

持有

7% ↓

目标价格: 人民币 8.00

原目标价格: 人民币 10.00

000983.CH

价格: 人民币 7.47

目标价格基础: 20倍13年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(46)	(7)	(29)	(49)
相对新华富时A50指数	(29)	(6)	(17)	(41)

发行股数(百万)	3,151
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	23,463
3个月日均交易额(人民币 百万)	191
净负债比率(%) (2013E)	32
主要股东(%)	
山西焦煤集团有限责任公司	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2013年8月1日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤业

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

西山煤电

13年上半年净利润同比下降46%，成本费用控制表现欠佳

公司13年上半年实现归属于母公司净利润8.9亿元，同比下降46%，每股收益0.28元，基本符合预期。成本费用控制欠佳，期间费用率由15%上升至19%，吨煤成本增长3%。煤炭业务盈利能力表现一般，综合煤价下跌28%，吨煤成本上涨3%，吨煤净利58元，同比下降48%。由于煤价持续下跌，我们下调13-15年盈利预测20%-32%。基于20倍13年目标市盈率，将目标价下调至8.00元，估值提升空间有限，维持持有评级。

支撑评级的要点

- 公司的成本费用控制表现欠佳。期间费用率由15%上升至19%，这导致了尽管毛利润仅下降10%，但最终净利润出现46%的较大跌幅。尽管行业景气度大幅下降，但管理费用里职工薪酬并没有出现明显下降，表现为持平。2季度期间费用率环比仍上涨2个百分点至20%，主要由于管理费用大幅增加。尽管公司强调降低生产成本，但上半年吨煤成本仍有3.3%的增长。成本费用控制对于公司依然是比较艰巨的任务，大型国企对民生、安全的关注程度在某种程度上可能更高于利润。
- 煤炭业务盈利能力表现一般：综合煤价下跌28%，吨煤成本上涨3%，吨煤净利58元，同比下降48%。煤炭产量增长6%至1,532万吨，略好于预期，但产量对业绩的贡献有限。
- 受益于煤价下跌，公司电力业务毛利率由8%大幅提升至16%，但由于后者占毛利比例仅有10%，对整体业绩拉动作用有限。
- 鉴于公司成本呈现季节性前低后高，因此下半年成本费用计提结算将加大。
- 兴县矿区的明显改观有望在14年下半年中南铁路通车后显现，成长性将有所增强。

评级面临的主要风险

- 煤价继续下跌。
- 成本控制再度低于预期。

估值

- 我们下调13、14、15年每股收益预测20%、27%、32%至0.40元、0.40元、0.54元。基于20倍13年目标市盈率，我们将目标价由10.00元下调至8.00元，维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	30,372	31,229	29,075	30,728	34,315
变动(%)	79.3	2.8	(6.9)	5.7	11.7
净利润(人民币 百万)	2,815	1,810	1,258	1,269	1,694
全面摊薄每股收益(人民币)	0.89	0.57	0.40	0.40	0.54
变动(%)	6.5	(35.7)	(30.5)	0.8	33.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.50	0.55	0.79
调整幅度(%)			(20.1)	(26.8)	(31.9)
全面摊薄市盈率(倍)	8.4	13.0	18.7	18.6	13.9
每股现金流量(人民币)	1.23	0.88	1.56	1.98	2.11
价格/每股现金流量(倍)	6.1	8.5	4.8	3.8	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	8.7	10.6	9.5	7.1
每股股息(人民币)	0.20	0.36	0.17	0.19	0.24
股息率(%)	2.7	4.8	2.3	2.5	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

13年上半年净利润同比下降46%至8.9亿元，基本符合预期

公司今日发布13年上半年业绩，报告期内实现归属母公司净利润8.9亿元，同比下降46%，每股收益0.28元，基本符合预期。营业收入同比下降3%至153亿元，毛利润同比下滑10%至45亿元。毛利率由32%下降至29%，净利润率由11%降至6%。经营活动产生的现金净流量比期初增长11%至15.6亿元，现金流情况良好，但本期末应收账款较期初大幅增加140%至43.7亿元。净资产收益率下滑4个百分点至7%。净资产负债率由36%下降至31%。

期间费用控制欠佳，导致净利润大幅下滑

由于煤价下跌，公司电力业务毛利率大幅提升，由6%提升至18%，占毛利率的比例增长至10%，公司13年上半年毛利率仅同比下降10%，但销售费用和财务费用均有较大幅度的增长：销售费用同比上涨44%至12.2亿元，主要是由于兴县矿区到港煤量增加导致运输费用和港口杂费相应增加；财务费用同比增长55%至4.9亿元，主要由于武乡电厂贷款利息支出的增加（占增长额的81%）以及母公司利息支出的增加。管理费用也有5%的增长（其中职工薪酬保持不变）。期间费用率由15%上升至19%，这是导致最终净利润大幅下滑46%的主要原因。

