

分析师：李晶  
执业证书编号：S0050510120015  
Tel：010-59355904  
Email：lijing@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



## 西山煤电 (000983. SZ)

### 炼焦煤价格下跌 副业依然亏损

#### 投资要点

- 1、上半年公司净利润同比下降 11%。2012 年上半年公司实现营收 156.8 亿元，归属于母公司股东的净利润 16.6 亿元，同比分别增长 4.02%、-11.16%，实现基本每股收益 0.53 元，加权平均净资产收益率为 11.2%，同比下滑 2.2 个百分点。
- 2、煤炭业务销量下降，结构优化，盈利能力同比微降。2012 年上半年公司商品煤销量同比下降 4%，减少精煤和原煤销量同时增加电精煤、气精煤销量，使得综合售价同比上涨 4%，毛利率 51.7%，同比下降 1.8 个百分点。
- 3、焦炭、电力业盈利能力改善但仍亏损。受到焦炭销量增加、成本下滑的带动，焦炭板块毛利率同比提升 3.9 个百分点至 1.89%，电力热力业务受到上网电量增加、电价提升带动，毛利率同比提升 2.6 个百分点至 6.4%。焦化和电力业务仍然亏损，对业绩产生拖累。
- 4、下半年焦煤价格还将承压，公司未来成长来自兴县二期和临汾整合项目。钢材市场需求低迷价格下跌，上游焦煤价格预计还将承受较大压力，下半年不排除继续下跌的可能。兴县二期项目受制于运力瓶颈产量低于预期。未来随着宁苛瓦铁路扩能改造的完成，二期项目产能逐步释放可期。临汾整合煤矿正在技改，预计 2012-2014 年陆续增产。
- 5、盈利预测：2012-2014 年 EPS0.94、0.98、1.14 元/股盈利预测：2012-2014 年 EPS0.94、0.98、1.14 元/股，给予“增持”评级。公司炼焦煤质优稀缺，价格相对抗跌。注意炼焦煤价格超预期下跌风险。

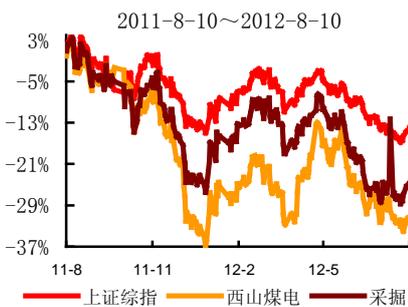
#### 采掘

投资评级	
本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	

#### 市场数据

市价(元)	14.80
上市的流通 A 股(亿股)	31.51
总股本(亿股)	31.51
52 周股价最高最低(元)	13.58-22.59
上证指数/深证成指	2174.10/9337.54
2011 年股息率	0.61%

#### 52 周相对市场表现



#### 相关研究

#### 公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	30372.42	29808.09	32191.31	36636.54
增长率(%)	79.26	-1.86	8.00	13.81
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2815.42	2947.78	3094.60	3603.05
增长率(%)	6.46	4.70	4.98	16.43
毛利率(%)	30.26	30.11	29.70	30.02
净资产收益率(%)	20.19	18.13	15.99	15.69
EPS(元)	0.89	0.94	0.98	1.14
P/E(倍)	16.57	15.82	15.08	12.95
P/B(倍)	3.50	2.87	2.41	2.03

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

上半年公司净利润同比下降 11% .....	3
调整商品煤销售结构 减少炼焦煤价格下跌影响 .....	3
焦炭、电力业务盈利能力改善但依然亏损 .....	3
下半年焦煤价格还将承受较大压力 .....	4
公司未来成长主要看兴县二期及整合项目产能释放 .....	4
盈利预测：2012-2014 年 EPS0.94、0.98、1.14 元/股.....	4

## 图表目录

表 1:西山煤电商品煤销售价格、成本、毛利率（元/吨） .....	3
表 2: 西山煤电主要盈利假设 .....	4
附录：财务预测表 .....	5

## 上半年公司净利润同比下降 11%

2012 年上半年公司实现营收 156.8 亿元，归属于母公司股东的净利润 16.6 亿元，同比分别增长 4.02%、-11.16%，实现基本每股收益 0.53 元，加权平均净资产收益率为 11.2%，同比下滑 2.2 个百分点。

### 调整商品煤销售结构 减少炼焦煤价格下跌影响

**煤炭销量下降。**经测算，2012 年上半年公司商品煤销量为 1084 万吨，同比减少 46 万吨或下降 4%。

**结构优化，价格小涨。**2012 年上半年受到下游钢铁企业需求低迷、钢材连续下跌的拖累，炼焦煤价格承受较大压力。公司主力产品焦精煤、肥精煤、瘦精煤价格同比分别下跌 3.7%、3.5%、3.9%，气精煤、电精煤价格微涨，原煤价格大跌 29%。公司通过调整商品煤销售结构，减少原煤、精煤销量，增加气精煤、电精煤销量，使商品煤综合售价达到 841 元/吨，同比上涨 4%。

