

西山煤电 (000983.SZ)：受益于铁路运输的焦煤龙头，上调至买入

投资机会

我们将西山煤电的评级由中性上调至买入。公司是炼焦煤的龙头企业，截至2013年末拥有可采储量37.15亿吨，受益于2012年底出台的稀缺煤种保护性开采政策；2014年底山西中南部通道即将建成，这将改善公司的煤炭运输条件。根据我们最新的煤价预测，我们将2014/2015/2016年EPS预测下调29%/35%/35%至人民币0.16/0.12/0.14元。盈利预测的下调被我们更高的行业估值系数所抵消，我们基于EV/EBITDA的12个月目标价为人民币7.40元（原为6.52元）。

推动因素

山西中南部铁路即将建成，公司的煤炭运输将会受益。山西中南部铁路西起山西吕梁市兴县，东至山东省日照港，横跨晋豫鲁三省，全长1260公里，预计将于2014年底通车。而西山煤电1500万吨的兴县斜沟煤矿正位于该铁路的起点，预计山西中南部铁路的通车将显著降低公司的煤炭运输成本。

公司的成本控制有所改善，EBITDA/资产在行业中的排序有所提高。2005-2013年公司的EBITDA/资产在行业中位于第3四分位，而2014~2015年提高到第2四分位（比如2014年上半年公司的单位生产成本同比下降了16.7%）。

估值

公司估值高于行业水平。西山煤电2014年EV/EBITDA为10.2倍，与10.0倍行业平均水平大致持平。而从历史上来看，2009年以来西山煤电对行业的平均溢价率为14.4%，2010年新管理层上任以来的平均溢价率为6.6%。

风险

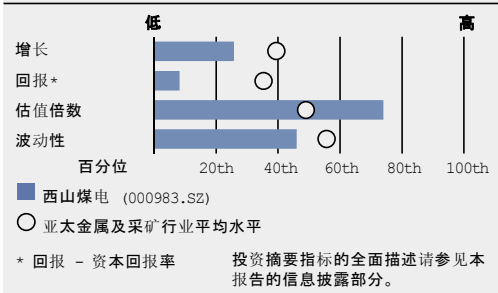
下行风险：钢铁需求疲弱导致炼焦煤价格大幅度回落。

所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

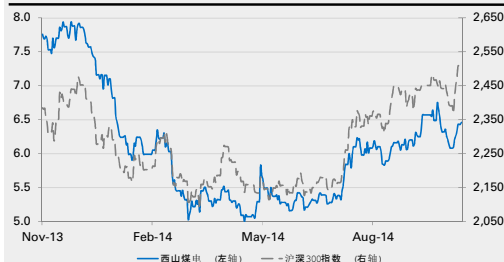
投资摘要



主要数据	当前
股价 (Rmb)	6.46
12个月目标价格 (Rmb)	7.40
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	20,356.8 / 3,327.2
外资持股比例 (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	0.34	0.16	0.12	0.14
每股盈利增长 (%)	(41.7)	(53.6)	(22.9)	15.7
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.34	0.16	0.12	0.14
每股基本盈利 (Rmb)	0.34	0.16	0.12	0.14
市盈率 (X)	29.1	41.5	53.8	46.5
市净率 (X)	1.9	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (X)	8.7	10.2	10.5	10.0
股息收益率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
净资产回报率 (%)	6.8	3.0	2.3	2.6
CROCI (%)	13.2	6.7	6.2	6.1

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	5.9	27.4	(16.8)
相对于沪深300指数	(1.8)	9.5	(21.0)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/03/2014收盘价)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

