

08 年靠煤价提升，09 年看产量增长

——西山煤电（000983）2008 年年报点评

分析师

赖礼辉

☎ (86-10) 88366060 – 8877

✉ lailh@cgws.com

要点：

- 08 年西山煤电营业收入达到 132.5 亿元，比去年同期增长 69.87%，归属于母公司的净利润为 34.89 亿元，同比增长 171.27%，实现每股收益 1.44 元，略高于前期预期。净资产收益率高达 37.5%，比上年大幅提升了 17.4 个百分点。
- 公司业绩大幅增长主要是产品结构优化以及煤价上涨：尽管 08 年商品煤销量小幅下降 1.4%，但附加值高的洗精煤销量同比增长了 14.5%，达到 1013 万吨；此外，焦精煤和肥精煤价格同比大幅上涨 88%和 87%，这两个因素共同推动 08 年商品煤综合售价比 07 年大幅增长 82.8%，使得公司煤炭毛利率比 07 年提升了 12.3 个百分点，达到 53.3%。08 年公司吨煤 EBITDA 高达 337 元/吨，可能处于煤炭上市企业首位。值得注意的是，尽管四季度煤价大幅回落，该季度煤炭销售收入比三季度大幅下降了 17%，但还是高于一、二季度，且四季度煤炭毛利率与三季度基本持平，远高于前两季度，表明煤价回落的同时，公司也在控制生产成本。
- 电力业务方面，业绩大幅下滑，但总体还是保持了盈利。08 年售电量同比小幅提高 1.6%，达 43.5 亿度，由于电煤成本的增加，毛利率下降了 8 个百分点至 22.9%。控股的两个发电企业贡献归属于上市公司股东的净利润共计 2538 万元，比 07 年大幅下降 45%。
- 在三项费用的控制上，销售费用和财务费用控制得当，同比均小幅下降。但管理费用大幅增加 5.56 亿，同比增加了 60%，其中主要原因因工资的大幅提升，以及修理费的增加。
- 展望未来几年，公司煤炭业务从 09 年开始将步入快速增长期，增量部分主要来自于控股 80%的晋兴能源。预计该煤矿 09 年将贡献 200 多万吨的产量增量，总产量达到 1800 万吨，而 2010 年晋兴能源有望达产到 1500 万吨，公司煤炭总产量进一步增加到 2800 万吨。
- 但推动 08 年业绩增长的煤价上涨因素在 09 年难以再现，原因包括：一、增值税率从 08 年的 13%上调到 17%，当前企业难以提价转移；其次，公司从 09 年 1 月开始，为保证回款，给予能按合同及时支付焦精煤、肥精煤货款客户 200 元/吨的折让。目前焦精煤和肥精煤含税价已低于 08 年均价。

投资评级：推荐（上调）

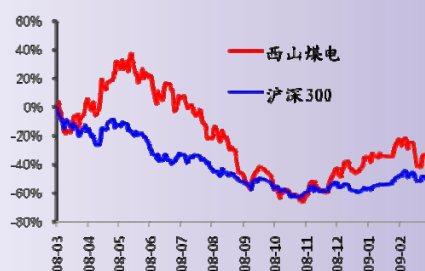
市场数据

总市值（百万元）	36,118
流通市值（百万元）	16,873
总股本（万股）	242,400
流通股本（万股）	113,244
最近 12 个月最高/最低	60.2/7.0
十大流通股占比（%）	11.5%

盈利预测（单位：万元）

	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,325,491	1,305,968	1,783,289
营业利润	467,413	414,673	545,911
净利润	348,943	305,707	387,893
净利增速	171%	-12.4%	26.9%
EPS（元）	1.44	1.26	1.60
PE	9.8	11.2	8.8

与沪深 300 走势比较



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



第三、售价较高的焦精煤和肥精煤比重将下降，而电煤和焦配煤比重上升。晋兴能源煤种为 1/3 焦煤和气煤，经洗选后以焦配煤和动力煤销售。尽管自 09 年 1 月开始公司上调了部分动力煤的合同价，提价幅度在百分之十几，但若年内钢铁行业景气度难见回升，精煤价格提价乏力，则 09 年商品煤均价可能下降 10% 左右。

对于 2010 年之后的成长性，主要来源有：

- 古交电厂二期 $2 \times 600\text{MW}$ 的发电项目，目前正在建设中，预计 2010 年底可投入使用，届时公司的权益装机容量将达到 270 多万千瓦。
- 公司与内蒙古世林化工合资建设的煤制甲醇项目以及配套的煤矿开采项目。设计产能为 4×30 万吨甲醇项目，公司持股 40%，其中一期 30 万吨有望在 2010 年底投产；与之配套的煤矿——巴颜高勒井田煤矿开采项目，公司控股 60%，目前正在申请采矿权，预计 09 年可开工建设，最早投产时间将在 2011 年。
- 日前，公司发布了受让日盛公司 100% 股权的公告，日盛公司负责建设生产规模为 60 万吨/年冶金焦及 $2 \times 15\text{MW}$ 发电装机容量，规划在 2010 年底建成投产，预计达产后，可增加公司年销售收入 9 亿元左右，贡献利润 5000 万元。
- 公司还正与一些地方煤矿接触合资事宜，2010 年前后有望增加公司产能 300 多万吨。
- 晋兴能源二期建设将在 2010 年之后开始进行，该煤矿的远景规划达到 3000 万吨。

