

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%

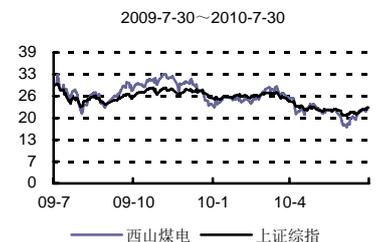
基础数据

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

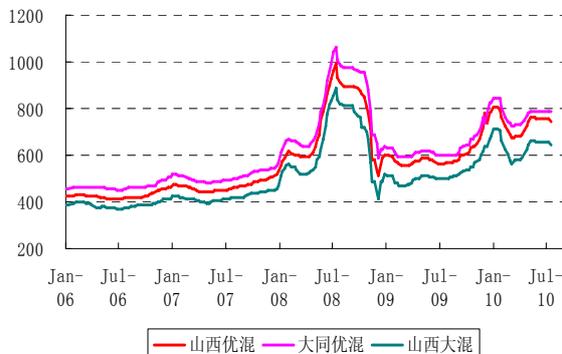


图 3：公司商品煤销售量变化

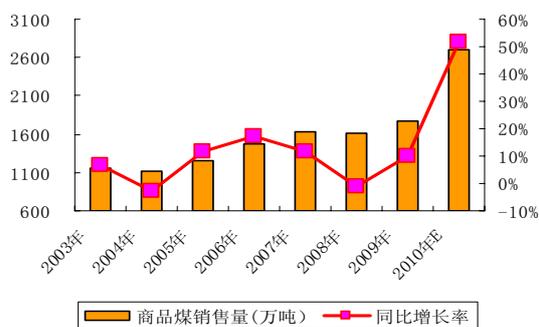


图 4：公司商品煤销售均价变化

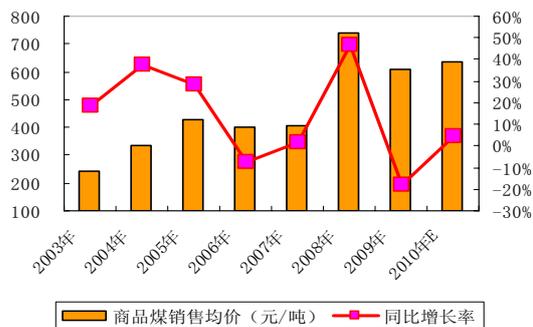


图 5：公司主营业务收入、成本变化

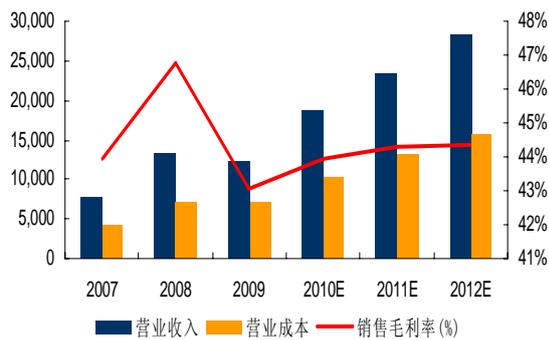
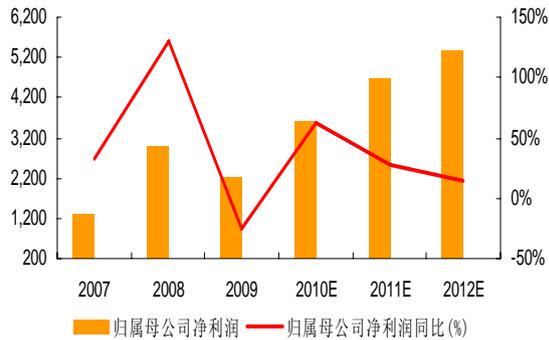


图 6：归属母公司净利润变化



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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	23270	26634	33010	39098	利润总额	3073	4961	6368	7328
流动负债	5766	6592	8135	8990	所得税	777	1240	1592	1832
短期借款	1180	909	939	899	净利润	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	归属母公司净利润	2230	3634	4667	5364
非流动负债	6188	5489	6491	7374	EBITDA	4096	5924	7757	9083
长期借款	3207	3854	4653	5402	EPS (元)	0.92	1.15	1.48	1.70
其他	2981	1635	1837	1972					
负债合计	11954	12082	14625	16364	主要财务比率				
少数股东权益	1254	1341	1449	1581	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2424	3151	3151	3151	成长能力				
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%
负债和股东权益	23270	26634	33010	39098	获利能力				
					毛利率	43.1%	43.9%	44.3%	44.3%
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	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