

煤炭开采Ⅲ



刘建刚 陆凤鸣

S0190207100103

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

西山煤电（000983）

2 号工作面启动 斜沟矿增产有望

--西山煤电调研简报

推荐（维持）

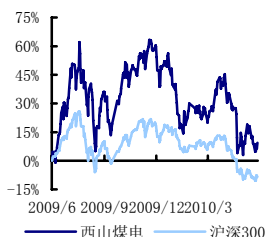
市场数据

报告日期	2010-6-17
收盘价(元)	21.93
52 周最高/最低(元)	42.81/21.00
总股本(百万股)	3151.20
流通股本(百万股)	1472.17
总市值(百万元)	69105.82
流通市值(百万元)	32284.69
净资产(百万元)	11204.46
总资产(百万元)	25637.45

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	12337	20680	24480	29851
同比增长(%)	-6.9%	67.6%	18.4%	21.9%
净利润(百万元)	2230	4449	5448	6723
同比增长(%)	-24.7%	99.5%	22.5%	23.4%
毛利率(%)	43.1%	51.2%	52.3%	56.7%
净利率(%)	18.1%	21.5%	22.3%	22.5%
净资产收益率(%)	22.2%	31.7%	28.9%	28.7%
每股收益(元)	0.71	1.41	1.73	2.13
每股经营现金流(元)	0.97	2.00	2.23	2.96

股价走势



相关报告

《西山煤电-业绩低于预期有因 斜沟矿产能爆发在即》
2010-4-1

《西山煤电-煤价上涨超出预期, 股价表现仍需契机》
2010-2-10

《西山煤电-业绩略超预期 弹性即将显现》2009-8-11

投资要点

- **本部产量稳定, 增量在于斜沟煤矿。**5月, 西山煤电原煤产量180万吨, 同比增长20%; 其中, 斜沟煤矿原煤产量48万吨, 同比增长9%。1-5月, 西山煤电累计原煤产量903万吨, 同比增长28%。其中斜沟煤矿原煤产量332万吨, 同比增长56%。精煤方面, 西山煤电1-5月产量429万吨, 同比增长13%。其中, 斜沟矿精煤产量12万吨, 仅5月就贡献7万吨。由此看出, 斜沟矿产能开始释放, 且洗煤厂也开始运转。
- **斜沟矿启动2号工作面, 1000万吨增量有望完成。**2月14日, 斜沟矿1号工作面在液压支架事故后勉强生产, 估计1000万吨产量难以如期完成。集团果断启动2号工作面, 预计6月有望步入正常生产, 2010年斜沟煤矿仍有望增产1000万吨, 保守也可增产800-900万吨。在煤炭产量上升的同时, 西山煤电担心煤炭运输问题, 但预计问题不大。
- **煤炭价格继续保持稳定。**针对市场担心煤炭价格下调问题, 我们得到明确答复是对大集团的炼焦煤没有任何折价, 炼焦煤和动力煤仍保持原有水平, 即各煤种的车板含税价分别为: 焦精煤1365元/吨, 肥精煤1510元/吨, 瘦精煤1060元/吨, 电精煤600元/吨, 5300大卡混煤530元/吨。
- **煤矿库存仍然处于低位。**目前, 西山炼焦煤仍然保持低库存, 并强调即使是2008年末最困难的时期也没有煤矿库存。虽然现在供需不乐观, 但仍然明显好于2008年, 投资者勿须对此担心。

- **内蒙巴彦高勒煤矿项目仍有希望。**2009 年，西山煤电通过债券融资 30 亿元，计划收购黄陶勒盖公司 60% 股权，虽然由于山西省对外投资的约束而暂停，但目前仍未丧失收购该项目的可能性。此外，西山煤电还有信心获得其他煤炭资源，并能满足 50-60 年的开采年限。
- **煤炭资源整合将于 2011 年释放产能。**西山煤电在临汾地区整合 500 多万吨煤炭产能，预计 2011 年开始释放产能。具体投资规模，西煤目前仍然难以确定。就投资回报方面，虽然整合煤矿产能偏小，但由于资源埋藏浅，开采成本低，相信回报率还可以。
- **古交二期将于 8-9 月投产。**按照计划，古交电厂二期第 1 台 30 万千瓦机组将于 8-9 月份投产，第 2 台 30 万千瓦将于年底投产，但项目推迟可能性较大，主要原因于是电力项目运作效率较低。此外，古交电厂三期 2*60 万千瓦项目已经开始申报，发改委支持这一循环经济项目，预计速度不会太慢。
- **山西焦化或能置之死地而后生。**就山西焦化而言，2009 年亏损 74316 万元，按 15.56% 权益测算影响西山煤电净利润约 11563 万元，合 EPS 约 0.05 元。根据我们最新掌握的情况，山西焦化于 6 月 18 日聘请 13 个专家讨论整合问题，或将通过煤焦一体化的模式理顺经营思路。如果此举成功，则山西焦化在摆脱困境的同时，西山煤电也将间接受益。
- **维持评级：推荐。**预计西山煤电 2010-2012 年 EPS 分别为 1.41 元、1.73 元和 2.13 元，目前动态 PE 分别为 15.5 倍、12.7 倍和 10.3 倍，PB 为 4.7 倍，具备一定吸引力。基于西山煤电拥有的焦肥煤资源稀缺，低成本开采的斜沟煤矿吨煤净利可观，且其省内煤炭资源整合能力强，未来在煤炭行业的龙头地位难撼，故我们继续维持“推荐”评级。

