

西山煤電 (000983.SZ)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	強力買進
	000983.SZ 目標價: 49.5 RMB
H 股	

基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價		33.72
股票代碼		000983.SZ
日成交量		135105
52周最高價/最低價		12.25/43.9
發行股數(百萬股)		1132.45
其中: 流通股(百萬股)		1132.45
第一大股東	山西焦煤集團有限責任公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
000983.SZ	-4%	6%	-20%	159%
399106.SZ	4%	5%	-1%	78%

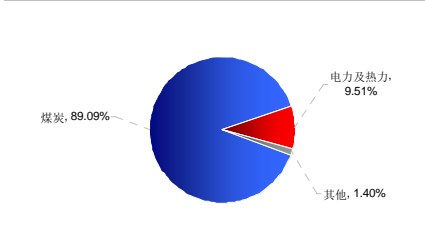
資料來源: 元富上海

股價相對大盤表現



資料來源: 元富上海

產品主結構



資料來源: 元富上海

元富上海代表處

分析師: 張恩武

電郵: zew4801.sh@masterlink-cn.com

再度上調產品價格，上調評級至強力買進

- **公司年內再度上調煤炭價格**: 公司擬從2010年2月1日起上調部分產品價格。其中，公司焦精煤車板含稅價由1,215元/噸上調至1,365元/噸；肥精煤車板含稅價由1,330元/噸上調至1510元/噸；瘦精煤車板含稅價由960元/噸上調至1,060元/噸；電精煤車板含稅價由600元/噸上調至660元/噸；5,300大卡混煤車板含稅價由480元/噸上調至530元/噸。
- **上調幅度以及時間上均超出預期**: 公司在一月份上調產品價格後，二月份再度上調產品價且此次上調的幅度甚至高於前一次，達到100-180元/噸，無論是時間上還是幅度上都超出我們預期。公司焦精煤、肥精煤價格兩次上調的幅度分別為240元/噸、300元/噸。從去年十二月至今，國內主要城市焦炭價格漲幅在200元/噸左右。下遊行業受到擠壓，我們認為，短期內公司焦煤價格繼續上調可能不大。
- **此次調價影響2010年EPS0.52元**: 此次焦精煤、肥精煤平均上調幅度160元/噸左右；電精煤、混煤平均上調幅度50元/噸左右。假設2010年自產焦精煤、肥精煤銷量在950萬噸、電精煤、混煤1,000萬噸，扣除增值稅、營業稅金以及附加、所得稅，增加淨利潤在12.6億元，影響EPS在0.52元。
- **上調公司EPS至2.25元，上調評級至強力買進**: 我們此前預測中已經部分考慮煤炭價格上漲的影響。此外，公司自2010年1月起將安全費用計提標準由30元/噸上調至40元/噸，綜合兩者考慮，我們將公司2010年EPS由此前1.88元上調至2.25元。目前公司股價33.72元，元富給予公司2010年22倍PE，公司合理價在49.5元，上調公司評級至強力買進。

主要財務分析

單位: 百萬元

	2007	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	7,803	13,255	12,512	22,636	27,209
年增率(%)	11.83%	69.87%	-5.60%	80.91%	20.20%
主營業務利潤	1,584	4,717	3,487	7,282	9,029
年增率(%)	10.30%	197.74%	-26.08%	108.85%	23.99%
淨利潤	1,051	3,489	2,620	5,443	6,748
年增率(%)	9.04%	231.86%	-24.91%	107.72%	23.98%
每股收益	0.87	1.44	1.08	2.25	2.78
市盈率(倍)	73.16	8.10	31.19	15.02	12.11
市淨率(倍)	12.02	2.71	6.78	4.65	3.34
股價/經營現金	86.03	30.94	249.29	52.91	20.24
ROA(%)	9.32%	20.20%	11.91%	19.23%	18.76%
ROE(%)	17.08%	33.89%	22.21%	31.43%	28.10%
現金股利率	0.69%	2.07%	1.33%	1.96%	2.37%

資料來源: 元富上海

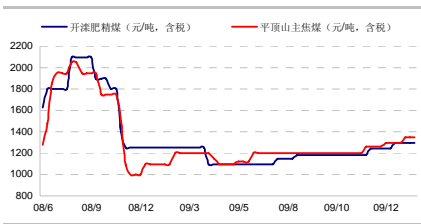


公司年內再度上調煤炭價格，主要產品價格上調幅度100-180元/噸

近日，公司發佈產品調價公告：公司擬從2010年2月1日起上調部分產品價格。其中，公司焦精煤車板含稅價由1,215元/噸上調至1,365元/噸；肥精煤車板含稅價由1,330元/噸上調至1,510元/噸；瘦精煤車板含稅價由960元/噸上調至1,060元/噸；電精煤車板含稅價由600元/噸上調至660元/噸；5,300大卡混煤車板含稅價由480元/噸上調至530元/噸。

