

公司研究

调研简报

跟踪评级_调高:短期_强烈推荐,长期_A

四年产能复合增长 30%，推动业绩快速稳定增长

——西山煤电(000983)调研简报

核心观点

一、未来三年产能复合增长 30%。

子公司兴县斜沟煤矿由于年初井下液压支架出现质量问题，矿井投产推迟，上半年产煤仅 440 万吨，低于市场预期。目前公司加大生产力度，将工作面由之前的 2 个扩大至 4 个，但由于铁路运力的限制，短期内煤炭销量难以出现爆发式增长，预计全年生产原煤 1200 万吨。11 年将继续增产 1000 多万吨，产能预计可达 2300 万吨左右。

在兴县煤矿产量增长的推动下，2013 年公司煤炭产能可达 5000 多万吨，4 年间复合增长 30%；权益产能达 4000 万吨，复合增长率为 23%。由于 11 年山西、内蒙、陕西等省将持续压制产能，其他大型煤炭企业增产力度也较小，公司产能 30% 的复合增速显得较为突出。

二、11 年兴县斜沟矿煤炭品质提升。

由于兴县煤矿目前所开采的煤层矸石较多（20%以上），为保证动力煤的热值，目前兴县所产煤仅有 60% 入洗，气精煤洗出率在 24% 左右。待 11 年开采至下层煤后，原煤灰分将有所下降，届时煤炭入洗量将有所增加，精煤洗出率也可达 50% 以上。煤炭品质的提升将推动公司盈利能力的提升。

三、国内外焦煤价格差距加大，11 年公司煤价将保持稳定。

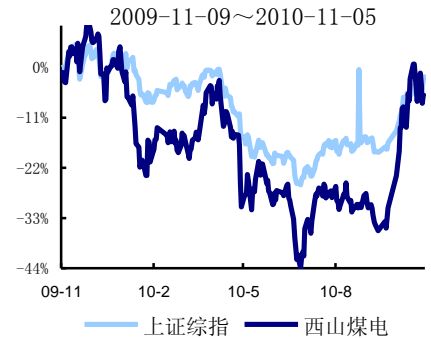
10 月 21 日，澳大利亚主焦煤车板价上调 50 元/吨至 1630 元/吨，如果加上 70 元/吨的海运费、20 元/吨的港杂费，港口地区焦煤价格为 1720 元/吨，高出国内钢厂采购价（1500 元/吨）200 元，也高于公司焦精煤（1600 元/吨，税后）售价。因此虽然目前国内钢铁行业持续不景气，焦煤价格上涨面临较大压力，但在国际焦煤价格高企的支撑下，国内价格下调的可能性也不大，预计公司 11 年焦煤价格将较今年持平。

四、山西焦化年内有望实现扭亏，公司投资损失有望大幅下降。

公司投资的山西焦化前三季度 2.16 亿元，导致公司发生投资净收益 -3873 万元。自三季度开始，山焦盈利逐渐好转，预计年底扭亏的可能性较大，届时公司投资收益将转正，带动公司盈利小幅回升。

五、盈利预测与评级。预计公司 10、11 年 EPS 为 1.08 元、1.54 元，对应 PE 为 26 倍、18 倍。未来三年净利润复合增长 28%，我们认为给予公司 10 年 30 倍的 PE 比较合理，6 个月目标价 33 元。

股价走势图



基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(万股) | 315120.00 |
| 流通A股(万股) | 147216.99 |
| 52周内股价区间(元) | 16.45-43.9 |
| 总市值(亿元) | 892.10 |
| 总资产(亿元) | 232.70 |
| 每股净资产(元) | 4.15 |
| 目标价 | 6个月 33 |
| | 12个月 |

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-西山煤电(000983):焦精煤、斜沟矿产量低于预期，下半年焦煤调价对公司影响不大》2010-07-30
- 《国都证券-公司研究-公司点评-西山煤电(000983):迈入产能集中释放期》2010-04-01

财务数据与估值

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万) | 12337.03 | 17333.33 | 22519.50 | 28236.49 |
| 同比增速(%) | -6.92% | 40.50% | 29.92% | 25.39% |
| 净利润(百万) | 2296.01 | 3505.66 | 4962.20 | 6220.43 |
| 同比增速(%) | -23.09% | 52.69% | 41.55% | 25.36% |
| EPS(元) | 0.92 | 1.08 | 1.54 | 1.92 |
| P/E | 40 | 26 | 18 | 15 |

