

湘財證券研究所

研究员：刘昭亮

Tel: 021-68634518-8228

E-mail: lzl2581@xcsc.com

目标价：46.20 元
投资评级：买入/维持

基本资料

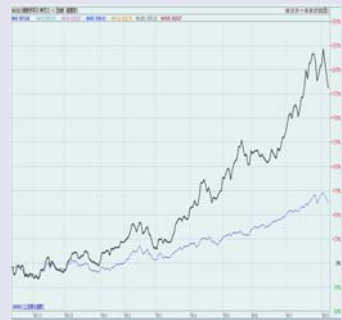
最新价格(元)	36.93
总股本(百万股)	2424
流通股本(百万股)	1132
EPS(08/09E)	1.44/1.12
每股净资产	3.86
12M 最高/最低	42.54/6.87
十大流通股东	8.64%

市场表现

%	1M	3M	6M
西山	15.59	51.69	140.05
上证	5.54	25.53	49.49



煤炭行业市场表现



www.xcsc.com

西山煤电（000983）：未来两年仍快速成长，整体上市值得期待

分析要点

- **产销量同比增长以及价格维持相对高位，上半年业绩稳中有升。**09 年 1-6 月份营业总收入为 57.74 亿元，同比增长 9.06%，净利润 13.02 亿元，比上年同期增长 5.57%。实现每股收益为 0.54 元（最新总股本为 24.24 亿股），净资产收益率为 13.91%，同比下降了 3.68 个百分点。基本符合我们的预期。
- **煤炭主业稳定增长，发电量小幅下滑。**公司主要产品洗精煤、原煤、发电比重分别为 72.77%、13.43%、10.61%；相应毛利率分别为 46.34%、51.94%、21.05%。因此主要利润来源于洗精煤产品，对利润的贡献达到七成。虽然上半年发电量同比下滑了 1.7%，但是售电量却同比上升了 3.54%，同时也明显好于全国上半年火电发电量同比下降 4.84%。显示了公司消费用户的需求稳定性和抗周期能力较强。
- **中小煤矿关停限产支撑上半年精煤价格维持高位；下游需求旺盛，焦煤涨价预期强烈。**山西上半年以来中小煤矿关停限产等政策的影响较大，而复产复工进度缓慢。我们认为复产的现实情况对焦煤的供给冲击影响仍然较小。下游钢铁量价稳步上升，煤-焦-钢产业链成为目前煤炭上下游中最炙手可热的焦点。焦炭产量价格的回升对市场上精煤价格上涨预期愈发强烈。
- **公司整体上市值得期待。**目前焦煤集团的保有储量 503 亿吨，08 年原煤产量 8029 万吨，精煤产量 3771 万吨，分别为西山煤电上市公司的 4.8 倍和 4.36 倍。公司作为集团煤炭资源整合唯一的上市公司平台，资产注入将对业绩产生爆发式增长，未来非常值得期待。
- **投资建议。**我们上调公司盈利预测 09~11 年 EPS 分别为 1.12、1.54、1.85 元/股。按照煤炭行业 10 年 30 倍 PE 估值，合理估值为 46.20 元。考虑集团优质资产注入的预期，未来业绩可能的爆发式增长，因此对于中长线投资者来说，目前股价的回调是一个比较好的投资时机，我们维持“买入”投资评级。
- **风险提示：**下游行业复苏不如预期；资源税改革。

盈利预测与估值

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	6977	7803	13255	12592	16624	19656
增长率(%)	24.22	11.83	69.87	-5.02	32.02	18.24
净利润(百万元)	964	1051	3489	2733	3506	4225
增长率(%)	-1.08	9.04	231.87	-21.67	37.25	20.50
每股收益	0.80	0.87	1.44	1.12	1.54	1.85
PE	46.42	42.57	25.65	32.97	24.02	19.94
PB	8.69	7.58	9.62	8.03	7.10	6.16

