

西山煤电

焦煤价格阶段性企稳回升，维持“买入”评级

焦煤价格阶段性触底回升，预计公司净利润1季度开始环比改善

受煤炭限产政策，粗钢产量增长以及钢厂补库存影响，焦煤价格去年8月份触底，9月份开始出现阶段性企稳回升。公司所在地山西柳林4号主焦煤/古交2号焦煤价格从3季度低点至今分别上涨了55元/吨和30元/吨。由于3、4月是焦煤需求旺季，因此我们认为价格涨幅短期内仍将持续。由于公司利润主要来自于焦煤（2013年煤炭毛利占比86%），因此我们认为公司净利润从1季度开始将出现环比小幅改善。

由于限产政策等影响，下调产量预测

自去年下半年国家出台限产政策，同时对于山西省在建整合矿，部分持过渡矿井采矿证生产的矿井，证照到期后将不允生产，因此我们降低了公司整合矿产量的预期，将公司2014/15/16年煤炭产量假设分别下调7%/5%/5%。

下调盈利预测，预计2015/16年公司净利润仅小幅增长

由于下调了煤炭销量及价格假设，我们将2014/15/16年EPS预测分别从人民币0.42/0.48/0.53下调至0.10/0.12/0.15，下调后的盈利预测与市场一致预期的差异分别为-31%/1%/3%。虽然我们认为煤炭价格出现阶段性企稳回升，但我们预计公司2015/16年盈利增长有限，主要考虑到下游钢铁行业产量增速放缓，以及新增煤炭产能释放，我们对2015/16年的焦煤价格持谨慎态度。

估值：目标价从人民币10.8元下调至9.0元，维持“买入”评级

目标价基于1.68倍市净率和2015年每股净资产预测人民币5.3元。给予“买入”评级，由于3、4月份为焦煤需求旺季，焦煤价格短期有望反弹。

Equities

 中国
采矿业

12个月评级	买入
	保持不变
12个月目标价	Rmb9.00
	之前: Rmb10.80
股价	Rmb7.77
路透代码: 000983.SZ 彭博代码 000983 CH	
交易数据和主要指标	
52周股价波动范围	Rmb9.04-5.00
市值	Rmb24.5十亿/US\$3.92十亿
已发行股本	3,151百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量(千股)	70,794
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb548.7
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb16.3十亿
市净率 (12/14E)	1.5x
净债务 / EBITDA	2.3x
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	0.42 0.10 -76.05 0.22
12/15E	0.48 0.12 -74.08 0.22
12/16E	0.53 0.15 -71.06 0.21

孙旭

分析师

S1460511010013

janet.sun@ubssecurities.com

+86-213-866 8852

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	30,372	31,229	29,500	24,258	23,998	24,203	24,610	25,531
息税前利润(UBS)	4,575	3,456	2,466	1,443	1,529	1,646	1,944	2,601
净利润 (UBS)	2,815	1,810	1,056	314	392	483	702	1,178
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.89	0.57	0.34	0.10	0.12	0.15	0.22	0.37
每股股息 (Rmb)	0.20	0.04	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.04
现金 / (净债务)	(2,275)	(9,473)	(12,016)	(12,369)	(12,820)	(12,747)	(12,029)	(10,487)

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	15.1	11.1	8.4	5.9	6.4	6.8	7.9	10.2
ROIC (EBIT) (%)	28.1	15.7	8.9	4.9	5.0	5.3	6.2	8.3
EV/EBITDA(core)x	10.0	8.1	8.2	6.9	6.4	5.9	5.3	4.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	25.7	25.9	29.1	77.9	62.4	50.7	34.9	20.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(8.5)	(.0)	2.7	(1.3)	(1.7)	0.5	3.1	6.6
净股息收益率(%)	0.9	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2015年01月30日19时26分的股价(Rmb7.77)得出。

投资主题

西山煤电

投资理由

我们认为公司未来的盈利将保持小幅增长的趋势。而盈利增长的驱动因素主要来自于产量的增长，即兴县斜沟矿扩产以及临汾等整合矿区产量的释放。我们预计 2014-16 年焦煤的平均价格将逐年小幅下降；但吨煤成本具有一定的刚性，因此我们预计吨煤净利将逐年小幅下降。但受到季节性和库存周期的影响，考虑到 3、4 月为焦煤需求的旺季，我们预计焦煤价格 3-4 月份将出现小幅反弹。我们 2014-16 的预测 EPS 分别为人民币 0.10/0.12/0.15 元。我们基于 2015 年 1.68 倍的目标市净率得出 9.0 元的目标价。考虑到公司目前的估值水平已处于较低的区间，股价继续下跌的空间有限，且我们对公司中长期的盈利持谨慎乐观的态度，因此给予“买入”评级。

