

# 西山煤电 (000983) 煤炭与消费

## — 焦炭增收不增利，焦煤挑大梁仍将持续

|      |    |      |   |     |       |   |
|------|----|------|---|-----|-------|---|
| 投资评级 | 推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 21.45 | 元 |
|------|----|------|---|-----|-------|---|

### 事件:

公司今天公布 2010 年半年报。

### 结论:

公司业绩基本符合我们的预期。目前静态市盈率比较合理。考虑到后续产能的陆续释放，公司业绩有望持续增长，动态市盈率较低，维持对公司“推荐”的投资评级。

### 正文:

主营业务收入因焦炭业务而大幅增长，焦炭业务亏损，增收不增利。2010 上半年，公司产品价格稳中有涨，在年初炼焦煤提价 100-120 元/吨基础上，公司 2 月份又再次上调煤炭产品售价。公司上半年实现原煤产量 1087.78 万吨，同比增长 25.34%；营业收入完成 903,475 万元，实现归属于母公司净利润 170,397 万元，同比分别增长 54.68%和 30.89%，每股收益 0.54 元，呈现良好运行态势。公司利润增长远远低于收入增幅的主要原因是亏损业务—焦炭业务比重上升。报告期合并唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司后，焦炭、煤气等焦化收入较同期大幅增长。主营业务构成发生变化：煤炭收入占营业总收入的 73.48%，比上年同期 88.65%降低 15.17 个百分点；电力热力收入占营业总收入的 7.11%，比上年同期 10.61%降低 3.5 个百分点；焦化收入占营业总收入的 19.41%，比上年同期 0.74%升高 18.67 个百分点。单季度看，2 季度主营业务收入 56 亿元，环比增长 64%，同比增长 102%，主要原因是上半年焦炭业务大幅增长，同比增长 387 倍。2 季度净利润 8.83 亿元，环比增长 0.37%，同比增长 57.16%。

公司未来业务发展顺利，斜沟矿井及选煤厂具备生产能力。报告期，斜沟选煤厂一期 1500 万吨系统完成联合调试，苛瓦铁路魏家滩快速装车站正式验收启用，标志斜沟矿井及选煤厂一期 1500 万吨系统正式具备生产能力，在原煤产量增加的同时，产品由单一原煤销售发展为精煤、混煤、原煤多煤种结构，拓宽了销售市场。焦化一厂 60 万吨/年焦化改扩建暨古交气源替代项目各系统建设正有序推进，主要设备已完成招标并签订供货合同，预计 2011 年底全部完工。古交电厂二期 2×60MW 工程进展顺利，预计 3#机组 2010 年 10 月投入商业运行，4#机组 2010 年年底投入商业运行。

预计下半年公司利润主要仍来自于焦煤业务，焦炭盈利能力短期内不容乐观。受下游钢铁行业限产缘故，公司焦炭下半年可能仍处于亏损的局面，明年扭亏的可能性较大。

2010 年 7 月 30 日

### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 42.81/16.85      |
| 上证指数/深圳成指     | 2648.12/10838.91 |
| 50 日均成交额(百万元) | 677.27           |
| 市净率(倍)        | 6.72             |
| 股息率           | 0.93%            |

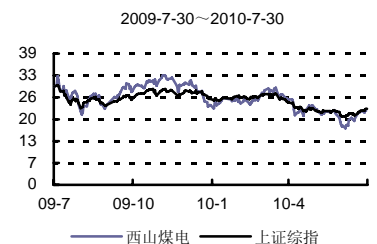
### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 流通股(百万股)  | 1472.17  |
| 总股本(百万股)  | 3151.20  |
| 流通市值(百万元) | 31578.04 |
| 总市值(百万元)  | 67593.24 |
| 每股净资产(元)  | 3.19     |
| 净资产负债率    | 118.79%  |

### 股东信息

|       |              |
|-------|--------------|
| 大股东名称 | 山西焦煤集团有限责任公司 |
| 持股比例  | 54.40%       |