主要内容

□ 受益于产销量同比增长以及价格维持相对高位,上半年业绩稳中有升

公司于8月8日公布上半年业绩,2009年1-6月份营业总收入为57.74亿元,同比增长9.06%,净利润13.02亿元,比上年同期增长5.57%。实现每股收益为0.54元(最新总股本为24.24亿股),净资产收益率为13.91%,与去年下半年相比下降了3.68个百分点。基本符合我们的预期。虽然去年下半年以来焦煤价格出现较大幅度的下跌,但与去年同期相比,今年上半年主要产品平均价格仍有不同程度的上涨。

表 1: 公司主要产品平均售价(不含税)

单位(元/吨)	2009年1-6月平均售价	2008年1-6月平均售价	同比增幅(%)
焦精煤	928	904	2.60%
肥精煤	957	924	3.62%
瘦精煤	726	684	6.15%
电精煤	508	401	26.63%
原煤	307	270	13.85%
洗混煤	251	231	8.32%
商品煤综合售价	631	611	3.20%

资料来源:公司公告。

二季度产品价格的同比下滑以及成本的上升导致业绩同比环比大幅下降。与一季度业绩同比大幅增长94.36%相比,二季度营业收入和利润出现了明显的下跌,主要原因有三:一是去年二季度焦煤价格处于上升期导致基数较高;二是成本出现了较大幅度的上升(二季度营业收入同比和环比下降6.6%、7.06%,营业成本却相应上升了13.22%和24.65%);三是安全费用会计处理方式的调整对报表产生一定的负面影响。

表 2: 上半年整体稳中有升,但二季度明显下滑

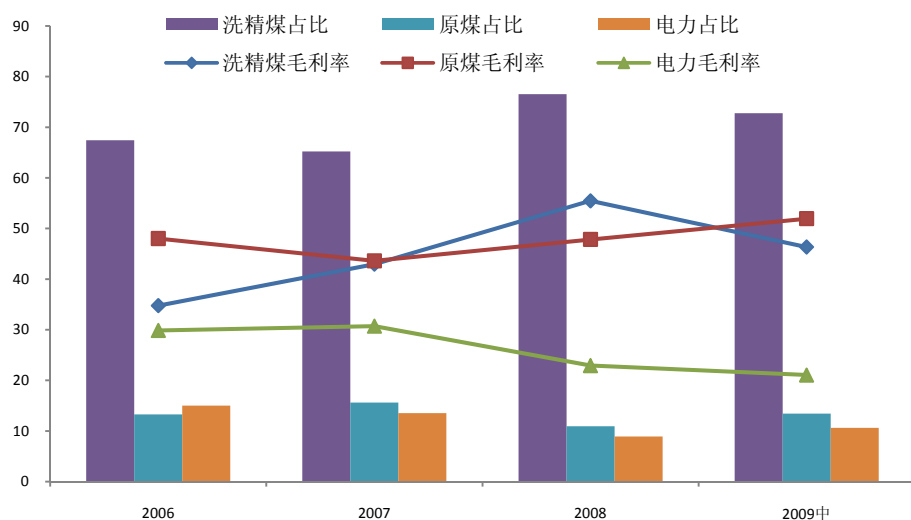
单位(亿元)	2009年1Q	同比(%)	2008年2Q	同比(%)
营业总收入	29.93	29.2	27.81	-6.6%
营业成本	17.88	6.7	22.29	13.22
净利润	9.60	94.36	3.78	-50.14
每股收益(元)	0.38	46.15	0.16	-48.38
净资产收益率	9.04%	-0.77	13.91%	-3.68
每股净资产(元)	4.22	-19.78	3.86	-29.04

资料来源:公司公告。2008年9月12日公司实施每10股送5股转增5股派现金0.6元分配方案,表中每股收益和每股净资产已经考虑该因素的影响。

□ 煤炭主业稳定增长，发电量小幅下滑

公司的主要业务是煤炭、发电及供热，还有少部分焦化业务，主要产品为洗精煤、原煤、发电供热、洗混煤、焦炭及煤气。09年上半年上述产品占营业收入的比重分别为 72.77%、13.43%、10.61%、2.44%和 0.06%；相应毛利率分别为 46.34%、51.94%、21.05%、31.92%、60.60%。因此主要利润来源于洗精煤、原煤、发电供热项目。上半年三大块分别实现主营业务收入 42 亿、7.75 亿、6.12 亿元，其中洗精煤对利润的贡献达到七成。虽然上半年发电量同比下滑了 1.7%，但是售电量却同比上升了 3.54%，同时也明显好于全国上半年火电发电量同比下降 4.84%。显示了公司消费用户的需求稳定性和抗周期能力较强。

