

2009年9月23日

西山煤电

成长动力充足

A
买入

000983.SZ - 人民币 33.20

目标价格: 人民币 38.00(↑37.40)

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	185	(8)	24	183
相对新华富时A50 指数(%)	124	(3)	27	154

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	2,424
流通股 (%)	47
流通股市值 (人民币 百万)	38,978
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,224
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
山西焦煤集团	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

预计公司前8个月原煤产量同比增长7.9%至1,195万吨, 符合预期。作为山西煤炭资源整合主体, 公司已经拥有年产1,155万吨的较大资源量的整合标的, 未来还将继续扩大。集团整体上市或资产注入尽管短期内未见实施, 但仍拥有较好预期。公司的题材较好, 拥有较好内生增长, 外延增长的充足成长动力。我们将目标价由37.40元上调至38.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 预计前8个月原煤产量同比增长7.9%至1,195万吨, 符合预期。
- 我们认为公司分得100余家山西煤矿的整合任务, 都签了框架性协议, 但绝大多数没有签实质性协议。除去已经公告的在临汾(1,095万吨)和古交(60万吨)整合资源年产1,155万吨, 主要为炼焦煤以外, 接下来还将在兴县等地整合资源。资源整合仍存在增长空间。
- 我们认为集团也分得100余家山西煤炭的整合任务, 由于有整体上市的意向, 整合资源注入上市公司的可能性较小。
- 整体上市或者资产注入目前没有时间表, 预计短期启动的可能性较小。

评级面临的主要风险

- 斜沟矿批文尚未拿到, 明年1,000万吨的增量仍有一定不确定性。
- 短期焦煤存在下行压力。

估值

- 公司的成长性较好, 拥有典型的资源整合题材和整体上市或资产注入题材, 我们给予公司10年高于行业平均15%的估值溢价。我们上调将目标价由37.40元小幅上调至38.00元, 维持买入的评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	7,803	13,255	12,035	20,848	22,641
变动 (%)	12	70	(9)	73	9
净利润 (人民币 百万)	1,286	3,489	2,535	4,203	4,504
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.061	1.440	1.046	1.734	1.857
变动 (%)	33.4	35.6	(27.3)	65.8	7.1
全面摊薄市盈率 (倍)	32.4	23.9	32.9	19.9	18.5
核心市盈率 (倍)	32.4	23.8	32.7	19.8	18.5
每股现金流量 (人民币)	1.72	1.29	1.87	2.02	2.38
价格/每股现金流量 (倍)	20.0	26.7	18.4	17.0	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	15.4	19.5	11.6	10.8
每股股息 (人民币)	0.450	0.420	0.305	0.506	0.542
股息率 (%)	1.3	1.2	0.9	1.5	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

近期经营情况

预计公司 09 年前 8 个月原煤产量同比增长 7.9%至 1,195 万吨，精煤产量同比减少 5.1%至 640 万吨。其中兴县矿区原煤产量 336 万吨，同比大幅增长 74%，预计全年 520 万吨。兴县矿区的运量为 2,200 万吨铁路已经于今年 8 月通车，预计可带来吨煤 60 元的利润。加上 1,500 万吨配套的洗煤厂也将在年底建成，兴县矿区的盈利能力预计可再获提高。

图表 1.预计 1-8 月经营数据

百万吨	单月			累计		
	08 年 8 月	09 年 8 月	同比 变动(%)	08 年 1-8 月	09 年 1-8 月	同比 变动(%)
原煤总产量	1.76	1.69	(3.8)	11.08	11.95	7.9
精煤产量合计	0.96	0.87	(9.1)	6.75	6.40	(5.1)
入洗率(%)	81.30	80.60		93.10	82.00	
洗出率(%)	67.10	64.00		65.40	65.30	

资料来源：公司数据，中银国际研究

斜沟矿明年 1,000 万吨增量存在不确定性

目前兴县矿区生产的是一个整合的矿，300 万吨产能左右，今年有可能做到 500 万吨。未来它将作为待批复的 1,000 万吨主井的一个副井。目前兴县矿区斜沟矿 1,000 万吨的主井还没有拿到国家发改委批文，尽管矿井今年年底可以建成，但生产必须有国家发改委的批文，明年的 1,000 万吨产能增量仍具有不确定性。

整合资源进展

我们认为，公司分得 100 余家山西煤矿的整合任务，都签了框架性协议，但绝大多数没有签实质性协议。除去已经公告的在临汾（1,095 万吨）和古交（60 万吨）整合资源年产 1,155 万吨，主要为炼焦煤以外，接下来还将在兴县等地整合资源。资源整合仍存在增长空间，且整合资源量较大。整合的吕梁的小矿已经出煤 2 个月，大概共出煤 30-40 万吨，但这种情况比较少。