公司年內第二次上調焦煤價格，上調幅度以及時間上均超出市場預期

開灤、平頂山焦煤價格變化



資料來源：元富上海

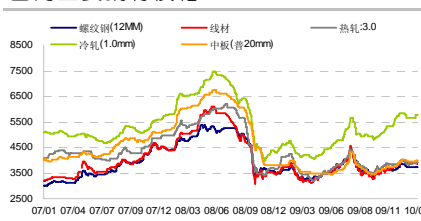
2009年12月中旬，公司發佈公告，自2010年1月1日起上調部分產品價格。其中，公司焦精煤車板含稅價由1,125元/噸上調至1,215元/噸；肥精煤車板含稅價由1,210元/噸上調至1330元/噸；瘦精煤車板含稅價由900元/噸上調至960元/噸。

元富認為，公司在一月份已經大幅上調焦煤價格的基礎上，二月份再度上調產品價格，且此次上調的幅度甚至高於前一次，無論是在幅度上還是在時間上，都超出我們預期。公司兩次價格調整的時間不到兩個月，意味著前一次調整後的價格執行期僅為一個月。我們認為，公司此次上調產品價格一方面是自上次調價後，動力煤供應不足全國範圍內搶運電煤使焦煤運輸受阻，市場上焦煤供應緊張，價格上漲；另一方面，公司作為國內焦煤行業的龍頭企業，率先上調焦煤價格，體現了公司在行業內領導者的地位。

從幅度上看，自去年年底來，一個多月時間內各地主焦煤、肥精煤有50-100元/噸的上漲，其中開灤肥精煤含稅價由十二月中旬的1,240元/噸上漲至1,300元/噸，平頂山主焦煤同期價格由1,260元/噸上漲至1350元/噸。進口焦煤方面，澳洲主焦煤秦皇島到岸價同期的上漲幅度在100元/噸以上，至1,500元/噸。此次調價公司焦精煤上調150元/噸，肥精煤上調180元/噸，瘦精煤上調100元/噸，漲幅高於其他廠商以及市場主流價格。從絕對值看，2008、2009年公司焦煤價格相對於市場價往往有一定的折價，而調整後公司焦煤價格已經高於當地市場價格，顯示出公司利用行業主導者地位在下游需求旺季來臨前對焦煤價格進行一次到位的調整。

全球以及國內焦煤供需仍緊張

國內主要鋼材價格



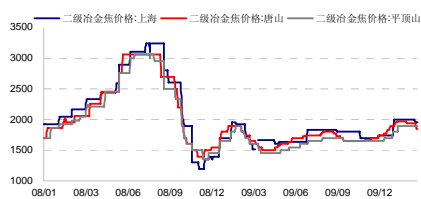
資料來源：元富上海

元富認為，目前國內以及全球的焦煤供需仍然緊張。國際市場上，目前全球煉焦煤出口主要集中於澳大利亞，占全球焦煤出口量的60%，而澳大利亞鐵路運輸的瓶頸以及產能的擴張速度決定2010年全球焦煤供應難以大幅增長。而亞太地區主要鋼鐵生產地中日本、韓國、臺灣等基本上沒有煉焦煤的自給能力，主要依賴進口焦煤。2009年中國焦煤進口量達到3,000萬噸以上，彌補了日、韓等國受金融危機衝擊而減少的焦煤需求。2010年，隨著全球經濟的復蘇，主要國家鋼鐵行業產能利用率達到70%的水準，而中國焦煤進口仍維持高位，導致焦煤供應緊張。



