

2011年8月9日

# 西山煤电

## 业绩低于预期，中长期仍有投资价值

**买入**

**A**

000983.SZ - 人民币 22.13

目标价格: 人民币 25.06(↕31.65)

2011年上半年净利润同比增长9%至18.64亿元，低于预期。主要原因为焦炭业务拖累。焦炭业务收入占比大幅增长且亏损程度进一步恶化。但由于未来焦炭产能将稳步增长而煤炭产量进一步增长，焦炭占比有望呈缩小态势。煤炭产量同比增长32%，预计公司2011-13年原煤产量复合增长率23%。公司存在重组预期，但时间上不确定性较大，且会成为短期影响业绩释放的因素。我们下调11年、12年、13年每股收益9.8%、7.1%、7.0%至1.14元、1.39元和1.70元，由于近期跌幅较大，基于22倍的2011年目标市盈率，我们仍然维持买入评级，但将目标价由31.65元下调至25.06元。

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(17)	(10)	(5)	2
相对新华富时A50指数(%)	(7)	1	7	12

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	3,151
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	32,774
3个月日均交易额(人民币 百万)	554
净负债比率(%) (2011E)	4
主要股东(%)	
山西焦煤集团	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 支持评级的要点

- 11年上半年主营业务收入同比大幅增长67%，达到150.78亿元，但归属于母公司所有者的净利润为18.64亿元，折合每股收益0.59元，同比只增长9%，低于预期。主要原因是焦炭业务占比明显增大(15%增大到27%)且亏损程度进一步恶化(毛利率由-0.6%扩大到-2%)。
- 煤炭产量同比增长32%至1,440万吨，煤炭综合售价同比增长13%至809元，煤炭业务毛利率与去年同期持平，为54%。
- 焦炭产量同比增长177%至215万吨。焦炭业务占主营业务收入比例由去年同期的15%增加到目前的27%。由于价格同比下降，焦炭业务毛利率由去年同期的-0.6%下降到-2%，亏损面进一步扩大。但焦炭产能未来将不会有明显增长，随着煤炭产量的增长，其占比有望缩小。
- 煤炭业务成长性较好。预计晋兴能源2010-13年的产量分别为1,240万吨、1,800万吨、2,500万吨和3,000万吨；公司整体原煤产量2010-13年分别为2,579万吨、3,150万吨、4,150万吨和4,830万吨，复合增长率为23%。

### 评级的主要风险

- 未来焦炭业务可能继续亏损，拖累公司整体业绩。
- 未来仍有重组预期，但时间上不确定性也较大。短期可能会成为制约业绩释放的因素。

### 估值

- 基于20倍11年市盈率，我们将目标价由31.65下调至25.06元，由于近期股价跌幅较大，我们仍然维持买入的评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	12,337	16,942	22,618	28,079	33,473
变动(%)	(7)	37	33	24	19
净利润(人民币百万)	2,230	2,644	3,598	4,388	5,346
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.839	1.142	1.392	1.696
变动(%)	(42.0)	18.6	36.1	21.9	21.8
市场预期每股收益(人民币)	-	1.080	1.505	1.990	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.266	1.499	1.825
调整幅度(%)	-	-	(9.8)	(7.1)	(7.0)
全面摊薄市盈率(倍)	32.8	27.6	20.3	16.7	13.7
每股现金流量(人民币)	1.26	1.07	1.61	1.98	2.76
价格/每股现金流量(倍)	18.4	21.7	14.4	11.7	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	12.8	10.5	8.8	7.3
每股股息(人民币)	0.260	0.500	0.470	0.569	0.720
股息率(%)	1.1	2.2	2.0	2.5	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 焦炭业务拖累上半年业绩

公司 2011 年上半年归属于母公司所有者的净利润为 18.64 亿元，折合每股收益 0.59 元，同比均增长 9%，低于预期。主要原因在于焦炭业务占比大幅增长，但其亏损程度进一步恶化。

公司上半年公司营业收入同比大幅增长 67%，达到 150.78 亿元，其中煤炭产品营业收入达到 91.39 亿元，同比增长 38%；焦炭业务收入增长 191%至 40 亿元。由于焦炭收入的大幅增长，其占主营业务收入的比例由去年同期的 15%增大到 27%，但是由于焦炭产能未来不会出现明显增长，且煤炭产能进一步增长，焦炭业务占比未来有望缩小。焦炭业务的亏损面进一步扩大，毛利率由-0.6%增大到-2%，这也导致公司利润率水平整体下滑明显。毛利率由 40%下降到 34%，净利率由 19%下滑到 12%。

