

## 西山煤电 (000983.SZ)：股价已经基本反映了正面信息，下调评级至中性

### 调整理由

我们将西山煤电的评级由买入下调至中性，因为股价短期缺乏催化剂而且估值合理；最近该股的领先表现已经将其估值推到与行业基本一致的水平，12个月预期 EV/EBITDA 为 11.5 倍。我们对公司的基本面保持乐观，原因在于公司拥有优质的焦煤资源以及运输成本改善。根据我们下调后的煤价预测，我们将 2014/2015/2016 年 EBITDA 预测下调了 7.4%/5.6%/2.4%；同时，将基于 EV/EBITDA 的 12 个月目标价从人民币 7.40 元下调到人民币 6.71 元。

### 当前看法

**预计新建成的铁路将减少公司的煤炭运输成本：**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，已于 2014 年 12 月 30 日通车。而西山煤电 1500 万吨的兴县斜沟煤矿正位于该铁路的起点。我们认为山西中南部铁路的通车将显著降低公司的煤炭运输成本；我们此前的预测中已经考虑这一因素带来的成本节约。

**我们认为目前股价已经反映了中短期可见的利好：**自从我们于 2014 年 11 月 5 日将西山煤电加入买入名单以来，该股股价上升了 11.4%，同期沪深 300 指数上涨 32.3%（而煤炭行业指数则上涨了 10.5%）。我们认为该股略好于行业主要是缘于运输成本改善，而低于大盘表现主要是由于 2015 年以来煤炭价格的回落。

**公司估值与行业水平基本相当：**西山煤电 12 个月预期 EV/EBITDA 为 11.9 倍，与 11.5 倍的行业平均水平基本相当；而公司历史平均估值约 10.3 倍。我们认为股价缺乏短期催化剂而且目前的估值合理。我们继续采用 EV/EBITDA 的估值方法，继续沿用 5% 的估值溢价，延展我们的估值基础至 2015-16 年均值。

### 主要风险

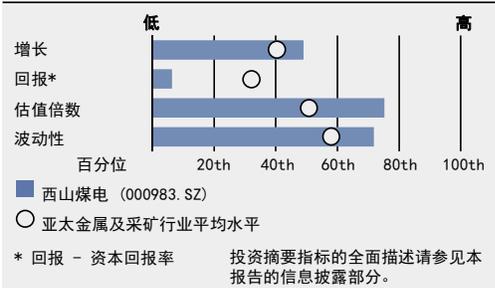
上行风险：公司斜沟煤矿的产量高于预期。下行风险：钢铁需求疲弱导致公司炼焦煤价格大幅回落。

### 所属投资名单

中性

行业评级：中性

### 投资摘要



### 主要数据

	当前
股价 (Rmb)	7.21
12个月目标价格 (Rmb)	6.71
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	22,720.2 / 3,634.0
外资持股比例 (%)	-

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	0.34	0.09	0.08	0.12
每股盈利增长 (%)	(41.7)	(72.8)	(17.3)	60.7
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.34	0.09	0.08	0.12
每股基本盈利 (Rmb)	0.34	0.09	0.08	0.12
市盈率 (X)	29.1	79.2	95.7	59.6
市净率 (X)	1.9	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (X)	8.7	11.8	11.9	11.1
股息收益率 (%)	0.1	0.0	0.0	0.1
净资产回报率 (%)	6.8	1.8	1.4	2.3
CROCI (%)	13.2	6.3	5.9	6.0

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	12.5	15.9	20.4
相对于沪深300指数	(14.9)	(17.3)	(20.0)

资料来源：公司数据，高盛研究预测，FactSet (股价为2/06/2015收盘价)