乐观情景

如果 15 年宏观经济增速高于预期，同时煤炭的供需基本面由于政府加强了限产、限制进口等行业支持性政策得以改善，则我们估算公司 15 年预测 EPS 较基准预期将上升 42%至人民币 0.18 元，相应每股估值将升至 11.0 元。

悲观情景

如果 15 年宏观经济增速弱于预期，同时国内煤炭的供应量保持在高位导致供需矛盾进一步突出，则我们估算公司 15 年预测 EPS 较基准预期将下降 42%至人民币 0.07 元，相应每股估值将降至 6.1 元。

近期催化剂

若 2015 年国家继续加强减产或限制进口的政策力度，我们认为这将对行业盈利有积极的推动作用。同时，公司母公司山西焦煤集团煤炭资源储量丰富，存在资产注入的可能，也是股价的催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb9.00

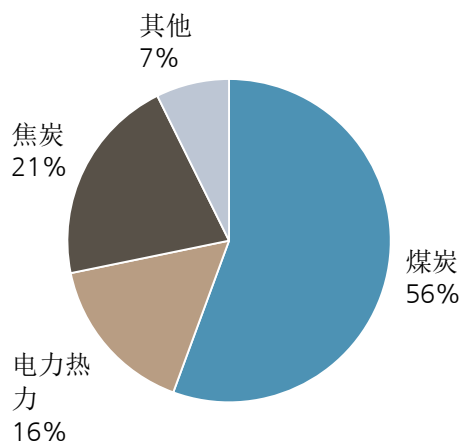
公司简介

西山煤电是国内大型的炼焦煤生产企业之一，业务涵盖煤炭、焦炭、电力等领域，是山西焦煤集团的主要子公司。公司煤炭可采储量达 33.6 亿吨，生产的主要煤种为主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤等炼焦煤。2013 年公司的原煤产量 2947 万吨，商品煤销量为 2837 万吨。

行业展望

我们认为未来几年煤炭仍将主导中国一次能源消费，我们预计长期看煤炭行业将处于结构性供给过剩局面。但在短期内，随着宏观经济回升、需求季节性改善，我们预计煤价将阶段性企稳。

收入按业务划分，2013 年



来源：公司数据

各业务的毛利情况

主营业务毛利	2012	2013	2014E	2015E	2016E
煤炭	7,697	6,546	4,583	4,451	4,616
电力热力	353	859	938	1,072	1,111
焦炭	74	64	185	179	178
其他	352	424	287	254	206
合计	8,477	7,892	5,994	5,957	6,111

来源：公司数据，瑞银证券估算

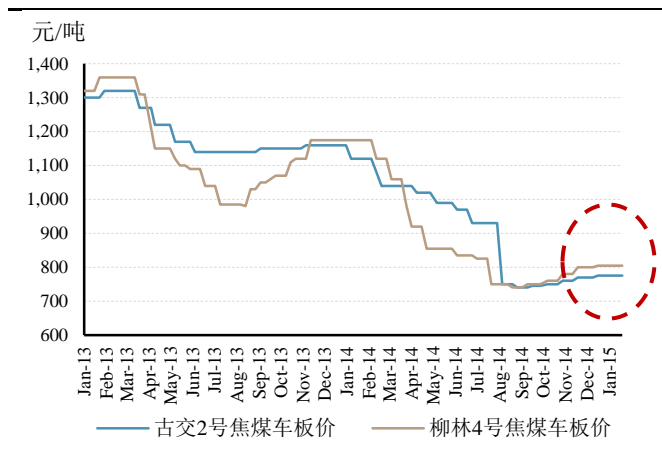
焦煤价格阶段性企稳回升

受国家限产以及限制煤炭进口政策，钢铁产量增加以及钢厂补充原材料库存等因素影响，2014年3季度开始焦煤价格出现阶段性企稳回升（8月触底、9月开始企稳回升），从去年3季度煤价低点至今，公司主要煤矿所在地，山西柳林4号主焦煤/古交2号焦煤价格环比分别累计上涨了55元/吨和30元/吨。

发改委自2014年8月公布了一系列支持煤炭行业的利好政策，例如限制进口煤、要求大型煤炭企业减产以及遏制超能力生产和违规生产等。受限产政策影响，2014年下半年山西省煤炭产量环比小幅下降，2014年下半年山西月均产量为8100万吨，比2013年同期下降1%。我们预计限产政策在2015年将会持续。同时，我们了解到，山西省的在建整合矿，之前持过渡矿井采矿证在进行生产，而其中的大部分过渡矿井采矿证将于2014年年底到期，因此2015年，我们预计山西省在建整合矿的产量将会有所下降。

