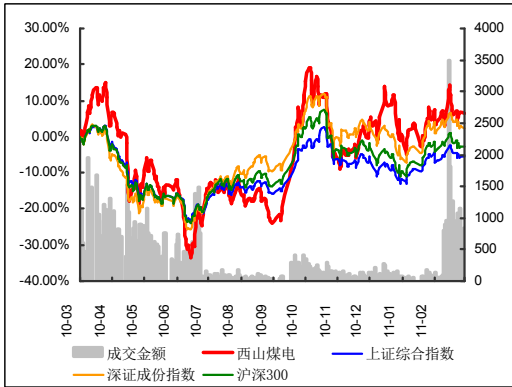


评级：强烈推荐（维持）

高成长不变 资源整合再突破

报告时间：2011年3月22日

—西山煤电（000983）跟踪报告



市场数据（截至3月21日）：

公司评级	强烈推荐(维持)
最高价/最低价	29.19/23.91
上证指数	2909.14
深圳综指	12643.70
沪深300指数	3207.11

分析师：于宏

执业证书编号：S0770209070028

电话：(0351) 4131415

E mail: yuh@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

邮编：030012

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

➤ 公司控股子公司西山晋兴能源与山西美锦煤炭气化股份有限公司、奥特曼投资公司签署股权转让协议，取得太原田喜宝生物科技有限公司51%的股份，太原田喜宝公司拥有兴县固贤井田范围内45.18平方公里的煤炭资源探矿权，固贤井田位于山西省河东煤田中部兴县境内，行政区划隶属于兴县固贤乡、蔚汾镇、奥家湾乡管辖。储量99931万吨，煤种为低中灰、中低硫、低中磷的气煤、1/2中粘、弱粘煤。

➤ 根据国家发展改革委《关于山西省晋中煤炭基地离柳矿区总体规划的批复》，离柳矿区位于国家晋中煤炭基地，煤炭属特殊、稀缺煤种，要实行保护性开采。按照国家“一个矿区原则上由一个主体开发”的要求，支持以大型煤炭企业为主体，采取兼并、重组、股份制等方式整合改造矿区内的小煤矿，促进矿区煤炭资源合理、有序开发。由于公司固贤项目位于固贤煤田内，占整个煤田面积的36%，未来不排除剩余的煤炭资源由公司继续开发。

➤ 由于固贤井田处于兴县内，毗邻公司斜沟矿，且都为新建矿，因此盈利能力具有一定的可比性，预计800万吨/年固贤煤矿及配套选煤厂利润将达到18.4亿元，按51%出资比例计算，增加晋兴公司利润9亿元，西山煤电持有晋兴公司80%股份，预计将增厚EPS0.3元，以2011年测算将增厚25%。

➤ 公司未来三年处于高速成长期，产量增长分别达到24%、22%、24%，考虑兴县规模不断扩大完全成本将有所下降，以及洗出率提高和苛瓦铁路链接大秦线的建成，公司盈利能力将不断增长，我们预计公司10年—13年EPS分别为1.1元、1.6元、2.1元、2.6元，对应11年和12年动态PE分别为17倍和13倍，低于市场平均水平，也低于公司历史估值均值，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。

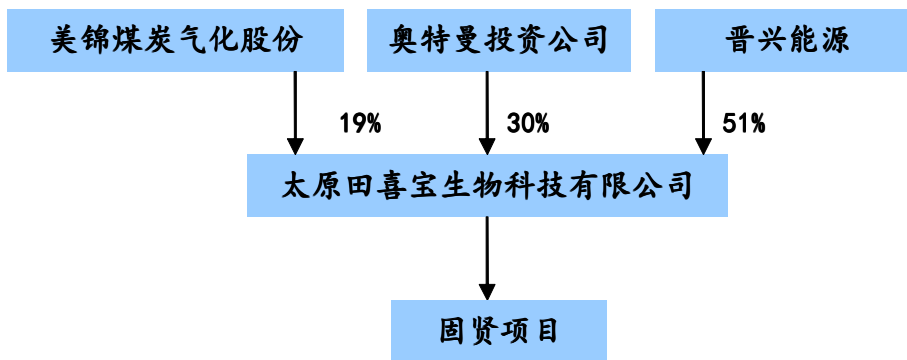
风险提示：系统性风险将带来个股估值的大幅波动，请投资者注意风险。

事件

国家煤炭工业网：近期山西西山晋兴能源有限责任公司、山西美锦煤炭气化股份有限公司、奥特曼投资公司三方与太原田喜宝生物科技有限公司在西山大厦多功能厅签署了股权转让协议，标志着三方最终达成共识，共同合作开发兴县固贤井田。山西焦煤集团公司副总经理，西山煤电董事、党委常委胡文强，西山煤电总工程师侯水云，山西美锦煤炭气化股份有限公司董事长姚俊良，奥特曼投资公司董事长姚锦城出席签字仪式。

点评

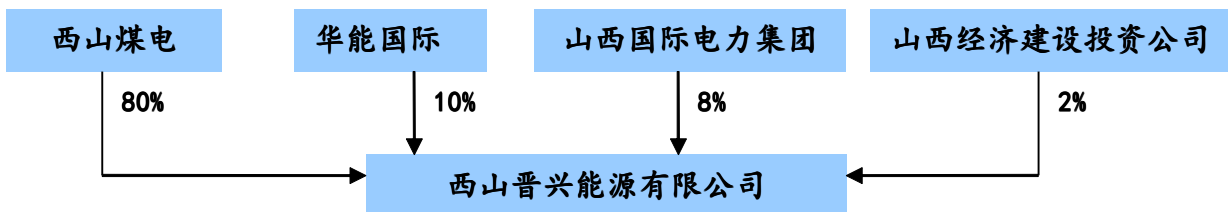
增加储量



图表 1 固贤井田股权结构

资料来源：大同证券研究部整理

太原田喜宝公司拥有固贤井田范围内 45.18 平方公里的煤炭资源探矿权，协议签订后，西山晋兴能源公司将取得田喜宝公司 51% 的股权，未来田喜宝公司将在兴县固贤井田建设 800 万吨/年的煤矿及配套选煤厂。



