

# 焦煤需求现疲态，多元化拖累业绩

## ——西山煤电 2011 年年报点评

### 报告关键点:

- 焦煤、电力等低毛利业务占到收入半壁江山，造成增收不增利
- 受钢铁行业需求疲弱影响，下半年本部冶金煤量价齐降
- 2011年兴县对净利润的贡献度为38%，较2010年提升14个百分点

### 报告摘要:

- 业绩低于预期。2011年公司实现收入303.72亿元，同比增长79.27%，实现归属股东净利28.15亿元，同比增长6.47%，EPS为0.89元。分配方案为每10股派2元。
- 增收不增利的主要原因是焦炭等非煤业务比重的大幅提升。2011年公司原营的京唐焦化转为子公司纳入合并范围，该公司2011年实现收入93亿元，利润率仅为0.54%；此外，公司兴能发电二期投产，电力业务收入增长112.78%至25.41亿元，电力业务毛利率仅为3.12%，上述低毛利业务比重的增加摊低了公司的盈利能力，整体毛利率为30.27%，同比下降13个百分点。2011年煤炭业务占收入的比重由10年的88.50%下降至56.81%，
- 下半年本部冶金煤销售量价出现下滑。2011年煤炭产量2943万吨，同比增长14.11%，煤炭销量2133.21万吨，同比微增1%，销售均价809.22元/吨，同比上涨13.93%。从下半年的销售情况来看，销售煤炭1002.65万吨，环比上半年下降11.23%，其中焦精煤、瘦精煤销量分别环比下降21.77%和15.82%；尽管公司合同价格没有调整，但从实际售价看，焦、肥、瘦精煤的价格环比下滑4%-5%。
- 兴县1期1500万吨已成为利润增长点。兴县项目2011年完全达产，煤炭产量1500万吨，同比增长20.98%，销售煤炭1089万吨，同比增长19.45%。吨煤销售价格563元/吨，同比上涨40.75%，吨煤净利122元，同比上升43.22%。对公司净利的贡献由10年的24%上升至38%，折合EPS为0.34元。
- 2012年进入增长低谷。公司未来增长的动力主要来自兴县项目2期1500万吨、在临汾整合540万吨及临汾安泽新建700万吨，但贡献利润最早要待2013年后。2012年公司计划原煤产量2950万吨，洗精煤产量1436万吨，年发电量92.3亿度，焦炭396万吨，与2011年保持平稳，除了合同动力煤价格可提升5%外，焦煤价格提升难度较大，业绩增长动力稍显不足。
- 盈利预测及投资评级。我们对公司2012、2013年的业绩预期分别为0.92元和0.99元，动态PE分别为17倍和16倍，2012年公司盈利增速放缓，估值相对行业偏高，我们调低公司评级至中性-A。
- 风险提示：钢铁需求进一步恶化，焦煤价格下调。

评级:

中性-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

15.00元

期限: 3个月 上次预测: 35.00元

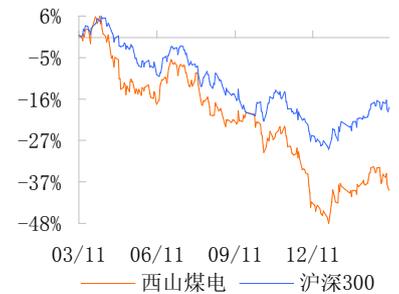
现价(2012年03月16日): 16.00元

报告日期:

2012-03-19

总市值(百万元)	50,419.20
流通市值(百万元)	23,554.68
总股本(百万股)	3,151.20
流通股本(百万股)	1,472.17
12个月最低/最高	13.58/29.15
十大流通股东(%)	15.20%
股东户数	291,628

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.67)	(4.50)	(21.48)
绝对收益	(2.26)	5.26	(39.42)

