

分析师: 李晶

执业证书编号: S0050210030002

Tel: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

采掘

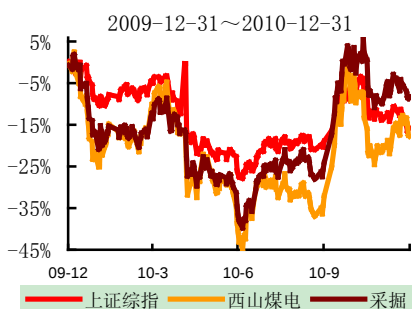
投资评级

本次评级:	推荐
跟踪评级:	维持
目标价格:	35

市场数据

市价(元)	25.22
上市的流通 A 股(亿股)	14.72
总股本(亿股)	31.51
52 周股价最高最低(元)	16.45-42.1
上证指数/深证成指	2751.53/12114.56
2009 年股息率	1.24%

52 周相对市场表现



相关研究

西山煤电 (000983. SZ)

有再次提价可能 高成长可持续

投资要点

● 1、不排除焦煤价格年内再次上调可能。2010 年公司煤炭价格仅在年初上调两次。当前太原地区十级焦精煤价格较年初上涨 9.2%，低于其他焦煤产区涨幅，有补涨要求。国内主要钢铁企业近期上调 2011 年 1 季度主要钢材品种价格，为焦煤提价带来可能。国际焦煤价格上涨，将对国内焦煤价格形成带动作用。2010 年 12 月 31 日焦煤价格如期上调，2011 年内不排除再次提价可能。

● 2、高成长仍可持续。公司成长主要来自兴县二期项目、整合技改项目、后备资源扩张和集团资产注入。兴县二期进展顺利，预计 2011 年下半年投产，再增 1500 万吨产能。整合项目规划目标 480 万吨，2 年后将逐步释放产能。公司积极获取后备资源，将保证公司中长期可持续发展。

● 3、焦煤资源由优质转为稀缺，价格上涨空间大。公司所属焦煤资源以质优闻名。随着钢铁企业高炉大型化对焦煤质量要求的提高，公司所产焦煤的需求将长期看好。焦煤资源的储备随着消耗逐年下降，焦煤的稀缺性将越来越突出。焦煤由优质到稀缺的过程决定焦煤价格易涨难跌。

● 4、公司作为焦煤企业龙头，将长期受益于我国城市化进程的推进。公司积极拓展煤炭资源，完善煤焦化产业链，且存在整体上市预期。预计 2010-2012 年 EPS1.21/1.68/1.94 元/股，对应 2011 年动态 PE16X，具有估值优势，维持“推荐”评级。未来 6 个月内目标价 35 元。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	12337.03	22144.46	32567.95	37088.78
增长率(%)	-6.92	79.50	47.07	13.88
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2229.67	3818.99	5284.30	6124.26
增长率(%)	-24.66	71.28	38.37	15.90
毛利率(%)	43.05	37.03	36.33	36.71
净资产收益率(%)	22.16	28.51	28.29	24.69
EPS(元)	0.92	1.21	1.68	1.94
P/E(倍)	35.54	22.02	15.92	13.73
P/B(倍)	8.28	6.28	4.50	3.39

来源: 公司年报、民族证券

正文目录

焦煤如期提价 不排除年内再次提价可能.....	3
高成长性仍可延续	4
整合煤矿产能低于预期	4
延伸产业链 战略布局焦化业务.....	4
焦煤资源由优质转为稀缺，价格上涨空间大.....	4
提升安全费 利空得到释放	5
产品结构给盈利带来变数	5

图表目录

图 1：主要焦煤产区焦煤价格走势.....	3
图 2：西山煤电焦煤价格（含税）走势.....	3
图 3：西山煤电原煤产量及预测.....	4
图 4：西山煤电毛利率优势预测.....	6
表 1：公司产品结构假设（单位：万吨）	5
表 2：公司煤炭产品价格假设（单位：元/吨）	5
表 3：利润表简表	6
附录：财务预测表	7

