

## 西山煤电调研简报

卢平  
86-755-84960064  
[Luping@ccs.com.cn](mailto:Luping@ccs.com.cn)

### 煤价维持高位，免征资源开采费、新投产电厂效益有限

**调研方式** 于2005年7月23日至24日对公司进行实地拜访

**调研对象** 车树春（总经理）、宁志华（董事会秘书）、王晶莹（证券事务部部长）、黄振山（财务部部长）、李峰（山西焦化董事会秘书）等

#### 快讯要点

##### 1. 公司对煤炭价格仍然有比较强的自信

公司煤种为肥煤、主焦煤、瘦煤、贫瘦煤。公司的肥精煤、焦精煤、瘦精煤主要用于炼焦，其中肥煤、主焦煤为世界上稀缺的炼焦煤种。由于目前下游钢铁行业保持了较高的增长，对炼焦煤的需求仍然保持了强劲的态势，而且公司与下游行业主要签订的是长协合同，在市场煤价小幅波动的情况下，公司的煤炭价格基本上不会做调整。目前公司的肥精煤、焦精煤价格在600元/吨左右，瘦精煤的价格在560元/吨左右，公司下游的钢铁企业没有提出降价的要求，公司认为炼焦煤价格回调的压力不大。公司的贫瘦煤和炼焦煤洗选后剩下的洗中煤主要用于发电。洗中煤主要销往太原电厂，目前价格基本上维持在140元/吨左右，而古交电厂建成后主要用于自己发电。贫瘦煤主要销往华北和华东地区的贫瘦煤电厂，由于国家在石太线及以东地区设计了过多的贫瘦煤电厂，对贫瘦煤的需求比较强劲，作为优质的动力煤，目前贫瘦煤的价格基本上维持在高位，并没有随其他动力煤价格下降而回调。

##### 2. 煤炭产量基本上维持在2004年的水平，收购杜尔坪矿时间未定

由于受到国家安全整顿的影响，公司的煤炭产量基本上没有增长潜力，大致维持在2004年的水平，预计全年煤炭产量1300万吨左右。公司拟收购杜尔坪矿，具体进展取决于公司与信达资产管理公司的谈判情况，收购的日期尚不能确定。

##### 3. 兴县项目短期内难以产生效益

兴县矿区的前期辅助工作（包括铁路）基本完成，煤矿具备了生产150—200万吨的生产能力，目前正在调试生产工作面，但由于公路运输费用较高，目前难以大规模生产。而铁路建设期大约需要18个月，原定于2005年8月份开工，但由于需要与山西省政府协调，具体开工时间仍然未定，受铁路运输制约兴县项目短期内难以产生效益。公司设想未来在兴县矿区建设1500万吨的大矿，预计建设期1年半，煤种为1/3焦煤和气煤，可用作炼焦配煤和动力煤，未来该地区的煤炭将形成与神华竞争的局面。

##### 4. 古交电厂即将投产，但带来的效益有限

古交电厂1#和2#机组（2×30万千瓦）建设基本完工。目前1#机组已经点火，进入168小时试运行，试

运行通过后将正式投入生产。而 2#机组将在 9 月 28 日投产。发电用煤主要是西山集团的洗中煤和煤泥，按发电小时 5500 小时计算大约年消耗洗中煤 180 万吨，其中消耗西山煤电的洗中煤只有 30%即 60 万吨左右，而且由于洗中煤主要是地销，因此并没有以前所说的解决公司铁路外运的瓶颈问题，公司洗精煤外销的铁路运输压力并没有因为古交电厂的建设而得到缓解。

古交电厂的电力销售地区为太原市，由于目前太原市缺电 120 万千瓦，因此古交电厂的电力销售不成问题。古交电厂的含税电价大约为 0.259 元/千瓦时（含脱硫除尘设备），发电成本大约为 0.18 元/千瓦时（按目前洗中煤 140 元/吨计算），每千瓦时盈利 0.04 元，如按照全年 5500 小时计算，扣除 21 亿元贷款所带来的财务费用及管理费用，古交电厂只能够维持微利。

在一期建成投产后，公司拟建设古交电厂二期项目，设计规模为 2×60 万千瓦，预计建设工期为 35 个月左右，目前正在报批该项目。该项目建成后，将消耗公司的洗中煤 540 万吨，基本上解决公司的洗中煤销售问题和煤泥处理问题。

#### 5. 综合利用电厂即将投产，预计保持微利

公司建设的 3×5 万千瓦的煤矸石综合利用电厂即将完工，1#机组预计 9 月份投产，2#机组预计 11 月份投产，3#机组预计于 2006 年 2 月份投产。其中 2 台机组上网，1 台机组自用，年发电量大约为 82500 万千瓦时，供热 300 万平方米。公司的含税电价大约为 0.218 元/千瓦时，如果具备了脱硫除尘设备大约为 0.259 元/千瓦时，发电成本较古交电厂高，大约为 0.2 元/千瓦时，每千瓦时利润只有 0.02 元。扣除财务费用和管理费用后，发电业务可能亏损。但由于有供热收入（价格需要政府确定），所得税优惠和增值税优惠政策，预计能够保持微利状态。

#### 6. 免征资源开采费提升公司的投资价值

近日山西省政府出台了资源开采费征收政策，按照资源可开采储量及不同煤种征收不同的资源开采费，但主要是针对新建煤矿。公司的焦煤、肥煤的资源开采费为 8.1 元/吨，其他炼焦配煤为 6.72 元/吨，贫煤最高征收比例为 6.05 元/吨，有效期限为 30 年，按照公司每种资源储量结构计算，每吨的资源开采费为 7.77 元/吨。由于上市时西山集团无偿的将西曲矿、镇城底矿、马兰矿的资源开采费赠送给了公司，西铭矿也只是象征性的收取了 2000 万元的资源开采费，公司可以因此免于被征收资源开采费。相对新建煤矿来说，公司相当于无偿的获得了 103.35 亿元的资源开采费，折算为每股大约为 8.53 元，相对于免征的资源开采费来说，目前的股价 5.92 元有较大的提升空间。

#### 7. 收购山西焦化带来的业绩有限

由于目前焦炭价格下跌较大，目前焦炭行业全行业处于亏损状态，由于山西焦化的炼焦技术比较先进，加上煤气化一体项目的实施，在一定程度上缓解了焦炭价格下跌的压力。山西焦化的目前焦炭销售价格大约为 950 元/吨左右，而炼焦原料煤的成本大约为 600 元/吨，炼焦过程的成本 200 元/吨，炼焦的总成本大致为 800 元/吨，山西焦化的每吨焦炭盈利大致为 150 元/吨左右，扣除三项费用后还能保持一定的盈利，对西山煤电公司的业绩影响甚微。

8. 股权分置改革正在进行中，尽量争取成为试点后的先行者

公司正在积极地进行股权分置改革方案的设计，在国家股权分置改革试点完成后，公司尽量争取成为股改的先行者。但考虑到西山集团此前无偿的赠与给公司资源开采费，因此非流通股东支付的流通对价可能不会太高。

9. 公司中期及全年业绩预测

我们预计公司 2005 年中期的业绩大致为 0.42 元/股。全年业绩大致为 0.74 元/股，同比增长 42%。

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。