杨立宏

首席行业分析师

yanglh@essence.com.cn

执业证书编号

S1450512030001

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	16,942.4	30,372.4	30,120.6	35,040.8	37,451.4
Growth(%)	37.3%	79.3%	-0.8%	16.3%	6.9%
净利润	2,644.4	2,815.4	2,943.7	3,124.3	3,400.6
Growth(%)	18.6%	6.5%	4.6%	6.1%	8.8%
毛利率(%)	43.4%	30.3%	29.6%	28.1%	28.4%
净利率(%)	15.6%	9.3%	9.8%	8.9%	9.1%
每股收益(元)	0.84	0.89	0.92	0.99	1.07
每股净资产(元)	4.01	4.43	4.72	5.61	6.56
市盈率	19.1	17.9	17.4	16.2	14.9
市净率	4.0	3.6	3.4	2.9	2.4
净资产收益率(%)	19.8%	18.2%	17.3%	16.0%	15.1%
ROIC(%)	22.3%	21.7%	17.3%	17.0%	16.3%
EV/EBITDA	15.6	6.6	8.1	7.7	7.1
股息收益率	1.0%	0.0%	1.2%	0.8%	0.8%

### 前期研究成果

西山煤电: 三季度符合预期	2010-10-27
西山煤电: 中期业绩低于预期	2010-07-30
西山煤电: 一季报良好	2010-04-23

表 1: 2006 年以来公司煤炭销售价格 (含税) 调整情况 单位: 元/吨

	焦精煤	肥精煤	瘦精煤
2006 年 12 月	576	625	540
2007 年 1 月	606	655	540
2007 年 4 月	646	695	560
2008 年 1 月	810	860	670
2008 年 4 月	1040	1105	770
2008 年 6 月	1425	1490	1070
2008 年 8 月	1725	1790	1330
2008 年 11 月	1225	1290	830
2009 年 1 月	1025	1090	830
2009 年 8 月	1125	1210	930
2010 年 1 月	1215	1330	960
2010 年 2 月	1365	1510	1060
2011 年 1 月	1465	1660	1180

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

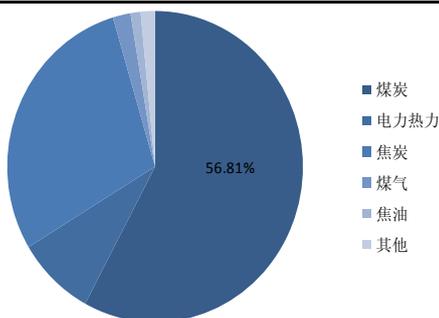
表 2: 公司煤炭销售量及价格

单位: 万吨、元/吨

	1H2008	2H2008	1H2009	2H2009	1H2010	2H2010	1H2011	2H2011	2H 环比变化
商品煤销量	777	840	812	968	927	1184	1129	1003	-11.23%
肥精煤	192	197	196	211	203	187	171	170	-0.58%
瘦精煤	140	95	109	102	114	147	135	113	-16.30%
电精煤	46	102	71	67	76	53	75	88	17.33%
气精煤					21	144	119	119	0.00%
原煤	205	252	252	379	327	219	149	62	-58.39%
洗混煤	69	77	56	88	78	320	336	325	-3.27%
煤泥							29	33	13.79%
销售价格									
焦精煤	904	1476	928	966	1166	1203	1297	1226	-5.47%
肥精煤	924	1435	957	1024	1263	1297	1411	1357	-3.83%
瘦精煤	684	1093	726	762	893	919	1011	973	-3.76%
电精煤	401	500	508	508	544	558	641	638	-0.47%
气精煤		0			769	769	903	919	1.77%
原煤	270	355	307	279	315	296	333	331	-0.60%
洗混煤	232	274	251	231	342	430	529	512	-3.21%

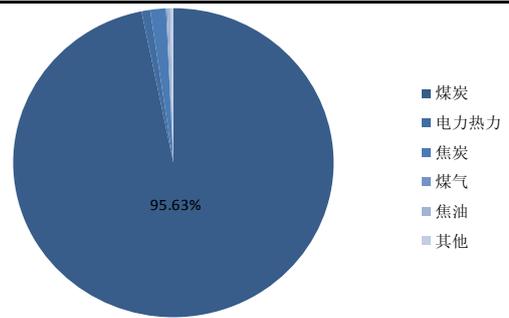
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 1: 公司收入构成