焦煤如期提价 不排除年内再次提价可能

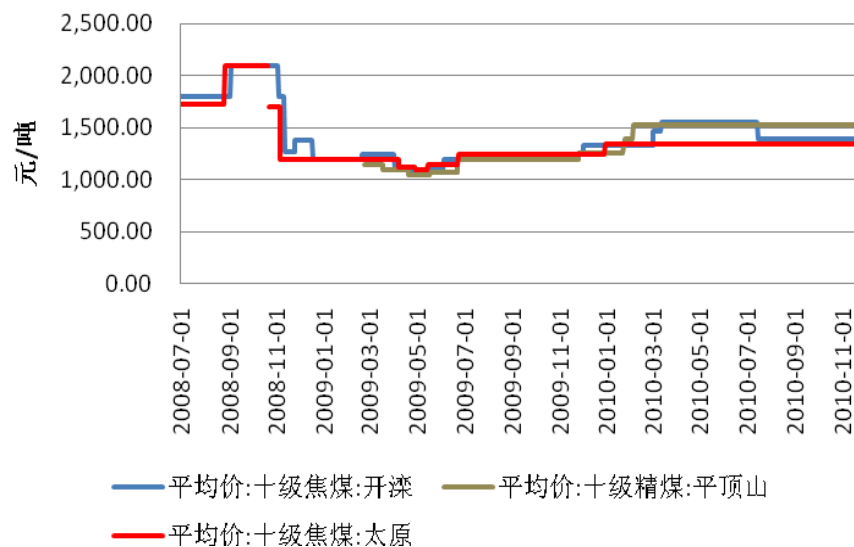
2010 年公司煤炭价格仅在年初上调两次。当前太原地区十级焦精煤价格较年初上涨 9.2%，同期开滦十级焦煤、平顶山十级精煤价格分别上涨 12%、21%，邢台主焦煤价格上涨 32%。公司煤价涨幅低于其他焦煤产区煤价涨幅，2011 年有补涨要求。

国内主要钢铁企业近期上调明年 1 季度主要钢材品种价格，为焦煤的提价带来可能。

国际焦煤价格上涨，将对国内焦煤价格形成带动作用。近期国际主焦煤价格重新涨至 225 美元/吨，折算成国内到岸价为 1631 元/吨（不含税），较太原地区焦精煤价格高 266 元/吨。在国际焦煤价格的带动下，国内提价可能性较大。

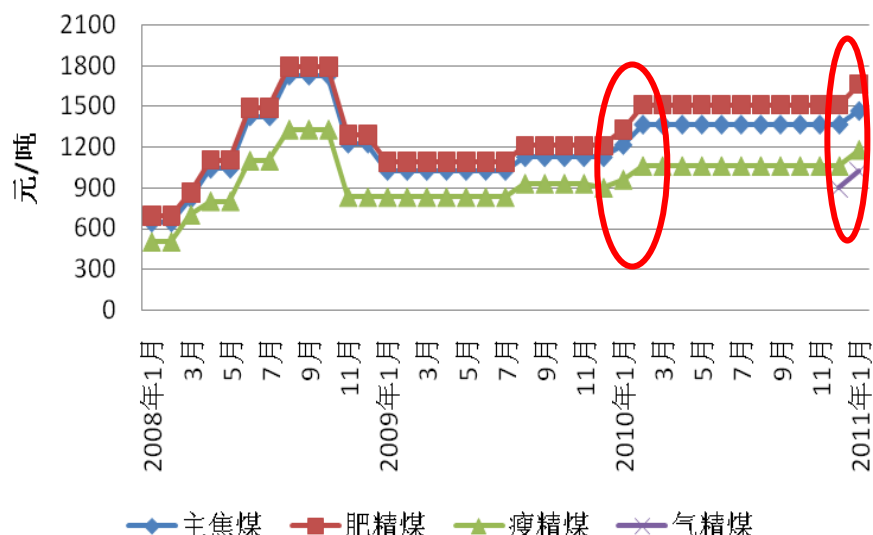
我们预计 2011 年公司焦精煤、肥精煤、瘦精煤的价格将上涨 10%。

图 1：主要焦煤产区焦煤价格走势



数据来源：民族证券

图 2：西山煤电焦煤价格（含税）走势



数据来源：民族证券

2010 年 12 月 31 日公司发布公告，拟从 2011 年 1 月 1 日起上调部分产品价格，其中，优质冶炼精煤（原焦精煤）车板含税价（长协户）由 1365 元/吨上调至 1465 元/吨；稀缺冶炼精煤（原肥精煤）车板含税价（长协户）由 1510 元/吨上调至 1660 元/吨；瘦精煤车板含税价（长