集团也分得 100 余家山西煤炭的整合任务，由于有整体上市的意向，整合资源注入上市公司的可能性较小。

内蒙煤炭资源开发进展

内蒙古煤矿目前是 400 万吨的设计能力，采矿权已经批准，目前正在项目批准，然后要拿到采矿权，预计年底可以开始建设，预计 1.5-2 年内可以建好投产。

其它

整体上市或者资产注入目前没有时间表，预计短期启动的可能性较小。但仍然存在中期进行的预期。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	7,803	13,255	12,035	20,848	22,641
销售成本	(4,374)	(6,432)	(6,425)	(11,079)	(12,191)
经营费用	(915)	(1,377)	(1,437)	(2,836)	(3,063)
经营利润(息税前利润)	2,513	5,446	4,173	6,933	7,388
折旧及摊销	(552)	(624)	(612)	(713)	(791)
息税折旧前利润	1,961	4,822	3,561	6,220	6,596
净利息收入/(费用)	(114)	(106)	(70)	(100)	(79)
其他收益/(损失)	2	(59)	(59)	(59)	(59)
税前利润	1,849	4,658	3,433	6,061	6,458
所得税	(512)	(1,125)	(829)	(1,464)	(1,560)
少数股东权益	(50)	(43)	(68)	(394)	(394)
净利润	1,286	3,489	2,535	4,203	4,504
每股收益(元)	1.061	1.440	1.046	1.734	1.857
每股股息(元)	1.062	1.445	1.051	1.739	1.863
总收入增长率(%)	0.450	0.420	0.305	0.506	0.542
息税前利润增长率(%)	12	70	(9)	73	9
息税折旧前利润(%)	28	146	(26)	75	6
每股收益增长率(%)	25	117	(23)	66	7
每股收益增长率(剔除非经常项目)	33	36	(27)	66	7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1,849	4,658	3,433	6,061	6,458
折旧及摊销	552	624	612	713	791
净利息费用	114	106	70	100	79
运营资本变动	62	(1,222)	1,186	(569)	(52)
税金	(512)	(1,125)	(829)	(1,464)	(1,560)
其他经营现金流	569	712	663	765	843
经营活动产生的现金流	2,082	3,128	4,523	4,894	5,769
购买固定资产净值	(938)	(2,327)	(1,332)	(1,432)	(1,200)
投资变化	34	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(903)	(2,327)	(1,332)	(1,432)	(1,200)
净增权益	208	585	0	0	0
净增债务	8	110	(1,474)	(848)	(1,947)
支付股息	(532)	(586)	(740)	(1,226)	(1,314)
其他融资现金流	45	31	0	0	0
融资活动产生的现金流	(270)	140	(2,214)	(2,075)	(3,262)
现金变动	909	942	977	1,387	1,307
期初现金	1,204	2,114	3,056	4,032	5,419
公司自由现金流	1,179	801	3,191	3,462	4,569
权益自由现金流	1,187	912	1,716	2,613	2,621

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2,114	3,056	4,032	5,419	6,726
应收帐款	1,586	3,545	3,223	5,550	6,646
库存	348	444	436	751	826
其他流动资产	266	901	43	74	81
流动资产总计	4,313	7,946	7,734	11,794	14,280
固定资产	7,158	8,381	9,110	9,837	10,254
无形资产	201	193	185	177	169
其他长期资产	714	1,109	1,100	1,092	1,084
长期资产总计	7,873	9,490	10,210	10,929	11,338
总资产	12,186	17,436	17,945	22,723	25,617
应付帐款	1,986	2,907	2,904	5,008	5,510
短期债务	160	534	0	0	0
其他流动负债	539	1,149	941	941	15
流动负债总计	2,685	4,590	3,845	5,949	5,525
长期借款	2,368	2,105	800	800	800
其他长期负债	220	367	1,011	314	47
股本	1,212	2,424	2,424	2,424	2,425
储备	5,188	6,876	8,672	11,649	14,839
股东权益	6,400	9,300	11,096	14,073	17,264
少数股东权益	513	1,125	1,193	1,587	1,981
总负债及权益	12,186	17,486	17,945	22,723	25,617
每股帐面价值(人民币)	5.28	3.84	4.58	5.81	7.12
每股有形资产(人民币)	5.12	3.76	4.50	5.73	7.05
每股净负债(现金)	0.34	(0.17)	(1.33)	(1.91)	(2.44)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	32.2	41.1	34.7	33.3	32.6
息税前利润率	25.1	36.4	29.6	29.8	29.1
税前利润率	23.7	35.1	28.5	29.1	28.5
净利率	16.5	26.3	21.1	20.2	19.9
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	2.0	2.0	2.6
利息覆盖率(倍)	17.2	45.7	50.9	62.2	83.5
净权益负债率(%)	6.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.6	1.9	1.9	2.4
估值					
市盈率(倍)	32.4	23.9	32.9	19.9	18.5
市净率(倍)	6.5	9.0	7.5	5.9	4.8
价格/现金流(倍)	20.0	26.7	18.4	17.0	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	15.4	19.5	11.6	10.8
周转率					
存货周转天数	26.1	22.5	25.0	19.5	23.6
应收帐款周转天数	91.8	70.6	102.6	76.8	98.3
应付帐款周转天数	73.0	67.4	88.1	69.3	84.8
回报率(%)					
股息支付率	42.4	29.2	29.2	29.2	29.2
净资产收益率	22.2	44.4	24.9	33.4	28.7
资产收益率	12.5	24.7	15.3	23.2	20.7
已运用资本收益率	22.4	42.9	27.2	42.1	36.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371