

# 西山煤电：中期业绩低于预期

## 2010年中报点评

### 报告关键点：

- 📖 中报低于预期
- 📖 下半年有望实现产量增加和价格下降的对冲
- 📖 维持“增持-A”投资评级

### 报告摘要：

- 西山煤电公布了2010年中期业绩，报告期内，公司共实现营业收入90.34亿元，同比增长56.48%；实现营业利润23.81亿元，同比增长35.6%；实现归属于上市公司股东的净利润17亿元，同比增长30.89%；2010年上半年的每股收益为0.54元，公司上半年的业绩低于我们预期的0.62元。
- 业绩增长的主要原因在于煤炭销量和价格的增长，报告期内，公司共实现商品煤的销售926.99万吨，同比增长14.23%；其中，原煤和洗混煤的销量增幅都在30%左右。2010年上半年公司商品煤的销售均价为716.18元/吨（不含税），同比增长13.5%，其中焦精煤的价格为1166元/吨，同比增长25.65%；肥精煤的价格为1263元/吨，同比增长31.97%，煤炭价格和销量的增长是公司2010年中期净利润增长的主要动力。
- 上半年业绩低于预期的原因来自于两个方面，1、兴县矿区的煤炭产量为450万吨，低于前期600万吨的预计，主要的原因在于前期生产方面存在一定的障碍，预计下半年会恢复正常；2、公司的焦炭业务出现了增收不增利的状况，2010年上半年，焦炭业务收入为13.8亿元，但是成本却达到了13.9亿元，毛利为负。上述两个原因造成了公司利润增幅小于收入增幅。
- 下半年公司有望实现煤炭产量上升和煤炭价格下降的对冲，2010年下半年兴县矿区将会贡献700-800万吨左右的煤炭产量，环比上半年增加350-400万吨左右，这将对下半年业绩产生提升作用。但是，由于下游钢铁行业需求出现下降，对于炼焦煤的价格产生压力，目前国际市场的炼焦煤价格近2个月出现了12%左右的下降，对于国内炼焦煤价格将会产生压力，我们预计公司炼焦煤价格在4季度将会出现100-150元/吨左右的下降，幅度在10%左右。下半年产量的上升将会和价格的下降实现对冲。
- 我们预计2010-2012年公司每股收益为1.18、1.47、2.58元，虽然公司目前估值偏高，但是仍维持“增持-A”的投资评级，主要的原因公司将会受益于山西省煤炭资源整合，未来的成长性将会保持甚至超出预期。

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：**
**25.00元**

期限： 6个月 上次预测：

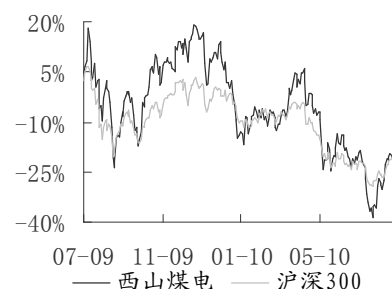
现价： 22.20元

**报告日期：**
**2010-07-29**

### 市场数据

总市值(百万元)	69,956.64
流通市值(百万元)	32,682.17
总股本(百万股)	3,151.20
流通股本(百万股)	1,472.17
12个月最高/最低	16.45/43.90元
十大流通股东(%)	16.58%
股东户数	216,621

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.12	(6.40)	(0.17)
绝对收益	18.15	(12.35)	(19.29)

### 研究员

**李大刚** 高级行业分析师  
 021-68765917 lidg@essence.com.cn  
 证书编号 S1450209060212

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,254.9	12,337.0	18,844.9	26,375.3	30,144.3
Growth(%)	69.9%	-6.9%	52.8%	40.0%	14.3%
净利润	2,985.5	2,296.0	3,828.8	4,783.3	8,297.7
Growth(%)	181.5%	-24.7%	67.2%	24.5%	75.3%
毛利率(%)	46.8%	43.1%	44.7%	41.6%	53.8%
净利润率(%)	22.3%	18.1%	19.8%	17.6%	27.0%
每股收益(元)	0.94	0.71	1.18	1.47	2.58
每股净资产(元)	3.11	3.59	4.22	5.00	6.34
市盈率	23.6	31.4	18.8	15.1	8.6
市净率	7.1	6.2	5.3	4.4	3.5
净资产收益率(%)	30.4%	20.3%	28.8%	30.4%	41.5%
ROIC(%)	41.2%	22.9%	27.2%	33.5%	53.5%
EV/EBITDA	11.8	14.2	12.7	10.1	5.8
股息收益率	0.0%	1.5%	2.7%	3.3%	5.8%