图 1：公司主要业务构成与毛利率水平



资料来源：公司公告。

□ 中小煤矿关停限产支撑上半年精煤价格维持高位

上半年公司煤炭总产量 867.88 万吨，同比增长 8.80%。商品煤销量 811.48 万吨，同比增长 4.49%。在西铭矿、马兰矿停产二十多天进行安检的背景下，焦精煤和肥精煤的产量仍然实现了 2% 以上的增长幅度实属不易，反映了公司在生产调度上面具有较强的灵活性。

表 3：公司主要产品产销情况

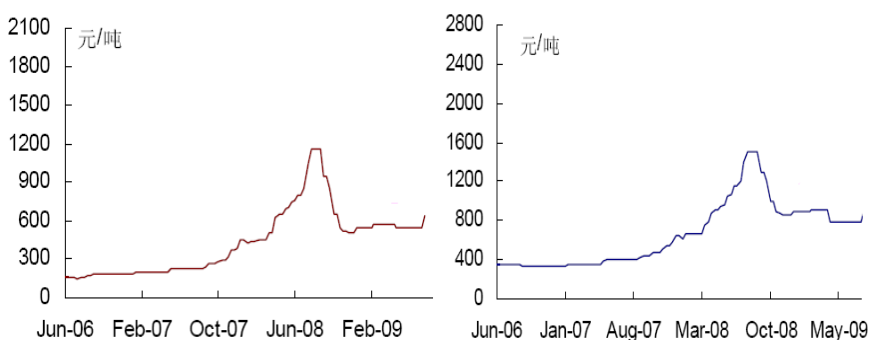
单位(元/吨)	2009年1-6月平均售价	同比增幅 (%)
商品煤产量	867.88	8.80%
商品煤销量	811.48	4.49%
其中：焦精煤	126.62	2.18%
肥精煤	195.86	2.24%
瘦精煤	108.82	-22.40%
电精煤	71.40	54.00%

原煤	252.47	23.26%
洗混煤	56.30	-17.92%
电力（亿度）	20.90	3.54%
供热（万GJ）	110.23	-8.38%

资料来源：公司公告。

在产量经历了增长的同时，虽然经济衰退的冲击对公司产品价格影响巨大，但上半年仍然维持在相对较高的位置。目前（截止8月3日）西山煤电所在地古交8#和古交2#焦精煤车板含税价格分别为990元/吨、1200元/吨，与去年同期相比仍然维持在较高的水平，有力保证了洗精煤毛利率维持在46%以上。

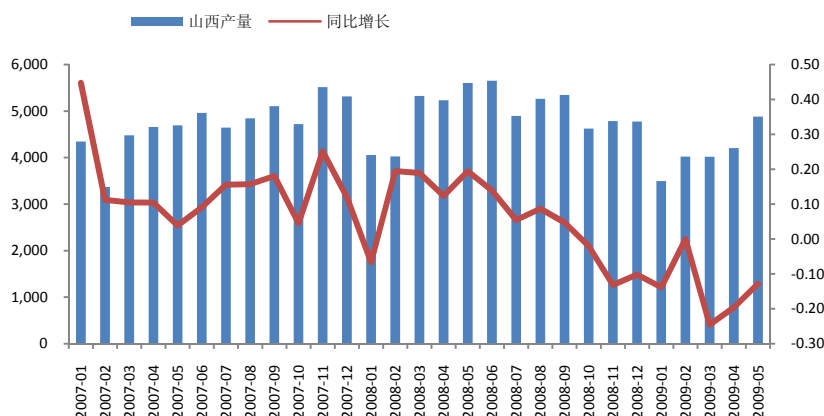
图2：古交8号煤和古交2号煤价格走势（不含税价）



资料来源：中国煤炭资源网。

焦煤调价频率较小，至于未对公司产品销量产生较大的冲击，其中一重要的原因是山西上半年以来中小煤矿关停限产等政策的影响较大。今年年初，出于对市场需求低迷的忧虑，山西省内严格限产（但同煤、焦煤、阳煤、晋煤和潞安煤业等五大煤炭集团不在限产之列），5月份更是出台了《山西省煤炭产业调整和振兴规划》：到2010年底，全省矿井个数由1500座减至1000座，整合重组以后煤炭企业规模原则上不低于300万吨/年，单个矿井生产规模原则上不低于90万吨/年。

