

西山煤电 (000983.SZ)
评级: 持有 前次: 增持
目标价 (元): -

分析师 联系人

刘昭亮 王永辉

S0740510120026

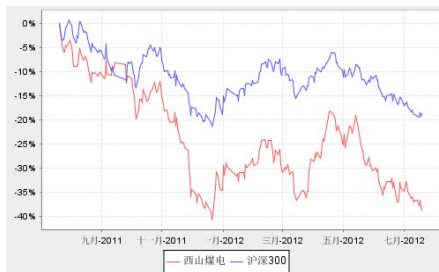
021-20315150 021-20315201

liuzl@r.qlzq.com.cn wangyh@r.qlzq.com.cn

2012年8月6日

产品结构调整及成本控制可减速业绩下滑
基本状况

总股本(百万股)	3151.20
流通股本(百万股)	3151.20
市价(元)	14.22
市值(百万元)	44810.06
流通市值(百万元)	44810.06

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	16,942.35	30,372.42	30,986.44	33,218.48	36,223.64
营业收入增速	37.33%	79.27%	2.02%	7.20%	9.05%
净利润增长率	18.60%	6.47%	-11.38%	-7.30%	8.81%
摊薄每股收益 (元)	0.84	0.89	0.79	0.73	0.80
前次预测每股收益 (元)			0.90	1.04	1.17
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	31.81	16.34	19.07	20.57	18.91
PEG	1.71	2.53	—	—	2.15
每股净资产 (元)	4.01	4.43	5.22	5.95	6.75
每股现金流量	1.07	1.23	1.63	1.91	2.05
净资产收益率	20.91%	20.19%	15.18%	12.33%	11.83%
市净率	6.65	3.30	2.89	2.54	2.24
总股本 (百万股)	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20

备注: 市场预测取聚源一致预期

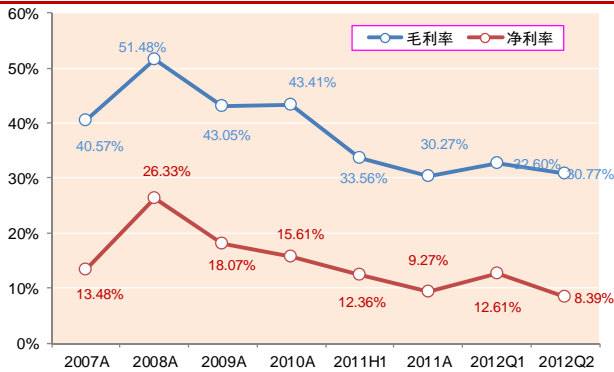
投资要点

- 公司于8月3日公布2012年中期报告: 报告期内, 公司实现营业收入156.85亿元, 同比增加4.02%; 利润总额24.61亿元, 同比下降9.46%; 净利润16.56亿元, 同比下降11.16%; 每股收益0.53元, 同比下降11.16%; 净资产收益率10.58%, 同比下降1.66%; 其中, 一、二季度EPS分别为0.32元、0.20元, 二季度环比下降37.14%。业绩下滑的主要原因是煤炭销量减少以及二季度煤炭价格大幅下跌。
- 煤炭销量下滑, 产品结构正向调整。2012年上半年煤炭销量1084万吨, 同比减少4.03%; 由于原煤入洗率以及精煤洗出率提升, 产品销售结构调整带动煤炭均价上涨32元至841.27元/吨, 同比上涨3.97%; 吨煤销售成本上涨30.5元至406元/吨, 原因是洗出率下降约6%, 煤炭毛利率减少1.86%至51.69%。另外, 由于国内煤炭价格下降, 原材料采购成本降低, 公司电力及焦化业务盈利能力有所减亏。其中电力业务减亏至-0.83亿元, 焦化业务合计亏损约0.7亿元。预计公司今年焦煤价格下调幅度在150元/吨左右, 但兴县斜沟矿入洗率提升以及成本的控制可对冲部分煤价下滑, 三季度毛利率将继续小幅下降。其他业务延续减亏但难有利润贡献, 公司正在进行收购电厂可平抑煤价风险。
- 公司煤炭产量仍有增长空间。目前, 公司在西山本部矿井产量较为稳定, 未来公司煤炭产能主要内生性增长点在于晋兴能源兴县斜沟矿二期项目(设计产能1500万吨)及临汾整合矿(设计产能540万吨)的陆续投产。我们预计2012~2014年公司煤矿权益产量分别为2630万吨、3234万吨及3819万吨。
- 我们预测西山煤电2012~2014年归属于母公司净利润为24.97亿元、23.16亿元和25.22亿元。对应EPS分比为0.79元、0.73元和0.80元, 同比变化-11.32%、-7.26%和8.91%, 短期业绩预期下滑的主要原因在于煤炭价格下跌。按照目前的股价对应的PE分别为18倍, 估值处于行业较高水平。考虑到公司煤炭产量仍有增长以及焦煤的长期价值, 给予公司“持有”评级。未来的主要看点在于焦煤的价格弹性。

