对不足的瓶颈制约。在我国，煤炭供应主要集中在晋陕蒙宁产地区，而随着京津冀、东北、华东、中南地区的煤炭需求量的持续增加，“北煤南运、西煤东调”的压力也持续增加。我国跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。

2009 年，全国煤炭铁路运量为 1,326 百万吨，同比下降 1.4%。其中，大秦线运量为 330 百万吨，同比减少 10 百万吨。1-4 月份，全国煤炭日均装车累计完成 61019 车，同比增加 9802 车，增长了 19.1%；同期，全国铁路煤炭发运量累计完成 49450.2 万吨，同比增加 8388.7 万吨，增长了 20.4%。1-4 月份，主要煤运通道中，大秦线累计完成运量 12783 万吨，同比增加 3034 万吨、增长 31.1%；侯月线累计完成 5835 万吨，同比增加 984 万吨、增长 20.3%。

2010 年，全国煤炭产量保持强势增长。据煤炭工业协会统计，4 月份，全国原煤产量完成 27800 万吨，同比增加 5892 万吨，增长 25.2%；1-4 月累计完成 100941 万吨，同比增加 21887 万吨，增长 27.7%。4 月份，全国煤炭销量完成 26700 万吨，同比增加 5344 万吨，增长 25%。

1-4月全国煤炭销量累计完成97846万吨，同比增加21317万吨，增长28%。

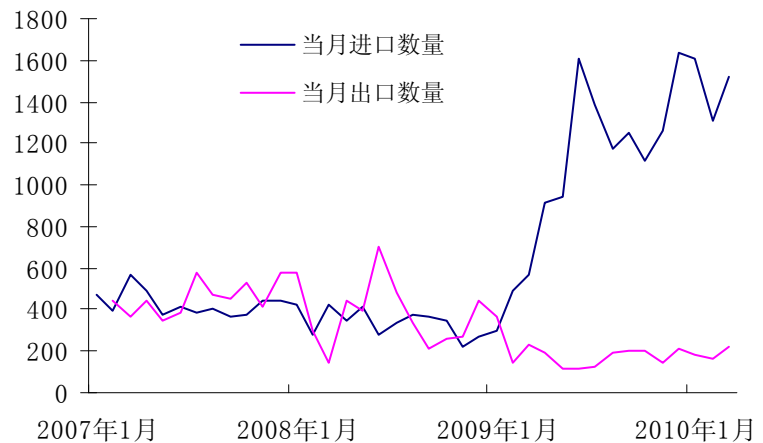
Figure 9 煤炭产量 万吨



资料来源：国家统计局 世纪证券研究所

全国煤炭出口仍低迷。2008年我国的净出口煤炭为5.03百万吨，2009年转变为净进口煤炭103.43百万吨。1-3月份，我国累计净进口煤炭3871万吨。

Figure 10 当月进出口量 万吨



资料来源：WIND 世纪证券研究所

主焦煤和肥煤具有稀缺性

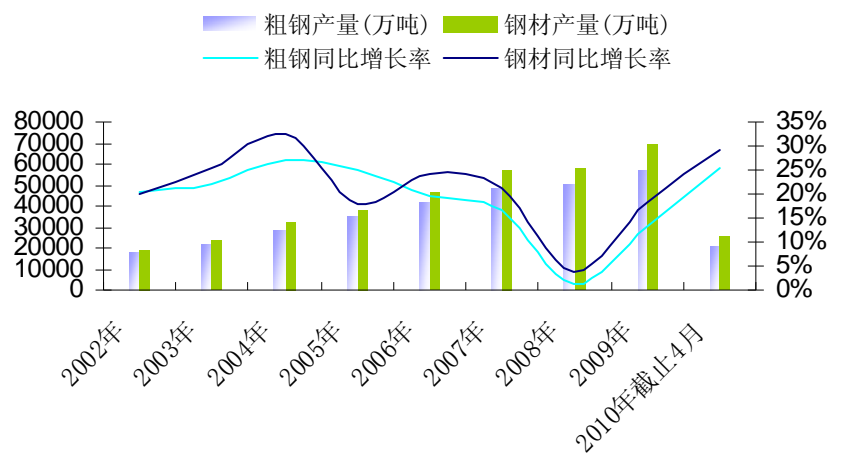
据统计，全国已查明煤炭资源储量为10,210.56亿吨，居世界第

二位；其中，炼焦煤的储量仅为 2,758 亿吨，占全国查明煤炭资源储量的 27%。主焦煤和肥煤只占到炼焦煤资源大约 30%左右，即仅占全国查明煤炭资源储量 9%左右，是煤炭当中的“小品种”。

钢铁行业是消耗炼焦煤的最大行业，约占目前全国炼焦煤消耗量的 85%。

近十年来，我国钢铁行业了产能迅速扩张，产量迅速增长的高速发展阶段。2002 年我国粗钢产量仅为 1.82 亿吨，而 09 年增加到 5.68 亿吨，复合增长率达到 15.3%。

Figure 11 钢铁产量增长迅速



资料来源：MYSTEEL 世纪证券研究所

钢材产量的增加了对焦煤的需求量。而我国大中型钢铁企业炼焦煤配煤配方中，主焦煤和肥煤所占比重所达到 50%~60%，主焦煤和肥煤资源的需求比例要大于其他煤种。这种需求的不平衡导致主焦煤和肥煤在煤炭产量中比例明显高于其在煤炭储量中比例，更加剧了主焦煤和肥煤的稀缺性。

资源优势显著

公司所具有的优势主要包括资源优势、煤电联营等。

公司拥有丰富的炼焦煤资源，主要产品焦煤和肥煤产能较大，而且未来产能扩张能力强。根据统计，公司的焦煤现有资源量为 26.77 亿吨，远高于处于焦煤资源量排名第 2 名的平煤股份。（平煤股份的焦煤资源量为 12.46 亿吨）

