

1季度为业绩洼地，生产全面恢复 不改10年高增长

——西山煤电（000983）年报点评

2010年4月23日

强烈推荐/维持

西山煤电

财报点评

谭可

煤炭行业分析师

tanke@dxzq.net.cn

010-66507317

SAC 执业证书编号：S1480209100080

事件：公司公布1季报，收入342,265万元，同比增长14.37%；净利润86,339万元，同比增长16.61%。每股收益0.356元，低于我们和市场预期。

公司分季度财务指标

指标	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入（百万元）	4360.81	3600.04	2992.59	2781.24	3191.17	3372.04	3422.66
增长率（%）	116.85%	71.60%	29.20%	-6.60%	-26.82%	-6.33%	14.37%
毛利率（%）	56.72%	39.22%	51.54%	36.04%	43.25%	41.12%	46.56%
期间费用率（%）	10.57%	25.25%	9.56%	14.26%	15.71%	23.69%	10.74%
营业利润率（%）	45.18%	10.38%	40.24%	19.86%	25.87%	12.28%	34.28%
净利润（百万元）	1468.53	279.93	740.44	378.16	631.06	326.42	863.39
增长率（%）	553.66%	8.43%	53.57%	-49.90%	-57.03%	16.61%	16.61%
每股盈利（季度，元）	0.592	0.120	0.306	0.156	0.257	0.126	0.356
资产负债率（%）	43.03%	40.76%	38.54%	38.92%	40.91%	51.37%	51.26%
存货周转率（%）	16.59%	2.85%	8.43%	3.56%	5.53%	2.88%	7.04%
应收帐款周转率（%）	9.45%	1.69%	5.18%	2.18%	3.27%	1.40%	3.43%

评论：

积极因素：

- 公司一季度两次提价，第一次提价仅执行一个月，即迎来二次提价，两次提价后，焦精煤车板含税价由1125元/吨上调至1365元/吨；肥精煤车板含税价由1210元/吨上调至1510元/吨；瘦精煤车板含税价由900元/吨上调至1060元/吨；涨幅均在20-25%之间。电精煤车板含税价由600元/吨上调至660元/吨；5300大卡混煤车板含税价由480元/吨上调至530元/吨。两次提价共提升公司10年每股收益0.5元。

消极因素：

- 1季报大幅低于预期。通过与公司沟通，主要是兴县项目低于预期，原因如下：一是气候因素，今年1季度较往年明显低温且冰雪较多，导致在建工程完工期有所滞后，特别是公司兴县项目原定于09年年末全面完工，受气候影响推延至1季度末才完工；二是技术因素，公司兴县一个工作面液压支架1季度出现坍塌

塌现象，虽未出现人员伤亡，但支架需全面更新，费时至少1个月时间，因此1季度兴县产出不到百万吨，严重低于预期；三是王家岭矿难也导致省内各大集团下属矿井紧扣安全，生产力度也有所减弱。

业务展望：

- 公司10年增长依然是在兴县项目。据我们了解，目前液压支架更新已基本完成，且随着气候回暖，未来将全面恢复正常生产，全年生产计划仍有望完成。出于审慎，我们还是下调了兴县项目产出至1200万吨，依然按照18%的精煤洗出率，10%为矸石，其余配成5000大卡的动力煤。此外，预计2011年兴县13号煤一个工作面完成，年产能将达到700万吨左右，由于13号为下组煤，煤种主要为贫瘦煤，届时将提高精煤洗出率至30%。
- 公司已两次上调10年精煤价格，目前下游钢铁价格飙升，且旺季来临需求拉动，价格有支撑且向上仍有空间；10年开始，公司所有煤种全部入洗，无原煤销售，估算洗混煤综合不含税价格为314元/吨。

盈利预测

鉴于兴县项目进度低于预期，我们相应下调公司10-11年每股收益至1.74-2.26元。

投资建议

当前钢价持续上涨、需求渐入旺季，公司作为炼焦煤龙头将首先受益煤价上涨预期，且自身成长性居炼焦煤企业之首，目前虽估值并无明显优势，但1季度为公司的业绩洼地，其后将逐季改善且未来仍有煤价上调可能，给市场不断向好的预期，因此仍然维持公司“强烈推荐”评级。

表 1：公司盈利预测

万元	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万元）	13,254.91	12,337.03	17,730.33	20,935.20
主营收入增长率	69.87%	-6.92%	52.51%	18.08%
EBITDA（百万元）	5,403.65	4,095.17	6,876.39	9,401.56
EBITDA 增长率	138.64%	-24.21%	75.04%	36.72%
净利润（百万元）	3,489.43	2,229.67	4,218.20	6,057.60
净利润增长率	231.86%	-36.10%	90.80%	43.61%
ROE	37.52%	22.16%	34.54%	37.65%
EPS（元）	1.44	0.92	1.74	2.26

资料来源：东兴证券

分析师简介

谭可

英国 Durham 大学金融与投资硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。