**成本控制得力，毛利率同比微降。**2012 年上半年公司吨煤开采成本为 406 元/吨，同比上涨 8.1%，高于价格涨幅，煤炭板块毛利率同比减少 1.8 个百分点至 51.7%，盈利能力小幅下降，环比 2011 年的 51%有微幅提升。

表 1：西山煤电商品煤销售价格、成本、毛利率（元/吨）

	2008	2009	2010	2011H	2011	2012H	2012H 同比
焦精煤	1182	947	1186	1297	1266	1249	-3.70%
肥精煤	1183	992	1279	1411	1384	1362	-3.46%
瘦精煤	849	743	907	1011	993	971	-3.94%
气精煤	-	-	769	903	911	908	0.59%
电精煤	469	508	550	641	639	656	2.31%
原煤	317	290	308	333	332	238	-28.56%
副产品（洗混煤、煤泥）	254	239	363	488	488	529	8.33%
<b>综合售价</b>	<b>740</b>	<b>609</b>	<b>710</b>	<b>809</b>	<b>809</b>	<b>841</b>	<b>3.97%</b>
吨煤成本	377	331	363	376	397	406	8.1%
毛利率	49.9%	45.7%	48.9%	53.5%	51.0%	51.7%	-

数据来源：公司公告 民族证券

### 焦炭、电力业务盈利能力改善但依然亏损

2012 年上半年焦炭业务实现营收 41.71 亿元，同比增长 3.7%，营业成本 40.92 亿元，同比下降 0.27%，毛利率为 1.89%，同比提升 3.9 个百分点。

报告期内，首钢京唐西山焦化有限责任公司生产焦炭 184.7 万吨，西山煤气化公司生产焦炭 24.83 万吨，合计 209.53 万吨，同比下降 2%，销量预计同比增长 4%。

销量增长，焦炭成本降幅大于价格降幅，焦炭业务盈利能力稍有改善，但仍处于亏损状态。其中，京唐焦化实现利润总额 0.3 亿元，西山煤气化利润总额为-1.03 亿元，将京唐公司的盈利吞噬，对公司业绩形成负面影响。

2012 年上半年公司电力热力板块实现营收 16.35 亿元，同比增长 71.74%，营业成本 15.31 亿元，同比增长 67.15%，毛利率 6.36%，同比提升 2.57 个百分点。

受到电价上涨、煤炭价格下降及上网电量增加的影响，电力板块盈利能力明显改善，营收贡献率达到 10.4%，同比提升 4 个百分点。

盈利能力虽然改善，但仍难以覆盖期间费用，上半年兴能发电和西山热电公司分别亏损 8295.5 万元，对公司业绩形成拖累。

## 下半年焦煤价格还将承受较大压力

2012 年下半年，若不能及时出台相关刺激经济、拉动投资的政策，预计钢材市场需求依然难以提振，钢材价格下跌、钢材企业盈利能力持续低迷的趋势难以改善，受次拖累上游焦煤价格预计还将承受较大压力，不排除继续下跌的可能。受此影响，3 季度公司业绩难有起色。

## 公司未来成长主要看兴县二期及整合项目产能释放

兴县一期 1500 万吨项目已经全部达产，二期产量低于预期。2012 年上半年兴县矿区生产原煤 793 万吨，销售商品煤 566 万吨。配套铁路宁苛瓦铁路扩能改造项目大部分 2011 年已经通过竣工验收，剩余部分目前正在推进。市场需求的低迷及铁路运力的限制直接影响了兴县二期产能的释放。

我们预计 2012 年下半年二期将有部分增量。同时公司在临汾地区整合的煤矿项目（产能合计 480 万吨）正在进行技改，预计 2012-2014 年陆续释放产量。

受到新增煤炭产量质量的影响，预计 2013 年公司商品煤综合售价同比将有所降低。

## 盈利预测：2012-2014 年 EPS0.94、0.98、1.14 元/股

主要假设如下表所示：

表 2：西山煤电主要盈利假设

	2012E	2013E	2014E
原煤产量	3150	3600	4380
商品煤销量	2287	2613	3179
综合售价同比	-2.0%	-1.0%	0.0%
吨煤成本同比	5.0%	4.0%	4.0%

数据来源：公司公告 民族证券

预计 2012-2014 年每股收益为 0.94、0.98、1.14 元/股，对应 2012 年动态 PE 为 16 倍，明显高于行业平均水平。考虑到公司炼焦煤的优质稀缺属性及相对抗跌特性，及公司作为炼焦煤龙头的地位，给予“增持”评级。