图表 2 西山晋兴能源股权结构

资料来源：大同证券研究部整理

固贤井田已列入《山西省晋中煤炭基地离柳矿区总体规划》，固贤井田位于山西省河东煤田中部兴县境内，

行政区划隶属于兴县固贤乡、蔚汾镇、奥家湾乡管辖。南北长 23 公里，东西宽约 5.4 公里，呈不规则长条状展布，井田面积 124.39 平方公里(其中含田喜宝公司拥有的 45.18 平方公里，勘探程度已达到详查，储量 99931 万吨)，资源储量约 274770 万吨。煤种为低中灰、中低硫、低中磷的气煤、1/2 中粘、弱粘煤。

资源有望进一步扩展

根据国家发展改革委《关于山西省晋中煤炭基地离柳矿区总体规划的批复》(发改能源〔2010〕223 号)，离柳矿区位于国家晋中煤炭基地，煤炭属特殊、稀缺煤种，要实行保护性开采。按照国家“一个矿区原则上由一个主体开发”的要求，支持以大型煤炭企业为主体，采取兼并、重组、股份制等方式整合改造矿区内的煤矿，促进区内煤炭资源合理、有序开发。由于公司固贤项目位于固贤煤田内，占整个煤田面积的 36%，未来不排除剩余的煤炭资源由公司继续开发。

项目盈利前景

由于固贤井田处于兴县内，毗邻公司斜沟矿，且都为新建矿，因此盈利能力具有一定的可比性，我们预计斜沟煤矿单位完全成本为 220 元，兴县 2010 年原煤产量 1200 万吨，目前开采的上组煤洗出率 20-30%，今年准备开采下组煤，洗出率约为 50-60%，兴县目前气精煤价格 1000 元/吨(税前)，2010 年为 900 元/吨(税前)，混煤价格为 550 元/吨(含税价)，2010 年为 490-530 元/吨(含税价)，综合售价为 450 元，吨煤净利润在 230 元左右。

固贤项目按 800 万吨/年设计能力，服务年限 67 年，预计 800 万吨/年固贤煤矿及配套选煤厂利润将达到 18.4 亿元，按 51%出资比例计算，增加晋兴公司利润 9 亿元，西山煤电持有晋兴公司 80%股份，预计将增厚 EPS0.3 元，以 2011 年测算将增厚 25%。

盈利预测

表格 1 本部四矿产量预测 (万吨)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
西铭矿	440	360	310	360	360	360
马兰矿	450	400	390	400	400	400
镇城底矿	220	190	190	190	190	190
西曲矿	355	340	360	360	360	360
合计	1465	1290	1250	1310	1310	1310

资料来源：公司公告

表格 2 兴县斜沟矿产量预测 (万吨)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
兴县	268	450	1200	1800	2400

资料来源：公司公告

表格 3 整合矿井产量预测（万吨）

	权益	煤种	整合后产能（万吨）	2011E	2012E	2013E
临汾古县	51%	主焦煤	330	50	120	330
临汾尧都	51%	贫瘦煤	90	20	50	90
洪洞西山光道	51%	1/3 焦煤	120	30	60	120
安泽西山永鑫煤业						
唐城煤矿	60%	主焦煤	200	-	-	20
冀氏煤矿	60%	贫瘦煤	500	-	-	50
小计			1240	100	230	610

资料来源：公司公告

表格 4 公司产量预测（万吨）

	2010E	2011E	2012E	2013E
原煤产量（万吨）	2,578	3,210	3,910	4,710
兴县斜沟	1,240	1,800	2,400	3,000
本部四矿	1,338	1,310	1,310	1,310
整合矿		100	200	400
		24.52%	22.74%	24.87%

资料来源：公司公告

公司本部四个矿井产量维持稳定。西铭矿、西曲矿、镇城底和马兰矿产能合计 1300 万吨，今后几年产量维持稳定。

兴县二期将投产。兴县矿一期二期产能分别为 1500 万吨，其中兴县一期 2010 年产量 1200 万吨左右，兴县二期将于今年生产。预计 11 年-13 年兴县矿产量分别为 1800 万吨、2400 万吨和 3000 万吨。整合矿陆续放量，预计 11 年—13 年整合矿产量分别为 100 万吨、230 万吨和 600 万吨。

公司未来三年处于高速成长期，产量增长分别达到 24%、22%、24%，考虑兴县规模不断扩大完全成本将有所下降，以及洗出率提高和苛瓦铁路链接大秦线的建成，公司盈利能力将不断增长，我们预计公司 10 年—13 年 EPS 分别为 1.1 元、1.6 元、2.1 元、2.6 元，对应 11 年和 12 年动态 PE 分别为 17 倍和 13 倍，低于市场平均水平，也低于公司历史估值均值，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示

煤矿安全生产具有风险性，公司煤矿建设进程具有不确定性，外部因素以及宏观经济都将对公司经营构成影响。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者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注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。