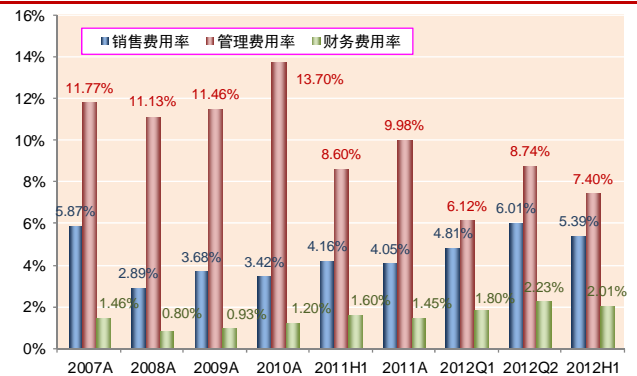
图表 1: 西山煤电主要盈利指标变化

主要盈利指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	年趋势图	2012Q1	2012Q2	2012H1	二季度环比	上半年同比
营业总收入(亿元)	78.03	132.55	123.37	169.42	303.72		80.62	76.22	156.85	-5.46%	4.02%
净利润(亿元)	10.51	34.89	22.30	26.44	28.15		10.17	6.39	16.56	-37.14%	-11.16%
每股收益(元)	0.33	1.11	0.71	0.84	0.89		0.32	0.20	0.53	-37.14%	-11.16%
净资产收益率(%)	17.82%	37.52%	22.16%	20.91%	20.19%		6.64%	4.08%	10.58%	-2.55%	-1.66%
毛利率(%)	40.57%	51.48%	43.05%	43.41%	30.27%		32.60%	30.77%	31.72%	-1.83%	-1.85%

来源: 齐鲁证券研究所; 备注: 每股收益按照最新股本计算

图表 2: 公司净利率与毛利率变化趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司的销售、管理、财务费用变化趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 西山煤电主要煤矿情况 (单位: 万吨)

煤矿名称	股权占比	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
公司本部											
马兰矿	100%	主焦煤、肥煤		7.96	400	390	404	410	400	400	400
西曲矿	100%	主焦煤		2.3	340	385	385	385	340	340	340
镇城底矿	100%	主焦煤、肥煤		1.24	190	190	190	200	190	190	190
西铭矿	100%	瘦煤		1.7	360	310	360	360	360	360	360
本部合计				13.2	1290	1275	1339	1290	1290	1290	1290
兴县斜沟矿											
一期工程	75%	气煤、1/3焦煤	22.45	13.57	1500	581	1240	1500	1500	1500	1500
二期工程	75%	气煤、1/3焦煤			1500				600	1200	
临汾整合矿											
古县煤矿	51%	主焦煤		0.63	330			80	150	300	330
西山道光煤业	51%	1/3焦煤		0.19	120			50	60	120	120
尧都煤矿	55%	肥煤(高硫)		0.25	90			23	60	90	90
安泽永鑫煤业											
唐城煤矿	60%	主焦煤、贫瘦煤		1.9	300						50
冀氏煤矿	60%	贫瘦煤、肥煤		7.3	300						100
合计					5430	1856	2579	2943	3060	3900	4680
权益合计					4329	1740	2331	2569	2630	3234	3819