上调评级至“推荐”

按照 09 年煤炭产量增长 11%，商品煤均价下降 10% 的预测，假定煤炭销售成本没有太大变化，毛利率略下降至 51%，则 09 年每股收益将下滑到 1.26 元。

2010 年，假定煤炭产量达到 2800 万吨，精煤价格开始小幅回升，商品煤均价保持在 09 年水平，毛利率进一步下降到 48.5%，且假定资源税开始上调至煤价的 5%，则公司 2010 年的每股收益有望增长到 1.60 元。

上一交易日收盘价对应 2009、2010 年动态市盈率分别为 11.2 和 8.8 倍，与行业平均估值基本相当。作为焦煤行业的龙头企业，这一估值水平并没有反映出其未来几年的成长性，上调评级至“推荐”。

风险提示：除了整个市场的系统性风险之外，资源税上调、钢材、焦煤价格进一步下滑可能是导致公司股价回落的主要因素。

附表 1、主要财务预测数据

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,325,491	1,305,968	1,783,289	1,890,576	成长性				
营业成本	643,163	672,400	948,950	1,046,000	营业收入增长	69.9%	-1.5%	36.5%	6.0%
销售费用	38,371	39,179	49,932	52,936	营业成本增长	38.7%	4.5%	41.1%	10.2%
管理费用	147,492	130,597	151,580	160,699	利润总额增长	193.8%	-11.3%	31.8%	7.8%
财务费用	10,563	10,218	17,326	24,651	净利润增长	231.9%	-12.4%	26.9%	7.8%
投资净收益	-4,242	1,000	2,000	2,000	盈利能力				
营业利润	467,413	414,673	545,911	588,343	毛利率	51.5%	48.5%	46.8%	44.7%
营业外收支	-1,620	-1,500	-1,500	-1,500	销售净利率	26.3%	23.4%	21.8%	22.1%
利润总额	465,793	413,173	544,411	586,843	ROE	33.5%	22.6%	22.0%	19.0%
所得税	112,513	101,227	136,103	146,711	ROIC	47.1%	31.1%	32.0%	26.6%
少数股东损益	4,338	6,239	20,415	22,007	营运效率				
净利润	348,943	305,707	387,893	418,125	销售费用/营业收入	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	管理费用/营业收入	11.1%	10.0%	8.5%	8.5%
货币资金	305,558	353,852	734,484	674,037	投资收益/营业利润	-0.9%	0.2%	0.4%	0.3%
应收帐款	59,866	45,709	62,415	66,170	所得税/利润总额	24.2%	24.5%	25.0%	25.0%
应收票据	289,976	195,895	267,493	283,586	应收帐款周转率	28.08	24.74	32.99	29.41
存货	44,421	33,620	47,448	52,300	存货周转率	16.00	17.23	23.41	20.97
流动资产合计	794,584	694,428	1,203,233	1,175,782	流动资产周转率	2.16	1.75	1.88	1.59
固定资产	838,135	1,190,417	1,549,040	1,831,834	总资产周转率	0.91	0.70	0.73	0.63
资产总计	1,748,618	2,009,458	2,884,681	3,151,669	偿债能力				
短期借款	9,600	15,000	15,000	15,000	资产负债率	40.4%	32.6%	38.9%	30.1%
应付款项	172,450	168,100	237,238	209,200	流动比率	1.73	1.62	2.02	2.78
流动负债合计	458,984	429,558	596,472	423,329	速动比率	1.63	1.54	1.94	2.65
长期借款	210,466	210,466	510,466	510,466	每股指标（元）				
负债合计	706,130	655,024	1,121,938	948,795	EPS	1.440	1.261	1.600	1.725
股本	242,400	242,400	242,400	242,400	每股净资产	4.30	5.59	7.27	9.09
留存收益	687,619	993,326	1,381,219	1,799,344	每股经营现金流	1.29	2.07	2.44	1.88
少数股东权益	112,469	118,708	139,123	161,130	每股经营现金/EPS	0.9	1.6	1.5	1.1
权益合计	1,042,488	1,354,434	1,762,742	2,202,874	估值				
负债和股东权益总计	1,748,618	2,009,458	2,884,681	3,151,669	PE	9.8	11.2	8.8	8.2
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	PEG	1.58	1.80	0.08	-
经营活动现金流	312,816	502,895	590,632	454,553	PB	3.3	2.5	1.9	1.6
其中营运资本减少	-90,115	113,625	38,741	-206,140	EV/EBITDA	6.75	6.97	5.59	4.74
投资活动现金流	-232,660	-460,000	-510,000	-515,000	EV/SALES	2.78	2.81	2.22	2.10
其中资本支出	195,569	450,000	500,000	500,000	EV/IC	4.03	3.16	2.67	1.99
融资活动现金流	14,028	5,400	300,000	0	ROIC/WACC	4.15	2.74	2.82	2.34
净现金总变化	94,183	48,295	380,632	-60,447	REP	0.97	1.15	0.95	0.85

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

假定 2010 年资源税上调到煤价的 5%。

研究员介绍及承诺

赖礼辉，上海财经大学硕士，从事煤炭行业研究。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。