煤炭板块：综合煤价下跌28%，吨煤成本上涨3%，吨煤净利58元，同比下降48%，总体表现一般

13年上半年煤炭业务营业收入同比下降5%至86.8亿元，煤炭业务毛利率由52%下降至44%。尽管公司强调减少吨煤成本，但我们看到吨煤成本上涨3%至316元。公司商品煤综合价格同比下降28%至605元/吨，与市场跌幅相仿，符合预期。吨煤毛利大幅下滑38%至268元/吨。由于煤炭业务占毛利润比例较高（90%左右），我们粗略计算吨煤净利58元，同比下降48%。上半年公司生产煤炭1532万吨，较去年同期产量增长6%，比我们预计的略高；公司销量同比有大幅改善，1-6月煤炭销量1,435万吨，同比增长32%。其他业务板块中，由于煤价的下跌，电力业务毛利润同比大增331%至4.5亿元，但由于其占毛利的比例只有10%，对业绩的拉动作用有限。

兴县矿区吨煤净利76元，同比下降26%，总体表现好于公司平均水平

兴县矿区13年上半年煤炭产量851万吨，同比增加7%，但是净利润6.46亿元，同比减少20%，兴县矿区13年上半年按产量计算的吨煤净利76元，同比下降26%，总体表现好于公司平均水平。兴县矿区已经达产3,000万吨，但受制于需求和运输等不利因素，产品优势不足，目前只能实现以销定产，14年下半年中南铁路通车后预计会带来较明显改观，建议届时关注。

13年2季度净利润还比下降35%至3.5亿元，期间费用率仍有上升

13年2季度实现归属母公司净利润3.5亿元，环比下滑35%。2季度营业收入为76亿元，环比微降0.8%，毛利环比下降3.5%。利润总额环比下降34%至5.5亿元，净利润下降幅度远远大于收入下降幅度主要是由于2季度管理费用大幅增长36%至7亿元，期间费用率环比上涨2个百分点至20%。

图表 1. 13 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年 1-6月	2013年 1-6月	同比变动 (%)
营业收入	15,685	15,275	(2.6)
营业成本	10,710	10,774	0.6
毛利润	4,974	4,501	(9.5)
营业税金及附加	187	199	6.6
销售费用	846	1,217	43.9
管理费用	1,160	1,219	5.1
财务费用	315	489	55.2
资产减值损失	9	13	35.3
投资净收益	1	12	863.1
营业利润	2,459	1,377	(44.0)
营业外收入	5	19	275.3
营业外支出	4	6	79.5
税前利润	2,461	1,390	(43.5)
所得税	663	344	(48.1)
少数股东损益	142	152	7.3
归属于母公司所有净利润	1,656	894	(46.0)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.53	0.28	(46.0)
稀释每股收益(元)	0.53	0.28	(46.0)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.45	0.50	11.2
毛利率(%)	32	29	
经营利润率(%)	16	9	
净利润率(%)	11	6	
期间费用率(%)	15	19	
净资产收益率(%)	11	7	
应收账款	1,822	4,374	140.0

资料来源: 公司数据

图表 2. 13 年上半年煤炭业务主要经营数据

指标	2012年 1-6月	2013年 1-6月	同比变动 (%)
产量(百万吨)	14.41	15.32	6.3
销量(百万吨)	10.84	14.35	32.4
价格(元/吨)	841	605	(28.1)
成本(元/吨)	306	316	3.3
吨煤毛利(元/吨)	435	268	(38.4)
营业收入(百万元)	9,118	8,679	(4.8)
营业成本(百万元)	4,405	4,834	9.7
毛利率(%)	51.7	44.3	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 13 年上半年煤价

	2012年 1-6月	2013年 1-6月	同比变动 (%)
综合煤价(元)	841	605	(28.1)
焦精煤	1,249	949	(24.0)
肥精煤	1,362	1,022	(25.0)
瘦精煤	971	775	(20.2)
原煤	238	397	66.7
电精煤	656	552	(15.9)
气精煤	908.2	742.41	(18.3)
洗混煤	546.98	444.19	(18.8)
煤泥	237.01	125.88	(46.9)

