

低谷上行，治理有望向好 依然是高增长的焦煤龙头

投资要点：

● 上半年 EPS 0.59 元，成本增幅过快导致业绩低于预期

8月5日公司发布2011年中报，上半年公司原煤产量1437万吨，增32%；商品煤销量1129万吨，增22%；营业收入151亿元，增67%；归属母公司净利润18.6亿元，增9.4%；EPS 0.59元，低于我们之前0.68元的预期。

公司2季度业绩环比1季度下降且低于预期主要源于成本增幅超出我们预期，且快于收入增幅。公司煤炭产品自年初提价以来上半年保持稳定，而受原材料和工资上涨、焦化业务成本增加等因素影响，上半年成本增幅达85%，高于收入67%的增幅；2季度成本增长42%，而收入只增长35%。2季度营业成本较1季度增加2亿元，仅此一项就拉低公司EPS近0.05元（Q1：EPS 0.32元）

● 产量依然处于高速增长期，2011-2015年复合增速可达17%

公司煤炭产量增长点主要有两个：1、子公司晋兴能源公司（75%权益）兴县矿区的扩产；2、整合新建矿的产能释放。

晋兴公司兴县矿区规划分两期建设，产能都为1500万吨，计划2020年产能达3790万吨/年，原煤入洗能力4140万吨/年。斜沟矿配套项目岢瓦铁路（岢岚-瓦塘专线）预计2012年底项目将全部完工，运能可达3000万吨，预计可减少吨煤成本约70~80元/吨。

整合新建矿的产量主要由临汾西山能源公司（规划420万吨）、洪洞西山光道煤业（120万吨）、安泽西山永鑫煤业（700万吨）、小回沟煤矿（300万吨）贡献，规划总产能达1540万吨。

另外，公司还计划和美锦能源集团合作开发兴县附近逾10亿吨储量的资源项目，产能预计在1000万吨/年，目前正在谈判阶段。

预计2011-2015年公司煤炭产量分别为2919、3329、3989、4779、5579万吨，五年复合增速达17%；权益产量分别为2524、2787、3209、3707、4212万吨，复合增速达13%。

● 管理层逐步稳定，公司治理和管理未来趋于向好

2010年新任董事长到位后，2011年正式拉开“十二五”发展序幕。8月5日公司公告人事调整，新任总经理由西山煤电集团董事长担任，集团和股份公司的高管人事融合加深；新一届高管是公司上市以来少有的高级别团队，公司未来的治理和管理均有望向好。公司的管理费用率已由2010年的13.7%下降至上半年的8.6%。

● 吨煤净利指标显示公司煤炭盈利已从低谷逐步上行

从原煤口径的综合吨煤净利润指标来看，06年至2010年分别为：63、65、183、120、102元/吨；今年上半年提升至130元/吨。焦煤价格看涨，我们有理由相信公司盈利未来具备较大上行空间。

● 投资建议

我们预计公司2011-2013年营业收入分别为304、343、374亿元，净利润分别为39.3、47.7、57.6亿元，EPS分别为1.25、1.51、1.83元，对应目前股价PE分别为19X、16X、13X。以17-20X动态PE估值，6个月合理估值25-31元，维持“推荐”的投资评级。

西山煤电（000983.SZ）

推荐 维持评级

6个月合理估值：25-31元

分析师

赵柯

☎：(8610) 6656 8707

✉：zhaoko@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070001

市场数据 时间 2011.08.04

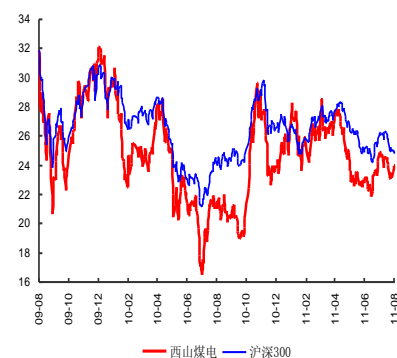
A股收盘价(元)	23.99
A股一年内最高价(元)*	30.67
A股一年内最低价(元)*	19.21
上证指数	2,684.04
市净率	6.05
总股本(万股)	315,120
实际流通A股(万股)	147,217
限售的流通A股(万股)	167,903
流通A股市值(万元)	3,531,736

注：*价格未复权

相关研究

《西山煤电：安全费提高影响有限，看好焦煤提价》 2010.12.29

相对沪深300指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	12,337.0	16,942.4	30,409.7	34,275.5	37,365.5
收入增长率%	-6.92%	37.33%	83.01%	12.71%	9.02%
EBITDA (百万元)	4,274.9	5,450.0	6,655.4	7,861.7	9,176.9
净利润 (百万元)	2,229.7	2,644.4	3,928.4	4,768.3	5,763.0
摊薄 EPS (元)	0.71	0.84	1.25	1.51	1.83
PE	33.91	28.59	19.24	15.85	13.12
EV/EBITDA	13.67	13.94	10.78	8.47	6.57
PB	5.14	5.36	4.50	3.55	2.81
ROIC	12.76%	13.46%	18.50%	20.55%	20.38%
ROE	19.70%	18.76%	23.36%	22.36%	21.41%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 公司煤炭产量情况 (单位: 万吨)