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 西山煤电煤炭销量和价格预测

煤炭销量(万吨)	2008A	2009A	2010A	2011H1	2011A	2012H1	2012E	2013E	2014E
原煤产量	1619	1856	2579	1437	2943	1496	3060	3900	4680
商品煤销量	1617	1780	2111	1129	2132	1084	2217	2826	3391
产销率(%)	100%	96%	82%	79%	72%	72%	72%	72%	72%
焦精煤	241	249	223	117	208	119	210	230	260
肥精煤	389	407	390	171	341	183	364	406	406
瘦精煤	235	210	261	135	248	130	240	250	270
气精煤			129	119	238	160	320	330	340
电精煤	148	138	165	75	163	74	162	165	165
原煤	457	631	545	149	211	39	70	60	60
洗混煤	146	144	399	336	661	342	786	1319	1825
煤泥			66	29	62	37	65	65	65
煤炭销售价格(不含税价)元/吨	2008A	2009A	2010A	2011H1	2011A	2012H1	2012E	2013E	2014E
商品煤综合	740	609	710	809	809	841	782	693	666
焦精煤	1182	947	1186	1297	1266	1249	1208	1087	1087
肥精煤	1183	992	1279	1411	1384	1362	1273	1146	1146
瘦精煤	849	743	907	1011	993	971	914	861	861
气精煤			769	903	911	908	904	852	852
电精煤	469	508	550	641	639	656	603	568	568
原煤	317	290	308	333	332	238	233	221	221
洗混煤	254	239	413	529	521	530	495	480	480
煤泥			63	98	139	83	83	81	81