资料来源: 公司数据

图表 4.13 年 2 季度业绩环比摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2013 年 2 季度	环比变动 (%)
营业收入	7,670	7,605	(0.8)
营业成本	5,379	5,395	0.3
毛利润	2,291	2,210	(3.5)
营业税金及附加	97	102	5.5
销售费用	614	603	(1.9)
管理费用	517	702	35.9
财务费用	236	252	6.8
资产减值损失		13	
投资净收益	1	11	746.5
营业利润	828	549	(33.7)
营业外收入	11	8	(32.8)
营业外支出	3	3	(17.8)
税前利润	836	554	(33.8)
所得税	216	128	(40.7)
少数股东损益	78	74	(5.7)
归属于母公司所有净利润	542	352	(35.1)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.17	0.11	(35.1)
稀释每股收益(元)	0.17	0.11	(35.1)
毛利率(%)	30	29	
经营利润率(%)	11	7	
净利润率(%)	7	5	
期间费用率(%)	18	20	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	30,372	31,229	29,075	30,728	34,315
销售成本	(21,180)	(22,377)	(21,277)	(22,431)	(24,591)
经营费用	(4,647)	(5,396)	(5,036)	(5,324)	(5,948)
息税折旧前利润	4,545	3,456	2,761	2,973	3,776
折旧及摊销	2,950	2,707	4,086	4,536	5,061
经营利润(息税前利润)	7,620	6,242	6,925	7,588	8,917
净利息收入/(费用)	(441)	(724)	(869)	(1,042)	(1,250)
其他收益/(损失)	7,620	6,242	6,925	7,588	8,917
税前利润	4,134	2,778	1,892	1,931	2,526
所得税	(1,121)	(813)	(479)	(489)	(637)
少数股东权益	(190)	(185)	(185)	(203)	(224)
净利润	2,815	1,810	1,258	1,269	1,694
核心净利润	2,821	2,116	1,235	1,247	1,675
每股收益(人民币)	0.89	0.57	0.40	0.40	0.54
每股股息(人民币)	0.20	0.36	0.17	0.19	0.24
收入增长(%)	79	3	(7)	6	12
息税前利润增长(%)	9	(24)	(20)	8	27
息税折旧前利润增长(%)	33	(18)	11	10	18
每股收益增长(%)	6	(36)	(30)	1	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	6,713	5,068	5,770	5,898	6,651
应收帐款	6,013	7,448	7,102	7,441	8,175
库存	2,602	2,010	1,277	1,346	1,475
其他流动资产	989	775	749	782	854
流动资产总计	16,317	15,300	14,898	15,467	17,155
固定资产	19,162	23,627	23,601	23,066	23,305
无形资产	2,024	2,888	6,473	6,296	5,527
其他长期资产	1,141	3,310	1,733	1,733	1,733
长期资产总计	22,327	29,826	31,807	31,095	30,565
总资产	38,643	45,126	46,704	46,563	47,722
应付帐款	8,328	7,806	8,108	8,547	9,370
短期债务	1,112	3,574	4,428	2,429	2,430
其他流动负债	4,727	5,090	5,090	5,090	5,090
流动负债总计	14,167	16,470	17,625	16,066	16,889
长期借款	4,902	7,985	7,193	8,061	7,453
其他长期负债	3,040	3,068	3,427	2,863	3,414
股本	3,151	3,151	3,151	3,151	3,151
储备	10,794	11,876	12,548	13,457	13,627
股东权益	13,945	15,027	15,699	16,608	16,778
少数股东权益	2,588	2,576	2,761	2,964	3,188
总负债及权益	38,643	45,126	46,704	46,563	47,722
每股帐面价值(人民币)	4.43	4.77	4.98	5.27	5.32
每股有形资产(人民币)	3.78	3.85	2.93	3.27	3.57
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.22)	2.06	1.86	1.46	1.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	4,127	2,809	1,923	1,961	2,555
折旧与摊销	3,075	2,786	4,164	4,614	5,139
净利息费用	441	724	869	1,042	1,250
运营资本变动	(2,782)	(2,803)	(1,584)	(920)	(1,677)
税金	(1,121)	(813)	(479)	(489)	(637)
其他经营现金流	128	(1,874)	15	9,244	10,295
经营活动产生的现金流	3,866	2,758	4,908	6,224	6,647
购买固定资产净值	(3,019)	(3,199)	(3,000)	(4,000)	(4,685)
投资减少/增加	(15)	(761)	(761)	0	34
其他投资现金流	(70)	299	299	0	(1)
投资活动产生的现金流	(3,104)	(3,661)	(3,462)	(4,000)	(4,652)
净增权益	68	49	49	48	47
净增债务	448	730	(200)	(1,500)	(500)
支付股息	(1,246)	(1,518)	(544)	(596)	(742)
其他融资现金流	0	0	(49)	(50)	(51)
融资活动产生的现金流	(729)	(739)	(744)	(2,096)	(1,242)
现金变动	33	(1,642)	702	129	752
期初现金	6,680	6,713	5,071	5,773	5,901
公司自由现金流	762	(903)	1,446	2,224	1,995
权益自由现金流	1,211	(173)	1,246	724	1,495

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.1	20.0	23.8	24.7	26.0
息税前利润率(%)	15.0	11.1	9.5	9.7	11.0
税前利润率(%)	13.6	15.2	6.6	6.4	7.5
净利率(%)	9.3	12.0	4.3	4.1	4.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	0.9	0.8	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	10.3	4.8	3.2	2.9	3.0
净权益负债率(%)	-	36.9	31.7	23.5	16.2
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	8.4	13.0	18.7	18.6	13.9
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
价格/现金流(倍)	6.1	8.5	4.8	3.8	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	8.7	10.6	9.5	7.1
周转率					
存货周转天数	29.2	37.6	28.2	21.3	20.9
应收帐款周转天数	61.6	78.7	91.3	86.4	83.1
应付帐款周转天数	80.5	94.3	99.9	98.9	95.3
回报率					
股息支付率(%)	22.4	30.3	43.2	46.9	43.7
净资产收益率(%)	21.2	12.5	8.2	7.9	10.2
资产收益率(%)	9.8	6.8	4.5	4.8	6.0
已运用资本收益率(%)	21.5	13.4	9.3	9.9	12.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371