



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月23日

金属及采掘

研究部

韩永 CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207070057

hanyong@cicc.com.cn

蔡宏宇 CFA CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

推荐

西山煤电(000983.CH)

新矿还需磨合, 但全年仍然有望达到目标

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	7,803	13,255	12,337	19,916	24,059
(+/-%)	12%	70%	-7%	61%	21%
主营业务利润	3,346	6,008	5,104	8,581	10,396
(+/-%)	28%	80%	-15%	68%	21%
营业利润	1,861	3,994	2,996	5,742	7,096
(+/-%)	30%	115%	-25%	92%	24%
净利润	1,286	2,959	2,230	4,182	5,169
(+/-%)	33%	130%	-25%	88%	24%
每股盈利(元)	0.53	1.22	0.92	1.73	2.13
(+/-%)	32%	15%	-25%	88%	24%
每股净资产(元)	2.64	3.59	4.15	5.45	7.04
每股股利(元)	0.40	0.51	0.38	0.43	0.53
市盈率(X)	66.8	29.0	38.5	20.5	16.6
市净率(X)	13.4	9.9	8.5	6.5	5.0
EV/EBITDA(X)	22.0	20.9	17.2	12.5	10.2
资产收益率	10.6%	17.9%	9.6%	17.9%	18.6%
净资产收益率	20.1%	34.0%	22.2%	31.7%	30.3%
ROCE (%)	20.8%	34.2%	17.8%	33.0%	32.9%
分红收益率	1.1%	1.4%	1.1%	1.2%	1.5%
每股经营现金流(元)	1.7	1.3	1.3	1.9	2.5
股价/每股经营现金流	20.6	27.5	28.1	18.9	14.3

股票信息

	A股(元)
股票代码	000983.CH
当前股价	35.44
日成交量(百万股)	23.96
52周最高价/最低价	43.9/19.6
发行股数(百万股)	2,424.00
其中: 流通股(百万股)	1,132.44
主要股东(持股比例)	山西焦煤集团有限公司(54.4%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[000983.CH]	(7.03)	6.78	8.38	(11.16)
[深证A指]	(1.46)	2.31	4.46	1.02

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4/22/2010	年度股东大会
4/23/2010	1Q10 业绩公布

1 季度业绩略低于预期:

一季度实现营业收入 34.2 亿元, 同比增长 14.4%; 归属母公司股东净利润 8.6 亿元, 同比增长 16.6%; 折合 EPS 约 0.36 元, 略低于我们大约 22% 的增幅预测, 主要由于公司持股 80% 的斜沟矿在投产初期生产不够正常。

正面:

- 1 季度煤价环比上升。公司在 1 月份和 2 月份两次上调产品价格, 焦精煤报价从 09 年底的 1125 元/吨上调至目前的 1365 元/吨, 上调了 21%。

负面:

- 兴县斜沟矿投产初期, 生产还不够正常。该矿为年产 1500 万吨的特大型矿井, 目前液压支架工作不够正常, 还需要一定时间的磨合和调整。1 季度斜沟矿产量大约为 220 万吨, 还未达产。

发展趋势:

焦煤价格有望保持坚挺。从正常的季节性特征来看, 在 3~6 月份受到下游钢铁需求的带动, 焦煤价格会处于上升趋势。而且, 目前国际焦煤价格大约为 250 美元/吨, 到岸价高出国内煤价约 500 元/吨, 对国内煤价形成支撑。

斜沟矿产量将会逐步恢复正常。随着斜沟煤矿新投产工作面的磨合, 产量将逐步恢复正常。公司预计斜沟煤矿在 2010 年仍可实现 1500 万吨的产量目标。

盈利预测调整:

我们维持公司 2010 年 1.73 元的盈利预测。由于后面 3 个季度的煤炭产量将会环比回升, 而且公司在 1 月份和 2 月份分别上调了产品价格, 目前价格高出 1 季度均价约 4%, 因此虽然 1 季度 EPS 为 0.36 元, 我们维持全年 1.73 元的盈利预测。

估值与建议:

维持推荐的投资评级。目前, 西山煤电的 2010 年动态 PE 为 20.5 倍, 高于 A 股煤炭公司 PE 中值 (18.1 倍)。但考虑到公司在焦煤行业的龙头地位, 以及未来的成长潜力, 我们维持推荐的投资评级。