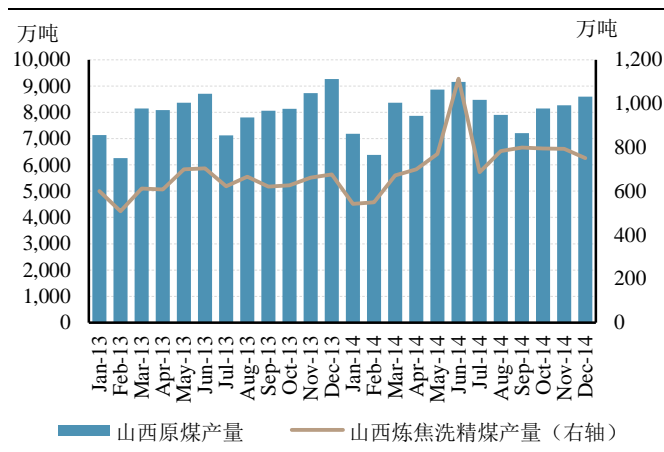
需求端，2014年下半年除了11月份受APEC会议影响钢铁行业产能利用率出现了短暂的下跌，去年下半年大部分时间粗钢产量一直维持在高位，下半年日均粗钢产量为220.6万吨，同比增长5%。同时，由于焦煤价格8月份触底，焦煤的下游用户钢厂和焦化厂开始补充焦煤库存，从8月份的库存低点至今，钢厂焦煤库存上升16%，焦化厂焦煤库存上升37%。我们预计3、4月份钢铁需求旺季到来，粗钢产量将环比上升，同时下游将进一步补库存。

图表 1: 山西焦煤价格（公司所在地）



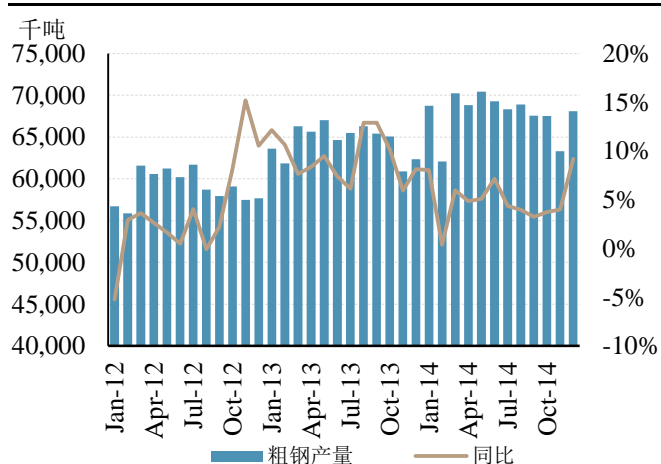
来源: 万得资讯

图表 2: 山西省原煤和炼焦洗精煤产量



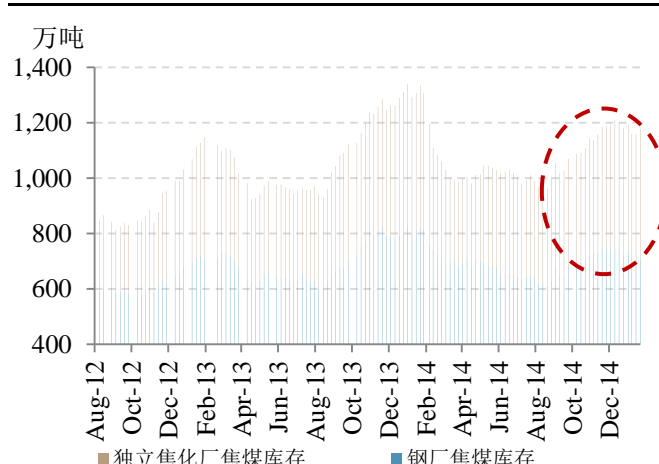
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 3: 粗钢产量及同比增速