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 露天煤业分业务盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H1	2011A	2012H1	2012E	2013E	2014E
主营业务										
煤炭业务										
煤炭业务收入(万元)	663,935.64	1,196,464.55	1,083,492.58	1,499,417.02	913,934.17	1,725,347.68	911,847.53	1,734,048.20	1,957,252.50	2,257,768.19
煤炭业务成本(万元)	385,334.02	546,870.29	580,101.16	765,638.65	424,568.74	845,963.37	440,522.59	875,385.86	1,109,587.64	1,331,505.17
煤炭产量(万吨)	1,612.00	1,619.00	1,855.60	2,578.99	1,436.90	2,943.00	1,496.06	3,060.00	3,900.00	4,680.00
煤炭销量(万吨)	1,640.00	1,617.00	1,779.57	2,111.07	1,129.46	2,132.11	1,083.89	2,216.97	2,825.55	3,390.66
产销比(%)	101.74%	99.88%	95.90%	81.86%	78.60%	72.45%	72.45%	72.45%	72.45%	72.45%
吨煤炭价格(元/吨)	404.84	739.93	608.85	710.26	809.18	809.22	841.27	782.17	692.70	665.88
吨煤炭成本(元/吨)	239.04	337.78	312.62	296.88	295.48	287.45	294.46	286.07	284.51	284.51
吨煤炭毛利(元/吨)	165.80	402.15	296.23	413.39	513.70	521.77	546.81	496.10	408.19	381.37
毛利率(%)	41.96%	54.29%	46.46%	48.94%	53.54%	50.97%	51.69%	49.52%	43.31%	41.03%
电力业务										
电力热力										
营业收入(万元)	105,488.32	118,247.20	122,082.70	119,391.11	95,200.63	254,044.10	163,494.57	326,989.14	326,989.14	326,989.14
营业成本(万元)	73,106.06	91,150.62	98,789.66	114,481.65	91,589.22	246,410.31	153,092.43	306,184.86	306,184.86	306,184.86
毛利率(%)	30.70%	22.92%	19.08%	4.11%	3.79%	3.00%	6.36%	6.36%	6.36%	6.36%
干熄焦发电(万元)										
营业收入(万元)						16,744.07				
营业成本(万元)						16,316.92				
毛利率(%)						2.55%				
电力业务收入(万元)	105,488.32	118,247.20	122,082.70	119,391.11	95,200.63	270,788.17	163,494.57	326,989.14	326,989.14	326,989.14
电力业务成本(万元)	73,106.06	91,150.62	98,789.66	114,481.65	91,589.22	262,727.23	153,092.43	306,184.86	306,184.86	306,184.86
毛利率(%)	30.70%	22.92%	19.08%	4.11%	3.79%	2.98%	6.36%	6.36%	6.36%	6.36%
焦化业务										
焦炭(万元)										
营业收入(万元)			8,819.11	41,189.64	402,231.07	868,342.06	417,099.99	868,342.06	868,342.06	868,342.06
营业成本(万元)			10,119.65	53,475.20	410,334.53	853,974.59	409,218.67	853,974.59	853,974.59	853,974.59
毛利率(%)			-14.75%	-29.83%	-2.01%	1.65%	1.89%	1.65%	1.65%	1.65%
其他焦化产品收入(万元)			845.02	1656.40	66854.87	116786.97	63815.26	116786.97	116786.97	116786.97
其他焦化产品成本(万元)			852.19	1878.62	53759.80	116467.20	62661.21	116467.20	116467.20	116467.20
焦化业务收入(万元)			9,664.13	42,846.04	469,085.94	985,129.03	480,915.25	985,129.03	985,129.03	985,129.03
焦化业务成本(万元)			10,971.84	55,353.82	464,094.33	970,441.79	471,879.88	970,441.79	970,441.79	970,441.79
毛利率(%)			-13.53%	-29.19%	1.06%	1.49%	1.88%	1.49%	1.49%	1.49%
其他产品										
其他产品收入(万元)						3,499.37				
其他产品成本(万元)						3,136.89				
毛利率(%)						10.36%				
主营业务收入(万元)	769,423.96	1,314,711.75	1,215,239.41	1,661,654.17	1,478,220.74	2,984,764.25	1,556,257.35	3,046,166.37	3,269,370.67	3,569,886.36
主营业务成本(万元)	458,440.08	638,020.91	689,862.66	935,474.12	980,252.29	2,082,269.28	1,065,494.90	2,152,012.51	2,386,214.29	2,608,131.82
毛利率(%)	40.42%	51.47%	43.23%	43.70%	33.69%	30.24%	31.53%	29.35%	27.01%	26.94%
其他业务										
其他业务收入(万元)	10,858.73	10,779.52	18,463.47	32,581.15	29,594.22	52,477.32	12,205.16	52,477.32	52,477.32	52,477.32
其他业务成本(万元)	5,262.61	5,142.50	12,713.98	23,325.62	21,524.55	35,745.07	5,523.99	35,745.07	35,745.07	35,745.07
营业收入(万元)	780,282.69	1,325,491.27	1,233,702.88	1,694,235.32	1,507,814.96	3,037,241.57	1,568,462.51	3,098,643.69	3,321,847.99	3,622,363.68
营业成本(万元)	463,702.69	643,163.41	702,576.64	958,799.74	1,001,776.84	2,118,014.35	1,071,018.89	2,187,757.58	2,421,959.36	2,643,876.89
毛利率(%)	40.57%	51.48%	43.05%	43.41%	33.56%	30.27%	31.72%	29.40%	27.09%	27.01%