高企焦煤價格考驗下游承受能力，預計公司焦煤價格短期內繼續上調可能不大

國內主要城市焦炭價格

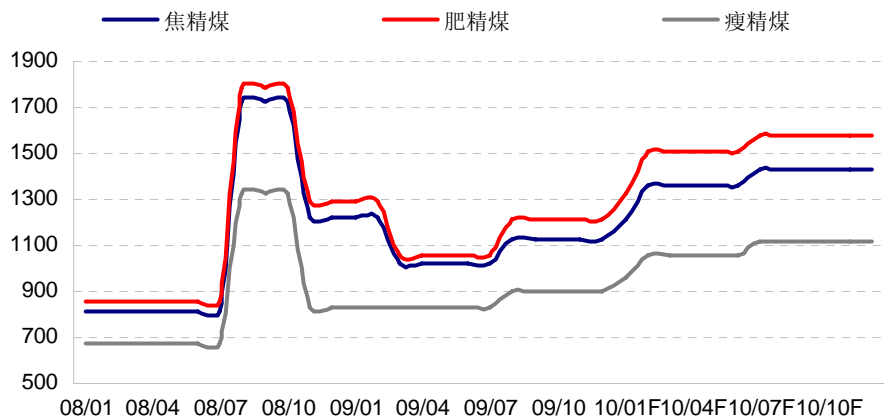


資料來源：元富上海

國內焦煤供應方面，山西、河南是國內焦煤最主要的兩個主產省份。2009年山西對中小煤礦的整合導致小煤礦產量下降一半以上，目前山西小煤礦正處於技改後的複產階段，大規模的複產還需在下半年後。而河南省正借鑒山西經驗進行整頓，受影響的煤炭產量在5,000萬噸以上。此外，各地小煤礦經過整頓後，行業集中度迅速提升，煤炭企業價格談判能力增強，也使得焦煤價格易漲難跌。

儘管2010年國內焦煤供應緊張，焦煤價格整體呈上漲趨勢，但我們認為目前公司焦煤價格已經處於階段性高點，短期內價格不太可能繼續上調。首先，自十二月、一月份全國範圍內降溫以及電煤搶運使得運輸受阻以及運輸成本的增加對本輪焦煤價格上漲產生的刺激作用不可忽視。隨著春節過後天氣的轉暖，電煤庫存恢復，運輸瓶頸得到緩解，公路運輸成本也將下降。其次，自去年12月份以來，在焦煤價格上漲的同時，下游焦炭、鋼鐵價格並未跟隨上漲，繼續上調焦煤價格將考驗下游行業的承受能力。公司焦精煤、肥精煤價格兩次上調的幅度分別為240元/噸、300元/噸。按照1噸焦炭需1.2-1.3噸焦煤，焦炭價格需上漲300元/噸以上才能抵消成本漲幅。從去年12月至今，國內主要城市焦炭價格漲幅在200元/噸左右。由於成本高企，山西省焦化協會將二月份焦炭限產幅度提升至60%。

公司焦煤價格



資料來源：元富上海

此次價格上調影響公司EPS0.52元

2009年公司焦煤銷量預計在900萬噸左右，其中焦精煤、肥精煤、瘦精煤分別在300萬噸、400萬噸、200萬噸左右。2010年公司興縣項目將新增1,000萬噸的煤炭產能，配套洗煤廠也將同步建成。屆時可以洗出300萬噸焦煤，其餘大約1,000萬噸作為動力煤銷售。此次調價對公司淨利潤而言，由於公司瘦精煤是採購母公司煤炭進行洗選，公司上調瘦精煤價格後母公司原煤價格也會相應上調，公司只收取一定的加工費。此外，公司焦精煤中大約有30萬噸為港口購買配煤，銷售價格上調亦不能增加收益。剔除代為加工部分，此次調價對公司2010



年淨利能產生貢獻的焦煤部分在950萬噸左右。不同於以往，此次調價除焦煤價格上調外，電精煤、混煤價格亦跟隨上調，涉及銷量預計在1000萬噸左右。

此次焦精煤、肥精煤上調幅度為150元/噸、180元/噸，平均上調幅度在160元/噸左右；電精煤、混煤分別上調60元/噸、50元/噸，平均上調幅度在50元/噸左右。假設2010年自產焦精煤、肥精煤銷量在950萬噸、電精煤、混煤1,000萬噸，扣除17%增值稅，2%營業稅金以及附加，25%的所得稅，增加2010年淨利潤在12.6億元左右，影響EPS在0.52元。

**上調公司EPS至2.25元，上調評級至
強力買進**

此次公司煤炭價格的上調增厚公司2010年EPS達到0.52元，但我們此前預測中已經部分考慮煤炭價格上漲的影響。此外，公司自2010年1月起將安全費用計提標準，由30元/噸上調至40元/噸，綜合兩者考慮，我們將公司2010年EPS由此前1.88元上調至2.25元。目前公司股價33.72元，元富給予公司2010年22倍PE，公司合理價在49.5元，上調公司評級至強力買進。