来源: 我的钢铁

图表 4: 焦化厂及钢厂焦煤库存

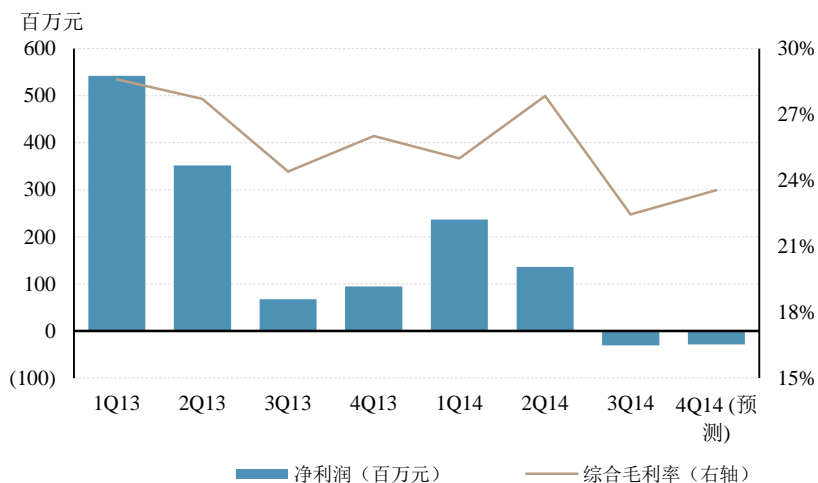


来源: 我的钢铁

预计公司盈利 1 季度环比小幅回升

煤炭业务是公司最主要的盈利来源，2013 年煤炭业务贡献了公司 86% 的毛利。虽然煤炭价格从 4 季度开始出现阶段性企稳回升，但由于公司 4 季度相关费用计提较多，因此我们预计公司 4 季度净亏损 2800 万元，与 3 季度净亏损 3000 万相比基本持平。公司刚刚出了业绩预减公告，预计 2014 年净利润同比下降 70-80%，对应全年净利润为人民币 2.11 亿至 3.17 亿，对应 4 季度净亏损 1.3 亿至净亏损 2600 万。我们预计 1 季度平均焦煤价格将略高于 4 季度，同时 1 季度费用率环比 4 季度将有所下降，因此我们预计 1 季度公司盈利环比将有所回升。

图表 5: 公司净利润及综合毛利率



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

下调公司煤炭产量预测

受下游需求低迷的影响公司 14 年上半年原煤产量为 1369 万吨，同比下降 10.6%，占其全年原煤生产计划 3036 万吨的 45.1%。考虑到 14 年受到限产政策的影响，我们认为公司实际原煤产量可能略低于其计划量，因此我们将 2014 年的原煤产量预测下调至 2810 万吨，占其全年生产计划的 92.6%。

我们同时将 2015/16 年原煤产量预测分别下调 5%/5%，主要考虑到受到山西省限产政策的影响，公司整合矿的产量释放应将会低于原先预期。

图表 6: 原煤产量预测

原煤产量	权益	主要煤种	产能 (万吨)	可采储量 (亿吨)	产量 (万吨)				
					2012	2013	2014E	2015E	2016E
本部四矿	100%	主焦煤、肥煤、瘦煤	1400	10.4	1,137	1,163	1,100	1,150	1,200
兴县斜沟矿	80%	气煤、1/3 焦煤	1500	16.6	1,657	1,635	1,550	1,580	1,580
临汾整合矿	52%	主焦煤、肥煤、1/3 焦煤	480	1.0	140	149	130	140	150
安泽永鑫煤业 (在建矿)	60%	主焦煤、贫瘦煤	700	9.2					
原煤产量合计					2,934	2,947	2,810	2,870	2,930
原煤权益产量					2,535	2,548	2,431	2,486	2,542

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利预测调整

由于我们下调了 14-16 年公司的原煤产量以及煤价假设, 我们将 2014-16 年的盈利预测分别下调了 76%/74%/71%, 我们下调后的盈利预测与市场一致预期的差异分别为-31%/1%/3%。

虽然我们认为焦煤价格阶段性将企稳回升, 但我们对 2015/16 年的焦煤价格仍持谨慎态度, 主要考虑到下游需求, 粗钢产量增速放缓, 而供给端产能仍在增长。因此我们预计公司 2015/16 年盈利仅将小幅增长, 预计净利润分别为 3.92 亿元和 4.83 亿元 (同比分别增长 25%/23%)。

图表 7: 公司主营业务的财务假设

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入 (百万元)					
煤炭	17,941	16,404	12,374	12,185	12,429
电力热力	3,774	4,770	4,554	4,610	4,640
焦炭	7,634	6,165	5,281	5,123	5,074
其他	1,314	1,408	1,500	1,530	1,560
合计	30,663	28,748	23,708	23,448	23,703
主营业务成本 (百万元)					
煤炭	9,868	9,483	7,475	7,422	7,498
电力热力	3,421	3,911	3,615	3,538	3,529
焦炭	7,560	6,101	5,096	4,944	4,896
其他	1,197	1,240	1,367	1,413	1,444
合计	22,046	20,735	17,553	17,317	17,367
主营业务毛利 (百万元)					
煤炭	8,073	6,921	4,899	4,763	4,931
电力热力	353	859	938	1,072	1,111
焦炭	74	64	185	179	178
其他	117	169	133	117	116
合计	8,617	8,013	6,155	6,131	6,336
主营业务毛利率 %					
煤炭	45%	42%	40%	39%	40%
电力热力	9%	18%	21%	23%	24%
焦炭	1%	1%	4%	4%	4%
其他	9%	12%	9%	8%	7%
合计	28%	28%	26%	26%	27%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算。注: 以上为主营业务的假设, 不包括其他业务和营业税等, 因此数据和 p8 的财务表格不一致。