公司期间费用率占比由去年同期的 12%增长到 14%，表现欠佳。其中销售费用更是出现同比 216%的巨大增幅，主要原因是晋兴公司港口运杂费和运输费增加所致。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
营业收入	9,035	15,078	66.9
营业成本	5,426	10,018	84.6
毛利润	3,608	5,060	40.2
营业税及附加	127	170	34.3
销售费用	199	628	215.7
管理费用	726	1,297	78.6
财务成本	128	242	89.2
资产减值	18	6.5	(64.2)
投资收益	-29	13	(146.4)
<b>营业利润</b>	<b>2,382</b>	<b>2,731</b>	<b>14.7</b>
营业外收入	6.8	0.8	(87.8)
营业外支出	3.5	14	305.7
税前利润	2,385	2,718	13.9
所得税	623	732	17.6
少数股东权益	59	122	107.4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,704</b>	<b>1,864</b>	<b>9.4</b>
<b>每股收益 (人民币)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.59</b>	<b>9.4</b>
毛利率(%)	40	34	
经营利润率(%)	26	18	
净利率(%)	19	12	

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 3. 2011 年 1-6 月年煤炭业务经营数据**

	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	同比变动(%)
产量(百万吨)	14.4	10.9	32.1
销量(百万吨)	11.3	9.3	21.8
价格(元/吨)	809	716	13.0
成本(元/吨)	376	333	13.0
营业收入(百万元)	9,139	6,639	37.7
营业成本(百万元)	4,246	3,085	37.6
毛利率(%)	54	54	

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 4. 2011 年 1-6 月年焦炭业务经营数据**

	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	同比变动(%)
产量(百万吨)	0.2146	0.0775	177.0
销量(百万吨)	0.2011	0.0666	202.0
价格(元/吨)	1,999	2,075	(3.6)
成本(元/吨)	2,040	2,087	(2.2)
营业收入(百万元)	4,022	1,382	191.1
营业成本(百万元)	4,103	1,390	195.3
毛利率(%)	(2.0)	(0.6)	

资料来源：公司数据，中银国际研究

煤炭业务方面，公司上半年生产原煤 1,437 万吨，同比增长 32%；销售商品煤 1,129 万吨，同比增长 22%。平均吨煤售价 809 元，平均吨煤成本 376 元，均同比增长 13%，毛利率为 54%，与去年同期持平。

公司焦炭产量同比大增 177% 至 21 万吨，但价格同比下降 3.6% 至 1,999 元，利润率从去年同期的 -0.6% 下降到 -2%，亏损程度进一步恶化。下半年，焦炭业务盈利能力将取决于保障房等大规模钢铁需求能否全面启动，从而带来钢铁企业盈利能力的改善。

公司持股 80% 的斜沟矿公司上半年产量 791 万吨，净利率 24%，利润率比 2010 年的 21% 提高 3 个百分点。受铁路通车后销售运输半径扩大的影响，斜沟矿商品结构得到优化，入洗率增加，公司气精煤销量增加 470%，原煤销量减少 54%，我们认为这也是斜沟矿利润率的提升得以延续的原因。

