

煤炭开采

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 王理廷

S0960111080447

0755-82026908

wangliting1@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.60元

当前股价: 16.90元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2380.85
总股本(百万)	3151
流通股本(百万)	1472
流通市值(亿)	248
EPS	0.89
每股净资产(元)	4.43
资产负债率	57.22%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西山煤电	7.47	13.58	-13.20
采掘	-3.94	6.49	-8.73
沪深300指数	-3.11	8.37	-4.22



相关报告

西山煤电 - 老牌炼焦煤龙头企业, 静待新的增长长期来临 2012-04-16

西山煤电

000983

推荐

一季度业绩平稳, 静待兴县二期的投产

事件: 西山煤电公布 2012 年一季报。公司 2012 年一季度实现营业收入 80.62 亿元, 同比增长 7.63%, 归属于母公司所有者的净利润为 10.17 亿元, 同比增长 0.47%。实现每股收益 0.32 元。

投资要点:

- **公司一季度业绩平稳。** 因公司兴县二期 1500 万吨产能尚未投产, 而西山本部主力矿井和兴县一期 1500 万吨产量基本稳定, 同时公司炼焦煤价格亦维持 2011 年年初水平, 我们预计因为煤炭产量和价格同比基本持平, 公司 2012 年一季度业绩平稳。
- **兴县二期是公司 2012 年煤炭产量增长的主要来源, 预计最快可于今年二季度末投产。** 兴县二期 1500 万吨产能目前处于建设阶段, 若各方面工程推进顺利, 兴县二期最快有望在 2012 年二季度末投产, 全年预计可贡献原煤产量 300 万吨左右, 这也是公司 2012 年原煤产量增长的主要来源。
- **综合考虑钢铁行业的低迷和公司稀缺炼焦煤的定价优势, 预计公司 2012 年全年炼焦煤价格将维持稳定。** 受钢价低迷影响, 钢铁行业的盈利能力和产量增速均处于较低水平, 公司炼焦煤价格也面临一定压力。不过公司凭借主焦煤、肥煤等稀缺炼焦煤的定价优势, 预计全年炼焦煤价格不涨不跌, 维持稳定的概率较大。
- **兴县二期的逐步达产及整合矿井的陆续复产是公司未来增长的主要动力。** 兴县二期在今年投产后, 会在未来两三年内逐步达到设计的 1500 万吨产能, 而公司在临汾、古交地区整合的 7 个小煤矿 (总共约 500 万吨产能) 也均处于技改阶段, 预计将在 2014 年左右大规模释放产能。随着兴县二期的逐步达产和整合矿井的陆续复产, 公司即将迎来新的增长期。
- **维持公司“推荐”的投资评级。** 预测公司 2012~2014 年原煤产量为 3240 万吨、3670 万吨和 4240 万吨, 对应 EPS 为 0.98 元、1.11 元和 1.29 元。

风险提示:

- 炼焦煤需求增速放缓; 斜沟矿二期及整合矿产能释放低于预期; 非煤业务盈利恶化。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	32651	36451	41995
收入同比(%)	79%	8%	12%	15%
归属母公司净利润	2815	3103	3512	4057
净利润同比(%)	6%	10%	13%	16%
毛利率(%)	30.3%	30.3%	30.3%	30.2%
ROE(%)	20.2%	18.2%	18.5%	18.9%
每股收益(元)	0.89	0.98	1.11	1.29
P/E	18.78	17.04	15.06	13.03
P/B	3.79	3.10	2.79	2.46
EV/EBITDA	7	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

公司本部矿井原煤产量基本稳定在 1300 万吨，未来产量增长来自兴县二期与临汾、古交整合矿。随着斜沟矿二期和整合矿井在未来两年内的陆续释放产能，预计公司原煤产量将迎来又一个较快增长期，预计 2012~2015 年公司煤炭权益产量为 2721 万吨、3037 万吨、3426 万吨和 3805 万吨，同比增速分别为 5.8%、11.6%、12.8%和 11.1%。

表 1 受益于兴县斜沟矿二期与临汾、古交资源整合矿，公司即将迎来又一个产量高速增长期

煤矿	权益比例	产能	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
西山本部矿		1290	1300	1300	1300	1300	1300
西曲矿	100%	340	340	340	340	340	340
马兰矿	100%	400	400	400	400	400	400
镇城底矿	100%	190	200	200	200	200	200
西铭矿	100%	360	360	360	360	360	360
晋兴能源		3000	1500	1800	2200	2600	3000
兴县斜沟矿	80%	3000	1500	1800	2200	2600	3000
临汾、古交整合矿		500	140	140	170	345	500
临汾子公司	100%	440	140	140	140	285	440
古交义城煤业	51%	60			30	60	60
安泽规划矿		700					
唐城煤矿	60%	200					
冀氏煤矿	60%	500					
产量总计		5490	2940	3240	3670	4245	4800
产量增速				10.2%	13.3%	15.7%	13.1%
权益产量总计		4365	2571	2721	3037	3426	3805
权益产量增速				5.8%	11.6%	12.8%	11.1%

资料来源：公司公告、中投证券研究所预测（假设 2012 年公司完成晋兴能源 5%股权转让）

表 2 西山煤电煤炭产销量及价格预测（单位：万吨）

	2011	2012E	2013E	2014E
西山本部四矿	1300	1300	1300	1300
兴县晋兴能源	1500	1800	2200	2600
临汾、古交整合矿	140	140	170	345
公司原煤产量	2940	3240	3670	4245
公司煤炭销量	2132	2451	2787	3362
焦精煤销量	208	210	227	323
肥精煤销量	341	350	350	350
瘦精煤销量	248	250	250	250
气精煤销量	238	306	374	486
电精煤销量	163	160	160	160
洗混煤销量	661	755	926	1153
原煤销量	273	420	500	640
公司综合煤价	809	789	800	802
焦精煤均价	1266	1270	1340	1440