图表 1：历史和预测的财务指标

利润表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,803	13,255	12,337	19,916	24,059
营业成本	4,374	7,057	7,026	10,515	12,690
营业税金及其他	83	190	207	819	973
营业费用	458	384	454	478	577
管理费用	918	1,475	1,414	2,235	2,649
财务费用	114	106	115	128	83
投资收益	14	-42	-119	5	9
营业利润	1,861	3,994	2,996	5,746	7,096
营业外收入	6	4	98	0	0
营业外支出	19	20	21	0	0
利润总额	1,849	3,977	3,073	5,746	7,096
所得税	512	992	777	1,436	1,774
归属母公司股东净利润	1,286	2,959	2,230	4,185	5,169
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	2,114	3,056	5,459	2,589	4,777
应收帐款	345	599	494	797	963
存货	348	483	324	485	585
长期投资	485	862	1,941	1,893	1,893
固定资产	5,751	5,276	6,539	6,936	7,518
无形资产	201	193	185	167	150
总资产	12,186	16,556	23,270	23,364	27,844
循环贷款	120	96	1,180	297	0
应付账款	1,546	1,724	2,205	3,255	3,928
预收账款	118	436	430	430	430
一年内到期的长期负债	40	438	288	0	0
流动负债	2,685	4,575	5,766	5,572	6,023
长期银行贷款	2,368	2,105	3,207	3,207	3,207
负债总额	5,272	6,748	11,954	8,784	9,235
股本	1,212	2,424	2,424	2,424	2,424
资本公积金	1,503	933	939	939	939
盈余公积金	877	1,477	1,829	2,457	3,232
未分配利润	2,809	3,865	4,870	7,381	10,483
归属母公司股东权益	6,400	8,699	10,063	13,202	17,078
少数股东权益	513	1,109	1,254	1,378	1,531
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动产生现金流	2,083	3,128	3,055	4,535	6,002
投资活动产生现金流	-903	-2,327	-5,021	-2,086	-2,142
融资活动产生现金流	-270	140	4,369	-5,319	-1,672
期初现金余额	1,204	2,114	3,056	5,459	2,589
期末现金余额	2,114	3,056	5,459	2,589	4,777

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2: 分季度业绩分析

(百万元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	QoQ	YoY
营业收入	1,691	2,003	2,011	2,098	2,316	2,978	4,361	3,600	2,993	2,781	3,191	3,372	3,423	1.5%	14.4%
营业成本	985	1,198	1,251	1,202	1,387	1,595	1,887	2,188	1,634	1,779	1,811	1,986	1,829	-7.9%	11.9%
毛利润	706	805	760	895	930	1,383	2,473	1,412	1,359	1,002	1,380	1,386	1,594	14.9%	17.3%
营业税金及附加	18	22	22	22	27	32	42	89	52	49	53	53	53	-0.6%	2.5%
营业费用	80	99	150	129	58	57	100	170	84	72	108	189	82	-56.9%	-3.3%
管理费用	130	186	211	391	179	250	335	712	178	305	370	561	236	-58.0%	32.9%
财务费用	31	27	35	22	26	25	27	28	24	20	23	48	50	4.2%	106.3%
资产减值损失	0	14	(0)	(5)	0	10	0	(2)	0	4	0	1	0	-100.0%	n.a.
其他经营收益	0	0	0	14	0	0	0	(42)	0	0	0	(119)	0	n.a.	n.a.
营业利润	446	459	342	351	640	1,009	1,970	374	1,021	552	826	414	1,173	183.2%	14.9%
营业外收支净额	(1)	(4)	0	(7)	(2)	(2)	(4)	(9)	31	(4)	(1)	51	3	-93.4%	-89.2%
利润总额	445	454	342	344	638	1,007	1,967	365	1,052	549	825	465	1,177	153.1%	11.9%
所得税	146	143	118	86	156	252	498	85	275	170	194	138	297	114.6%	8.0%
净利润	299	311	225	258	482	755	1,469	280	777	378	631	326	880	169.5%	13.2%
少数股东损益	19	1	4	18	7	(3)	33	(10)	36	0	9	21	16	-21.2%	-55.2%
归属母公司净利润	280	311	221	241	475	758	1,436	290	740	378	622	306	863	182.3%	16.6%
基本每股收益 (元)	0.23	0.26	0.18	0.20	0.39	0.63	0.59	0.12	0.31	0.16	0.26	0.13	0.36	182.3%	16.6%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.13	0.09	0.10	0.20	0.31	0.59	0.12	0.31	0.16	0.26	0.13	0.36	182.3%	16.6%
毛利率	41.7%	40.2%	37.8%	42.7%	40.1%	46.4%	56.7%	39.2%	45.4%	36.0%	43.2%	41.1%	46.6%	5.4%	1.2%
营业利润率	26.4%	22.9%	17.0%	16.7%	27.6%	33.9%	45.2%	10.4%	34.1%	19.9%	25.9%	12.3%	34.3%	22.0%	0.2%
净利润率	17.7%	15.5%	11.2%	12.3%	20.8%	25.3%	33.7%	7.8%	26.0%	13.6%	19.8%	9.7%	25.7%	16.0%	-0.3%
营业费用率	4.7%	4.9%	7.5%	6.2%	2.5%	1.9%	2.3%	4.7%	2.8%	2.6%	3.4%	5.6%	2.4%	-3.2%	-0.4%
管理费用率	7.7%	9.3%	10.5%	18.6%	7.7%	8.4%	7.7%	19.8%	5.9%	11.0%	11.6%	16.7%	6.9%	-9.8%	1.0%
财务费用率	1.8%	1.3%	1.7%	1.0%	1.1%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	1.4%	1.5%	0.0%	0.7%
有效税率	32.8%	31.4%	34.4%	24.9%	24.5%	25.1%	25.3%	23.3%	26.1%	31.1%	23.5%	29.8%	25.2%	-4.5%	-0.9%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 主要假设