公司煤炭业务成长性较好。预计晋兴能源 2010-13 年的产量分别为 1,240 万吨、1,800 万吨、2,500 万吨和 3,000 万吨；公司整体原煤产量 2010-13 年分别为 2,579 万吨、3,150 万吨、4,150 万吨和 4,830 万吨，复合增长率为 23%。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	12,337	16,942	22,618	28,079	33,473
销售成本	(7,026)	(9,588)	(12,958)	(15,817)	(18,653)
经营费用	(1,097)	(1,629)	(2,456)	(3,442)	(4,104)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,214</b>	<b>5,725</b>	<b>7,204</b>	<b>8,819</b>	<b>10,716</b>
折旧及摊销	(984)	(1,557)	(1,793)	(2,248)	(2,703)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>3,230</b>	<b>4,168</b>	<b>5,411</b>	<b>6,571</b>	<b>8,013</b>
净利息收入(费用)	(115)	(202)	(243)	(292)	(350)
其他收益/(损失)	(42)	(129)	(96)	(45)	4
<b>税前利润</b>	<b>3,073</b>	<b>3,837</b>	<b>5,072</b>	<b>6,235</b>	<b>7,667</b>
所得税	(777)	(1,043)	(1,265)	(1,555)	(1,912)
少数股东权益	(66)	(149)	(209)	(293)	(410)
<b>净利润</b>	<b>2,230</b>	<b>2,644</b>	<b>3,598</b>	<b>4,388</b>	<b>5,346</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,172</b>	<b>2,642</b>	<b>3,595</b>	<b>4,384</b>	<b>5,343</b>
每股收益(人民币)	0.708	0.839	1.142	1.392	1.696
每股股息(人民币)	0.260	0.500	0.470	0.569	0.720
收入增长(%)	(7)	37	33	24	19
息税前利润增长(%)	(22)	29	30	21	22
息税折旧前利润增长(%)	(18)	36	26	22	22
每股收益增长(%)	(42)	19	36	22	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5,459	6,680	3,590	2,080	1,720
应收帐款	2,880	4,235	5,705	7,224	8,335
库存	324	788	728	1,004	1,192
其他流动资产	2,379	919	1,904	2,815	3,626
<b>流动资产总计</b>	<b>11,042</b>	<b>12,622</b>	<b>11,928</b>	<b>13,122</b>	<b>14,873</b>
固定资产	9,987	14,361	17,578	19,341	21,648
无形资产	185	286	337	2,953	2,250
其他长期资产	2,057	1,684	1,984	1,384	784
<b>长期资产总计</b>	<b>12,228</b>	<b>16,331</b>	<b>19,899</b>	<b>23,678</b>	<b>24,682</b>
<b>总资产</b>	<b>23,270</b>	<b>28,953</b>	<b>31,827</b>	<b>36,800</b>	<b>39,555</b>
应付帐款	3,200	5,066	6,599	8,274	10,276
短期债务	1,468	1,208	1,208	1,208	1,208
其他流动负债	1,099	1,222	1,222	1,222	1,222
<b>流动负债总计</b>	<b>5,766</b>	<b>7,495</b>	<b>9,029</b>	<b>10,704</b>	<b>12,706</b>
长期借款	3,207	4,359	3,000	3,000	3,000
其他长期负债	2,981	3,007	2,981	3,008	2,816
股本	2,424	3,151	3,151	3,151	3,151
储备	7,639	9,493	12,009	14,989	15,524
<b>股东权益</b>	<b>10,063</b>	<b>12,644</b>	<b>15,160</b>	<b>18,140</b>	<b>18,675</b>
少数股东权益	1,254	1,448	1,657	1,949	2,359
<b>总负债及权益</b>	<b>23,270</b>	<b>28,953</b>	<b>31,827</b>	<b>36,800</b>	<b>39,555</b>
每股帐面价值(人民币)	4.15	4.01	4.81	5.76	5.93
每股有形资产(人民币)	4.07	3.92	4.70	4.82	5.21
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.32)	(0.35)	0.20	0.68	0.79

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	3,073	3,837	5,072	6,235	7,667
折旧及摊销	984	1,557	1,793	2,248	2,703
净利息费用	115	202	243	292	350
运营资本变动	(618)	(1,881)	(889)	(1,057)	(135)
税金	(777)	(1,043)	(1,265)	(1,555)	(1,912)
其他经营现金流	279	690	127	76	27
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,055</b>	<b>3,363</b>	<b>5,082</b>	<b>6,239</b>	<b>8,700</b>
购买固定资产净值	(3,409)	(2,312)	(5,000)	(4,000)	(5,000)
投资减少/增加	(1,200)	266	0	0	0
其他投资现金流	(413)	(62)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(5,021)</b>	<b>(2,107)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(4,000)</b>	<b>(5,000)</b>
净增权益	84	4	0	0	0
净增债务	4,992	891	(1,691)	(1,957)	(1,789)
支付股息	(710)	(930)	(1,481)	(1,792)	(2,270)
其他融资现金流	3	0	0	0	0
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>4,369</b>	<b>(35)</b>	<b>(3,172)</b>	<b>(3,750)</b>	<b>(4,060)</b>
现金变动	2,403	1,221	(3,090)	(1,510)	(359)
期初现金	3,056	5,459	6,680	3,590	2,080
公司自由现金流	(1,966)	1,256	82	2,239	3,700
权益自由现金流	3,026	2,147	(1,609)	282	1,911

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率	34.2	33.8	31.9	31.4	32.0
息税前利润率	26.2	24.6	23.9	23.4	23.9
税前利润率	24.9	22.6	22.4	22.2	22.9
净利率	18.1	15.6	15.9	15.6	16.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.7	1.3	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	28.1	20.6	22.3	22.5	22.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	3.7	10.6	11.8
速动比率(倍)	1.9	1.6	1.2	1.1	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	32.8	27.6	20.3	16.7	13.7
市净率(倍)	5.6	5.8	4.8	4.0	3.9
价格/现金流(倍)	18.4	21.7	14.4	11.7	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	12.8	10.5	8.8	7.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	20.9	21.2	21.3	20.0	21.5
应收帐款周转天数	95.0	76.6	80.2	84.0	84.8
应付帐款周转天数	90.3	89.0	94.1	96.7	101.1
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率	28.3	59.6	41.2	40.8	42.5
净资产收益率	23.8	23.3	25.9	26.4	29.0
资产收益率	12.1	11.6	13.4	14.4	15.8
已运用资本收益率	22.7	23.4	26.6	29.0	32.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371