注意炼焦煤价格下跌风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>16,317</b>	<b>17,204</b>	<b>20,574</b>	<b>24,273</b>
现金	6,713	8,648	11,322	13,753
应收账款	5,452	5,365	5,794	6,595
其它应收款	560	653	706	803
预付账款	989	980	1,058	1,204
存货	2,602	1,558	1,693	1,917
其他	0	0	1	2
<b>非流动资产</b>	<b>22,327</b>	<b>23,755</b>	<b>25,595</b>	<b>29,027</b>
长期投资	698	698	698	698
固定资产	19,170	20,866	22,534	25,646
无形资产	2,024	1,788	1,931	2,198
其他	434	403	431	485
<b>资产总计</b>	<b>38,643</b>	<b>40,959</b>	<b>46,169</b>	<b>53,300</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,167</b>	<b>14,323</b>	<b>15,550</b>	<b>17,623</b>
短期借款	775	1,490	1,610	1,832
应付账款	6,700	5,557	6,040	6,839
其他	6,693	7,276	7,900	8,952
<b>非流动负债</b>	<b>7,942</b>	<b>7,512</b>	<b>8,112</b>	<b>9,232</b>
长期借款	7,876	7,452	8,048	9,159
其他	67	60	64	73
<b>负债合计</b>	<b>22,110</b>	<b>21,835</b>	<b>23,662</b>	<b>26,855</b>
少数股东权益	2,588	2,862	3,150	3,484
股本	3,151	3,151	3,152	3,153
资本公积金	946	946	946	946
留存收益	8,647	9,826	11,064	12,505
归属母公司股东权益	13,945	16,262	19,357	22,960
<b>负债和股东权益</b>	<b>38,643</b>	<b>40,959</b>	<b>46,168</b>	<b>53,299</b>

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,341</b>	<b>5,507</b>	<b>6,355</b>	<b>7,352</b>
净利润	2,815	2,948	3,095	3,603
折旧摊销	3,075	1,878	2,028	2,308
财务费用	441	596	644	733
投资损失	-30	0	0	0
营运资金变动	3,074	-219	329	427
其它	-36	304	259	281
<b>投资活动现金流</b>	<b>-8,785</b>	<b>-3,337</b>	<b>-3,839</b>	<b>-5,686</b>
资本支出	-9,614	-3,337	-3,839	-5,686
长期投资	829	0	0	0
其他	0	0	1	2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-524</b>	<b>-235</b>	<b>159</b>	<b>765</b>
短期借款	-225	716	119	222
长期借款	552	-424	596	1,111
普通股增加	60	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-915	-527	-556	-568
<b>现金净增加额</b>	<b>32</b>	<b>1,935</b>	<b>2,675</b>	<b>2,431</b>

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>30,372</b>	<b>29,808</b>	<b>32,191</b>	<b>36,637</b>
营业成本	21,180	20,834	22,631	25,637
营业税金及附加	354	358	386	440
营业费用	1,231	1,639	1,771	2,015
管理费用	3,032	2,385	2,575	2,931
财务费用	441	596	644	733
资产减值损失	30.83	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	29.63	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>4,134</b>	<b>3,996</b>	<b>4,184</b>	<b>4,882</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4,134</b>	<b>3,996</b>	<b>4,184</b>	<b>4,882</b>
所得税	1,121	1,132	1,188	1,384
<b>净利润</b>	<b>3,005</b>	<b>3,222</b>	<b>3,382</b>	<b>3,938</b>
少数股东损益	190	274	287	335
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,815</b>	<b>2,948</b>	<b>3,095</b>	<b>3,603</b>
EBITDA	7,651	6,828	7,242	8,362
EPS（元）	0.89	0.94	0.98	1.14

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	79.27%	-1.86%	8.00%	13.81%
营业利润	7.84%	5.32%	4.98%	16.43%
归属母公司净利润	6.47%	4.70%	4.98%	16.43%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.27%	30.11%	29.70%	30.02%
净利率	9.27%	9.89%	9.61%	9.83%
ROE	20.19%	18.13%	15.99%	15.69%
ROIC	11.17%	10.23%	9.39%	9.39%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.22%	53.31%	51.25%	50.38%
净负债比率	23.43%	24.53%	23.50%	23.16%
流动比率	1.15	1.20	1.32	1.38
速动比率	0.97	1.09	1.21	1.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.73	0.70	0.69
应收帐款周转率	5.57	5.56	5.56	5.56
应付帐款周转率	135.07	107.00	107.00	107.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.89	0.94	0.98	1.14
每股经营现金	2.96	1.75	2.02	2.33
每股净资产	4.43	5.16	6.14	7.28
<b>估值比率</b>				
P/E	16.42	15.68	14.94	12.84
P/B	3.32	2.84	2.39	2.01
EV/EBITDA	7.56	8.66	8.32	7.42

## 分析师简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。