公司实施煤电热联营，发电成本较低，产业间协同效应明显，循环经济利用效果突出。

公司客户稳定。主要客户为国内大型钢厂。包括宝钢、马钢、鞍钢、本钢、首钢等，占洗精煤总销量的80%以上。公司部分洗精煤产品还出口日本、印度等国家。

公司财务分析

公司作为焦煤的龙头企业，与同类上市公司比较，成本较低。销售毛利率、净利率均高于行业平均水平。

Figure 12 09年盈利能力比较

证券代码	证券简称	销售毛利率	销售净利率	净资产收益率 ROE	销售期间费用 率
600121.SH	郑州煤电	9.8452	1.5177	6.5578	5.8698
600123.SH	兰花科创	41.8234	21.6017	22.439	17.1849
600188.SH	兖州煤业	43.1627	18.1696	16.8337	14.0561
600348.SH	国阳新能	20.4995	9.345	29.7953	6.6883
600395.SH	盘江股份	40.5426	21.7137	19.5878	13.4797
600508.SH	上海能源	29.2138	13.1971	20.6633	11.7779
600546.SH	山煤国际	11.0466	4.5419	27.1777	
600652.SH	爱使股份	39.1378	3.2887	2.732	31.0137
600971.SH	恒源煤电	24.339	9.8423	19.1493	9.5836
600997.SH	开滦股份	19.5316	7.8326	15.3969	7.8659
601001.SH	大同煤业	51.3053	21.061	14.4934	19.8827
601088.SH	中国神华	49.3158	28.641	17.3987	9.6849
601101.SH	昊华能源	39.1073	15.3033	9.6053	14.3697
601666.SH	平煤股份	18.9777	7.4735	17.9799	7.6901
601699.SH	潞安环能	32.6907	11.9419	20.5991	15.88
601898.SH	中煤能源	35.8637	13.202	9.5354	18.8286
601918.SH	国投新集	35.555	16.9075	12.1045	11.5044
000159.SZ	国际实业	44.2544	29.1102	12.2189	17.4057
000552.SZ	靖远煤电	21.35	9.9873	13.6635	9.0206
000723.SZ	美锦能源	9.5816	-0.496	0.3302	8.7585
000780.SZ	平庄能源	34.329	17.4345	14.8119	10.2832
000933.SZ	神火股份	17.2513	5.4883	24.6919	8.0006
000937.SZ	冀中能源	26.6593	7.9645	18.0496	13.1428
000968.SZ	煤气化	32.2205	12.9834	12.8914	12.4376
000983.SZ	西山煤电	43.0514	18.6107	19.3582	16.1685
002128.SZ	露天煤业	33.0867	21.5197	30.3672	7.3272
	平均	30.9131	13.3917	16.4781	12.7162