### 52 周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究—西山煤电 2009 年半年报点评：即将迎来产能大扩张》(20100331)

### 联系方式

|         |                        |
|---------|------------------------|
| 研究员:    | 周海鸣                    |
| 执业证书编号: | S0020208060732         |
| 电 话:    | 021-51097188-1803      |
| 电 邮:    | zhouhaiou@gyzq.com.cn  |
| 联系人:    | 赵喜娟                    |
| 电 话:    | 021-51097188-1952      |
| 电 邮:    | zhaoxijuan@gyzq.com.cn |
| 地 址:    | 安徽省合肥市寿春路 179 号        |

预计 2010 年-2011 年公司净利润同比分别增长 63%、28%，每股收益为 1.15 元、1.48 元。鉴于公司是焦煤龙头，未来产能将大幅增加，下游需求旺盛大致煤价易涨难跌，公司具有长期投资价值，维持对公司的投资评级为“推荐”。

图 1：国际煤价、原油价格走势

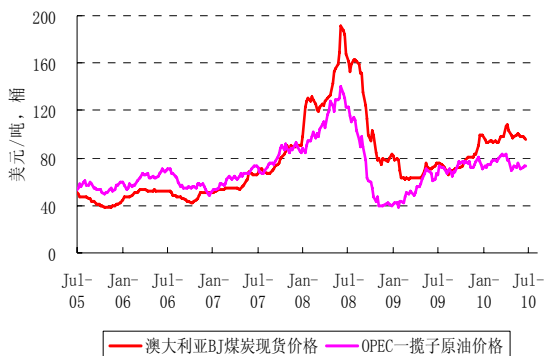


图 2：秦皇岛动力煤价格走势

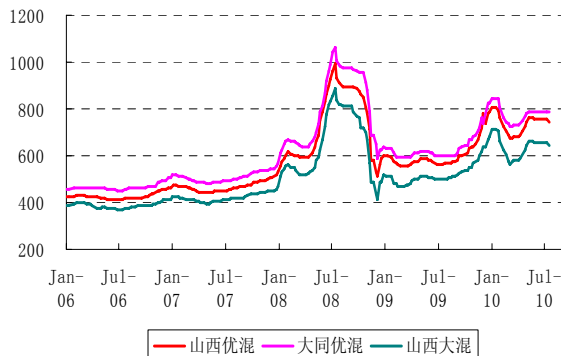


图 3：公司商品煤销售量变化

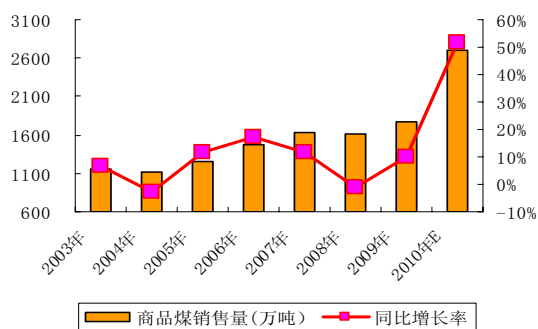


图 4：公司商品煤销售均价变化

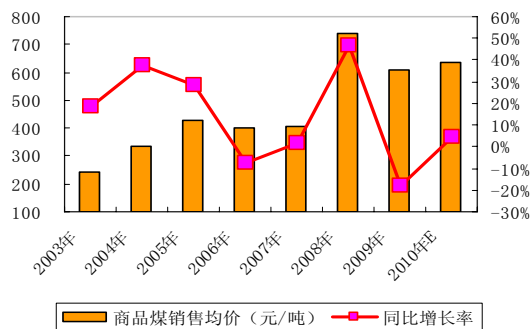


图 5：公司主营业务收入、成本变化

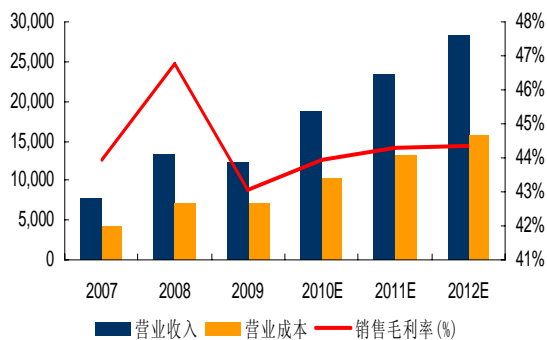
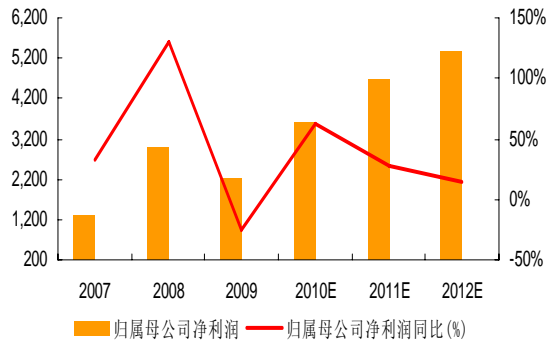


图 6：归属母公司净利润变化



附表：公司财务报表与指标一览表

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 11042 | 12517 | 16372 | 20311 |
| 现金   | 5459  | 4658  | 6258  | 8262  |
| 应收账款 | 494   | 774   | 968   | 1166  |

利润表

单位：百万元

| 会计年度    | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 12337 | 18545 | 23520 | 28200 |
| 营业成本    | 7026  | 10400 | 13100 | 15700 |
| 营业税金及附加 | 207   | 277   | 364   | 438   |

|                |       |       |       |       |                 |              |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 其它应收款          | 447   | 401   | 592   | 695   | 营业费用            | 454          | 668          | 870          | 1410         |
| 预付账款           | 2379  | 2790  | 3822  | 4458  | 管理费用            | 1414         | 2040         | 2587         | 3102         |
| 存货             | 324   | 600   | 717   | 852   | 财务费用            | 115          | 168          | 199          | 184          |
| 其他             | 1939  | 3293  | 4014  | 4877  | 资产减值损失          | 6            | 7            | 6            | 6            |
| <b>非流动资产</b>   | 12228 | 14117 | 16638 | 18787 | 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 1893  | 1298  | 1415  | 1455  | 投资净收益           | -119         | -71          | -82          | -85          |
| 固定资产           | 6539  | 10144 | 12985 | 15222 | <b>营业利润</b>     | 2996         | 4915         | 6312         | 7275         |
| 无形资产           | 185   | 169   | 152   | 136   | 营业外收入           | 98           | 67           | 77           | 74           |
| 其他             | 3611  | 2507  | 2086  | 1974  | 营业外支出           | 21           | 21           | 21           | 21           |
| <b>资产总计</b>    | 23270 | 26634 | 33010 | 39098 | <b>利润总额</b>     | 3073         | 4961         | 6368         | 7328         |
| <b>流动负债</b>    | 5766  | 6592  | 8135  | 8990  | 所得税             | 777          | 1240         | 1592         | 1832         |
| 短期借款           | 1180  | 909   | 939   | 899   | <b>净利润</b>      | 2296         | 3721         | 4776         | 5496         |
| 应付账款           | 2205  | 2839  | 3880  | 4425  | 少数股东损益          | 66           | 87           | 109          | 132          |
| 其他             | 2381  | 2844  | 3316  | 3666  | <b>归属母公司净利润</b> | 2230         | 3634         | 4667         | 5364         |