肥精煤均价	1384	1390	1450	1550
瘦精煤均价	993	1000	1050	1100
气精煤均价	911	910	940	980
电精煤均价	639	670	690	210
洗混煤均价	521	550	570	590
原煤均价	288	310	330	350

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 西山煤电未来三年收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
煤炭业务				
煤炭产量 (万吨)	2940	3240	3670	4245
煤炭销量 (万吨)	2132	2451	2787	3362
综合煤价 (元/吨)	809	789	800	802
吨煤成本 (元/吨)	397	405	420	440
煤炭业务收入 (亿元)	173	193	223	270
煤炭业务成本 (亿元)	85	99	117	148
煤炭业务毛利率	50.95%	48.68%	47.48%	45.14%
电力业务				
发电量 (亿度)	95	95	95	95
售电量 (亿度)	82	82	82	82
发电收入 (亿元)	26	28	28	28
发电成本 (亿元)	26	26	26	26
发电业务毛利率	3.12%	6.00%	6.00%	6.00%
焦化业务				
焦炭产量 (万吨)	438	460	500	540
焦炭销量 (万吨)	438	451	490	529
焦化收入 (亿元)	96	99	108	116
焦化成本 (亿元)	95	98	106	115
焦化业务毛利率	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 西山煤电未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	32651	36451	41995
营业成本	21180	22767	25393	29333
营业税金及附加	354	392	437	504
营业费用	1231	1306	1458	1680
管理费用	3032	3265	3645	4199
财务费用	441	402	345	208
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	30	30	30

营业利润	4134	4549	5203	6101
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	4127	4549	5203	6101
所得税	1121	1228	1405	1647
净利润	3005	3321	3798	4454
少数股东损益	190	218	286	397
归属于母公司净利润	2815	3103	3512	4057
EBITDA	7650	8301	9544	10556
EPS (元)	0.89	0.98	1.11	1.29

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	16317	19535	23919	29762
现金	6713	8546	11655	15619
应收账款	963	1031	1151	1326
其他应收款	560	735	820	945
预付账款	989	1594	1778	2053
存货	2602	2732	3047	3520
其他流动资产	4489	4898	5468	6299
非流动资产	22327	24076	22478	20628
长期投资	698	698	698	698
固定资产	17432	20563	18108	15456
无形资产	2024	3713	4202	4691
其他非流动资产	2172	-899	-531	-217
资产总计	38643	43611	46397	50390
流动负债	14167	15835	16390	17495
短期借款	775	1800	1600	1400
应付账款	6700	7285	8126	9386
其他流动负债	6693	6749	6664	6709
非流动负债	7942	7922	7930	7940
长期借款	4902	4902	4902	4902
其他非流动负债	3040	3020	3028	3038
负债合计	22110	23757	24320	25435
少数股东权益	2588	2807	3093	3489
股本	3151	3151	3151	3151
资本公积	946	946	946	946
留存收益	8647	11749	13685	16167
归属母公司股东权益	13945	17048	18984	21466
负债和股东权益	38643	43611	46397	50390

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3882	6529	7625	8306
净利润	3005	3321	3798	4454
折旧摊销	3075	3350	3996	4247
财务费用	441	402	345	208
投资损失	-30	-30	-30	-30
营运资金变动	-2527	-507	-497	-592
其他经营现金流	-83	-7	13	18
投资活动现金流	-3104	-5016	-2369	-2369
资本支出	3019	3400	1900	1900
长期投资	-19	-2	-2	-2
其他投资现金流	-105	-1618	-470	-470
筹资活动现金流	-745	320	-2147	-1973
短期借款	-225	1025	-200	-200
长期借款	544	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-1068	-705	-1947	-1773
现金净增加额	33	1834	3109	3964

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	32651	36451	41995
营业成本	21180	22767	25393	29333
营业税金及附加	354	392	437	504
营业费用	1231	1306	1458	1680
管理费用	3032	3265	3645	4199
财务费用	441	402	345	208
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	30	30	30
营业利润	4134	4549	5203	6101
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	4127	4549	5203	6101
所得税	1121	1228	1405	1647
净利润	3005	3321	3798	4454
少数股东损益	190	218	286	397
归属母公司净利润	2815	3103	3512	4057
EBITDA	7650	8301	9544	10556
EPS (元)	0.89	0.98	1.11	1.29

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	79.3%	7.5%	11.6%	15.2%
营业利润	7.8%	10.1%	14.4%	17.3%
归属于母公司净利润	6.5%	10.2%	13.2%	15.5%
获利能力				
毛利率	30.3%	30.3%	30.3%	30.2%
净利率	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%
ROE	20.2%	18.2%	18.5%	18.9%
ROIC	18.8%	18.1%	21.5%	26.2%
偿债能力				
资产负债率	57.2%	54.5%	52.4%	50.5%
净负债比率	27.20	28.36%	26.74	24.78%
流动比率	1.15	1.23	1.46	1.70
速动比率	0.97	1.06	1.27	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.79	0.81	0.87
应收账款周转率	41	32	33	33
应付账款周转率	4.10	3.26	3.30	3.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.98	1.11	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	2.07	2.42	2.64
每股净资产(最新摊薄)	4.43	5.41	6.02	6.81
估值比率				
P/E	18.78	17.04	15.06	13.03
P/B	3.79	3.10	2.79	2.46
EV/EBITDA	7	7	6	5

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

王理廷, 中投证券研究所煤炭行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学材料成型及控制工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434