图表 8: 瑞银预测与市场一致预期

(人民币百万)	市场一致预期	瑞银预测(新)	%差异	瑞银预测(旧)	%差异
2014E					
销售收入	24,970	24,258	-3%	25,811	-6%
净利润	455	314	-31%	1,313	-76%
每股盈利	0.14	0.10	-31%	0.42	-76%
2015E					
销售收入	24,765	23,998	-3%	25,737	-7%
净利润	390	392	1%	1,513	-74%
每股盈利	0.12	0.12	1%	0.48	-74%
2016E					
销售收入	26,970	24,203	-10%	26,013	-7%
净利润	467	483	3%	1,667	-71%
每股盈利	0.15	0.15	3%	0.53	-71%

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算。市场一致预期截至 2015 年 1 月 30 日。

估值: 目标价人民币 9.0 元; 维持“买入”评级

由于煤炭行业利润率不断下滑, 我们将估值方法由之前的市盈率法调整为市净率方法。我们选择 2012 年 4 季度至 2014 年 3 季度 (8 个季度) 作为历史基准比较时期, 主要考虑到 2012 年是煤炭供需关系的拐点。这段时期的历史平均 ROE 为 4%, 公司的历史平均市净率为 1.7 倍, 而我们未来 4 年 (2015-18) 的平均预测 ROE 为 3.9%, 与历史基准时期的 ROE 低 2.5%, 因此我们在历史基准时期 1.7 倍平均市净率的基础上给予 2.5% 的折扣得到 1.68 倍的目标市净率。基于 2015 年的每股净资产预测人民币 5.3 元, 得到 9.0 元的目标价。

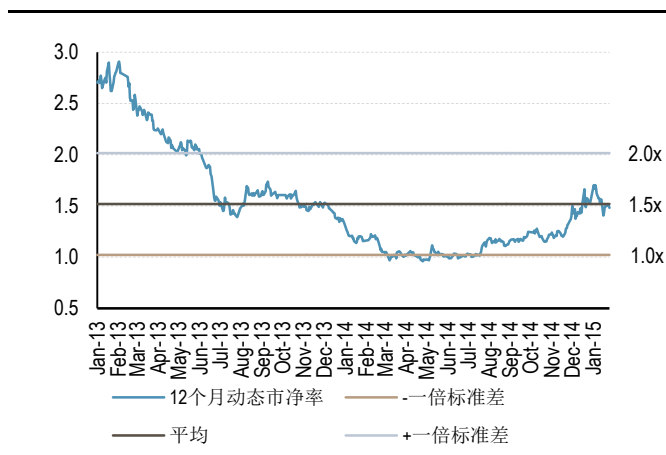
考虑到 3、4 月为焦煤需求的旺季, 我们预计焦煤价格 3-4 月份将出现小幅反弹, 维持“买入”评级。

图表 9: 目标价推导

历史基准时期 (Q412-Q314) 平均 ROE	4%
历史基准时期平均市净率	1.7
平均预测 ROE(2015-2018)	3.9%
折扣	-2.5%
目标市净率	1.68
每股净资产 (2015 年)	5.3
目标价	9.0
评级	买入