资料来源：世纪证券研究所

公司的偿债能力较高。流动比率、速动比率均处于行业内主要上市公司的较高水平，产权率处于较低水平。

公司的营运能力还有待提高。应收账款周转率、总资产周转率低于行业平均水平。

Figure 13 09年负债能力和运营能力比较

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	产权比率	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
600121.SH	郑州煤电	1.0242	0.5959	2.1652	5.6229	36.8325	1.2369
600123.SH	兰花科创	0.791	0.6813	1.08	6.3006	179.9569	0.5372
600188.SH	兖州煤业	1.9089	1.8279	1.1917	14.3265	50.6614	0.4557
600348.SH	国阳新能	0.9354	0.8567	1.8357	36.5222	25.4437	1.4265
600395.SH	盘江股份	1.7476	1.6156	0.3378	15.2587	22.2373	0.9243
600508.SH	上海能源	0.9338	0.7827	0.724	13.6816	83.0104	0.9304
600546.SH	山煤国际	1.1635	1.0585	4.4154	24.3027	18.3631	2.5509
600652.SH	爱使股份	0.9716	0.963	2.4245	98.4131	17.0066	0.4675
600971.SH	恒源煤电	0.5906	0.545	2.5223	34.6132	30.5001	0.6857
600997.SH	开滦股份	1.0574	0.8955	1.532	15.0929	25.2111	0.8723
601001.SH	大同煤业	1.7694	1.7005	0.5466	15.049	20.6837	0.6767
601088.SH	中国神华	1.6604	1.5217	0.6718	7.8985	16.0721	0.412
601101.SH	昊华能源	0.6765	0.5491	1.0214	10.3484	13.8189	0.9779
601666.SH	平煤股份	0.8902	0.8079	1.0235	36.5133	76.4242	1.1706
601699.SH	潞安环能	1.2491	1.2276	1.3461	56.8119	29.6388	0.938
601898.SH	中煤能源	3.2273	2.9115	0.4651	7.5332	13.9319	0.5258
601918.SH	国投新集	0.4499	0.3556	1.6997	7.2188	23.9289	0.3189
000159.SZ	国际实业	1.9636	0.8598	0.9744	0.5257	50.7154	0.2497
000552.SZ	靖远煤电	1.614	1.4287	0.4329	14.0668	5.4187	0.9828
000723.SZ	美锦能源	1.3224	1.0977	1.0751	9.471	4.2977	0.783
000780.SZ	平庄能源	1.9668	1.9239	0.5134	38.6349	10.7797	0.6611
000933.SZ	神火股份	0.5599	0.4573	4.0686	10.3364	30.9644	0.6257
000937.SZ	冀中能源	0.8954	0.776	1.1426	24.0235	18.0878	1.2567
000968.SZ	煤气化	1.4969	1.2571	0.5997	5.7216	7.5283	0.6475
000983.SZ	西山煤电	1.915	1.8588	1.1879	17.4236	22.5873	0.6195
002128.SZ	露天煤业	1.5473	1.4122	0.4103	28.3961	12.1139	1.1139
	平均	1.3203	1.1526	1.3618	21.3118	32.5467	0.848