图3：山西煤炭限产效果非常明显



数据来源：WIND。

根据山西省煤监局最新通报，复产复工进度缓慢。上半年全省共有 633 座煤矿复工复产，约占省内煤矿总数的四分之一。其中国有重点矿井复产比例最高，共计 95 座，复产面达到 75%；地方煤矿复产 87 个，占 32%，乡镇集体煤矿复产 221 个，仅占 16.6%。从复产煤矿的结构来看，国有重点矿井占据多数。我们认为：由于全国焦煤产量一半来自于山西，而山西省焦煤产量半数以上来自于非国有重点的中小煤矿企业，因此以上复产的现实情况对焦煤的供给冲击影响仍然较小。

表 4：山西省焦煤产量分布

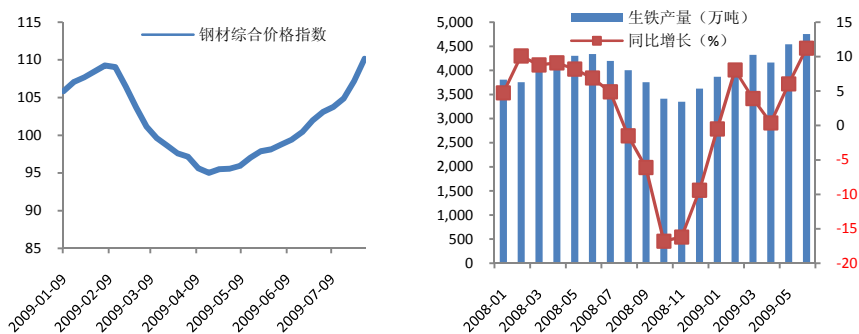
产量（万吨）	2004年	2005年	2006年	2007年
总产量	23566	23441	24172	23419
国有重点	7557	8609	9683	10580
国有重点占比	32.1%	36.7%	40.1%	45.2%
中小煤矿产量	16009	14832	14488	12840
中小煤矿占比	67.9%	63.3%	59.9%	54.8%

资料来源：湘财证券研究所。

□ 下游需求旺盛，焦煤涨价预期强烈

随着我国经济的逐步复苏，下游钢铁量价稳步上升，煤-焦-钢产业链成为目前煤炭上下游中最炙手可热的焦点。上半年以来，全国生铁产量 2.58 亿吨，同比增长了 5.56%；钢材综合价格指数自 4 月初二次探底以来，出现了连续四个月强劲上涨，幅度达到 15.8%。