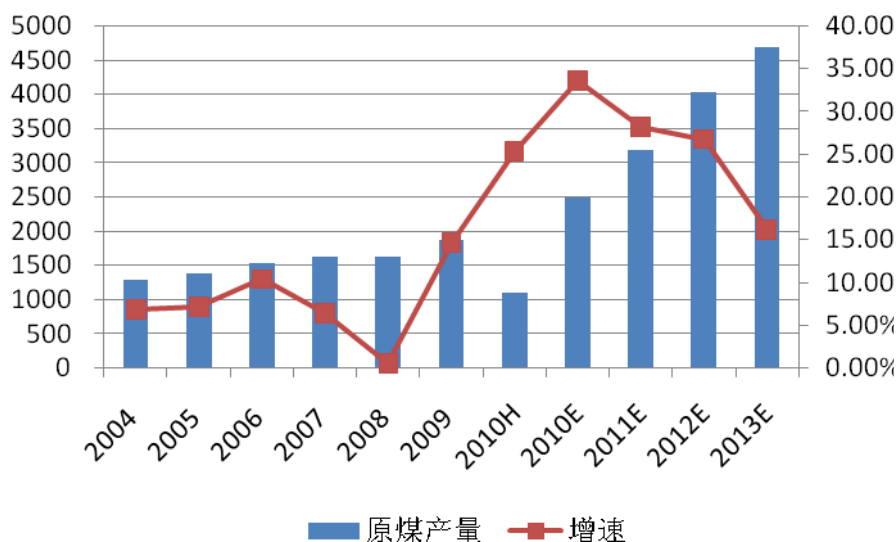
协户)由 1060 元/吨上调至 1180 元/吨;气精煤车板含税价(长协户)由 900 元/吨上调至 1020 元/吨,价格上涨幅度分别为 7.3%、9.9%、11%、13%,涨幅复合预期。此次提价预期增加 2011 年营收 13 亿元(含税),增厚每股收益 0.26 元/股。

我们对焦煤需求保持乐观预期,预计 2011 年钢材价格在需求的支撑下继续上涨,国际国内焦煤需求旺盛,不排除 2011 年焦煤价格再次上调的可能。

高成长性仍可延续

煤炭业务的成长主要来自兴县二期项目、整合技改项目、后备资源扩张和集团资产注入。兴县一期 2010 年投产,二期项目建设进展顺利,预计 2011 年下半年投产,再增加 1500 万吨产能。资源整合煤矿规划产能目标为 480 万吨,预计 2 年后将逐步释放产能。同时公司积极推进后备资源的扩张,也将保证公司中长期可持续发展。大股东山西焦煤集团煤炭资产存在整体上市预期。集团公司“十二五”规划目标是产量销售收入均过亿,即产量亿吨,销售收入千亿元。亿吨的目标相当于上市公司十二五末产量的 2 倍左右。

图 3: 西山煤电原煤产量及预测



数据来源: 民族证券

整合煤矿产能低于预期

公司整合煤矿规划产能约 480 万吨/年,低于此前预期。公司重新勘测后,仅选择了部分相对优质煤矿进行整合,导致最终整合的目标低于预期。这从侧面反映出公司严谨的工作态度和扎实的工作作风。整合煤矿经过技改,预计 2 年后投产。

延伸产业链 战略布局焦化业务

随着钢铁行业淘汰落后产能工作的推进,未来钢铁企业大型化趋势成为必然。公司积极与下游客户结盟,锁定未来市场份额,具有战略意义。目前公司已经与宝钢、首钢等建立了稳固的合作关系,预计还将与鞍钢等其他大型钢厂进行合作。

公司与首钢合作的首钢京唐西山焦化有限责任公司(公司股权 50%,合并报表)一期 420 万吨焦化项目 2009 年投产,2010 年 5 月合并报表,增加焦化业务收入。预计 2010 年全年焦化业务营收占比为 25%,煤炭业务占比 66%。但是焦化业务目前处于微利状态,贡献净利润有限,公司盈利的来源仍来自煤炭业务。

焦煤资源由优质转为稀缺,价格上涨空间大

公司所属焦煤资源以质优闻名。随着钢铁企业高炉大型化对焦煤质量要求的提高,公司

所产焦煤的需求将长期看涨。焦煤资源的储备随着消耗的增加逐年下降，焦煤的稀缺性将越来越突出。焦煤由优质到稀缺的过程决定焦煤价格易涨难跌。

提升安全费 利空得到释放

近期公司发布公告，决定将安全费用计提标准由 40 元调整为 67.5 元/吨，从 2011 年 1 月 1 日起执行。本次提升安全费仅针对公司本部煤矿。本部产能 1280 万吨对应增加安全费 3.5 亿元，摊薄每股收益 0.08 元/股。