	权益 %	煤种	核定产能	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
西铭矿	100%	瘦煤	360.0	361.3	361.3	361.3	361.3	361.3	361.3
西曲矿	100%	主焦煤	340.0	393.9	393.9	393.9	393.9	393.9	393.9
镇城底矿	100%	主焦煤、肥煤	190.0	205.1	205.1	205.1	205.1	205.1	205.1
马兰矿	100%	主焦煤、肥煤	400.0	378.7	378.7	378.7	378.7	378.7	378.7
母公司四矿合计			1,290.0	1,339.0	1,339.0	1,339.0	1,339.0	1,339.0	1,339.0
晋兴公司斜沟矿	75%	气煤、1/3焦煤	1,500.0	1,240.0	1,580.0	1,800.0	2,100.0	2,400.0	2,700.0
整合新规划部分产量:			1,540.0			190.0	550.0	1,040.0	1,540.0
小回沟煤矿	51%	瘦煤、贫瘦煤	300.0			50.0	120.0	200.0	300.0
洪洞西山光道煤业公司	51%	1/3焦煤	120.0			30.0	60.0	90.0	120.0
临汾西山能源公司:									
临汾古县煤矿	51%	主焦煤	330.0			60.0	150.0	240.0	330.0
临汾尧都煤矿	51%	贫瘦煤	90.0			30.0	60.0	90.0	90.0
安泽西山永鑫煤业公司:									
唐城煤矿	60%	主焦煤	200.0			10.0	60.0	120.0	200.0
冀氏煤矿	60%	贫瘦煤	500.0			10.0	100.0	300.0	500.0
产量总计			4,330.0	2,579.0	2,919.0	3,329.0	3,989.0	4,779.0	5,579.0
增长%				38.98%	13.18%	14.05%	19.83%	19.80%	16.74%
权益产量				2,269.0	2,524.0	2,787.7	3,208.9	3,707.2	4,212.4
增长%				30.44%	11.24%	10.45%	15.11%	15.53%	13.63%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 公司财务报表预测 (万元)

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	668,000	912,291	1,151,632	1,712,928	营业收入	1,694,235	3,040,971	3,427,551	3,736,550
应收票据	328,688	589,961	664,959	724,906	营业成本	958,800	2,016,167	2,234,354	2,371,554
应收账款	49,819	89,420	100,788	109,874	营业税金及附加	27,206	48,833	55,041	60,002
预付款项	91,884	193,213	214,122	227,270	销售费用	57,896	126,504	142,586	155,440
其他应收款	45,031	80,825	91,100	99,313	管理费用	232,033	267,605	301,625	328,816
存货	78,765	165,628	183,552	194,823	财务费用	20,249	28,964	22,764	9,451
长期股权投资	149,578	149,597	149,616	149,635	资产减值损失	1,498	0	0	0
固定资产净额	921,738	1,058,709	1,089,882	1,061,542	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	389,546	219,409	122,022	67,170	投资收益	(13,242)	19	19	19
无形资产净值	28,567	32,917	34,357	34,342	营业利润	383,311	552,916	671,201	811,304
递延所得税资产	13,241	13,241	13,241	13,241	营业外净收入	385	385	385	385
资产总计	2,895,275	3,654,573	3,974,085	4,558,562	税前利润	383,696	553,301	671,587	811,690
短期借款	100,000	200,938	70,000	70,000	所得税	104,335	138,325	167,897	202,922
应付票据	0	0	0	0	净利润	279,361	414,976	503,690	608,767
应付账款	361,967	761,145	843,515	895,310	归属母公司净利润	264,437	392,844	476,827	576,300
预收款项	144,602	304,069	336,975	357,667	少数股东损益	14,924	22,132	26,863	32,468
应付职工薪酬	52,951	111,346	123,396	130,973	基本每股收益	0.84	1.25	1.51	1.83
应交税费	39,598	51,195	62,139	75,102	摊薄每股收益	0.84	1.25	1.51	1.83
其他应付款	26,759	56,268	62,358	66,187	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
一年内到期的非流动负债	20,752	43,637	48,360	51,329	成长性				
长期借款	435,862	135,862	(14,138)	(89,138)	营业收入增长率	37.3%	83.0%	12.7%	9.0%
长期应付款	2,216	4,661	5,165	5,482	EBIT 增长率	29.3%	39.1%	19.3%	18.3%
专项应付款	66	139	154	163	净利润增长率	18.6%	48.6%	21.4%	20.9%
其他非流动负债	1,824	3,835	4,250	4,510	盈利能力				
负债合计	1,486,065	1,972,852	1,841,930	1,867,344	毛利率	43.4%	33.7%	34.8%	36.5%
所有者权益合计	1,409,210	1,681,721	2,132,155	2,691,218	净利率	15.6%	12.9%	13.9%	15.4%
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	32.2%	21.9%	22.9%	24.6%
净利润	264,437	392,844	476,827	576,300	ROE	18.8%	23.4%	22.4%	21.4%
折旧与摊销	126,704	83,677	92,226	96,955	ROIC	13.5%	18.5%	20.5%	20.4%
经营活动现金流	336,306	680,509	638,249	724,254	估值指标				
投资活动现金流	(210,710)	(73,804)	(36,905)	(18,452)	PE	28.6	19.2	15.9	13.1
融资活动现金流	(3,488)	(493,350)	(362,003)	(144,505)	P/S	4.5	2.5	2.2	2.0
净现金流	122,108	113,354	239,341	561,296	P/B	5.4	4.5	3.5	2.8
期初现金余额	545,892	668,000	781,354	1,151,632	EV/EBITDA	13.9	10.8	8.5	6.6
期末现金余额	545,892	668,000	912,291	1,151,632	股息收益率	0.6%	2.1%	0.8%	0.8%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

赵柯，煤炭行业证券分析师。本人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证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

A 股：中国神华（601088.SH）、大同煤业（601001.SH）、兖州煤业（600188.SH）、潞安环能（601699.SH）、阳泉煤业（600348.SH）、兰花科创（600123.SH）、盘江股份（600395.SH）、平煤股份（601666.SH）、开滦股份（600997.SH）、西山煤电（000983.SZ）、煤气化（000968.SZ）、冀中能源（000937.SZ）、神火股份（000933.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908