来源: 瑞银证券估算

图表 10: 12 个月动态市净率



来源: 彭博, 瑞银证券估算

图表 11: 12 个月动态市盈率



来源: 彭博, 瑞银证券估算

图表 12: A 股重点煤炭公司估值表

公司/指数	股票代码	市值 (人民币 亿元)	收盘价 人民币	市净率(x)		市盈率(x)		股东权益回报率(%)		息税折旧摊销前利润率(%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
中国神华*	601088.SH	3,142	19.05	1.2	1.1	9.8	9.3	12.7	12.4	33.9	34.3
西山煤电*	000983.SZ	245	7.77	1.5	1.5	63.6	51.7	2.4	2.9	25.0	27.0
潞安环能*	601699.SH	242	10.51	1.3	1.2	16.5	15.5	7.9	7.9	31.2	30.1
冀中能源*	000937.SZ	208	7.67	1.0	1.0	15.6	15.5	6.8	6.5	26.4	27.2
中煤能源*	601898.SH	579	6.33	1.0	1.0	74.0	44.1	1.3	2.2	14.5	15.3
兖州煤业*	600188.SH	395	13.34	1.5	1.5	44.6	40.3	3.5	3.8	12.7	13.0
永泰能源	600157.SH	155	4.38	1.4	1.5	33.9	31.8	4.4	4.4	44.6	46.0
盘江股份	600395.SH	183	11.08	2.4	2.3	47.4	32.4	5.1	7.0	25.9	25.9
开滦股份	600997.SH	80	6.51	1.1	1.1	64.3	40.1	1.7	2.7	-	-
国投新集	601918.SH	160	6.16	3.0	4.3	-10.0	-9.8	-29.6	-43.6	1.7	3.2
靖远煤电	000552.SZ	70	9.76	2.2	2.0	19.3	19.3	11.9	10.6	-	-
大有能源	600403.SH	145	6.06	1.5	1.4	66.8	48.5	2.1	2.9	8.2	9.2
山煤国际	600546.SH	103	5.22	1.2	1.2	84.9	63.9	1.5	1.9	4.2	4.5
兰花科创	600123.SH	108	9.42	1.1	1.1	39.8	44.7	2.8	2.5	19.2	18.4
阳泉煤业	600348.SH	209	8.71	1.8	1.6	31.0	25.2	5.1	6.1	12.7	13.1
昊华能源	601101.SH	96	8.03	1.4	1.4	68.9	48.5	1.8	2.7	10.2	12.0
重点 A 股煤炭公司平均				1.5	1.6	45.4	35.4	4.7	5.1	19.3	19.9

来源: 万得资讯, 瑞银证券预测 注: 1) *为瑞银证券估算, 其余公司采用市场一致预期。2) 平均市盈率、股东权益回报率计算已经剔除异常数据。3) 股价和市场一致预期截至 2015 年 1 月 30 日。