产品结构给盈利带来变数

影响公司业绩的关键因素有煤价、煤炭成本、煤炭产品销售结构。其中，由于销售结构的不确定性对业绩的影响较大。公司产品销售结构的不确定性主要来自兴县矿区产品。公司将根据市场需求情况、煤质、洗选成本等，决定肥精煤、洗混煤、原煤的产品结构。

随着兴县矿区的投产，公司煤炭业务的毛利率有下降趋势，在预期之内。同时受到焦炭业务的拖累，公司综合毛利率也将有所回落。

新投产项目的盈利能力低于原有煤矿，是煤炭企业普遍面临的问题。

在下表中产品结构和价格假设下，我们预计 2010-2012 年公司实现每股收益 1.21/1.68/1.94 元/股，对应 2011 年动态 PE16X，具有估值优势。公司焦煤价格弹性大，存在后备资源的获取、资产注入预期，我们长期看好公司发展前景，维持“推荐”评级。

未来公司股价的催化剂因素是钢铁产品需求恢复、钢企复产、钢材提价、国际焦煤价格上涨、公司后续资源项目取得进展等，风险因素是钢铁需求低于预期、焦煤价格走势低迷、产品结构低于预期等。

表 1：公司产品结构假设（单位：万吨）

	2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
焦精煤	241	250	101	200	200	200	200
肥精煤	389	407	203	410	410	410	410
瘦精煤	235	210	114	230	230	230	230
气精煤	0	0	28	280	760	1100	1360
电精煤	148	138	76	160	160	160	160
原煤	457	631	327	678	468	638	768
洗混煤	146	144	78	150	475	688	850

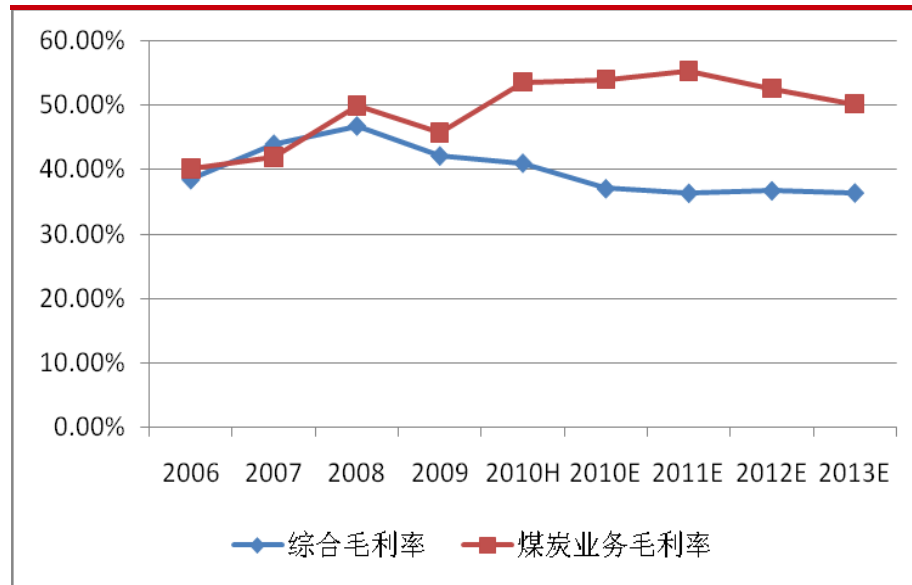
资料来源：公司公告 民族证券

表 2：公司煤炭产品价格假设（单位：元/吨）

	2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
焦精煤	1182	947	1166	1166	1252	1265	1277
肥精煤	1183	992	1263	1263	1419	1433	1448
瘦精煤	849	743	893	893	1008	1018	1028
气精煤			769	769	872	881	889
电精煤	469	508	544	550	550	550	550
原煤	317	290	315	315	331	331	331
洗混煤	254	239	342	342	373	373	373
综合售价	740	610	716	723	794	759	743