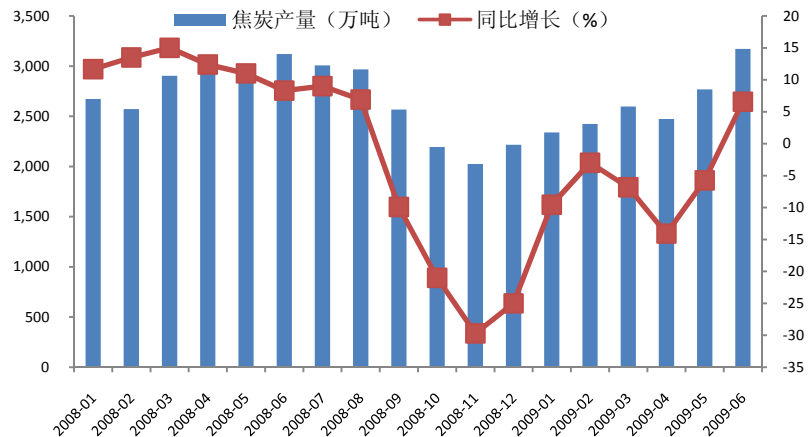
图 4：钢铁连续四个月量价稳步回升



数据来源：WIND。

去年下半年以来，由于焦炭产能的严重过剩，库存消化缓慢，加上出口几乎陷于停滞，整个焦炭行业产量严重下滑，上半年全国焦炭产量 1.58 亿吨，同比下降了 4.85%。但是从月度数据来看，焦炭产量和价格出现转机。6 月份焦炭产量为 3172 万吨，同比和环比分别增长了 6.57%、14.6%，首次实现较大幅度的回升。从山西焦化协会出台的价格指导意见来看，7 月和 8 月焦炭指导价格分别上涨了 60 元/吨和 170 元/吨，目前达到了 1880 元/吨，开工率的回升和价格的连续大幅上涨说明是下游需求已经开始向上游传导，焦炭产量价格的回升对市场上精煤价格上涨预期也愈发强烈。我们预计下半年精煤价格有 10% 左右的上涨幅度。

图 5：6 月焦炭产量首次实现正增长



数据来源：WIND。

□ 兴县项目产能逐步释放，10 年总产量将达到 2800 万吨

目前晋兴公司斜沟矿井及选煤厂建设进度加快，苛瓦铁路竣工通车，我们预计兴县项目今年将新增产能 500 万吨，加上本部四矿今年煤炭总产量将达到 1900 万吨。10 年配套洗选厂将建成，新增产能 1000 万吨是一大看点，由于斜沟矿主要为气煤，洗选后主要产品是瘦精煤和洗混煤。

表 5：公司主要产量分布

煤矿名称	煤种	可采储量 (亿吨)	核定 产能	2008	2009E	2010E	2011E
马兰矿	肥精煤	6.7	400	400	400	400	400
西铭矿	瘦煤、贫煤	2.12	360	350	360	360	360
西曲矿	焦精煤	2.9	340	340	340	340	340
镇城底矿	肥煤、焦煤	1.6	190	190	200	190	190
兴县斜沟矿	气煤	14	1500	268	500	1500	2500
小计		27.32	2790	1548	1800	2790	3790

数据来源：公司公告、湘财证券研究所。

□ 公司整体上市值得期待

6 月 10 日，山西省政府出台《关于加快资本市场发展的实施意见》和《山西省资本市场 2009—2015 年发展规划》，对同煤、焦煤、潞安、晋煤和阳煤五大煤业集团整体上市给予全力支持，力争 2015 年前基本完成整体上市。目前焦煤集团的焦煤生产能力排名全国第一、世界第二位，目前保有储量 503 亿吨，08 年原煤产量 8029 万吨，精煤产量 3771 万吨，分别为西山煤电上市公司的 4.8 倍和 4.36 倍。公司作为集团煤炭资源整合唯一的上市公司平台，资产注入将对业绩产生爆发式增长态势，未来非常值得期待。

□ 盈利预测与估值。

根据公司对 09 年生产经营计划以及价格假设，我们上调公司盈利预测 09~11 年 EPS 分别为 1.12、1.54、1.85 元/股。我们按照煤炭行业 10 年 30 倍 PE 估值，合理估值为 46.20 元。虽然目前价位对应 32 倍的静态市盈率并没有太大吸引力，但是如果考虑集团优质资产注入的预期，未来业绩可能的爆发式增长将在二级市场上得到集中的释放，因此对于中长线投资者来说，目前股价的回调是一个比较好的投资时机，我们维持“买入”投资评级。

表 6：盈利预测与估值

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	6977	7803	13255	12592	16624	19656
增长率(%)	24.22	11.83	69.87	-5.02	32.02	18.24
净利润(百万元)	964	1051	3489	2733	3506	4225
增长率(%)	-1.08	9.04	231.87	-21.67	37.25	20.50
每股收益	0.80	0.87	1.44	1.12	1.54	1.85
PE	46.42	42.57	25.65	32.97	24.02	19.94
PB	8.69	7.58	9.62	8.03	7.10	6.16

数据来源：公司公告、湘财证券研究所。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。