損益表

百萬元

	1Q9	2Q09	3Q09	4Q09F	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
營業收入	2,993	2,781	3,191	3,548	5,332	5,595	5,781	5,928	13,255	12,512	22,636	27,209
營業成本	1,450	1,779	1,811	1,965	2,825	2,958	3,015	3,147	6,432	7,005	11,945	14,260
營業毛利	1,542	1,002	1,380	1,583	2,507	2,637	2,766	2,781	6,823	5,507	10,691	12,949
營業費用	338	450	555	678	763	770	794	1,082	2,107	2,021	3,409	3,920
營業利潤	1,204	552	826	905	1,744	1,867	1,972	1,699	4,717	3,487	7,282	9,029
營業外收入	33	4	3	8	2	3	2	14	-38	48	21	38
營業外支出	2	8	4	5	5	4	6	8	20	19	23	36
利潤總額	1,235	549	825	908	1,741	1,866	1,968	1,705	4,658	3,516	7,280	9,031
所得稅	275	170	194	200	420	455	460	420	1,125	839	1,755	2,160
少數股東損益	36	0	9	11	15	22	20	25	43	57	82	123
歸屬母公司淨利潤	924	378	622	697	1,306	1,389	1,488	1,260	3,489	2,620	5,443	6,748
每股收益	0.38	0.16	0.26	0.29	0.54	0.57	0.61	0.52	1.44	1.08	2.25	2.78
QoQ/YoY(%)	1Q9	2Q09	3Q09	4Q09F	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
營業收入	(16.87)	(7.06)	14.74	11.17	50.30	4.93	3.32	2.54	69.87	(5.60)	80.91	20.20
營業利潤	9.81	(54.14)	49.50	9.56	92.81	7.05	5.62	(13.84)	197.74	(26.08)	108.85	23.99
利潤總額	18.14	(55.58)	50	10.06	92	7.18	5	(13.36)	193.76	(24.52)	107.06	24.05
歸屬母公司淨利潤	12.65	(59.12)	65	11.98	88	6.36	7	(15.32)	231.86	(24.91)	107.72	23.98
各項比率	1Q9	2Q09	3Q09	4Q09F	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
毛利率	51.54	36.04	43.25	44.61	47.02	47.13	47.85	46.91	51.48	44.01	47.23	47.59
營業利潤率	40.24	19.86	25.87	25.50	32.71	33.37	34.11	28.66	35.58	27.87	32.17	33.18
總利潤率	41.28	19.73	25.84	25.58	32.65	33.35	34.04	28.76	35.14	28.10	32.16	33.19
歸屬母公司淨利率	30.88	13.58	19.49	19.63	24.49	24.83	25.74	21.26	26.33	20.94	24.05	24.80

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	3,056	3,383	4,928	8,967
短期投資	0	0	0	0
應收帳款	3,498	2,720	4,271	4,319
存貨	444	419	683	792
其他流動資產	948	2,690	2,350	2,550
流動資產	7,946	9,213	12,232	16,628
長期投資	811	2,061	3,161	4,111
固定資產	6,235	8,390	10,390	12,390
其他資產	2,494	2,814	2,948	3,490
總資產	17,486	22,478	28,731	36,619
短期借款	96	680	120	150
應付帳款	1,724	1,592	2,389	2,852
其他流動負債	2,769	4,810	3,958	3,105
流動負債	4,590	7,082	6,467	6,107
長期負債	2,105	3,265	4,595	5,965
其他長期負債	367	80	93	100
總負債	7,061	10,426	11,154	12,171
普通股股本	2,424	2,424	2,424	2,424
資本公積金	925	925	925	925
累計留存收益	5,951	7,522	12,965	19,713
少數股權	1,125	1,181	1,263	1,386
股東權益	10,425	12,052	17,577	24,448

資料來源：元富上海

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
淨利潤	3,534	2,620	5,443	6,748
折舊與攤銷	624	720	1,050	1,230
投資收入	42	(5)	(10)	(15)
營運資金變化	(1,181)	763	(838)	552
其他	80	54	60	65
來自營運之現金流量	3,100	4,152	5,705	8,580
資本支出	1,956	2,875	3,050	3,230
長投增減	0	0	0	0
其他	(371)	(1,272)	(1,125)	(975)
來自投資之現金流量	(2,327)	(4,147)	(4,175)	(4,205)
自由現金流量	773	6	1,530	4,375
借款增(減)	726	1,444	1,670	1,756
現金股利支出	586	1,050	1,580	2,010
其他	0	72	75	83
來自融資之現金流量	140	322	15	(337)
匯率調整	0	0	0	0
本期產生之現金流量	914	328	1,545	4,038
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31				
ROA(%)	20.20%	11.91%	19.23%	18.76%
ROE(%)	33.89%	22.21%	31.43%	28.10%
ROCE(%)	78.01%	47.06%	78.72%	81.91%

公司評級

定義

產業評級

定義

免責宣言

強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 30-50%	中性	行業符合行業指數	
區間買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 10-30%	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 10%內			
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 10%			