

2010年03月31日

李明霞

Limingxia@e-capital.com.cn

目标价(元) 42

公司基本信息

产业别	煤炭
A 股价 (10/03/31)	35.30
深圳成份指数 (10/03/31)	12494.35
股价 12 个月高/低	43.90 / 16.60
总发行股数 (百万)	2424.00
A 股数 (百万)	1132.44
A 市值 (亿元)	399.75
主要股东	山西焦煤集团公司 (54.40%)
每股净值 (元)	4.15
股价/账面净值	8.51
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	7.39 -11.51 115.90

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009-11-02	36.73	持有

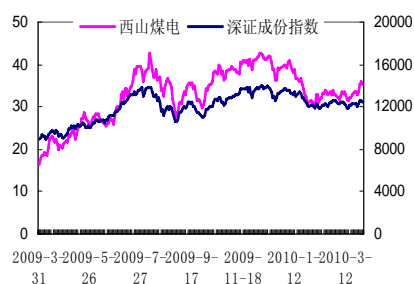
产品组合

炼焦精煤	64.5%
电煤	23.3%
电力及供热	9.9%
其它	2.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	45.10%
一般法人	5.78%
保险公司	1.21%

股价相对大盘走势



西山煤电(000983.SZ)

Buy 买入

2010 年焦煤市场全面复苏

结论与建议:

2010 年斜沟矿达产将使得公司煤炭产量提升近 50%，加之二期项目预计将在 2010 年年底完工，以及煤炭资源整合项目技改完成，公司煤炭产量将提升近五成，保证了公司业绩的高速增长。2010 年焦煤市场需求旺盛，公司已两次上调焦煤销售价格，累积涨幅在 20% 以上，将成本盈利增长的另一来源。我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.692 和 0.767，动态 PE 为 17.3 倍和 15.7 倍，给予公司买入投资建议。

- 公司 09 年实现营业收入 123.37 亿元，yoy 减少 6.93%；实现归属于母公司股东的净利润 22.3 亿元，yoy 减少 24.66%，EPS 为 0.92 元。
- 09 年公司生产原煤 1856 万吨，yoy 增长 14.6%，其中斜沟矿产量约 581 万吨，同比增加 313 万吨，是公司产量增长的主要来源；09 年公司销售商品煤 1780 万吨，yoy 增长 10%，其中焦煤销量约 866 万吨，约占 49%。
- 2010 年兴县斜沟矿井（产能 1500 万吨/年）及配套选煤厂的达产是公司煤炭产量增长主要来源，公司计划原煤产量 2780 万吨，yoy 增长 50%；洗精煤产量 1220 万吨，yoy 增长 22%。斜沟矿二期项目建设也已经展开，计划在 2010 年年底完工，新增产能 1500 万吨。加之公司受益山西省煤炭资源整合，将增加 480 万吨/年生产能力，未来 2-3 年公司煤炭产量将保持高速增长。
- 09 年公司焦煤销售价格商品煤销售均价 608.85 元/吨，yoy 下降 17.7%。但从 09 年下半年开始由于钢铁企业开工率回升，焦煤市场需求回暖，带动焦煤价格的上涨。尤其近期钢材价格不断攀升，使得市场对焦煤需求旺盛，也对焦煤价格构成支撑。公司分别在 2010 年 1 月和 2 月，两次上调焦煤销售价格，焦精煤、肥精煤和瘦精煤较 09 年 8 月低点累积涨幅分别达 21%、25%和 14%。另外，国内动力煤价格较 09 年同期也有较大增长，公司 2010 年签订的电煤合同价涨幅接近 10%，煤价的提高将使得盈利大幅增长。
- 电力产业方面，2010 年下半年古交电厂二期两台 2×60 万千瓦机组将先后投入商业运行；西山热电 MNS 煤泥综合利用工程预计 2010 年 5 月竣工。2010 年公司计划发电量达 52.78 亿度，yoy 增长 11.5%。
- 公司持股 50%的京唐西山焦化公司一期 A、B 两焦化炉投产，2010 年该公司将可形成 420 万吨/年焦炭生产能力；加之西山煤气化焦化二厂一期四座焦炉试生产，公司煤焦化产能大幅提升。2010 年焦化行业景气有所复苏，焦炭及化工产品价格同比均有较大提升，焦化业务亏损局面将逐步得到扭转。
- 我们预计 2010、2011 年公司实现净利润分别为 50.72 亿元和 55.8 亿元，同比分别增长 127.5%和 10%，EPS 分别为 2.093 和 2.302，动态 PE 为 16.9 倍和 15.3 倍，给予公司买入投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1286	2959	2230	5072	5580
同比增减	%	32.01%	130.06%	-24.66%	127.49%	10.01%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.061	1.221	0.920	2.093	2.302
同比增减	%	32.01%	15.03%	-24.66%	127.49%	10.01%
A 股市盈率(P/E)	X	33.3	28.9	38.4	16.9	15.3