| <b>非流动负债</b>   | 6188  | 5489  | 6491  | 7374  | EBITDA          | 4096         | 5924         | 7757         | 9083         |
| 长期借款           | 3207  | 3854  | 4653  | 5402  | EPS (元)         | <b>0.92</b>  | <b>1.15</b>  | <b>1.48</b>  | <b>1.70</b>  |
| 其他             | 2981  | 1635  | 1837  | 1972  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 11954 | 12082 | 14625 | 16364 | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 1254  | 1341  | 1449  | 1581  | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b>  | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 2424  | 3151  | 3151  | 3151  | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 资本公积           | 939   | 939   | 939   | 939   | 营业收入            | -6.9%        | 50.3%        | 26.8%        | 19.9%        |
| 留存收益           | 5975  | 8396  | 12120 | 16338 | 营业利润            | -25.0%       | 64.0%        | 28.4%        | 15.3%        |
| 归属母公司股东权益      | 10063 | 13211 | 16935 | 21154 | 归属于母公司净利润       | -24.7%       | 63.0%        | 28.5%        | 14.9%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 23270 | 26634 | 33010 | 39098 | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率             | <b>43.1%</b> | <b>43.9%</b> | <b>44.3%</b> | <b>44.3%</b> |
|                |       |       |       |       | 净利率             | 18.1%        | 19.6%        | 19.8%        | 19.0%        |
|                |       |       |       |       | ROE             | 22.2%        | 27.5%        | 27.6%        | 25.4%        |
|                |       |       |       |       | ROIC            | 27.1%        | 33.6%        | 35.6%        | 34.8%        |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率           | 51.4%        | 45.4%        | 44.3%        | 41.9%        |
|                |       |       |       |       | 净负债比率           | 39.11%       | 41.88%       | 40.41%       | 40.37%       |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 1.91         | 1.90         | 2.01         | 2.26         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 1.86         | 1.81         | 1.92         | 2.16         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.61         | 0.74         | 0.79         | 0.78         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 22           | 29           | 26           | 26           |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 3.58         | 4.12         | 3.90         | 3.78         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.71         | 1.15         | 1.48         | 1.70         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.97         | 1.19         | 1.75         | 2.02         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产 (最新摊薄)    | 3.19         | 4.19         | 5.37         | 6.71         |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 23.32        | 18.60        | 14.48        | 12.60        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 5.17         | 5.12         | 3.99         | 3.20         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 17           | 12           | 9            | 8            |