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 1: 公司毛利构成



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-16
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	16,942.4	30,372.4	30,120.6	35,040.8	37,451.4	成长性					
减: 营业成本	9,588.0	21,180.1	21,215.5	25,200.7	26,807.6	营业收入增长率	37.3%	79.3%	-0.8%	16.3%	6.9%
营业税费	272.1	353.6	446.9	496.8	507.5	营业利润增长率	27.9%	7.8%	-0.1%	6.9%	8.9%
销售费用	579.0	1,230.8	1,192.8	1,335.0	1,475.8	净利润增长率	18.6%	6.5%	4.6%	6.1%	8.8%
管理费用	2,320.3	3,032.1	2,855.4	3,321.9	3,613.2	EBITDA 增长率	36.6%	36.8%	-9.3%	5.4%	7.2%
财务费用	202.5	441.1	206.2	214.3	207.1	EBIT 增长率	29.7%	13.4%	-5.2%	6.7%	8.3%
资产减值损失	15.0	30.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	24.3%	15.0%	-5.7%	6.7%	8.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.3%	18.0%	8.6%	13.1%	13.1%
投资和汇兑收益	-132.4	29.6	-73.8	-58.9	-34.4	净资产增长率	24.5%	17.3%	8.0%	16.0%	15.5%
<b>营业利润</b>	<b>3,833.1</b>	<b>4,133.5</b>	<b>4,129.9</b>	<b>4,413.2</b>	<b>4,805.7</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3.9	-7.0	-5.0	-5.0	-5.0	毛利率	43.4%	30.3%	29.6%	28.1%	28.4%
<b>利润总额</b>	<b>3,837.0</b>	<b>4,126.5</b>	<b>4,124.9</b>	<b>4,408.2</b>	<b>4,800.7</b>	营业利润率	22.6%	13.6%	13.7%	12.6%	12.8%
减: 所得税	1,043.4	1,121.4	1,031.2	1,102.0	1,200.2	净利润率	15.6%	9.3%	9.8%	8.9%	9.1%
<b>净利润</b>	<b>2,644.4</b>	<b>2,815.4</b>	<b>2,943.7</b>	<b>3,124.3</b>	<b>3,400.6</b>	EBITDA/营业收入	33.0%	25.2%	23.0%	20.9%	20.9%
<b>资产负债表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
货币资金	6,680.0	6,712.6	5,073.2	5,636.3	6,029.5	运营效率					
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	固定资产周转天数	167	158	196	148	121
应收帐款	948.5	1,523.7	1,831.6	1,950.1	2,080.2	流动营业资本周转天数	10	-23	-15	1	-10
应收票据	3,286.9	4,436.1	4,987.7	5,906.2	5,994.7	流动资产周转天数	251	172	188	162	160
预付帐款	918.8	989.0	1,423.6	344.0	173.8	应收帐款周转天数	11	9	12	11	11
存货	787.7	2,602.3	1,775.9	2,425.3	2,705.9	存货周转天数	12	20	26	22	25
其他流动资产	-	52.9	53.1	56.1	58.9	总资产周转天数	555	401	438	359	342
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	311	205	234	223	236
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,495.8	698.1	698.1	698.1	698.1	ROE	19.8%	18.2%	17.3%	16.0%	15.1%
投资性房地产	46.8	45.1	45.1	45.1	45.1	ROA	9.6%	7.8%	8.9%	9.4%	10.0%
固定资产	9,217.4	17,431.7	15,309.5	13,429.4	11,821.4	ROIC	22.3%	21.7%	17.3%	17.0%	16.3%
在建工程	3,895.5	1,716.7	1,374.2	2,699.4	4,399.5	费用率					
无形资产	285.7	2,024.4	1,889.5	1,763.7	1,646.2	销售费用率	3.4%	4.1%	4.0%	3.8%	3.9%