### 前期研究成果

- 西山煤电：一季报良好 2010-04-23
- 西山煤电：2010年量增价涨 2010-03-31
- 西山煤电：煤炭价格上调点评 2010-02-09

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>13,254.9</b>	<b>12,337.0</b>	<b>18,844.9</b>	<b>26,375.3</b>	<b>30,144.3</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	7,057.1	7,025.8	10,416.1	15,415.5	13,929.9	营业收入增长率	69.9%	-6.9%	52.8%	40.0%	14.3%
营业税费	189.5	207.4	320.4	448.4	512.5	营业利润增长率	149.9%	-25.0%	70.3%	25.0%	73.4%
销售费用	383.7	454.0	697.3	975.9	1,115.3	净利润增长率	181.5%	-24.7%	67.2%	24.5%	75.3%
管理费用	1,474.8	1,413.9	2,167.2	3,033.2	3,466.6	EBITDA 增长率	109.1%	-13.3%	39.3%	24.3%	67.0%
财务费用	105.6	115.0	130.9	114.5	48.4	EBIT 增长率	139.4%	-24.1%	68.2%	24.0%	71.1%
资产减值损失	8.2	5.7	9.0	9.0	9.0	NOPLAT 增长率	161.5%	-22.3%	64.9%	24.0%	71.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.0	-	-	投资资本增长率	39.9%	38.8%	0.8%	7.1%	11.3%
投资和汇兑收益	-42.4	-118.7	-	-	-	净资产增长率	53.2%	15.4%	17.4%	18.5%	26.9%
<b>营业利润</b>	<b>3,993.6</b>	<b>2,996.5</b>	<b>5,104.1</b>	<b>6,378.8</b>	<b>11,062.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-16.2	76.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	46.8%	43.1%	44.7%	41.6%	53.8%
<b>利润总额</b>	<b>3,977.4</b>	<b>3,073.3</b>	<b>5,105.1</b>	<b>6,377.8</b>	<b>11,063.6</b>	营业利润率	30.1%	24.3%	27.1%	24.2%	36.7%
减: 所得税	991.9	777.3	1,276.3	1,594.4	2,765.9	净利润率	22.3%	18.1%	19.8%	17.6%	27.0%
<b>净利润</b>	<b>2,985.5</b>	<b>2,296.0</b>	<b>3,828.8</b>	<b>4,783.3</b>	<b>8,297.7</b>	EBITDA/营业收入	35.6%	33.1%	30.2%	26.8%	39.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>30.9%</b>	<b>25.2%</b>	<b>27.8%</b>	<b>24.6%</b>	<b>36.9%</b>
货币资金	3,055.6	5,458.9	4,686.2	7,020.0	10,091.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	0.0	-	-	-	固定资产周转天数	144	172	141	122	122
应收帐款	645.7	941.0	981.0	1,373.0	1,569.2	流动营业资本周转天数	29	62	50	43	45
应收票据	2,899.8	1,933.4	2,839.6	3,974.4	4,542.3	流动资产周转天数	167	278	217	190	215
预付帐款	900.6	2,379.4	2,483.5	2,637.7	2,777.0	应收帐款周转天数	13	16	13	14	15
存货	482.6	323.9	706.3	1,045.3	944.6	存货周转天数	11	12	10	12	12
其他流动资产	0.0	5.3	18.3	33.4	40.9	总资产周转天数	384	581	449	362	380
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	242	362	277	205	196
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	811.4	1,892.7	500.0	500.0	500.0	ROE	30.4%	20.3%	28.8%	30.4%	41.5%
投资性房地产	50.4	48.7	-	-	-	ROA	18.0%	9.9%	16.1%	16.3%	24.2%
固定资产	5,275.8	6,539.1	8,199.3	9,607.8	10,817.3	ROIC	41.2%	22.9%	27.2%	33.5%	53.5%
在建工程	2,146.4	3,148.6	2,939.1	2,813.5	2,738.1	<b>费用率</b>					