表 1 西山煤电矿井概况

煤矿名称	股权	煤种	保有储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	生产状态
西铭矿	100%	瘦煤、贫煤	17000	360	360	在产
西曲矿	100%	焦煤	23000	340	340	在产
镇城底	100%	肥煤和焦煤	12400	190	190	在产
马兰矿	100%	肥煤	79600	400	400	在产
斜沟矿	80%	气煤、1/3 焦煤	135700	1500	1200	在产
合计	-	-	267700	2790	2490	-

资料来源：兴业证券研发中心

表 2 西山煤电煤炭价格假设

销售价格	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
焦精煤	629	1183	947	1160	1200	1200
肥精煤	634	1183	992	1290	1300	1300
电精煤	370	469	508	590	610	630
原煤	211	317	292	375	400	420
混煤	191	254	239	460	480	500

资料来源：兴业证券研发中心

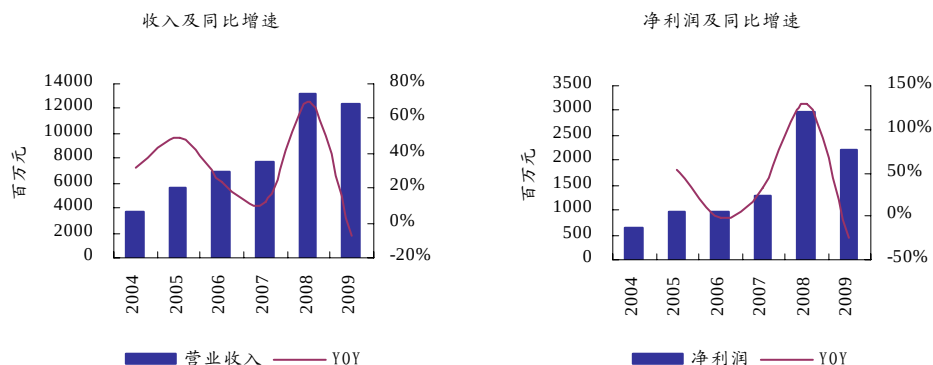
表 3 西山煤电成本费用假设

成本费用	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
吨煤成本	209	296	338	345	355	365
吨煤费用	66	89	75	80	85	90
销售费用	17	12	15	18	21	24
管理费用	50	78	50	50	50	50
财务费用	-1	-1	10	12	14	16

资料来源：兴业证券研发中心

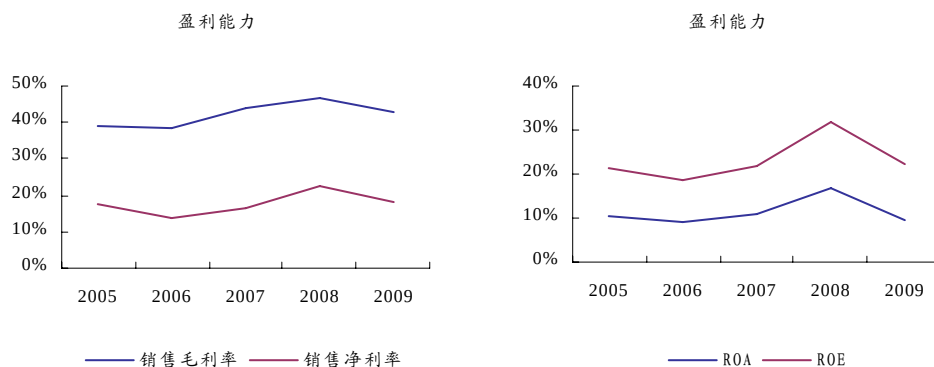
附图:

图1 西山煤电收入和净利润及同比增速



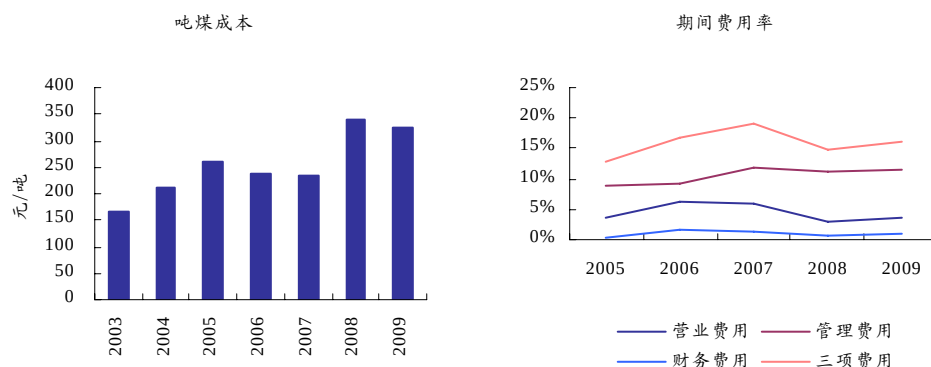
数据来源: 兴业证券研发中心

图2 西山煤电盈利能力



数据来源: 兴业证券研发中心

图3 西山煤电吨煤成本和费用率



数据来源: 兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11042	18255	26191	35411
货币资金	5459	11579	18358	26177
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	494	908	1075	1311
其他应收款	447	191	227	276
存货	324	454	525	582
非流动资产	12228	12302	12200	11855
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1893	2000	2200	2400
投资性房地产	49	0	0	0
固定资产	6539	8012	8467	8318
在建工程	3149	1699	950	550
油气资产	0	0	0	0
无形资产	185	169	152	136
资产总计	23270	30557	38390	47265
流动负债	5766	7165	8044	8998
短期借款	1180	1200	1200	1200
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2205	3029	3500	3880
其他	2381	2936	3344	3918
非流动负债	6188	7427	8627	9827
长期借款	3207	4407	5607	6807
其他	2981	3020	3020	3020
负债合计	11954	14592	16671	18825
股本	2424	3151	4097	4097
资本公积	939	939	939	939
未分配利润	4870	7662	10990	14916
少数股东权益	1254	1938	2875	4998
股东权益合计	11316	15965	21719	28441
负债及权益合计	23270	30557	38390	47265

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2230	4449	5448	6723
折旧和摊销	984	735	904	1008
资产减值准备	3	-10	7	10
无形资产摊销	9	9	9	9
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	115	115	41	-52
投资损失	119	50	30	20
少数股东损益	66	684	936	2123
营运资金的变动	466	-289	324	496
经营活动产生现金流量	2726	6297	7033	9315
投资活动产生现金流量	-2810	-846	-823	-663
融资活动产生现金流量	3863	669	568	-833
现金净变动	3780	6120	6779	7819
现金的期初余额	3056	5459	11579	18358
现金的期末余额	6835	11579	18358	26177

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12337	20680	24480	29851
营业成本	7026	10097	11668	12934
营业税金及附加	207	352	416	507
销售费用	454	765	906	1104
管理费用	1414	2482	2938	3582
财务费用	115	115	41	-52
资产减值损失	6	6	8	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-119	-50	-30	-20
营业利润	2996	6814	8473	11745
营业外收入	98	50	70	90
营业外支出	21	20	30	40
利润总额	3073	6844	8513	11795
所得税	777	1711	2128	2949
净利润	2296	5133	6385	8846
少数股东损益	66	684	936	2123
归属母公司净利	2230	4449	5448	6723
EPS (元)	0.71	1.41	1.73	2.13

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-6.9%	67.6%	18.4%	21.9%
营业利润增长率	-25.0%	127.4%	24.3%	38.6%
净利润增长率	-24.7%	99.5%	22.5%	23.4%
盈利能力(%)				
毛利率	43.1%	51.2%	52.3%	56.7%
净利率	18.1%	21.5%	22.3%	22.5%
ROE	22.2%	31.7%	28.9%	28.7%

偿债能力(%)

资产负债率	51.4%	47.8%	43.4%	39.8%
流动比率	1.91	2.55	3.26	3.94
速动比率	1.86	2.48	3.19	3.87

营运能力(次)

资产周转率	0.6	0.8	0.7	0.7
应收帐款周转率	22.1	28.8	24.1	24.4

每股资料(元)

每股收益	0.71	1.41	1.73	2.13
每股经营现金	0.97	2.00	2.23	2.96
每股净资产	3.19	4.45	5.98	7.44

估值比率(倍)

PE	31.0	15.5	12.7	10.3
PB	6.9	4.9	3.7	2.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。