资料来源: WIND 世纪证券研究所

虽然公司 5 年的营业收入、营业利润和净利润增长率略低于行业平均水平，但是去除掉因为重组等原因实现爆发性增长的公司，公司的成长能力仍处于行业较高水平。

Figure 14 5年成长性分析

证券代码	证券简称	营业收入(5年,增长率)	营业利润(5年,增长率)	归属母公司股东的净利润(5年,增长率)
000159.SZ	国际实业	13.8224	481.7671	7680.7574
000552.SZ	靖远煤电	813.3667	206.8352	211.4001
000723.SZ	美锦能源	12.233	-116.5219	-117.3146
000780.SZ	平庄能源	35.1855	253.6218	229.2406
000933.SZ	神火股份	775.2702	58.6732	74.5175
000937.SZ	冀中能源	740.3398	328.6443	321.3664
000968.SZ	煤气化	90.5185	125.8436	131.9743
000983.SZ	西山煤电	228.1366	229.4844	252.5499
002128.SZ	露天煤业	441.3211	537.823	543.2075
600121.SH	郑州煤电	382.8234	-26.3028	-27.614
600123.SH	兰花科创	331.7559	277.6586	350.7552
600188.SH	兖州煤业	76.1001	27.84	43.3027
600348.SH	国阳新能	322.241	419.8518	433.577
600395.SH	盘江股份	166.2678	1162.7821	1170.5271
600508.SH	上海能源	196.1857	185.193	161.2328
600652.SH	爱使股份	14.2707	-58.2407	-57.6349
600971.SH	恒源煤电	712.3603	244.1849	233.4799
600997.SH	开滦股份	607.4797	256.2875	212.842
601001.SH	大同煤业	281.7394	357.3489	285.6697
601088.SH	中国神华	208.9414	271.711	283.8722
601666.SH	平煤股份	280.9743	65.0182	95.1279
601699.SH	潞安环能	335.1977	389.8111	380.967
601898.SH	中煤能源	200.5253	284.5962	302.0397
601918.SH	国投新集	157.3708	208.9631	371.3541
	平均	309.351	257.203	565.300

资料来源: WIND 世纪证券研究所

盈利预测、估值及投资建议

公司的未来发展规划是围绕公司壮大煤炭主业,打造“煤-电”、“煤-焦化”产业链的发展战略,公司今后的发展将着重于提升煤炭产业规模和生产效率,加大对现有矿井、选煤厂技术改造,加快兴县斜沟矿

区的开发。

未来集团通过公司实现整体上市可期。根据，山西省的相关规划，争取2012年前实现同煤集团、焦煤集团、潞安集团、晋城煤业集团、阳煤集团五大集团中的一至两家集团整体上市，2015年前五大煤业集团基本完成整体上市。

基于焦煤市场价格上涨，2010年公司已经两次上调了产品价格。目前公司焦精煤、肥精煤和瘦精煤价格分别为1365元/吨，1510元/吨和1060元/吨。

Figure 15 今年上调价格2次(含税) 元/吨

	09年1月	09年8月	10年1月	10年2月
焦精煤	1025	1125	1215	1365
肥精煤	1090	1210	1330	1510
瘦精煤	830	900	960	1060

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

对于公司的盈利预测，主要基于以下各煤种的价格和产量预测。

Figure 16 各煤种销售价格预测(不含税) 元/吨

项目	2009A	2010年E	2011E	2012年E
焦精煤	946.83	1140	1200	1250
肥精煤	991.74	1250	1330	1400
瘦精煤	743.25	870	920	980
电精煤	508.18	550	570	590
气精煤		780	800	820
原煤	290.22	300	310	320
洗混煤	238.99	260	275	290

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 17 各煤种销售量预测 万吨

项目	2009A	2010年E	2011E	2012年E
焦精煤	249	250	400	550
肥精煤	407	407	407	407
瘦精煤	210	210	210	210
电精煤	138	140	140	140
气精煤		300	450	600
原煤	631	350	350	350
洗混煤	144	800	1200	1400
合计	1779	2457	3157	3657