	2009A	2010E	2011E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY
煤炭产量 (万吨)	1,856	2,704	3,004	14.6%	45.7%	11.1%
煤炭销量 (万吨)	1,780	2,704	3,004	10.1%	51.9%	11.1%
平均煤价 (元/吨)	609	652	686	-17.7%	7.0%	5.3%
煤炭单位成本 (元/吨)	396	326	336	35.5%	-17.5%	3.0%
售电量 (亿千瓦时)	42.6	62.5	100.7	-2.2%	46.9%	61.0%
加权电价 (元/千瓦时)	0.315	0.315	0.315	6.8%	0.0%	0.0%

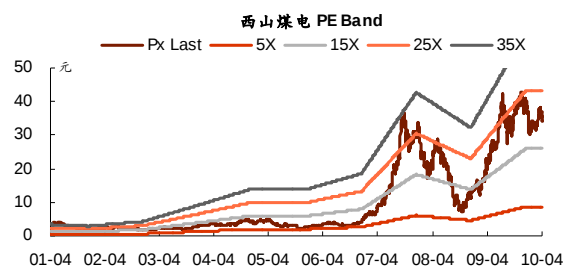
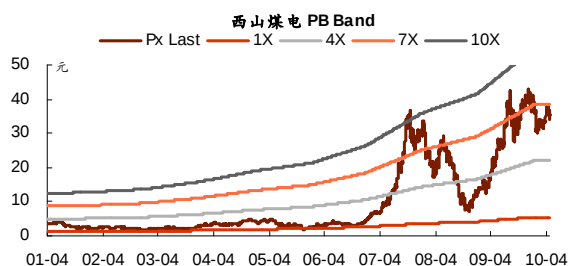
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