### 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 3055  | 3752  | 5499  | 6372  |
| 净利润            | 2296  | 3721  | 4776  | 5496  |
| 折旧摊销           | 984   | 842   | 1247  | 1623  |
| 财务费用           | 115   | 168   | 199   | 184   |
| 投资损失           | 119   | 71    | 82    | 85    |
| 营运资金变动         | -597  | -1249 | -808  | -1044 |
| 其它             | 139   | 199   | 3     | 28    |
| <b>投资活动现金流</b> | -5021 | -2806 | -3851 | -3859 |
| 资本支出           | 3409  | 3346  | 3654  | 3742  |
| 长期投资           | -1200 | -603  | 121   | 40    |
| 其他             | -2813 | -62   | -76   | -77   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 4369  | -1747 | -48   | -508  |
| 短期借款           | 1084  | -271  | 30    | -40   |
| 长期借款           | 1102  | 647   | 799   | 748   |
| 普通股增加          | 0     | 727   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 15    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 2168  | -2850 | -877  | -1216 |
| <b>现金净增加额</b>  | 2403  | -801  | 1600  | 2005  |

| 重要财务指标    |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--|
| 主要财务指标    | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E |  |
| 营业收入      | 12337 | 18545  | 23520 | 28200 |  |
| 同比 (%)    | -7%   | 50%    | 27%   | 20%   |  |
| 归属母公司净利润  | 2230  | 3634   | 4667  | 5364  |  |
| 同比 (%)    | -25%  | 63%    | 28%   | 15%   |  |
| ROE (%)   | 22.2% | 27.5%  | 27.6% | 25.4% |  |
| EPS       | 0.92  | 1.15   | 1.48  | 1.70  |  |
| P/E       | 23.32 | 18.60  | 14.48 | 12.60 |  |
| P/B       | 5.17  | 5.12   | 3.99  | 3.20  |  |
| EV/EBITDA | 17    | 12     | 9     | 8     |  |

资料来源: WIND、国元证券研究中心整理、预测

## 国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

|      | 二级市场评级                           |   | 公司质地评级           |
|------|----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上   | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间   | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上    |   |                  |

### (2) 行业评级定义

|    |   |
|----|---|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn