

**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:** 14.30元

当前股价: 12.96元

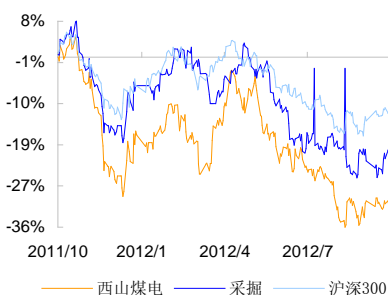
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2115.99
总股本(百万)	3151
流通股本(百万)	1472
流通市值(亿)	408
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	3.85	-14.17	-22.81
采掘	4.72	-3.10	-18.42
沪深300指数	4.94	-2.44	-11.44



**相关报告**

西山煤电 - 短期业绩压力无损公司稀缺炼焦煤的长期投资价值 2012-08-06

西山煤电 - 一季度业绩平稳, 静待兴县二期的投产 2012-04-19

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

**西山煤电**

**000983**

**推荐**

**煤价下行致三季度业绩下滑, 兴县二期仍是未来主要看点**

**事件:** 西山煤电公布 2012 年三季度报。公司前三季度实现营业收入 232.39 亿元 (+1.6%), 归属于上市公司股东的净利润为 19.17 亿元 (-23.5%), 实现基本每股收益 0.61 元。其中, 三季度单季公司营业收入为 75.55 亿元 (-3.2%), 归属于上市公司股东净利润为 2.61 亿元 (-59.3%), 单季 EPS 为 0.08 元, 三季度单季业绩大幅下滑的主因是三季度西山本部煤价的下跌。

**投资要点:**

- ▶ **三季度业绩下滑的主因是西山本部煤价的下跌。**公司西山本部各炼焦精煤品种自 6 月以来大幅下跌了 20% 左右, 且主要是在三季度的下跌, 大幅降低了公司西山本部的盈利能力, 也是三季度单季业绩下行 59.3% 的主因。而三季度营业收入之所以仅同比下滑 3.2%, 主要是因为两点: 1、兴县晋兴能源销售结构调整, 运至港口煤炭增加, 兴县地销量减少, 而港口平仓价高于地销价; 2、兴能发电二期和新并表的武乡发电厂带来的电力业务收入增长。不过晋兴能源港口煤增加带来的运输费、港杂费等也使三季度单季销售费用增至 6.83 亿 (+175%), 使得晋兴能源的利润增长有限, 而电力业务盈利能力较低, 因此均难以抵御西山本部煤价下跌带来的业绩下滑。
- ▶ **公司收益质量进一步下降, 应收帐款继续大幅增长。**在煤炭弱市中, 下游议价能力加强, 公司回款能力进一步下滑, 主要表现在应收帐款从 2012 年中期的 18 亿元增加至 27.7 亿元, 相对年初增加了 18.1 亿元 (+187.89%), 且其中因煤炭销售产生的应收煤款增加了 16.1 亿元。
- ▶ **公司未来煤炭产量的增长重点看兴县二期的产量释放。**公司目前兴县二期 (1500 万吨) 已经联合试运营, 且已具备年内开采 300 万吨的能力, 不过实际开采量还得看销售情况, 而兴县二期也将在未来几年内逐步达产 1500 万吨。整合矿方面, 公司在古交整合的义城煤业 (60 万吨) 预计到 2013 年投产, 临汾六个整合矿目前实际开工 4 个 (总共约 300 万吨), 预计在 2013 年底完成技改, 另外两个受资源条件等的影响, 暂难预估技改进程。由于整合矿技改总产能较小、进程较慢, 公司未来煤炭产量的主要增长点仍将是兴县二期 1500 万吨产能在未来的逐步达产。预计 2012~2015 年公司权益产量为 2721 万吨、3037 万吨、3426 万吨和 3805 万吨。
- ▶ **维持公司“推荐”的投资评级。**随着近期钢价和焦炭价格的回升, 焦煤集团煤炭销售的铁路优惠政策已取消, 该优惠幅度在 30~50 元/吨左右, 且四季度西山本部炼焦精煤价格仍有望维持平稳回升的趋势, 而兴县二期已投产, 其产量的释放也将促进公司未来三年原煤产量和业绩的增长。因此我们维持对公司的“推荐”评级, 预测 2012~2014 年公司 EPS 为 0.65 元、0.72 元和 0.83 元。

**风险提示:**

- ▶ 炼焦煤价格继续低迷; 兴县二期及整合矿产能释放低预期; 电力焦炭业务拖累业绩。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30372	30978	35079	40740
收入同比(%)	79%	2%	13%	16%
归属母公司净利润	2815	2054	2267	2617
净利润同比(%)	6%	-27%	10%	15%
毛利率(%)	30.3%	25.7%	25.3%	25.6%
ROE(%)	20.2%	12.8%	13.6%	14.8%
每股收益(元)	0.89	0.65	0.72	0.83
P/E	18.78	25.75	23.33	20.20
P/B	3.79	3.31	3.17	2.98
EV/EBITDA	7	8	7	7

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
<b>西山本部矿</b>		<b>1290</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>	<b>1300</b>
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
<b>晋兴能源</b>		<b>3000</b>	<b>1500</b>	<b>1800</b>	<b>2200</b>	<b>2600</b>	<b>3000</b>
兴县斜沟矿	80%	3000	1500	1800	2200	2600	3000
<b>临汾、古交整合矿</b>		<b>500</b>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>170</b>	<b>345</b>	<b>500</b>
临汾子公司	100%	440	140	140	140	285	440
古交义城煤业	51%	60			30	60	60
<b>安泽规划矿</b>		<b>700</b>					
唐城煤矿	60%	200					
冀氏煤矿	60%	500					
<b>产量总计</b>		<b>5490</b>	<b>2940</b>	<b>3240</b>	<b>3670</b>	<b>4245</b>	<b>4800</b>
<b>产量增速</b>				<b>10.2%</b>	<b>13.3%</b>	<b>15.7%</b>	<b>13.1%</b>
<b>权益产量总计</b>		<b>4365</b>	<b>2571</b>	<b>2721</b>	<b>3037</b>	<b>3426</b>	<b>3805</b>
<b>权益产量增速</b>				<b>5.8%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.8%</b>	<b>11.1%</b>

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	30978	35079	40740
营业成本	21180	23026	26197	30302
营业税金及附加	354	372	421	489
营业费用	1231	1549	1754	2037
管理费用	3032	2633	2982	3667
财务费用	441	417	397	310
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	3012	3358	3965
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	4127	3012	3358	3965
所得税	1121	813	907	1071
净利润	3005	2198	2452	2895

少数股东损益	190	145	185	278
归属于母公司净利润	2815	2054	2267	2617
EBITDA	7650	6778	7752	8523
EPS (元)	0.89	0.65	0.72	0.83

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
<b>流动资产</b>	16317	18404	21632	25976
现金	6713	7707	9496	11904
应收账款	963	978	1108	1286
其他应收款	560	697	789	917
预付账款	989	1612	1834	2121
存货	2602	2763	3144	3636
其他流动资产	4489	4647	5262	6111
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	38643	42479	44109	46604
<b>流动负债</b>	14167	15826	16571	17737
短期借款	775	1800	1600	1400
应付账款	6700	7368	8383	9697
其他流动负债	6693	6657	6588	6640
<b>非流动负债</b>	7942	7922	7930	7940
长期借款	4902	4902	4902	4902
其他非流动负债	3040	3020	3028	3038
<b>负债合计</b>	22110	23748	24501	25677
少数股东权益	2588	2733	2918	3195
股本	3151	3151	3151	3151
资本公积	946	946	946	946
留存收益	8647	10701	11392	12433
归属母公司股东权益	13945	15999	16690	17732
<b>负债和股东权益</b>	38643	42479	44109	46604

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	3882	5704	6357	6853
净利润	3005	2198	2452	2895
折旧摊销	3075	3350	3996	4247
财务费用	441	417	397	310
投资损失	-30	-30	-30	-30
营运资金变动	-2527	-218	-472	-588
其他经营现金流	-83	-12	14	19
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-745	306	-2199	-2076
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	-720	-1999	-1876
<b>现金净增加额</b>	33	994	1789	2408

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	30372	30978	35079	40740
营业成本	21180	23026	26197	30302
营业税金及附加	354	372	421	489
营业费用	1231	1549	1754	2037
管理费用	3032	2633	2982	3667
财务费用	441	417	397	310
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
<b>营业利润</b>	4134	3012	3358	3965
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
<b>利润总额</b>	4127	3012	3358	3965
所得税	1121	813	907	1071
<b>净利润</b>	3005	2198	2452	2895
少数股东损益	190	145	185	278
<b>归属母公司净利润</b>	2815	2054	2267	2617
<b>EBITDA</b>	7650	6778	7752	8523
<b>EPS (元)</b>	0.89	0.65	0.72	0.83

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	79.3%	2.0%	13.2%	16.1%
营业利润	7.8%	-27.1%	11.5%	18.1%
归属于母公司净利润	6.5%	-27.0%	10.4%	15.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.3%	25.7%	25.3%	25.6%
净利率	9.3%	6.6%	6.5%	6.4%
ROE	20.2%	12.8%	13.6%	14.8%
ROIC	18.8%	12.7%	14.8%	18.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.2%	55.9%	55.5%	55.1%
净负债比率	27.20	28.37%	26.54	24.54%
流动比率	1.15	1.16	1.31	1.46
速动比率	0.97	0.99	1.12	1.26
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.76	0.81	0.90
应收账款周转率	41	31	33	33
应付账款周转率	4.10	3.27	3.33	3.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.65	0.72	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.81	2.02	2.17
每股净资产(最新摊薄)	4.43	5.08	5.30	5.63
<b>估值比率</b>				
P/E	18.78	25.75	23.33	20.20
P/B	3.79	3.31	3.17	2.98
EV/EBITDA	7	8	7	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

---

## 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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

---

## 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

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

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

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