无形资产	193.0	185.1	185.2	185.3	185.4	销售费用率	2.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
其他非流动资产	94.7	414.1	199.9	128.6	85.7	管理费用率	11.1%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
<b>资产总额</b>	<b>16,555.9</b>	<b>23,270.1</b>	<b>23,738.5</b>	<b>29,318.9</b>	<b>34,292.2</b>	财务费用率	0.8%	0.9%	0.7%	0.4%	0.2%
短期债务	96.0	1,180.0	1,162.0	1,462.0	1,762.0	三费/营业收入	14.8%	16.1%	15.9%	15.6%	15.4%
应付帐款	1,892.3	2,428.5	2,939.3	4,350.1	3,930.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	28.5	42.2	38.2	资产负债率	40.8%	51.4%	44.0%	46.3%	41.7%
其他流动负债	2,586.5	2,157.5	2,639.1	3,505.3	4,108.2	负债权益比	68.8%	105.6%	78.7%	86.2%	71.7%
长期借款	2,104.7	3,207.1	3,207.1	3,207.1	3,207.1	流动比率	1.75	1.91	1.73	1.72	2.03
其他非流动负债	68.3	2,980.5	478.4	1,005.5	1,269.4	速动比率	1.64	1.86	1.63	1.61	1.93
<b>负债总额</b>	<b>6,747.8</b>	<b>11,953.7</b>	<b>10,454.5</b>	<b>13,572.3</b>	<b>14,315.7</b>	利息保障倍数	38.81	27.05	40.00	56.71	229.48
<b>少数股东权益</b>	<b>1,108.8</b>	<b>1,253.7</b>	<b>1,355.1</b>	<b>1,496.9</b>	<b>1,659.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	2,424.0	2,424.0	3,151.2	3,151.2	3,151.2	DPS(元)	-	0.32	0.59	0.74	1.29
留存收益	5,696.4	6,914.0	8,777.7	11,098.5	15,166.3	分红比率	0.0%	45.7%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>股东权益</b>	<b>9,808.0</b>	<b>11,316.4</b>	<b>13,284.0</b>	<b>15,746.6</b>	<b>19,976.5</b>	股息收益率	0.0%	1.5%	2.7%	3.3%	5.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	3,532.8	2,296.0	3,828.8	4,783.3	8,297.7	EPS(元)	0.94	0.71	1.18	1.47	2.58
加: 折旧和摊销	624.3	984.1	456.5	581.8	702.1	BVPS(元)	3.11	3.59	4.22	5.00	6.34
资产减值准备	8.2	5.7	9.0	9.0	9.0	PE(X)	23.6	31.4	18.8	15.1	8.6
公允价值变动损失	-	-	-0.0	-	-	PB(X)	7.1	6.2	5.3	4.4	3.5
财务费用	129.5	133.9	145.7	130.9	114.5	P/FCF	-	21.9	171.2	17.9	10.5
投资收益	42.4	118.7	-	-	-	P/S	5.3	5.7	3.7	2.7	2.3
少数股东损益	26.1	66.3	101.3	141.8	162.1	EV/EBITDA	11.8	14.2	12.7	10.1	5.8
营运资金的变动	-843.8	-760.3	350.6	779.5	-365.7	CAGR(%)	17.0%	53.5%	33.3%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3,128.2</b>	<b>3,055.4</b>	<b>4,877.2</b>	<b>6,410.0</b>	<b>8,853.6</b>	PEG	1.4	0.6	0.6	-0.2	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,326.6</b>	<b>-5,021.4</b>	<b>-388.4</b>	<b>-1,781.1</b>	<b>-1,781.1</b>	ROIC/WACC	4.3	2.4	2.9	3.5	5.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>140.3</b>	<b>4,369.3</b>	<b>-4,469.9</b>	<b>-2,135.3</b>	<b>-3,816.2</b>	REP	1.2	1.7	1.7	1.3	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034