来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 盈利预测表

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012H1	2012E	2013E	2014E
营业收入(万元)	780,282.69	1,325,491.27	1,233,702.88	1,694,235.32	3,037,241.57	1,568,462.51	3,098,643.69	3,321,847.99	3,622,363.68
营业总成本(万元)	621,872.97	853,835.69	922,186.31	1,297,682.68	2,626,850.91	1,322,673.67	2,742,316.16	2,989,673.52	3,262,678.72
其中: 营业成本(万元)	463,702.69	643,163.41	702,576.64	958,799.74	2,118,014.35	1,071,018.89	2,187,757.58	2,421,959.36	2,643,876.89
毛利率 (%)	40.57%	51.48%	43.05%	43.41%	30.27%	31.72%	29.40%	27.09%	27.01%
营业税金及附加(万元)	8,325.33	13,424.04	20,741.30	27,206.47	35,355.92	18,691.09	37,183.72	39,862.18	43,468.36
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.07%	1.01%	1.68%	1.61%	1.16%	1.19%	1.20%	1.20%	1.20%
销售费用(万元)	45,790.01	38,371.36	45,401.21	57,896.27	123,077.23	84,568.12	161,129.47	166,092.40	181,118.18
销售费用率 (%)	5.87%	2.89%	3.68%	3.42%	4.05%	5.39%	5.20%	5.00%	5.00%
管理费用(万元)	91,839.23	147,491.59	141,387.96	232,033.45	303,208.33	115,988.73	294,371.15	298,966.32	326,012.73
管理费用率 (%)	11.77%	11.13%	11.46%	13.70%	9.98%	7.40%	9.50%	9.00%	9.00%
财务费用(万元)	11,387.12	10,563.31	11,504.20	20,248.54	44,112.37	31,472.79	58,874.23	59,793.26	65,202.55
财务费用率 (%)	1.46%	0.80%	0.93%	1.20%	1.45%	2.01%	1.90%	1.80%	1.80%
资产减值损失(万元)	828.59	821.98	574.99	1,498.21	3,082.71	934.05	3,000.00	3,000.00	3,000.00
加: 公允价值变动净收益(万元)									
投资净收益(万元)	1,401.32	-4,242.34	-11,871.33	-13,241.86	2,962.55	126.67	253.34	253.34	253.34
营业利润(万元)	159,811.04	467,413.25	299,645.24	383,310.79	413,353.21	245,915.51	356,580.88	332,427.81	359,938.30
加: 营业外收入(万元)	618.04	396.40	9,830.14	4,285.49	1,464.23	508.14	1,016.28	1,016.28	1,016.28
减: 营业外支出(万元)	1,865.11	2,016.71	2,146.48	3,900.12	2,165.46	353.18	706.36	706.36	706.36
利润总额(万元)	158,563.96	465,792.95	307,328.90	383,696.16	412,651.98	246,070.47	356,890.80	332,737.73	360,248.22
减: 所得税(万元)	49,223.83	112,512.55	77,728.18	104,335.11	112,140.94	66,291.46	89,222.70	83,184.43	90,062.06
所得税率 (%)	31.04%	24.16%	25.29%	27.19%	27.18%	26.94%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润(万元)	109,340.14	353,280.39	229,600.71	279,361.04	300,511.04	179,779.01	267,668.10	249,553.30	270,186.17
减: 少数股东损益(万元)	4,193.65	4,337.52	6,633.80	14,924.03	18,969.40	14,158.42	18,000.00	18,000.00	18,000.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	105,146.49	348,942.88	222,966.91	264,437.01	281,541.64	165,620.59	249,668.10	231,553.30	252,186.17
净利率 (%)	13.48%	26.33%	18.07%	15.61%	9.27%	10.56%	8.06%	6.97%	6.96%
总股本(万股)	121,200.00	242,400.00	242,400.00	315,120.00	315,120.00	315,120.00	315,120.00	315,120.00	315,120.00
基本每股收益(元)	0.8675	1.4395	0.9198	0.8392	0.8934	0.5256	0.7923	0.7348	0.8003
基本每股收益(元)注: 按最新股本计算	0.3337	1.1073	0.7076	0.8392	0.8934	0.5256	0.7923	0.7348	0.8003
YOY(%)		231.86%	-36.10%	18.60%	6.47%	-11.16%	-11.32%	-7.26%	8.91%
稀释每股收益(元)	0.8675	1.4395	0.9198	0.8392	0.8934	0.5256	0.7923	0.7348	0.8003

