



西山煤電 (000983.SZ)

A/H 股投資評等及目標價

A 股 持有
000983.SZ
目標價: 31.14 RMB

H 股

基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價		27.23
股票代碼		000983.SZ
日成交量		459107
52周最高價/最低價		16.45/38.73
發行股數(百萬股)		3151.2
其中: 流通股(百萬股)		1472.17
第一大股東	山西焦煤集團有限責任公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
000983.SZ	1%	10%	14%	-19%
399106.SZ	1%	10%	-1%	11%

資料來源: 元富上海

股價相對大盤表現



資料來源: 元富上海

產品主結構



資料來源: 元富上海

元富上海代表處

分析師: 李鑫 Xin Li
電郵: lixin.sh@masterlink-cn.com

興縣礦區是未來增長主力，期待資產注入

- 預計2011-2013年公司商品煤產量年複合增長率為14.2%。公司本部四礦近幾年原煤產量基本穩定，年產能為1,350萬噸；公司興縣礦區為未來主力增產礦區，預計2011年興縣礦區總產量將達到1,800萬噸。公司整合煤礦包括臨汾古縣、臨汾堯都和洪洞西山道光煤業。總體來看，我們預計公司2011-2013年原煤產量將達到3,240萬噸、3,960萬噸和4,830萬噸，年複合增長率達到14.2%。
- 預計2011年公司商品煤銷量及平均銷售價格將分別YoY+65.7%和9.85%。我們認為，2011年是“十二五”規劃頭一年，隨著全國保障房專案的開工建設以及各地新工程的上馬，鋼材產量復產有望，而公司主要客戶為寶鋼、首鋼、鞍鋼等國內多家著名鋼企以及部分大型焦化企業，煤炭銷量也將實現穩定增長，預計2011年公司將實現商品煤銷量3,055萬噸，YoY+29.7%，商品煤平均銷售價格將達到776.62元/噸，YoY+9.85%。
- 在政府目標的推動和政策支持下，預計焦煤集團整體上市步伐有望加快。2009年5月，山西省下發了《山西省資本市場2009-2015年發展規劃》和《山西煤炭振興規劃》提出，力爭2015年前五大煤業集團基本完成整體上市。預計在政府目標的推動以及政策的支持下，焦煤集團整體上市有望逐步推進。我們認為，整體上市對公司來說無疑是其實現資源擴張的絕好機會，屆時公司將實現跨越式發展。
- 評級及投資建議：公司未來產能增長的主要來源是興縣煤礦以及整合礦，預計2011-2013年公司原煤產量年複合增長率達到14.2%。短期來看，集團整體上市還未有實質性進展，且估值在煤炭上市公司中處於偏高位置。元富預估公司2010、2011年EPS 1.11元和1.73元，給予公司2011年18倍PE，對應目標價31.14元人民幣，給予公司持有評級。
- 風險：1) 宏觀經濟走勢不穩影響煤炭需求 2) 山西推行煤炭資源稅改革。

主要財務分析

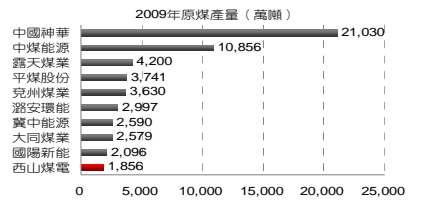
	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	7,803	13,255	12,337	22,882	32,580
年增率(%)	11.83%	69.87%	-6.92%	85.48%	42.38%
主營業務利潤	1,584	4,036	3,115	5,171	8,260
年增率(%)	10.30%	154.78%	-22.82%	65.98%	59.74%
淨利潤	1,051	2,959	2,230	3,492	5,437
年增率(%)	9.04%	181.45%	-24.66%	56.61%	55.69%
每股收益	0.87	1.22	0.92	1.11	1.73
市盈率(倍)	73.16	9.55	43.37	24.08	18.05
市淨率(倍)	12.02	2.88	8.49	5.08	4.35
股價/經營現金	86.03	30.94	494.63	203.02	40.70
ROA(%)	9.32%	18.03%	10.23%	15.16%	20.22%
ROE(%)	17.08%	30.44%	20.15%	22.41%	26.52%
現金股利率	0.69%	2.07%	0.73%	2.47%	2.57%

資料來源: 元富上海



公司是煉焦煤類上市公司，煤炭產量排名A股煤炭上市公司第十位

A股煤炭上市公司產量排名



資料來源：元富上海

預計公司本部四礦2011年原煤產量將達到1,340萬噸，同比增長5.1%

西山煤電是由山西五大煤炭集團之一的山西焦煤集團於1999年出資成立的，2000年7月份在深交所上市，目前山西焦煤集團持股54.4%，為公司控股股東。公司位於山西省中部的優質煉焦煤基地太原古交礦區，所產主焦煤和肥煤為全球稀缺煤種。公司2009年原煤產量為1,856萬噸，排名A股煤炭上市公司第10位、山西煤炭上市公司第4位。公司主營業務為煤炭生產及洗選加工、電力生產及銷售、礦山開發及設計施工等。據2010年中報顯示，公司煤炭營業收入占主營業務收入的73.48%。

公司本部四礦—西銘礦、西曲礦、鎮城底礦和馬蘭礦近幾年原煤產量基本穩定，年產能約為1,350萬噸，2009年和2010年上半年本部四礦原煤產量分別達到1,275萬噸和638萬噸，其中由於2009年西銘礦發生透水事故，影響當年原煤產量60萬噸。2011年本部四礦將繼續穩定生產，預計原煤產量將達到1,340萬噸，YoY+5.1%。

公司本部四礦產量預測

煤種	核定產能	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
馬蘭礦 主焦煤、肥煤	400	390	400	400	400	400
西曲礦 主焦煤	340	385	385	385	385	385
鎮城底礦 主焦煤、肥煤	190	190	190	195	195	195
西銘礦 瘦煤	360	310	360	360	360	360
本部合計	1,290	1,275	1,335	1,340	1,340	1,340

資料來源：元富上海

預計2010-2013年興縣礦區總產量將分別達到1,200萬噸、1,800萬噸、2,400萬噸和3,000萬噸，為未來產量主要增長點

公司興縣礦區為未來主力增產礦區，興縣礦區斜溝井田由原斜溝煤礦6.6平方公里擴大到88.64平方分公里，預計煤炭資源量為21.25億噸，可采儲量為12.76億噸。公司規劃興縣礦區分兩期建設，產能分別為1,500萬噸，計畫到2020年礦井總設計能力達到3,790萬噸/年，原煤設計入洗能力達到4,140萬噸/年。目前興縣礦區一期已於2009年投產，2009年實現原煤產量580萬噸，預計2010年可實現原煤產量1,200萬噸；二期計畫於2011年底投產，預計2010-2013年興縣礦區總產量將分別達到1,200萬噸、1,800萬噸、2,400萬噸和3,000萬噸。

公司興縣煤礦及整合礦產量預測

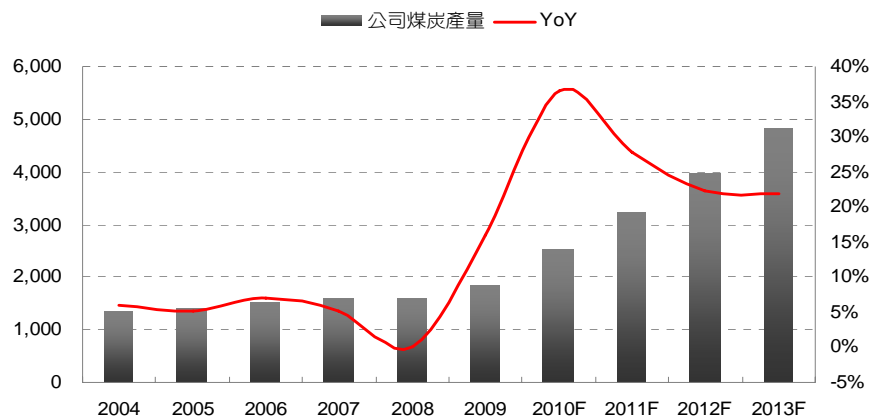
煤種	核定產能	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
興縣煤礦 氣煤、1/3焦煤	3,000	580	1,200	1,800	2,400	3,000
西山道光煤業 1/3焦煤	120			30	60	100
臨汾古縣煤礦 焦煤	330			50	120	300
臨汾堯都煤礦 貧瘦煤	90			20	40	90
安澤西山永鑫煤業 主焦煤、貧瘦煤	700					