其他非流动资产	1,389.7	410.6	194.2	216.1	238.7	管理费用率	13.7%	10.0%	9.5%	9.5%	9.6%
<b>资产总额</b>	<b>28,952.8</b>	<b>38,643.1</b>	<b>34,655.9</b>	<b>35,169.7</b>	<b>35,892.0</b>	财务费用率	1.2%	1.5%	0.7%	0.6%	0.6%
短期债务	1,000.0	774.7	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	18.3%	15.5%	14.1%	13.9%	14.1%
应付帐款	3,887.3	10,241.4	8,731.0	10,924.6	11,872.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	51.3%	57.2%	48.5%	48.5%	46.5%
其他流动负债	2,371.5	2,784.6	2,766.1	3,224.2	3,562.9	负债权益比	105.5%	133.7%	94.2%	94.1%	86.9%
长期借款	4,358.6	4,902.2	4,902.2	4,902.2	4,902.2	流动比率	1.68	1.15	1.28	1.13	1.08
其他非流动负债	3,006.7	3,040.0	61.2	101.0	123.8	速动比率	1.58	0.97	1.13	0.96	0.91
<b>负债总额</b>	<b>14,860.7</b>	<b>22,109.7</b>	<b>16,816.1</b>	<b>19,484.4</b>	<b>20,797.9</b>	利息保障倍数	19.93	10.37	21.02	21.59	24.20
<b>少数股东权益</b>	<b>1,447.6</b>	<b>2,588.2</b>	<b>2,738.2</b>	<b>2,920.1</b>	<b>3,120.0</b>	分红指标					
股本	3,151.2	3,151.2	3,201.4	3,171.4	3,171.4	DPS(元)	0.15	-	0.20	0.13	0.12
留存收益	8,348.2	9,592.5	11,908.3	14,619.5	17,628.4	分红比率	18.3%	0.0%	21.3%	13.2%	11.5%
<b>股东权益</b>	<b>14,092.1</b>	<b>16,533.5</b>	<b>17,847.9</b>	<b>20,711.0</b>	<b>23,919.8</b>	股息收益率	1.0%	0.0%	1.2%	0.8%	0.8%
<b>现金流量表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
净利润	2,793.6	3,005.1	2,943.7	3,124.3	3,400.6	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	1,557.7	3,075.2	2,598.5	2,683.4	2,827.7	EPS(元)	0.84	0.89	0.92	0.99	1.07
资产减值准备	15.0	30.8	-	-	-	BVPS(元)	4.01	4.43	4.72	5.61	6.56
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	19.1	17.9	17.4	16.2	14.9
财务费用	263.2	522.6	206.2	214.3	207.1	PB(X)	4.0	3.6	3.4	2.9	2.4
投资收益	132.4	-29.6	73.8	58.9	34.4	P/FCF	46.4	124.6	-21.2	9.3	12.1
少数股东损益	149.2	189.7	150.0	181.9	200.0	P/S	3.0	1.7	1.7	1.4	1.4
营运资金的变动	-1,857.8	-2,810.9	-1,783.9	2,065.3	957.8	EV/EBITDA	15.6	6.6	8.1	7.7	7.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,363.1</b>	<b>3,881.9</b>	<b>4,188.3</b>	<b>8,328.0</b>	<b>7,627.5</b>	CAGR(%)	5.8%	6.2%	8.6%	9.4%	10.0%
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,107.1</b>	<b>-3,104.1</b>	<b>-75.9</b>	<b>-2,060.0</b>	<b>-2,835.5</b>	PEG	3.3	2.9	2.0	1.7	1.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-34.9</b>	<b>-745.3</b>	<b>-4,542.1</b>	<b>-687.4</b>	<b>-598.8</b>	ROIC/WACC	2.4	2.3	1.8	1.8	1.7
						REP	2.3	1.2	1.5	1.4	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034