来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 重点公司盈利预测与估值对比表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	流通A股 (百万股)	每股净资产 (元)	2011EPS (元)	2012EPS (元)	2013EPS (元)	EPS 12%*11	2011PE	2012PE	2013PE	PB
000983	西山煤电	14.22	3151.20	4.86	0.89	0.79	0.73	-11.32%	15.92	17.95	19.35	2.93
000937	冀中能源	14.19	2312.88	6.60	1.32	1.45	1.66	9.98%	10.76	9.79	8.55	2.15
601088	中国神华	22.45	16491.04	11.83	2.25	2.36	2.52	4.72%	9.96	9.51	8.91	1.90
600971	恒源煤电	13.40	1000.00	6.58	1.01	1.05	1.16	3.63%	13.23	12.76	11.55	2.04
600123	兰花科创	20.28	1142.40	7.43	1.46	1.63	1.47	12.00%	13.93	12.44	13.80	2.73
600348	阳泉煤业	15.59	2405.00	5.23	1.17	1.20	1.35	2.68%	13.34	12.99	11.55	2.98
000933	神火股份	8.82	1680.00	3.36	0.68	0.77	0.86	12.43%	12.88	11.45	10.26	2.63
600188	兖州煤业	18.97	2960.00	9.10	1.75	1.24	1.35	-29.27%	10.82	15.30	14.05	2.08
601666	平煤股份	9.07	2361.16	4.79	0.78	0.71	0.75	-9.21%	11.60	12.77	12.09	1.89
601001	大同煤业	9.90	1673.70	6.96	0.65	0.64	0.66	-1.62%	15.22	15.47	15.00	1.42
002128	露天煤业	13.45	1326.69	3.63	1.21	0.86	0.80	-28.71%	11.15	15.64	16.81	3.70
601898	中煤能源	7.66	9152.00	6.37	0.72	0.76	0.83	6.03%	10.69	10.08	9.23	1.20
600403	大有能源	20.97	833.65	5.66	1.54	1.85	1.97	20.25%	13.63	11.34	10.64	3.70
000968	煤气化	13.85	513.75	6.26	0.40	0.59	1.30	46.68%	34.43	23.47	10.65	2.21
600395	盘江股份	17.10	1103.37	4.62	1.55	1.76	2.03	13.90%	11.07	9.72	8.42	3.70
600546	山煤国际	22.66	991.23	9.74	1.13	1.58	2.09	40.30%	20.12	14.34	10.84	2.33
000780	平庄能源	9.81	1014.31	4.63	0.89	0.82	0.85	-7.83%	11.03	11.96	11.54	2.12
601918	国投新集	13.34	1850.39	4.54	0.73	1.13	1.34	55.16%	18.32	11.81	9.96	2.94
600157	永泰能源	9.22	1767.56	4.43	0.18	0.66	0.79	261.95%	50.56	13.97	11.67	2.08
600997	开滦股份	10.21	1234.64	5.45	0.64	0.64	0.68	0.56%	16.04	15.95	15.01	1.87
601101	昊华能源	13.17	426.00	5.68	1.08	0.86	0.78	-20.38%	12.14	15.25	16.80	2.32
算术平均值(更新日期20120803)									13.32	12.85	12.09	2.46