资料来源：公司公告 民族证券

图 4：西山煤电毛利率优势预测



数据来源：公司公告民族证券

表 3：利润表简表

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	12,337.03	22,144.46	32,567.95	37,088.78
主营业务成本	7,025.77	13,944.27	20,737.28	23,473.43
主营业务税金及附加	207.41	310.02	455.95	519.24
主营业务利润	5,103.85	7,890.17	11,374.72	13,096.11
其他业务利润	-41.87	-50.00	-50.00	-50.00
营业费用	454.01	487.18	977.04	1,112.66
管理费用	1,413.88	1,993.00	2,931.12	3,337.99
财务费用	115.04	310.02	455.95	519.24
EPS（元）	0.92	1.21	1.68	1.94

资料来源：公司公告 民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11,042	11,393	16,418	22,522
现金	5,459	4,308	5,992	10,652
应收账款	2,432	3,765	5,537	6,305
其它应收款	447	546	803	915
预付账款	2,379	2,427	3,569	4,065
存货	324	348	518	586
其他	0	0	0	0
非流动资产	12,228	20,050	28,547	32,204
长期投资	1,893	1,843	1,793	1,743
固定资产	9,996	17,716	26,054	29,671
无形资产	185	266	391	445
其他	154	226	309	345
资产总计	23,270	31,443	44,966	54,727
流动负债	5,766	9,904	14,716	16,665
短期借款	1,180	1,107	1,628	1,854
应付账款	2,205	4,525	6,736	7,621
其他	2,381	4,272	6,351	7,190
非流动负债	6,188	6,688	9,836	11,201
长期借款	6,164	6,643	9,770	11,127
其他	24	44	65	74
负债合计	11,954	16,591	24,552	27,866
少数股东权益	1,254	1,455	1,733	2,055
股本	2,424	3,151	3,151	3,151
资本公积金	939	939	939	939
留存收益	5,975	8,648	12,347	16,634
归属母公司股东权益	10,063	13,397	18,681	24,805
负债和股东权益	23,270	31,443	44,966	54,727

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3,096	8,101	8,550	9,246
净利润	2,230	3,819	5,284	6,124
折旧摊销	984	1,240	1,824	2,077
财务费用	115	310	456	519
投资损失	119	50	50	50
营运资金变动	-403	2,552	741	189
其它	52	129	195	286
投资活动现金流	-4,738	-9,040	-10,288	-5,748
资本支出	-3,540	-9,040	-10,288	-5,748
长期投资	-1,198	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	4,045	-212	3,422	1,163
短期借款	1,084	-73	521	226
长期借款	4,059	479	3,127	1,356
普通股增加	249	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他	-1,353	-618	-227	-420
现金净增加额	2,403	-1,151	1,684	4,660

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,337	22,144	32,568	37,089
营业成本	7,026	13,944	20,737	23,473
营业税金及附加	207	310	456	519
营业费用	454	487	977	1,113
管理费用	1,414	1,993	2,931	3,338
财务费用	115	310	456	519
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-119	-50	-50	-50
营业利润	2,996	5,050	6,961	8,076
营业外收入	98	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	3,073	5,050	6,961	8,076
所得税	777	1,340	1,854	2,149
净利润	2,296	4,020	5,562	6,447
少数股东损益	66	201	278	322
归属母公司净利	2,230	3,819	5,284	6,124
EBITDA	4,220	6,960	9,746	11,242
EPS（元）	0.92	1.21	1.68	1.94

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-6.92%	79.50%	47.07%	13.88%
营业利润	-24.97%	78.88%	38.37%	15.90%
归属母公司净利	-24.66%	71.28%	38.37%	15.90%
获利能力				
毛利率	43.05%	37.03%	36.33%	36.71%
净利率	18.07%	17.25%	16.23%	16.51%
ROE	22.16%	28.51%	28.29%	24.69%
ROIC	11.82%	16.67%	16.38%	15.17%
偿债能力				
资产负债率	51.37%	52.77%	54.60%	50.92%
净负债比率	32.89%	26.20%	26.94%	25.21%
流动比率	1.91	1.15	1.12	1.35
速动比率	1.86	1.12	1.08	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.70	0.72	0.68
应收帐款周转率	5.07	5.88	5.88	5.88
应付帐款周转率	133.20	130.00	130.00	130.00
每股指标(元)				
每股收益	0.92	1.21	1.68	1.94
每股经营现金	1.28	2.57	2.71	2.93
每股净资产	4.15	4.25	5.93	7.87
估值比率				
P/E	29.02	22.02	15.92	13.73
P/B	6.43	6.28	4.50	3.39
EV/EBITDA	17.44	13.48	10.05	8.89

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn