

西山煤电 (000983. sz)

稳定成长的焦煤龙头

谢军 电力行业 研究员

电话: 020-87555888-663

eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 煤炭行业 研究助理

电话: 020-87555888-407

eMail: lhl10@gf.com.cn

2008 年公司业绩增长超预期

报告期内, 公司营业收入增长 69.87%, 同比增长 231.86%。实现每股收益 1.44 元、净资产收益率 37.52%, 同比分别增长 171.25% 和 17.42%。公司盈利增长的主要原因在于煤炭产品价格的上涨和产品结构的优化。

各项目进展顺利、公司成长明确

兴县斜沟煤矿项目稳步推进, 2010 年斜沟矿一期达产, 兴县地区将达到 1500 万吨的原煤产能, 每年将贡献公司 600 万吨的气精煤以及 500—600 万吨左右的电煤 (5000 大卡以上)。古交电厂二期和晋兴能源电厂预计 2010 年建成, 将增加 168 万千瓦的装机容量。

盈利预测及投资评级

预测公司 2009—2011 年 EPS 为 1.17 元、1.52 元、1.89 元。我们认为西山煤电无论在精煤产量、商品煤比例、可采储量、开采年限等都大大高于行业平均, 因此, 我们给予公司 16.5 元的目标价, 对应 14 倍的 PE, 维持买入的投资评级。

风险提示

若钢铁行业经营情况恶化, 公司煤炭产品价格可能进一步下滑。资源税改革如果推行, 将增加公司的政策性成本, 削减利润。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7,802.83	13,254.9	12,901	17,315	22,236
EBITDA(百万元)	1,699.51	5,387.89	4,785	6,166	7,424
净利润(百万元)	1,051.46	3,489.43	2,919	3,791	4,684
净利润增长率	7.90%	231.86%	-17%	30%	24%
每股收益(元)	0.868	1.440	1.17	1.52	1.89
市盈率	73.12	8.10	12.76	9.79	7.89
市净率	13.04	3.04	2.98	2.44	1.97
EV/EBITDA	41.33	11.84	8	6	5
每股红利(元)	0.45	0.06	0.42	0.42	0.42
股息率(%)	0.71	0.12	2.82	2.82	2.82

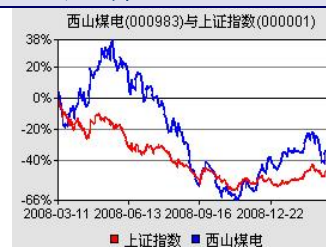
来源: 山西西山煤电股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	14.90
目标价格(元)	16.50
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-8.59%	20.55%	-30.58%
上证综指	-2.32%	14.95%	-47.16%

股票数据

总股本(万股)	242,400.0
	0
流通 A 股(万股)	113,243.5
	4

主要股东:

山西焦煤集团有限责任公司	
主要股东持股比例	26.64%
流通 A 股比例	46.72%

财务比率

ROE	37.52%
ROA	19.96%
资产负债率	40.38%
每股净资产(元)	3.84

2008 年报数据

2008年公司业绩增长超预期

报告期内，公司实现营业收入1325491万元，比上年增长69.87%；归属于母公司所有者的净利润348943万元，比上年增长231.86%。实现每股收益1.44元、全面摊薄净资产收益率37.52%，同比分别增长171.25%和17.42%，均创公司历史新高。

2008年公司生产原煤1619万吨，电力43.54亿度，分别增长0.43%和1.59%，与往年相比增幅不大，公司盈利增长的主要原因在于**煤炭产品价格的上涨和产品结构的优化**。

表1：2008年西山煤电主要产品调价情况（含税价，单位：元/吨）

日期	焦精煤		肥精煤		瘦精煤	
	调整幅度	调整后价格	调整幅度	调整后价格	调整幅度	调整后价格
4月1日	230	1040	245	1105	100	770
6月1日	382	1422	381	1486	300	1070
8月1日	300	1722	296	1790	260	1330
11月1日	500	1225	500	1290	500	830

数据来源：广发证券发展研究中心

2008年随着原材料、人工成本、安全费用等成本的提高使得公司煤炭的营业成本由2007年的吨煤234.96元增长到2008年的338.20元，增幅为44%。但成本的增加被煤炭价格的快速上涨所消化。2008年公司先后四次调价，虽然三季度受需求影响11月份各精煤品种下调了500元，但全年焦精煤、肥精煤、瘦精煤均价仍然比2007年上涨了88%、87%和68%。全年商品煤综合售价为740元/吨，比2007年增长46.90%。煤炭业务的毛利率由2007年的44%提升到2008年的51%。

其次，虽然商品煤总产量增长有限，但公司的煤炭产品结构明显优化。公司焦精煤、肥精煤、瘦精煤、电精煤分别同比增长17.04%、4.83%、5.85%和73.29%，而毛利率较低的原煤和洗混煤则分别下降了20.88%、14.54%。洗精煤占煤炭业务的收入比重由2007年的77%提高到2008年的85%。

各项目进展顺利、公司成长明确

兴县项目使得公司煤炭产能迅速增加

公司本部四矿2007年底核定产能1280万吨，洗选能力1170万吨。本部四矿煤炭产能较为稳定，未来无显著增长，未来公司煤炭产能增长主要在于兴县项目的开发。

表2：公司现有煤矿情况

	生产能力 (万吨)	洗选能力 (万吨)	主要产品	储量 (亿吨)
西铭	350	320	瘦煤、电精煤	2.1
西曲	340	300	焦精煤	2.9
镇城底	190	150	肥精煤	1.5
马兰	400	400	肥精煤	6.7

合计	1280	1170	/	13.2
----	------	------	---	------

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

兴县斜沟煤矿项目目前已经获得国土资源部资源划界的关键性批文，水土保持方案获水利部审核通过，晋兴公司增资完毕，苛瓦铁路工程进入收尾验收阶段，斜沟矿1500万吨/年矿井及配套选煤厂“四通一平”工程已经完成。

2008年兴县煤矿产能在300万吨左右，预计2009年为500万吨。随着2010年斜沟矿一期矿井及配套选煤厂的达产，兴县地区将达到1500万吨的原煤产能。该矿区煤种主要为气煤，按40%的洗出率计算每年将增加公司600万吨的气精煤以及500—600万吨左右的电煤（5000大卡以上）。随着苛瓦铁路的运营，改变兴县矿区的运输瓶颈将被打破，煤炭销售成本也将显著下降。

电力资产增长迅速

表 3: 公司现有电力业务					备注
名称	权益	装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	用煤	
古交一期（兴能发电）	60%	60	36	洗中煤	年内增资后，公司占兴能发电权益提高到60%，此前为55%。
矸石电厂（西山热电）					
1、2#机组	90.89%	10	13.63	矸石	
3#		5			2008年2季度投产
山西国际电力华光	10%	120	12	电煤	2008年2季度获得
合计			61.63		

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

公司目前电力业务以古交电厂一期为主，为了充分利用古交矿区的洗中煤资源，公司投资建设2×60万千瓦古交二期工程，3#机组预计2010年8月投产发电，4#机组预计2010年11月投产发电。兴县地区建设的装机容量120万千瓦的晋兴能源电厂预计于2010年1季度建成。两个电力项目建设完成后公司将增加168万千瓦的装机容量。

表 4: 公司在建电力业务					备注
名称	权益	装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	用煤	
古交二期（兴能发电）	60%	120	72	洗中煤	2010.8—11月投产
晋兴能源电厂	80%	120	96	自有电煤	2010年1季度建成
合计			168		

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

煤化工是公司新的利润增长点

2008年上半年，公司受让太原西山日盛焦煤有限公司的全部股权，成为公司未来焦化业务发展的平台。

2008年8月10日，公司与鄂尔多斯乌审旗世林化工有限责任公司签订

协议合作开发4×30万吨（一期30万吨）煤制甲醇项目，公司持股40%并由此获得了位于东胜煤田呼吉尔特矿区的采矿权，公司占拟建的巴颜高勒煤矿60%股权，井田面积65.3平方公里，资源储量10.4亿吨。煤种为长焰煤，发热量达6500—7000大卡，煤质优良。矿井按1000万吨设计，正在办理采矿许可证，预计5月份手续完成之后便可开工建设，建设期为两年，预计2011年之后开始收益。

盈利预测及估值建议

预测假设：

1、煤炭产量预测及假设：

表 5：公司煤炭产量预测及假设

	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
原煤产量	1,612.00	1,619.00	1,800.00	2,800.00	3,400.00
商品煤产销量	1,640.00	1,617.00	1,835.00	2,685.00	3,195.00
焦精煤销量	206.00	241.00	245.00	245.00	245.00
肥精煤销量	371.08	389.00	390.00	390.00	390.00
瘦精煤销量	222.01	235.00	240.00	240.00	400.00
气精煤销量	0.00	0.00	0.00	600.00	600.00
电精煤销量	85.41	148.00	150.00	150.00	150.00
洗精煤销量合计	885.00	1,013.00	1,025.00	1,625.00	1,785.00
洗混煤销量	167.23	146.00	150.00	900.00	1,250.00
煤泥销量	124.30	0.00	0.00	0.00	0.00
原煤销量	378.06	457.00	660.00	160.00	160.00

数据来源：广发证券发展研究中心

2、公司煤价假设

表 6：公司煤炭产品价格预测及假设

	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
煤炭综合售价	404.89	740.00	646.61	594.60	600.45
焦精煤价格	628.87	1,182.00	1,025.00	1,140.00	1,190.00
肥精煤价格	634.02	1,183.00	1,090.00	1,150.00	1,200.00
瘦精煤价格	506.53	849.00	630.00	750.00	800.00
气精煤价格				570.00	620.00
电精煤价格		469.00	510.00	470.00	500.00
洗精煤平均价格	574.93	1,001.49	881.88	812.49	855.21
洗混煤价格	195.80	254.00	300.00	250.00	270.00
原煤价格	211.16	317.00	360.00	320.00	340.00

数据来源：广发证券发展研究中心

3、2008年底至2010年底公司权益装机容量分别为61.6、61.6、230万千瓦，预计2008—2010年公司发电量分别为38.35亿度、50亿度、113亿度。

预测公司2009—2011年EPS为1.17元、1.52元、1.89元。从国内其他煤炭上市公司的估值情况看，2009年PE均值为10倍左右，我们认为西

山煤电无论在精煤产量、商品煤比例、可采储量、开采年限等都大大高于行业平均，因此，我们给予公司16.5元的目标价，对应14倍的PE。鉴于公司良好的发展前景我们维持买入的投资评级。

表 7：利润表预测（单位：百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	13255	12901	17315	22236
营业成本	6432	6677	9374	12278
营业税金及附加	134	135	180	230
营业费用	384	565	630	892
管理费用	1475	1477	1955	2528
财务费用	106	135	101	42
资产减值损失	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-42	0	0	0
营业利润	4674	3903	5067	6259
营业外收入	4	4	5	4
营业外支出	20	15	18	18
利润总额	4658	3892	5054	6245
所得税	1125	973	1264	1561
净利润	3533	2919	3791	4684
少数股东损益	43	89	100	108
归属母公司净利润	3489	2831	3691	4576
EPS（元）	1.44	1.17	1.52	1.89

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、若资源税改革将增加公司煤炭成本，削减公司利润。
- 2、公司的主要产品为冶金用煤，若下游钢铁行业经营恶化，公司煤炭价格有进一步下跌的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

西山煤电(000983)行情走势



相关研究报告

G 西煤(000983.sz)	刘彪	2006-03-07
-----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。