2013 年 4 月 1 日

高观朋
C0061@capital.com.tw

目标价(元) 5.6

西山煤电(000983.SZ) Neutral 中性

13 年业绩下降超四成，低于预期，维持中性评级

公司基本资讯

产业别	采掘
A 股价(2014/3/31)	5.22
深证成指(2014/3/31)	7189.58
股价 12 个月高/低	11.53/5.03
总发行股数(百万)	3151.20
A 股数(百万)	3151.17
A 市值(亿元)	164.49
主要股东	山西焦煤集团有限责任公司(54.40%)
每股净值(元)	5.08
股价/账面净值	1.03

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.2	-24.9	-55.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

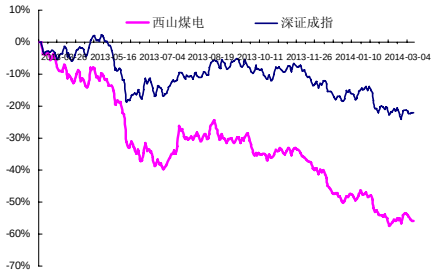
产品组合

煤炭	58.1%
焦炭	21.8%
电力热力	16.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.3%

股价相对大盘走势



结论与建议：

- **业绩低于预期：**公司 2013 年实现营收 295 亿元，yoy-5.54%，实现净利润 10.56 亿元，yoy-41.7%，折合 EPS0.335 元，yoy-41.7%，低于我们此前的预期。从单季度来看，公司 4Q 实现营收 73 亿元，yoy-8.3%，实现净利润 0.94 亿元，同比扭亏为盈，折合 EPS0.03 元，主要是由于营业成本同比下降 15%所致。公司拟每 10 股派发现金红利 0.1 元(含税)，按最新收盘价计算股息率约 0.2%。
- **煤炭业务量增价跌：**报告期内公司实现原煤产量 2947 万吨，yoy+5.48%，商品煤销量 2837 万吨，yoy+11.52%。商品煤综合平均售价（不含税）578.17 元/吨，yoy-18.02%。实现营收 164 亿元，yoy-8.56%，毛利率 42.19%，同比下降 2.81 个百分点，主要是由于煤炭售价下跌导致。
- **电力热力业务增长迅速：**报告期公司电力生产量 159 亿度，yoy+28.2%，售电量 145 亿度，yoy+30.63%，供热 264 万 GJ，yoy+16.3%。实现营收 47.4 亿元，yoy+26.4%，营收大幅增长主要是发电量增加所致。该业务毛利率为 18.01%，同比提升 8.66 个百分点，主要是由于煤价下跌所致。
- **焦炭业务：**报告期内公司实现焦炭产量 446 万吨，yoy+6.95，焦炭销量 439 万吨，yoy+5.02%。实现营收 61.7 亿元，yoy-19.2%，主要是由于焦炭价格同比下跌导致。
- **煤炭价格延续弱势：**2014 年初以来，焦煤和焦炭价格在下游需求低迷的情况下一路走低，根据我们监测的数据来看，吕梁柳林地区焦煤车板含税价格最新报价为 980 元/吨，较年初下降了 16.6%，同比下降 25.2%，平顶山二级冶金焦价格最新报价为 1080 元/吨，较年初下降了 21%，同比下降 30%。因此，公司一季度业绩将继续承压。展望未来，宏观经济增速下降及下游行业景气低迷将继续压制焦煤、焦炭等产品价格。
- **拓展发电业务：**鉴于煤炭行业景气低迷，公司准备继续拓展发电业务，拟出资 13.7 亿元（总投资 54.7 亿元，其余银行贷款）建设古交电厂三期（2*60 万千瓦低热值煤热电项目）工程。该项目预计 2016 年 9 月投产，项目投产后年发电量约 60 亿千瓦时，年供热量 1218 万 GJ。
- **盈利预测：**我们预计公司 2014/2015 年实现净利润 8.5 亿元，9.1 亿元，yoy 分别为-20%和+6.5%，折合 EPS0.27 元和 0.29 元，目前 A 股股价对应的 PE 分别为 19 倍和 18 倍，鉴于煤炭行业景气依然低迷，我们维持中性的投资建议。

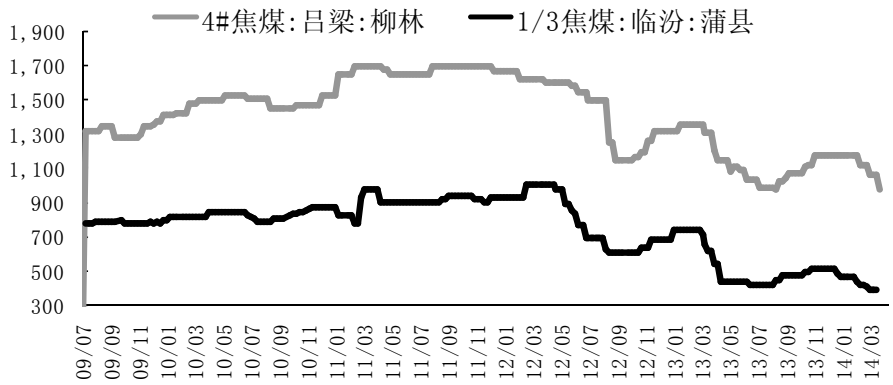
.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014 F	2015 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2815	1810	1065	851	906
同比增减	%	6.47%	-35.70%	-41.17%	-20.14%	6.54%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.893	0.574	0.338	0.270	0.287
同比增减	%	6.47%	-35.70%	-41.19%	-20.14%	6.54%
市盈率(P/E)	X	5.8	9.1	15.5	19.3	18.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.5	0.5	0.01	0.03	0.03
股息率 (Yield)	%	9.58%	9.58%	0.19%	0.57%	0.57%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

图 1：焦煤价格走势图



资料来源：中国煤炭资源网，群益证券整理

图 2：焦炭价格走势图

资料来源：中国煤炭资源网，群益证券整理

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2011	2012	2013	2014 F	2015 F
营业收入	30372	31229	29500	28409	30397
经营成本	21180	22377	21233	20654	21886
营业税金及附加	354	375	376	355	383
销售费用	1231	2249	2661	2415	2736
管理费用	3032	2796	2755	2557	2888
财务费用	441	724	961	923	1003
投资收益	30	46	117	53	20
营业利润	4134	2778	1622	1452	1482
利润总额	4127	2809	1682	1348	1456
所得税	1121	813	408	324	364
少数股东损益	190	185	218	174	186
归属于母公司股东权益	2815	1810	1065	851	906

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	6713	5068	2866	2191	2037
应收帐款净额	4436	3380	2915	2827	2742
存货净额	2602	2010	2555	3066	3373
流动资产合计	16317	15300	12728	12779	13346
长期投资净额	698	1114	1576	1733	1906
固定资产	17432	20983	20714	22785	25064
在建工程	1717	2632	4657	5123	5636
非流动资产合计	22327	29826	33434	33558	36909
资产总计	38643	45126	46162	46337	50255
流动负债合计	14167	16470	18897	19093	19438
长期负债合计	7942	11053	8448	8026	7624
负债合计	22110	27523	27345	27119	27063
少数股东权益	2588	2576	2796	2864	3456
股东权益合计	16533	17603	18817	19218	23193
负债和股东权益总计	38643	45126	46162	46337	50255

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	3882	2719	2488	2239	2463
投资活动产生的现金流量净额	-3104	-3661	-1893	-1514	-1817
筹资活动产生的现金流量净额	-745	-755	-2826	-1400	-800
现金及现金等价物净增加额	33	-1697	-2231	-675	-154

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。