西山煤电：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	资产负债表 (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入	29,500.1	24,479.9	23,841.9	25,149.0	现金及等价物	2,866.0	2,658.2	3,501.6	4,483.6
主营业务成本	(21,232.5)	(17,563.4)	(17,203.7)	(18,157.9)	应收账款	7,165.4	5,946.0	5,791.1	6,108.5
销售、一般及管理费用	(5,415.3)	(4,773.6)	(4,649.2)	(4,904.1)	存货	2,555.0	2,113.5	2,070.2	2,185.1
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	141.4	141.4	141.4	141.4
其它营业收入/(支出)	(386.0)	(320.3)	(312.0)	(329.1)	流动资产	12,727.8	10,859.1	11,504.2	12,918.6
EBITDA	5,204.2	3,492.4	3,328.9	3,393.2	固定资产净额	25,388.5	25,186.4	24,899.6	24,632.2
折旧和摊销	(2,738.0)	(1,669.9)	(1,651.9)	(1,635.2)	无形资产净额	4,423.3	4,327.5	4,231.8	4,136.1
EBIT	2,466.3	1,822.6	1,677.0	1,757.9	长期投资	1,617.2	1,703.6	1,783.1	1,866.5
利息收入	36.7	20.7	19.2	25.3	其它长期资产	2,005.4	2,005.4	2,005.4	2,005.4
财务费用	(997.8)	(1,123.2)	(1,123.2)	(1,123.2)	资产合计	46,162.2	44,082.1	44,424.3	45,558.9
联营公司	117.0	86.4	79.5	83.4	应付账款	12,343.5	9,623.8	9,426.7	9,949.6
其它	59.5	59.5	59.5	59.5	短期贷款	6,553.7	6,553.7	6,553.7	6,553.7
税前利润	1,681.6	866.0	712.0	802.9	其它流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
所得税	(407.9)	(194.9)	(158.1)	(179.9)	流动负债	18,897.2	16,177.5	15,980.4	16,503.2
少数股东损益	(217.6)	(180.6)	(175.9)	(185.5)	长期贷款	8,328.5	8,328.5	8,328.5	8,328.5
优先股股息前净利润	1,056.2	490.6	378.1	437.5	其它长期负债	119.6	119.6	119.6	119.6
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	8,448.2	8,448.2	8,448.2	8,448.2
非经常性项目前净利润	1,056.2	490.6	378.1	437.5	负债合计	27,345.4	24,625.7	24,428.6	24,951.4
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	1,056.2	490.6	378.1	437.5	普通股权益	16,020.7	16,479.8	16,843.2	17,269.5
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.34	0.16	0.12	0.14	少数股东权益	2,796.0	2,976.6	3,152.5	3,338.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.34	0.16	0.12	0.14	负债及股东权益合计	46,162.2	44,082.1	44,424.3	45,558.9
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.34	0.16	0.12	0.14	每股净资产 (Rmb)	5.08	5.23	5.35	5.48
每股股息 (Rmb)	0.01	0.00	0.00	0.00					
股息支付率 (%)	3.0	3.0	3.0	3.0					
自由现金流收益率 (%)	2.5	(0.8)	3.6	4.2					
增长率和利润率 (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	比率	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入增长率	(5.5)	(17.0)	(2.6)	5.5	CROCI (%)	13.2	6.7	6.2	6.1
EBITDA增长率	(16.6)	(32.9)	(4.7)	1.9	净资产回报率 (%)	6.8	3.0	2.3	2.6
EBIT增长率	(28.6)	(26.1)	(8.0)	4.8	总资产回报率 (%)	2.3	1.1	0.9	1.0
净利润增长率	(41.7)	(53.6)	(22.9)	15.7	平均运用资本回报率 (%)	7.2	4.8	4.4	4.6
每股盈利增长	(41.7)	(53.6)	(22.9)	15.7	存货周转天数	39.2	48.5	44.4	42.8
毛利率	28.0	28.3	27.8	27.8	应收账款周转天数	94.2	97.7	89.8	86.4
EBITDA利润率	17.6	14.3	14.0	13.5	应付账款周转天数	216.9	228.3	202.1	194.7
EBIT利润率	8.4	7.4	7.0	7.0	净负债/股东权益 (%)	63.9	62.8	56.9	50.5
					EBIT利息保障倍数 (X)	2.6	1.7	1.5	1.6
现金流量表 (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	估值	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
优先股股息前净利润	1,056.2	490.6	378.1	437.5	基本市盈率 (X)	29.1	41.5	53.8	46.5
折旧及摊销	2,738.0	1,669.9	1,651.9	1,635.2	市净率 (X)	1.9	1.2	1.2	1.2
少数股东权益	217.6	180.6	175.9	185.5	EV/EBITDA (X)	8.7	10.2	10.5	10.0
运营资本增减	(2,318.8)	(1,058.8)	1.2	90.5	企业价值/总投资现金 (X)	1.0	0.8	0.7	0.7
其它	795.0	(86.4)	(79.5)	(83.4)	股息收益率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
经营活动产生的现金流	2,488.0	1,195.7	2,127.5	2,265.4					
资本开支	(1,653.4)	(1,372.0)	(1,269.4)	(1,272.1)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	17.7	0.0	0.0	0.0					
其它	(257.0)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(1,892.7)	(1,372.0)	(1,269.4)	(1,272.1)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(113.4)	(31.5)	(14.6)	(11.3)					
借款增减	(1,844.9)	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	14.1	0.0	0.0	0.0					
其它	(882.2)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(2,826.5)	(31.5)	(14.6)	(11.3)					
总现金流	(2,231.1)	(207.8)	843.4	982.0					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测