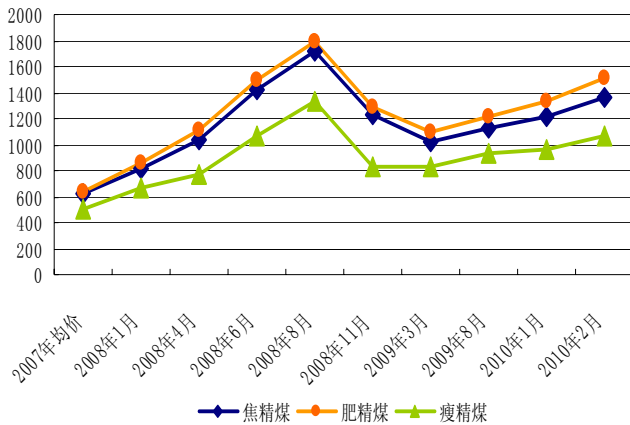
股利 (DPS)	RMB 元	0.45	1.42	0.5	1	1
股息率 (Yield)	%	1.27%	4.02%	1.42%	2.83%	2.83%

表 1: 公司主要经营资料列表

主要经营数据	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年计划	09 年较 08 年同比增速	10 年较 09 年同比增速
原煤 (万吨)	1612	1619	1856	2780	14.61%	49.78%
电力 (亿度)	42.86	48.4	47.32	52.78	-2.19%	11.54%
商品煤销量	1640	1617	1780	2650	10.04%	48.88%
其中: 焦精煤	206	241	249		3.02%	
肥精煤	371	389	407		4.82%	
瘦精煤	222	235	210		-10.63%	
电精煤	85	148	138		-6.54%	
原煤	578	457	631		38.09%	
洗混煤	171	146	144		-1.36%	
电力 (亿度)	42.86	43.54	42.57		-2.23%	
供热 (万 GJ)	167	185	184		-0.65%	
商品煤综合售价	405	740	609		-17.70%	
焦精煤	629	1182	947		-19.95%	
肥精煤	633	1183	992		-16.20%	
瘦精煤	505	849	743		-12.47%	
电精煤	369	469	508		8.30%	
原煤	211	317	290		-8.44%	
洗混煤	191	254	239		-5.83%	

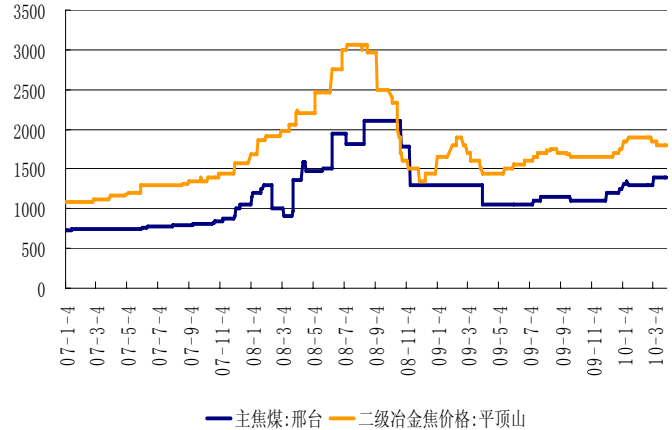
资料来源: 公司公告、群益证券整理

图 1: 公司焦煤合同价格变化



资料来源: 公司公告、群益证券整理

图 2 中国主煤和焦炭市场价格走势



资料来源: 公司公告、群益证券整理

预期报酬 (Expected Return: ER) 为准, 说明如下:

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

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	7803	13255	12337	24279	30940
经营成本	4374	7057	7026	13567	18697
营业税金及附加	3346	6008	5104	9984	11315
销售费用	458	384	454	534	698
管理费用	918	1475	1414	2122	2641
财务费用	114	106	115	127	168
投资收益	14	-42	-119	24	24
营业利润	1861	3994	2996	7225	7832
利润总额	1849	3977	3073	7223	7830
所得税	512	992	777	1878	2036
净利润	1337	2985	2296	5345	5794
少数股东损益	50	26	66	273	214
归属于母公司所有者的净利润	1286	2959	2230	5072	5580

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	2114	3056	5459	7486	10101
应收票据	1190	2900	1933	2378	2465
存货	360	444	324	422	562
流动资产合计	4325	7984	11042	13414	16401
长期股权投资	485	811	1893	1015	1015
固定资产	5292	5276	6539	8725	10210
在建工程	1380	0	299	865	1096
非流动资产合计	7410	8572	12228	13925	14873
资产总计	11735	16556	23270	27339	31274
流动负债合计	2836	4575	5766	6069	7610
非流动负债合计	2498	2173	6188	6390	5979
负债合计	5334	6748	11954	12459	13589
少数股东权益	501	1109	1254	1825	2101
股东权益合计	6402	9808	11316	14880	17685
负债及股东权益合计	11735	16556	23270	27339	31274

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	2083	3128	3055	5503	6990
投资活动产生的现金流量净额	-903	-2327	-5021	-3120	-2810
筹资活动产生的现金流量净额	-270	140	4369	-356	-570
现金及现金等价物净增加额	910	942	2403	2027	3610

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益证券(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。此份报告内容之数据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。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹞翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Liuhui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料