西山煤电 (000983.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	30,372	31,229	29,500	24,258	-17.8	23,998	-1.1	24,203	24,610	25,531
毛利	8,839	8,477	7,892	5,994	-24.1	5,957	-0.6	6,111	6,398	7,146
息税折旧摊销前利润(UBS)	7,650	6,695	5,203	5,475	5.2	5,996	9.5	6,538	7,263	8,346
折旧和摊销	(3,075)	(3,239)	(2,736)	(4,032)	47.4	(4,467)	10.8	(4,893)	(5,319)	(5,745)
息税前利润(UBS)	4,575	3,456	2,466	1,443	-41.5	1,529	6.0	1,646	1,944	2,601
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(7)	77	177	45	-74.5	45	0.0	45	45	45
净利息	(441)	(724)	(961)	(1,008)	-4.8	(975)	3.2	(954)	(917)	(848)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	4,127	2,809	1,682	480	-71.5	599	24.8	737	1,072	1,798
税项	(1,121)	(813)	(408)	(118)	71.2	(147)	-24.8	(180)	(263)	(441)
税后利润	3,005	1,995	1,274	362	-71.6	452	24.8	556	809	1,358
优先股股息及少数股权	(190)	(185)	(218)	(48)	77.9	(60)	-24.8	(74)	(107)	(180)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	2,815	1,810	1,056	314	-70.2	392	24.8	483	702	1,178
净利润(UBS)	2,815	1,810	1,056	314	-70.2	392	24.8	483	702	1,178
税率(%)	27.2	29.0	24.3	24.5	1.0	24.5	0.0	24.5	24.5	24.5
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.89	0.57	0.34	0.10	-70.2	0.12	24.8	0.15	0.22	0.37
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.89	0.57	0.34	0.10	-70.2	0.12	24.8	0.15	0.22	0.37
每股收益(UBS, 基本)	0.89	0.57	0.34	0.10	-70.2	0.12	24.8	0.15	0.22	0.37
每股股息净值(Rmb)	0.20	0.04	0.01	0.01	-0.3	0.01	24.8	0.02	0.02	0.04
每股账面价值	4.43	4.77	5.08	5.17	1.8	5.29	2.2	5.43	5.64	5.99
平均股数(稀释后)	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20	0.0	3,151.20	0.0	3,151.20	3,151.20	3,151.20
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	6,713	5,068	2,866	6,631	131.4	6,680	0.7	6,753	6,971	7,813
其他流动资产	9,604	10,232	9,862	9,252	-6.2	9,150	-1.1	9,216	9,351	9,645
流动资产总额	16,317	15,300	12,728	15,883	24.8	15,830	-0.3	15,969	16,322	17,458
有形固定资产净值	19,162	23,627	25,389	26,124	2.9	26,532	1.6	26,525	26,101	25,262
无形固定资产净值	2,024	3,707	4,423	4,656	5.3	5,081	9.1	5,496	5,901	6,295
投资/其他资产	1,141	2,492	3,623	3,623	0.0	3,623	0.0	3,623	3,623	3,623
总资产	38,643	45,126	46,162	50,285	8.9	51,065	1.6	51,613	51,947	52,638
应付账款和其他短期负债	13,055	12,896	12,344	12,018	-2.6	11,877	-1.2	11,908	11,981	12,085
短期债务	1,112	3,574	6,554	6,000	-8.45	5,500	-8.33	5,500	5,000	4,800
流动负债总额	14,167	16,470	18,897	18,018	-4.7	17,377	-3.6	17,408	16,981	16,885
长期债务	7,876	10,968	8,329	13,000	56.1	14,000	7.7	14,000	14,000	13,500
其它长期负债	67	85	120	120	0.0	120	0.0	120	120	120
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	22,110	27,523	27,345	31,137	13.9	31,497	1.2	31,527	31,101	30,504
普通股股东权益	13,945	15,027	16,021	16,304	1.8	16,664	2.2	17,108	17,762	18,869
少数股东权益	2,588	2,576	2,796	2,844	1.7	2,904	2.1	2,978	3,085	3,265
负债和权益总计	38,643	45,126	46,162	50,285	8.9	51,065	1.6	51,613	51,947	52,638
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	2,815	1,810	1,056	314	-70.2	392	24.8	483	702	1,178
折旧和摊销	3,075	3,239	2,736	4,032	47.4	4,467	10.8	4,893	5,319	5,745
营运资本变动净值	3,105	(2,630)	(2,319)	284	-	(38)	-	(36)	(61)	(191)
其他营业性现金流	(5,114)	753	1,013	48	-95.3	60	24.8	74	107	180
经营性现金流	3,882	3,172	2,486	4,679	88.2	4,880	4.3	5,413	6,066	6,912
有形资本支出	(10,060)	(3,194)	(1,643)	(5,000)	-204.3	(5,300)	-6.0	(5,300)	(5,300)	(5,300)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	6,956	(467)	(250)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(3,104)	(3,661)	(1,893)	(5,000)	-164.2	(5,300)	-6.0	(5,300)	(5,300)	(5,300)
已付股息	(1,576)	(630)	(113)	(32)	72.2	(31)	0.3	(39)	(48)	(70)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	373	(5,678)	(868)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	457	5,553	341	4,118	1,108.21	500	-87.86	0	(500)	(700)
融资性现金流	(745)	(755)	(641)	4,086	-	469	-88.5	(39)	(548)	(770)
现金流量中现金的增加(减少)	33	(1,244)	(47)	3,765	-	49	-98.7	73	218	841
外汇/非现金项目	0	(401)	(2,155)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	33	(1,645)	(2,202)	3,765	-	49	-98.7	73	218	841

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

西山煤电 (000983.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	25.7	25.9	29.1	NM	62.4	50.7	34.9	20.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	25.7	25.9	29.1	77.9	62.4	50.7	34.9	20.8
股价/每股现金收益	12.3	9.3	8.1	5.6	5.0	4.6	4.1	3.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(8.5)	(.0)	2.7	(1.3)	(1.7)	0.5	3.1	6.6
净股息收益率(%)	0.9	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5
市净率	5.2	3.1	1.9	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
企业价值/营业收入(核心)	2.5	1.7	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.0	8.1	8.2	6.9	6.4	5.9	5.3	4.6
企业价值/息税前利润(核心)	16.7	15.7	17.3	26.3	25.1	23.5	19.7	14.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	11.5	9.5	10.2	8.5	7.7	7.0	6.1	5.2
企业价值/运营投入资本	4.7	2.5	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	72,391	46,937	30,696	24,485	24,485	24,485	24,485	24,485
净债务 (现金)	2,063	5,874	10,745	12,193	12,595	12,783	12,388	12,388
少数股东权益	2,588	2,576	2,796	2,844	2,904	2,978	3,085	3,265
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	77,042	55,387	44,237	39,522	39,983	40,246	39,957	40,137
非核心资产	(698)	(1,114)	(1,576)	(1,576)	(1,576)	(1,576)	(1,576)	(1,576)
核心企业价值	76,344	54,273	42,661	37,946	38,408	38,670	38,382	38,562
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	79.3	2.8	-5.5	-17.8	-1.1	0.9	1.7	3.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	36.8	-12.5	-22.3	5.2	9.5	9.0	11.1	14.9
息税前利润(UBS)	13.4	-24.5	-28.6	-41.5	6.0	7.6	18.1	33.8
每股收益(UBS 稀释后)	6.5	-35.7	-41.7	-70.2	24.8	23.0	45.5	67.7
每股股息净值	-60.0	-82.0	-72.2	-0.3	24.8	23.0	45.5	67.7
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	29.1	27.1	26.8	24.7	24.8	25.2	26.0	28.0
息税折旧摊销前利润率	25.2	21.4	17.6	22.6	25.0	27.0	29.5	32.7
息税前利润率	15.1	11.1	8.4	5.9	6.4	6.8	7.9	10.2
净利 (UBS) 率	9.3	5.8	3.6	1.3	1.6	2.0	2.9	4.6
ROIC (EBIT)	28.1	15.7	8.9	4.9	5.0	5.3	6.2	8.3
税后投资资本回报率	20.5	11.1	6.8	3.7	3.8	4.0	4.7	6.3
净股东权益回报率(UBS)	21.2	12.5	6.8	1.9	2.4	2.9	4.0	6.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.3	1.4	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7	1.3
净债务/总权益 %	13.8	53.8	63.9	64.6	65.5	63.5	57.7	47.4
净债务/(净债务 + 总权益) %	12.1	35.0	39.0	39.2	39.6	38.8	36.6	32.1
净债务/企业价值	3.0	17.5	28.2	32.6	33.4	33.0	31.3	27.2
资本支出 / 折旧 %	NM	101.3	62.3	126.1	120.7	110.2	101.5	94.0
资本支出/营业收入(%)	NM	10.2	5.6	20.6	22.1	21.9	21.5	20.8
息税前利润/净利息	10.4	4.8	2.6	1.4	1.6	1.7	2.1	3.1
股息保障倍数 (UBS)	4.5	16.0	NM	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	22.4	6.3	3.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	30,372	31,229	29,500	24,258	23,998	24,203	24,610	25,531
总计	30,372	31,229	29,500	24,258	23,998	24,203	24,610	25,531
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	4,575	3,456	2,466	1,443	1,529	1,646	1,944	2,601
总计	4,575	3,456	2,466	1,443	1,529	1,646	1,944	2,601

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+15.8%
预测股息收益率	0.2%
预测股票回报率	+16.0%
市场回报率假设	8.7%
预测超额回报率	+7.3%

风险声明

我们认为投资需求低于预期是炼焦煤行业主要面临的风险之一。焦煤的主要下游行业为钢铁行业，因此如果投资需求低于预期，钢铁行业的产能过剩压制钢材价格，导致钢铁行业深度亏损，这将会对焦煤的价格带来一定压力。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：孙旭。

涉及报告中提及的公司的披露

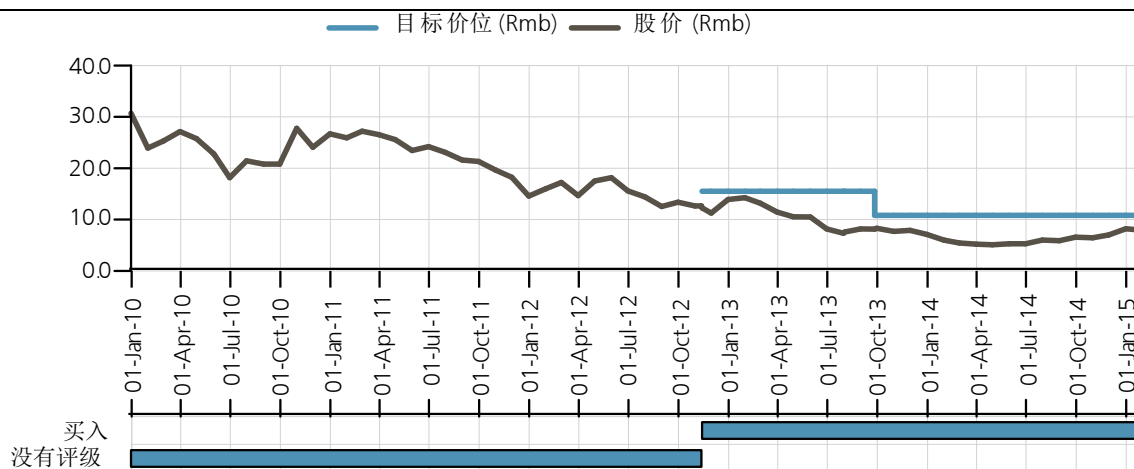
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
西山煤电	000983.SZ	买入	不适用	Rmb7.92	2015 年 01 月 29 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

西山煤电 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 1 月 29 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在下述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India)400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