## 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	24,266.3	23,076.3	24,318.6	现金及等价物	2,866.0	2,566.0	3,230.8	4,143.2
主营业务成本	(21,232.5)	(17,651.7)	(16,780.5)	(17,576.5)	应收账款	7,165.4	5,894.1	5,605.1	5,906.8
销售、一般及管理费用	(5,415.3)	(4,731.9)	(4,499.9)	(4,742.1)	存货	2,555.0	2,124.1	2,019.3	2,115.1
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)	(317.6)	(302.0)	(318.2)	<b>流动资产</b>	<b>12,727.8</b>	<b>10,725.6</b>	<b>10,996.5</b>	<b>12,306.5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,204.2</b>	<b>3,234.3</b>	<b>3,142.9</b>	<b>3,311.6</b>	固定资产净额	25,388.5	25,175.1	24,850.7	24,546.6
折旧和摊销	(2,738.0)	(1,669.2)	(1,648.9)	(1,629.9)	无形资产净额	4,423.3	4,327.5	4,231.8	4,136.1
<b>EBIT</b>	<b>2,466.3</b>	<b>1,565.1</b>	<b>1,494.0</b>	<b>1,681.7</b>	长期投资	1,617.2	1,691.4	1,762.2	1,842.0
利息收入	36.7	20.7	18.6	23.4	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)	<b>资产合计</b>	<b>46,162.2</b>	<b>43,925.1</b>	<b>43,846.7</b>	<b>44,836.6</b>
联营公司	117.0	74.2	70.9	79.8	应付账款	12,343.5	9,672.2	9,194.8	9,631.0
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
<b>税前利润</b>	<b>1,681.6</b>	<b>596.4</b>	<b>519.7</b>	<b>721.1</b>	其它流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
所得税	(407.9)	(130.5)	(112.2)	(160.3)	<b>流动负债</b>	<b>18,897.2</b>	<b>16,225.9</b>	<b>15,748.5</b>	<b>16,184.6</b>
少数股东损益	(217.6)	(179.0)	(170.2)	(179.4)	长期贷款	8,328.5	8,328.5	8,328.5	8,328.5
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>1,056.2</b>	<b>286.8</b>	<b>237.3</b>	<b>381.4</b>	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
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>1,056.2</b>	<b>286.8</b>	<b>237.3</b>	<b>381.4</b>	<b>负债合计</b>	<b>27,345.4</b>	<b>24,674.0</b>	<b>24,196.7</b>	<b>24,632.8</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>1,056.2</b>	<b>286.8</b>	<b>237.3</b>	<b>381.4</b>	<b>普通股权益</b>	<b>16,020.7</b>	<b>16,276.1</b>	<b>16,504.8</b>	<b>16,879.1</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.34	0.09	0.08	0.12	少数股东权益	2,796.0	2,975.0	3,145.3	3,324.6
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.34	0.09	0.08	0.12	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>46,162.2</b>	<b>43,925.1</b>	<b>43,846.7</b>	<b>44,836.6</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.34	0.09	0.08	0.12	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>5.08</b>	<b>5.17</b>	<b>5.24</b>	<b>5.36</b>
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	(1.0)	2.6	3.5					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>比率</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>
主营业务收入增长率	(5.5)	(17.7)	(4.9)	5.4	CROCI (%)	13.2	6.3	5.9	6.0
EBITDA增长率	(16.6)	(37.9)	(2.8)	5.4	净资产回报率(%)	6.8	1.8	1.4	2.3
EBIT增长率	(28.6)	(36.5)	(4.5)	12.6	总资产回报率(%)	2.3	0.6	0.5	0.9
净利润增长率	(41.7)	(72.8)	(17.3)	60.7	平均运用资本回报率(%)	7.2	4.1	3.9	4.5
每股盈利增长	(41.7)	(72.8)	(17.3)	60.7	存货周转天数	39.2	48.4	45.1	42.9
毛利率	28.0	27.3	27.3	27.7	应收账款周转天数	94.2	98.2	90.9	86.4
EBITDA利润率	17.6	13.3	13.6	13.6	应付账款周转天数	216.9	227.6	205.2	195.5
EBIT利润率	8.4	6.4	6.5	6.9	净负债/股东权益(%)	63.9	64.0	59.3	53.2
					EBIT利息保障倍数(X)	2.6	1.4	1.4	1.5
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>估值</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>
优先股股息前净利润	1,056.2	286.8	237.3	381.4	基本市盈率(X)	29.1	79.2	95.7	59.6
折旧及摊销	2,738.0	1,669.2	1,648.9	1,629.9	市净率(X)	1.9	1.4	1.4	1.3
少数股东权益	217.6	179.0	170.2	179.4	EV/EBITDA(X)	8.7	11.8	11.9	11.1
运营资本增减	(2,318.8)	(969.2)	(83.5)	38.7	企业价值/总投资现金(X)	1.0	0.8	0.8	0.7
其它	795.0	(74.2)	(70.9)	(79.8)	股息收益率(%)	0.1	0.0	0.0	0.1
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>2,488.0</b>	<b>1,091.6</b>	<b>1,902.0</b>	<b>2,149.6</b>					
资本开支	(1,653.4)	(1,360.0)	(1,228.7)	(1,230.1)					
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					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,892.7)</b>	<b>(1,360.0)</b>	<b>(1,228.7)</b>	<b>(1,230.1)</b>					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(113.4)	(31.5)	(8.6)	(7.1)					
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					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(2,826.5)</b>	<b>(31.5)</b>	<b>(8.6)</b>	<b>(7.1)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>(2,231.1)</b>	<b>(300.0)</b>	<b>664.8</b>	<b>912.4</b>					

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