資料來源：元富上海

預計公司 2011-2013 年原煤產量將達到 3,240 萬噸、3,960 萬噸和 4,830 萬噸，年複合增長率達到 14.2%，增長點主要來自興縣礦區

除興縣礦區外，公司未來煤炭增產的另一來源為整合礦產能增長。公司整合煤礦包括臨汾古縣、臨汾堯都和洪洞西山道光煤業，其中古縣礦主焦煤產能 330 萬噸；堯都礦貧瘦煤產能 90 萬噸；道光煤業 1/3 焦煤產能 120 萬噸。若整合順利進行，預計上述三礦 2011-2013 年原煤產量將達到 100 萬噸、220 萬噸和 380 萬噸。另外，公司還投資兩個遠期煤礦項目，一是控股比例為 60% 的安澤西山永鑫煤業，下轄唐城和冀氏兩座煤礦，產能分別為 200 萬噸主焦煤和 500 萬噸貧瘦煤，預計 2012 年開工，建設期為 2 年；二是公司擬與美錦能源集團合作開發興縣附近 10 億噸儲量的資源，公司擬控股，目前仍處於談判階段，建設期未知。總體來看，我們預計公司 2011-2013 年原煤產量將達到 3,240 萬噸、3,960 萬噸和 4,830 萬噸，年複合增長率達到 14.2%。

公司煤炭產量預測

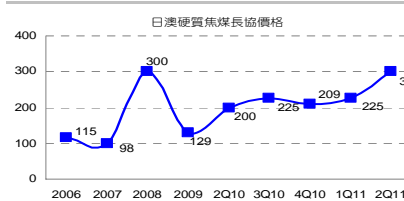


資料來源：元富上海

預計 2011 年澳洲煉焦煤平均價格將保持在 300 美元/噸

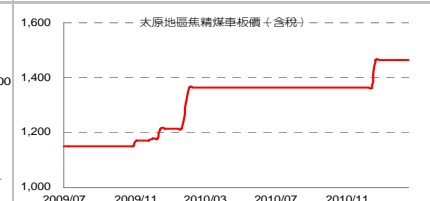
2010 年下半年以來，部分地方為完成十一五節能減排任務而對高耗能企業實行限電，鋼鐵生產受此影響增速大幅下滑，煉焦煤價格也持續低迷。今年以來，隨著節能減排任務的完成，地方政府面臨的壓力大大減輕，前期受到影響的國內中小鋼鐵企業開始恢復生產，煉焦煤需求也呈現復甦勢頭。從國際焦煤市場來看，前期澳洲洪災對全球煉焦煤貿易量產生不小的影響，據估計將影響澳洲煤炭出口量的 40%，因此二季度澳洲煉焦煤價格已上漲至 300 美元/噸，同比增長 50%，預計 2011 年全年煉焦煤平均價格將保持在 300 美元/噸。

日澳硬質焦煤長協價格 (美元/噸)



資料來源：元富上海

山西太原地區焦煤價格 (元/噸)



資料來源：元富上海



公司已上調2011年煉焦煤價格，預計將增加公司年銷售收入13億元

公司已公告上調2011年煉焦煤產品價格(含稅)，包括焦精煤、肥精煤、瘦精煤、氣精煤，分別上調100、150、120和120元/噸，公司預計此次提價將增加公司2011年銷售收入13億元。我們認為，目前煉焦煤作為稀缺煤種的價值已經越來越被市場所認同，國家能源局近期提出對優質稀缺煤種進行保護性開發，主要包括用於煉製焦炭的優質焦煤及用於化工產品的優質無煙煤，我們認為這一政策將有利於擁有煉焦煤資源的煤炭企業提高其產品品質和定價能力，而煉焦煤的市場價格約為動力煤的2-4倍，因此焦煤企業的盈利能力也將得到進一步提升。

2006年以來公司歷次調價情況

	優質冶金焦煤	稀缺冶金焦煤	瘦精煤	氣精煤
2006/12	576	625	540	
2007/01	606	655	540	
2007/04	646	695	560	
2008/01	810	860	670	
2008/04	1,040	1,105	860	
2008/06	1,425	1,490	1,160	
2008/08	1,725	1,790	1,330	
2008/11	1,225	1,290	830	
2009/03	1,025	1,090	830	
2009/08	1,125	1,210	930	
2010/01	1,215	1,330	960	
2010/02	1,365	1,510	1,060	900
2011/01	1,465	1,660	1,180	1,020
本次上調幅度	7.3%	9.9%	11.3%	13.3%

資料來源：元富上海

預計2011年公司將實現商品煤銷量3,055萬噸，YoY+29.7%，商品煤平均銷售價格將達到776.62元/噸，YoY+9.85%

綜合以上分析，我們認為，2011年是“十二五”規劃頭一年，隨著全國保障房專案的開工建設以及各地新工程的上馬，鋼材產量復產有望，而公司主要客戶為寶鋼、首鋼、鞍鋼等國內多家著名鋼企以及部分大型焦化企業，煤炭銷量也將實現穩定增長，預計2011年公司將實現商品煤銷量3,055萬噸，YoY+29.7%，商品煤平均銷售價格將達到776.62元/噸，YoY+9.85%。

公司煤炭銷量預測

	2008	2009	2010F	2011F
煤炭產量	1,619	1,856	2,535	3,240
煤炭銷量	1,616	1,779	2,355	3,055
各煤種銷量				
焦精煤	241	249	220	220
肥精煤	389	407	410	410
瘦精煤	235	210	230	230
氣精煤			280	680
電精煤	148	138	265	265
整合礦精煤				80
原煤	457	631	680	680
洗混煤	146	144	270	490

資料來源：元富上海

公司煤炭價格預測

	2008	2009	2010F	2011F
焦精煤	1,182	947	1,172	1,252
肥精煤	1,183	992	1,275	1,420
瘦精煤	849	743	900	1,010
氣精煤			769	870
電精煤	469	508	551	605
整合礦精煤				1,280
原煤	317	290	325	351
洗混煤	254	239	352	387
商品煤平均售價	739.79	608.85	706.99	776.62

資料來源：元富上海

預計在政府目標的推動以及政策的支持下，焦煤集團整體上市有望逐步推進

焦煤集團旗下公司產能與產量

公司名稱	核定產能	2007	2008	2009	1H2010
山西焦煤集團	9,871	7,237	8,029	8,079	4,638
西山煤電集團	4,781	3,360	3,500	3,511	2,030
汾西礦業	2,800	2,001	2,211	2,269	1,454
霍州煤電	1,990	1,610	2,010	2,016	1,017
華晉焦煤	300	266	308	283	137

資料來源：元富上海

據煤炭資源網資料顯示，2010年公司控股股東山西焦煤集團原煤產量超過1億噸，其中西山煤電集團約4,600萬噸，分別是上市公司的4倍和1.8倍。山西焦煤集團下除西山煤電集團外，還有汾西礦業、霍州煤電和華晉焦煤三個公司，產能合計約為5,100萬噸。2009年5月，山西省下發了《山西省資本市場2009-2015年發展規劃》和《山西煤炭振興規劃》提出，2012年，力爭同煤集團、焦煤集團、潞安集團、晉城煤業集團、陽煤集團五大煤炭集團有1-2家煤業整體上市，2015年前五大煤業集團基本完成整體上市。預計在政府目標的推動以及政策的支持下，焦煤集團整體上市有望逐步推進。我們認為，整體上市對公司來說無疑是其實現資源擴張的絕好機會，屆時公司將實現跨越式發展。

公司所處西山礦區圖



資料來源：元富上海



基於目前焦煤集團資產注入未有實質性進展，且估值已反映其成長性，給予公司持有評級

投資建議及評級：元富預估 2010 年和 2011 年西山煤電每股收益分別為 1.11 元和 1.73 元。目前公司股價為 27.23 元人民幣，對應 2010 年 PE 為 24 倍，在煤炭上市公司中處於中等偏高位置。公司未來產能增長的主要來源是興縣煤礦以及整合礦，預計 2011-2013 年公司原煤產量年複合增長率達到 14.2%。考慮到公司控股股東焦煤集團是山西第一大煤炭集團，擁有豐富的煤炭資源，且集團尚有大量優質煉焦煤資源未注入上市公司，我們看好未來 2-4 年集團資產注入，但短期來看，集團整體上市還未有實質性進展，且目前估值在煤炭上市公司中處於偏高位置，已反映未來成長性。元富給予公司 2011 年 18 倍 PE，對應 A 股目標價人民幣 31.14 元，給予公司持有評級。

風險因素：1) 宏觀經濟走勢不穩影響煤炭需求 2) 山西推行煤炭資源稅改革提高成本。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010(F)	2011(F)
營業收入	3,423	5,612	6,580	7,268	5,780	9,023	7,376	10,401	13,255	12,337	22,882	32,580
營業成本	1,829	3,597	4,518	4,530	3,610	5,375	4,479	6,218	7,057	7,026	14,475	19,682
營業毛利	1,594	2,015	2,062	2,738	2,170	3,648	2,897	4,183	6,198	5,311	8,408	12,898
營業費用	421	777	774	1,266	867	1,061	1,118	1,592	2,162	2,196	3,237	4,638
營業利潤	1,173	1,238	1,288	1,472	1,303	2,587	1,779	2,591	4,036	3,115	5,171	8,260
營業外收入	5	-26	-6	1	5	7	6	20	-38	-20	-30	38
營業外支出	2	2	9	6	7	9	10	10	20	21	19	36
利潤總額	1,177	1,210	1,273	1,467	1,301	2,585	1,775	2,601	3,977	3,073	5,122	8,262
所得稅	297	326	329	460	345	720	500	720	992	777	1,411	2,285
少數股東損益	16	42	76	85	80	165	120	175	26	66	219	540
歸屬母公司淨利潤	863	841	867	921	876	1,700	1,155	1,706	2,959	2,230	3,492	5,437
每股收益	0.36	0.27	0.28	0.29	0.28	0.54	0.37	0.54	1.22	0.92	1.11	1.73
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010(F)	2011(F)
營業收入	1.50	63.97	17.25	10.45	(20.47)	56.13	(18.25)	41.00	69.87	(6.92)	85.48	42.38
營業利潤	120.09	5.54	4.05	14.23	(11.48)	98.64	(31.23)	45.60	154.78	(22.82)	65.98	59.74
利潤總額	153.13	2.73	5.21	15.25	(11)	99	(31)	46	150.84	(22.73)	66.67	61.28
歸屬母公司淨利潤	182.35	(2.64)	3.18	6.12	(5)	94	(32)	48	181.45	(24.66)	56.61	55.69
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F	2008	2009	2010(F)	2011(F)
毛利率	46.56	35.90	31.34	37.67	37.54	40.43	39.28	40.21	46.76	43.05	36.74	39.59
營業利潤率	34.27	22.06	19.58	20.25	22.54	28.67	24.12	24.91	30.45	25.25	22.60	25.35
總利潤率	34.38	21.55	19.34	20.18	22.50	28.65	24.07	25.00	30.01	24.91	22.39	25.36
歸屬母公司淨利率	25.23	14.98	13.18	12.67	15.15	18.84	15.66	16.40	22.33	18.07	15.26	16.69

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	3,056	3,221	3,623	7,292
短期投資	0	0	0	0
應收帳款	3,498	2,682	4,317	5,171
存貨	483	421	827	1,093
其他流動資產	948	2,832	2,350	2,550
流動資產	7,984	9,155	10,786	14,953
長期投資	811	2,072	3,172	4,122
固定資產	5,276	7,700	9,700	11,700
其他資產	2,484	3,796	2,948	3,490
總資產	16,556	22,444	26,326	33,985
短期借款	96	1,180	120	150
應付帳款	1,724	1,597	2,895	3,936
其他流動負債	2,754	2,446	3,933	3,080
流動負債	4,575	5,222	6,672	6,082
長期負債	2,105	6,809	8,139	9,509
其他長期負債	68	2,981	93	100
總負債	6,748	11,390	11,282	12,070
普通股股本	2,424	2,424	3,151	3,151
資本公積金	933	933	1,660	1,660
累計留存收益	5,342	6,862	10,354	15,790
少數股權	1,109	1,175	1,394	1,934
股東權益	9,808	11,394	16,559	22,536

資料來源：元富上海

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
淨利潤	3,534	2,230	3,492	5,437
折舊與攤銷	624	984	1,050	1,230
投資收入	42	119	49	(15)
營運資金變化	(1,181)	866	(426)	232
其他	80	(15)	79	69
來自營運之現金流量	3,100	3,990	4,563	6,953
資本支出	1,956	3,409	3,050	3,230
長投增減	0	0	0	0
其他	(371)	(1,613)	(1,125)	(975)
來自投資之現金流量	(2,327)	(5,021)	(4,175)	(4,205)
自由現金流量	773	(157)	388	2,748
借款增(減)	726	5,079	1,670	1,756
現金股利支出	586	710	1,580	2,010
其他	0	0	75	83
來自融資之現金流量	140	4,369	15	(337)
匯率調整	0	0	0	0
本期產生之現金流量	914	165	403	2,411
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31				
ROA(%)	18.03%	10.23%	15.16%	20.22%
ROE(%)	30.44%	20.15%	22.41%	26.52%
ROCE(%)	65.92%	24.87%	32.87%	47.21%

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			