研究员:刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号: S0940210080002

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 公司煤炭产量预测

| 矿名 | 主产煤种 | 储量 | 产能 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 马兰矿 | 主焦煤、肥煤 | 7.96 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 西曲矿 | 主焦煤 | 2.3 | 340 | 385 | 385 | 385 | 385 | 385 |
| 镇城底矿 | 主焦煤、肥煤 | 1.24 | 190 | 190 | 190 | 190 | 190 | 190 |
| 西铭矿 | 瘦煤 | 1.7 | 360 | 360 | 350 | 360 | 360 | 360 |
| 晋兴(80%) | 气煤 | 13.57 | 3,000 | 1200 | 2300 | 3,000 | 3000 | 3,000 |
| 小计 | | 26.77 | 4,290 | 2,535 | 3,625 | 4,335 | 4,335 | 4,335 |
| 整合煤矿 | | | | | | | | |
| 洪洞县两矿 | 1/3焦煤 | 1 | 120 | | | 60 | 120 | 120 |
| 尧都区 | 主焦煤 | 1 | 90 | | | 40 | 330 | 330 |
| 古县5矿 | 贫瘦煤 | 1 | 291 | | | 100 | 290 | 290 |
| 唐城煤矿 | 主焦煤 | 1 | 200 | | | | | |
| 冀氏煤矿 | 贫瘦煤 | 3 | 500 | | | | | |
| 合计 | | 34 | 5,491 | 2,535 | 3,625 | 4,535 | 5,075 | 5,075 |
| 产量增速 | | | | 67% | 43% | 25% | 12% | 0% |
| 权益产量 | | | | 2,295 | 3,165 | 3,786 | 3,965 | 3,965 |
| 权益增速 | | | | 35% | 38% | 20% | 5% | 0% |

资料来源: 国都证券

表 2: 公司煤炭销量预测

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 煤炭销量(万吨) | 1779.57 | 2,316 | 3,300 | 4,230 | 4,695 | 4,697 |
| 本部四矿 | 1789.57 | 1,320 | 1,330 | 1,330 | 1,330 | 1,332 |
| 其中: 焦精煤销量(万吨) | 248.59 | 240 | 250 | 250 | 250 | 251 |
| 肥精煤销量(万吨) | 407.36 | 410 | 410 | 410 | 410 | 410 |
| 瘦精煤销量(万吨) | 210.38 | 220 | 220 | 220 | 220 | 220 |
| 原煤销量(万吨) | 631.03 | 150 | 150 | 150 | 150 | 151 |
| 电精煤销量(万吨) | 138.1 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 洗混煤销量(万吨) | 144.11 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 煤泥销量(万吨) | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 兴县 | | | | | | |
| 原煤 | 578 | 480 | 880 | 900 | 500 | 500 |
| 气精煤 | | 180 | 410 | 960 | 1,125 | 1,125 |
| 气混煤 | | 336 | 680 | 840 | 1,000 | 1,000 |
| 整合煤矿 | | | | | | |
| 洪洞县两矿 | | 0 | | 60 | 120 | 120 |
| 尧都区 | | 0 | | 40 | 330 | 330 |
| 古县5矿 | | | | 100 | 290 | 290 |

资料来源: 国都证券

表 3: 公司煤价预测表

| | 2009 | 1H2010 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 综合煤价(元/吨) | 609 | 716 | 696 | 645 | 639 | 601 |
| 其中: 焦精煤价格(元/吨) | 947 | 1,166 | 1,170 | 1,170 | 1,229 | 1,290 |
| 肥精煤价格(元/吨) | 992 | 1,263 | 1,265 | 1,265 | 1,328 | 1,395 |
| 瘦精煤价格(元/吨) | 743 | 893 | 895 | 895 | 922 | 950 |
| 电精煤价格(元/吨) | 508 | 544 | 545 | 572 | 578 | 584 |
| 原煤价格(元/吨) | 290 | 315 | 320 | 320 | 320 | 320 |
| 洗混煤价格(元/吨) | 239 | 342 | 360 | 360 | 360 | 360 |
| 煤泥价格(元/吨) | 40 | | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 兴县 | | | | | | |
| 原煤 | | | 320 | 336 | 336 | 336 |
| 气精煤 | | | 769 | 807 | 807 | 807 |