来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	12,337	16,942	30,372	30,986	33,218	36,224	货币资金	5,459	6,680	6,713	10,071	15,765	21,908
增长率	-6.92%	37.3%	79.3%	2.0%	7.2%	9.0%	应收账款	2,874	4,235	5,960	6,091	6,530	7,121
营业成本	-7,026	-9,588	-21,180	-21,878	-24,220	-26,439	存货	324	788	2,602	1,498	1,659	1,811
%销售收入	56.9%	56.6%	69.7%	70.6%	72.9%	73.0%	其他流动资产	2,385	919	1,042	1,147	1,264	1,375
毛利	5,311	7,354	9,192	9,109	8,999	9,785	流动资产	11,042	12,622	16,317	18,807	25,218	32,214
%销售收入	43.1%	43.4%	30.3%	29.4%	27.1%	27.0%	%总资产	47.5%	43.6%	42.2%	48.6%	59.7%	69.9%
营业税金及附加	-207	-272	-354	-372	-399	-435	长期投资	1,941	1,543	743	744	744	744
%销售收入	1.7%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	9,987	14,361	19,162	16,824	14,086	11,009
营业费用	-454	-579	-1,231	-1,611	-1,661	-1,811	%总资产	42.9%	49.6%	49.6%	43.5%	33.3%	23.9%
%销售收入	3.7%	3.4%	4.1%	5.2%	5.0%	5.0%	无形资产	194	295	2,033	1,925	1,839	1,757
管理费用	-1,414	-2,320	-3,032	-2,944	-2,990	-3,260	非流动资产	12,228	16,331	22,327	19,882	17,057	13,898
%销售收入	11.5%	13.7%	10.0%	9.5%	9.0%	9.0%	%总资产	52.5%	56.4%	57.8%	51.4%	40.3%	30.1%
息税前利润 (EBIT)	3,236	4,183	4,576	4,182	3,950	4,279	资产总计	23,270	28,953	38,643	38,689	42,275	46,112
%销售收入	26.2%	24.7%	15.1%	13.5%	11.9%	11.8%	短期借款	1,468	1,208	1,112	338	338	338
财务费用	-115	-202	-441	-590	-602	-660	应付款项	3,423	5,333	11,869	9,897	10,852	11,844
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	1.8%	1.8%	其他流动负债	875	955	1,186	1,524	1,662	1,811
资产减值损失	-6	-15	-31	-30	-30	-30	流动负债	5,786	7,495	14,167	11,758	12,852	13,992
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0	长期借款	3,207	4,359	4,902	4,682	4,682	4,682
投资收益	-119	-132	30	3	3	3	其他长期负债	2,981	3,007	3,040	3,040	3,040	3,040
%税前利润	—	—	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	11,954	14,861	22,110	19,481	20,574	21,715
营业利润	2,996	3,833	4,134	3,563	3,320	3,592	普通股股东权益	10,063	12,644	13,945	16,440	18,753	21,270
营业利润率	24.3%	22.6%	13.6%	11.5%	10.0%	9.9%	少数股东权益	1,254	1,448	2,588	2,768	2,948	3,128
营业外收支	77	4	-7	3	3	3	负债股东权益合计	23,270	28,953	38,643	38,689	42,275	46,112
税前利润	3,073	3,837	4,127	3,567	3,323	3,595	比率分析						
利润率	24.9%	22.6%	13.6%	11.5%	10.0%	9.9%	每股指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-777	-1,043	-1,121	-892	-831	-899	每股收益 (元)	0.920	0.839	0.893	0.792	0.734	0.799
所得税率	25.3%	27.2%	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产 (元)	4.151	4.013	4.425	5.217	5.951	6.750
净利润	2,296	2,794	3,005	2,675	2,493	2,696	每股经营现金净流 (元)	1.260	1.067	1.232	1.628	1.909	2.051
少数股东损益	66	149	190	180	180	180	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	2,230	2,644	2,815	2,495	2,313	2,517	回报率						
净利率	18.1%	15.6%	9.3%	8.1%	7.0%	6.9%	净资产收益率	22.16%	20.91%	20.19%	15.18%	12.33%	11.83%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.58%	9.13%	7.29%	6.45%	5.47%	5.46%
净利润	2,296	2,794	3,005	2,675	2,493	2,696	投入资本收益率	20.93%	21.15%	18.44%	19.14%	22.47%	32.95%
少数股东损益	0	0	0	180	180	180	增长率						
非现金支出	990	1,573	3,106	2,869	2,825	3,159	营业总收入增长率	-6.92%	37.33%	79.27%	2.02%	7.20%	9.05%
非经营收益	244	382	236	354	322	322	EBIT增长率	-22.02%	29.27%	9.39%	-8.61%	-5.56%	8.33%
营运资金变动	-474	-1,385	-2,465	-767	377	287	净利润增长率	-24.66%	18.60%	6.47%	-11.38%	-7.30%	8.81%
经营活动现金净流	3,055	3,363	3,882	5,311	6,196	6,644	总资产增长率	45.65%	24.42%	33.47%	0.12%	9.27%	9.08%
资本开支	3,409	2,312	3,019	421	-3	-3	资产管理能力						
投资	-1,260	258	-19	0	0	0	应收账款周转天数	16.2	10.7	8.8	10.0	10.0	10.0
其他	-352	-54	-66	2	3	3	存货周转天数	20.9	21.2	29.2	25.0	25.0	25.0
投资活动现金净流	-5,021	-2,107	-3,104	-419	6	6	应付账款周转天数	102.1	110.9	88.9	90.0	90.0	90.0
股权募资	84	4	52	0	0	0	固定资产周转天数	174.8	169.7	160.1	186.0	140.4	99.5
债权募资	4,992	891	448	-995	0	0	偿债能力						
其他	-706	-930	-1,246	-359	-328	-328	净负债/股东权益	19.20%	13.14%	13.76%	-10.82%	-35.82%	-57.03%
筹资活动现金净流	4,369	-35	-745	-1,353	-328	-328	EBIT利息保障倍数	28.1	20.7	10.4	7.1	6.6	6.5
现金净流量	2,403	1,221	33	3,538	5,874	6,322	资产负债率	51.37%	51.33%	57.22%	50.35%	48.67%	47.09%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。