A股煤炭公司	国家名	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2010-4-22	2009E	EPS(RMB) 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E
焦煤公司									
西山煤电*	中国	85,907	35.44	0.92	1.73	2.13	38.5	20.5	16.6
平煤股份*	中国	37,136	26.58	1.01	1.72	1.99	26.3	15.4	13.3
开滦股份*	中国	27,409	22.20	0.67	0.85	1.09	33.3	26.1	20.4
金牛能源	中国	40,776	35.26	1.39	2.33	2.56	25.4	15.2	13.8
煤气化	中国	10,105	19.67	0.74	1.09	n.a	26.6	18.1	n.a.
盘江股份	中国	28,401	25.74	1.06	1.51	1.69	24.3	17.1	15.2
中间值 - 焦煤							26.5	17.6	15.2
无烟煤公司									
兰花科创*	中国	22,374	39.17	2.22	2.50	2.68	17.6	15.7	14.6
神火股份*	中国	25,373	33.83	0.80	1.74	2.02	42.3	19.4	16.7
国阳新能	中国	41,924	43.58	1.93	2.30	2.57	22.6	18.9	17.0
中间值 - 无烟煤							22.6	18.9	16.7
其他煤炭公司									
中国神华*	中国	560,339	27.59	1.52	1.76	2.05	18.1	15.7	13.4
兖州煤业*	中国	93,918	21.00	0.89	1.28	1.46	23.6	16.4	14.4
中煤能源*	中国	147,390	11.33	0.50	0.63	0.78	22.7	18.1	14.6
大同煤业	中国	33,867	40.47	1.78	2.18	2.50	22.7	18.5	16.2
上海能源	中国	15,069	20.85	1.31	1.53	1.68	15.9	13.7	12.4
恒源煤电	中国	11,295	28.64	1.41	1.62	1.88	20.3	17.7	15.2
潞安环能	中国	48,231	41.92	1.83	2.43	2.79	22.9	17.3	15.0
露天煤业	中国	27,518	24.89	0.88	1.10	1.37	28.3	22.6	18.1
郑煤煤电	中国	7,178	11.41	0.18	0.25	0.29	63.4	46.0	39.3
国投新集	中国	26,627	14.39	0.45	0.73	1.05	32.0	19.6	13.7
中间值 - 其他煤							22.8	17.9	14.8
中间值 - A 股煤炭							24.3	18.1	15.1
H股煤炭公司									
		Market Cap (RMB Mn)	Price(HKD) 2010-4-22	2009E	EPS(RMB) 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E
中国神华*	中国	560,339	35.25	1.59	1.86	2.16	19.6	16.3	13.7
兖州煤业*	中国	93,918	18.44	0.95	1.32	1.50	17.2	12.0	10.3
中煤能源*	中国	147,390	12.10	0.59	0.73	0.89	18.1	14.3	11.5
福山能源*	中国	27,870	5.89	0.21	0.39	0.43	25.0	12.9	11.5
恒鼎实业	中国	16,377	9.04	0.20	0.49	0.73	40.8	15.8	10.4
中间值							19.6	14.3	11.5
国际可比公司									
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2010-4-22	2009E	EPS(USD) 2010E	2011E	2009E	P/E(x) 2010E	2011E
印尼煤炭公司									
Bumi	印尼	5,059	0.26	0.01	0.02	0.03	25.9	13.0	9.6
Adaro	印尼	7,984	0.25	0.02	0.01	0.02	16.5	18.4	13.5
Indo Tambangraya	印尼	4,857	4.29	0.30	0.28	0.38	14.3	15.3	11.4
Tambang Batubara	印尼	4,588	1.99	0.13	0.13	0.17	15.2	15.2	11.7
中间值							15.8	15.3	11.6
美国煤炭公司									
Peabody	美国	12,403	46.15	1.68	3.08	4.44	27.5	15.0	10.4
Arch Coal	美国	4,466	27.49	0.28	1.13	2.34	98.2	24.3	11.7
Consol	美国	9,588	43.60	2.99	3.07	4.33	14.6	14.2	10.1
Massey	美国	4,058	42.64	1.23	2.48	5.09	34.7	17.2	8.4
Alpha	美国	6,055	50.07	0.64	3.26	4.87	78.2	15.4	10.3
中间值		6,055		1.23	3.07	4.44	34.7	15.4	10.3
澳大利亚煤炭公司									
Coal & Allied	澳大利亚	8,022	92.65	6.76	7.07	9.65	14.8	14.1	10.3
New Hope	澳大利亚	3,921	4.74	2.40	0.22	0.24	2.1	23.0	21.6
Energy Resources	澳大利亚	3,012	15.79	1.43	0.75	1.31	11.9	22.6	13.0
Aquila	澳大利亚	3,179	9.86	-0.10	-0.04	0.12	n.a.	n.a.	88.5
Whitehaven	澳大利亚	2,567	5.20	0.61	0.14	0.25	9.3	39.2	22.1
中间值							10.6	22.8	21.6

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：西山煤电 P/E P/B Bands



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。