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 18 财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11042	14376	21580	29488	营业收入	12337	17770	22571	26734
现金	5459	7244	12323	18512	营业成本	7026	8831	11308	13634
应收账款	494	742	929	1105	营业税金及附加	207	284	367	432
其他应收款	447	407	611	686	营业费用	454	607	791	929
预付账款	2379	2370	3299	3871	管理费用	1414	2017	2570	3041
存货	324	457	564	688	财务费用	115	111	16	-153
其他流动资产	1939	3158	3854	4625	资产减值损失	6	7	7	7
非流动资产	12228	11165	10451	9531	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1893	1532	1652	1612	投资净收益	-119	-93	-102	-99
固定资产	6539	7417	7395	6924	营业利润	2996	5819	7410	8745
无形资产	185	169	153	137	营业外收入	98	67	77	74
其他非流动资产	3611	2047	1251	857	营业外支出	21	21	21	21
资产总计	23270	25541	32031	39018	利润总额	3073	5865	7466	8798
流动负债	5766	6329	7589	8571	所得税	777	1476	1882	2217
短期借款	1180	819	939	899	净利润	2296	4389	5584	6581
应付账款	2205	2567	3374	4033	少数股东损益	66	97	136	156
其他流动负债	2381	2943	3276	3639	归属母公司净利润	2230	4291	5447	6425
非流动负债	6188	3992	4753	5514	EBITDA	4096	6635	8243	9465
长期借款	3207	3854	4653	5402	EPS (元)	0.92	1.77	2.25	2.65
其他非流动负债	2981	138	100	113					
负债合计	11954	10321	12342	14085	现金流量表				
少数股东权益	1254	1351	1487	1643	单位:百万元				
股本	2424	2424	2424	2424	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	939	939	939	939	经营活动现金流	3055	4756	5522	6710
留存收益	5975	9781	14114	19202	净利润	2296	4389	5584	6581
归属母公司股东权益	10063	13869	18202	23290	折旧摊销	984	705	817	873
负债和股东权益	23270	25541	32031	39018	财务费用	115	111	16	-153
					投资损失	119	93	102	99
					营运资金变动	-597	-697	-989	-729
重要财务指标					其他经营现金流	139	156	-8	39
单位:百万元					投资活动现金流	-5021	274	-214	-51
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	资本支出	3409	0	0	0
营业收入	12337	17770	22571	26734	长期投资	-1200	-360	120	-40
收入同比(%)	-7%	44%	27%	18%	其他投资现金流	-2813	-86	-94	-91
归属母公司净利润	2230	4291	5447	6425	筹资活动现金流	4369	-3246	-228	-470
净利润同比(%)	-25%	92%	27%	18%	短期借款	1084	-361	120	-40
毛利率(%)	43.1%	50.3%	49.9%	49.0%	长期借款	1102	647	799	748
ROE(%)	22.2%	30.9%	29.9%	27.6%	普通股增加	0	0	0	0
每股收益(元)	0.92	1.77	2.25	2.65	资本公积增加	15	0	0	0
P/E	31.07	16.14	12.72	10.78	其他筹资现金流	2168	-3531	-1147	-1179
P/B	6.88	5.00	3.81	2.97	现金净增加额	2403	1785	5080	6188
EV/EBITDA	17	11	9	7					

资料来源:天软 世纪证券研究所

我们预计 2010、2011、2012 年公司每股收益为 1.77 元、2.25 元和 2.65 元。目前公司 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别为 16.1 和 12.7 倍。同期 A 股的煤炭行业 2010 和 2011 年平均动态市盈率为 16.1 和 14.7 倍，公司 2010 年的动态市盈率略与行业均值相当，2011 年的动态市盈率低于行业平均水平。考虑公司在焦煤行业的龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示

公司需承受各种市场风险，包括煤炭价格波动。如果未来经济增长放慢或出现衰退，煤炭的需求量将减少将导致煤炭价格的下降，影响公司的盈利水平。

山西省煤炭产量较大，公司受制于省内铁路运输能力的不足。

国家对煤炭资源实行有偿开发，煤炭资源税和山西省可持续发展基金、矿山恢复治理基金及煤矿转产发展基金存在上调的可能性；国家也可能对煤炭资源开采开征新的税费，上述政策的变化将导致公司成本的上升。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.