气混煤

430

460

460

460

资料来源：国都证券

附录：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 单位：百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 11042 | 13501 | 18573 | 25194 | 营业收入 | 12337 | 17333 | 22520 | 28236 |
| 现金 | 5459 | 5454 | 7414 | 10225 | 营业成本 | 7026 | 9613 | 12351 | 15408 |
| 应收账款 | 494 | 940 | 865 | 1497 | 营业税金及附加 | 207 | 241 | 338 | 431 |
| 其它应收款 | 447 | -202 | 494 | -4 | 营业费用 | 454 | 674 | 852 | 1084 |
| 预付账款 | 2379 | 3390 | 5060 | 7376 | 管理费用 | 1414 | 1995 | 2338 | 3090 |
| 存货 | 324 | 868 | 598 | 1236 | 财务费用 | 115 | 220 | 150 | 140 |
| 其他 | 1939 | 3052 | 4142 | 4865 | 资产减值损失 | 6 | 7 | 7 | 7 |
| 非流动资产 | 12228 | 12303 | 13406 | 14718 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1893 | 1063 | 1256 | 1404 | 投资净收益 | -119 | 0 | -54 | 0 |
| 固定资产 | 6539 | 8645 | 10002 | 11303 | 营业利润 | 2996 | 4583 | 6429 | 8077 |
| 无形资产 | 185 | 171 | 156 | 141 | 营业外收入 | 98 | 0 | 33 | 33 |
| 其他 | 3611 | 2423 | 1992 | 1870 | 营业外支出 | 21 | 0 | 14 | 12 |
| 资产总计 | 23270 | 25804 | 31979 | 39912 | 利润总额 | 3073 | 4583 | 6449 | 8098 |
| 流动负债 | 5766 | 7779 | 9584 | 11886 | 所得税 | 777 | 1190 | 1638 | 2070 |
| 短期借款 | 1180 | 2555 | 2910 | 4050 | 净利润 | 2296 | 3392 | 4811 | 6029 |
| 应付账款 | 2205 | 2741 | 3550 | 4567 | 少数股东损益 | 66 | 85 | 100 | 150 |
| 其他 | 2381 | 2483 | 3124 | 3269 | 归属母公司净利润 | 2230 | 3308 | 4711 | 5879 |
| 非流动负债 | 6188 | 4526 | 5172 | 6171 | EBITDA | 4096 | 5198 | 7085 | 8816 |
| 长期借款 | 3207 | 3436 | 3792 | 4355 | EPS (元) | 0.92 | 1.08 | 1.54 | 1.92 |
| 其他 | 2981 | 1090 | 1379 | 1816 | | | | | |
| 负债合计 | 11954 | 12305 | 14756 | 18057 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1254 | 1338 | 1439 | 1589 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 2424 | 3151 | 3151 | 3151 | | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 资本公积金 | 939 | 939 | 939 | 939 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 5975 | 8070 | 11694 | 16175 | 营业收入 | -6.9% | 40.5% | 29.9% | 25.4% |
| 归属母公司股东权益 | 9338 | 12161 | 15785 | 20266 | 营业利润 | -25.0% | 52.9% | 40.3% | 25.6% |
| 负债和股东权益 | 23270 | 25804 | 31979 | 39912 | 归属母公司净利润 | -24.7% | 48.3% | 42.4% | 24.8% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 43.1% | 44.5% | 45.2% | 45.4% |
| | | | | | 净利率 | 18.1% | 19.1% | 20.9% | 20.8% |
| | | | | | ROE | 23.9% | 27.2% | 29.8% | 29.0% |
| | | | | | ROIC | 20.2% | 25.0% | 29.2% | 29.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 51.4% | 47.7% | 46.1% | 45.2% |
| | | | | | 净负债比率 | 39.11% | 50.76% | 47.63% | 48.15% |
| | | | | | 流动比率 | 1.91 | 1.74 | 1.94 | 2.12 |
| | | | | | 速动比率 | 1.86 | 1.62 | 1.88 | 2.02 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.62 | 0.71 | 0.78 | 0.79 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 23 | 24 | 25 | 24 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 3.58 | 3.89 | 3.93 | 3.80 |
| | | | | | 7 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.71 | 1.05 | 1.49 | 1.87 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.97 | 0.51 | 1.18 | 1.32 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.96 | 3.86 | 5.01 | 6.43 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 30.78 | 26.97 | 18.94 | 15.18 |
| | | | | | P/B | 7.35 | 7.34 | 5.65 | 4.40 |
| | | | | | EV/EBITDA | 22.14 | 17.45 | 12.80 | 10.29 |

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|-----------|------------------------|-----|--------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com |
| 李元 | 机械、电力设备 | liyuan@guodu.com | 巩俊杰 | 交通运输 | gongjunjie@guodu.com |
| 张翔 | 首席策略分析师 | zhangxiang@guodu.com | 吴焯 | 策略研究 | wuxuan@guodu.com |
| 邓婷 | 金融 | dengting@guodu.com | 邹文军 | 房地产 | zouwenjun@guodu.com |
| 徐昊 | 农业、食品饮料 | xuhao@guodu.com | 潘蕾 | 医药 | panlei@guodu.com |
| 曹源 | 策略研究、传媒 | caoyuan@guodu.com | 刘芬 | 汽车及零部件 | liufen@guodu.com |
| 王京乐 | 家电、旅游 | wangjingle@guodu.com | 鲁儒敏 | 公用事业 | lurumin@guodu.com |
| 肖世俊 | 有色金属、新能源 | xiaoshijun@guodu.com | 魏静 | 机械 | weijing@guodu.com |
| 赵宪栋 | 商业贸易 | zhaoxiandong@guodu.com | 胡博新 | 医药行业 | huboxin@guodu.com |
| 姜瑛 | IT | jiangying@guodu.com | 刘斐 | 煤炭、基础化工 | liufei@guodu.com |
| 傅浩 | 建筑建材 | fuhao@guodu.com | 王双 | 石化 | wangshuang@guodu.com |
| 汪立 | 造纸、交通运输 | wangli@guodu.com | 李韵 | 纺织服装 | liyun@guodu.com |
| 吕爱兵 | | lvaiying@guodu.com | 姚小军 | 产品设计 | yaoxiaojun@guodu.com |
| 陈薇 | 衍生品 | chenwei@guodu.com | 苏昌景 | 数量研究 | suchangjing@guodu.com |
| 吴昊 | 宏观经济、固定收益 | wuhao@guodu.com | 赵荣杰 | 衍生品 | zhaorongjie@guodu.com |
| 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com | | | |