



2010 年 7 月 6 日

评级：强烈推荐

煤炭

公司研究报告

第一创业证券研究所
练伟 S1080210030002
电话：0755-25832906
邮件：lianwei@fcsc.cn

西山煤电（000983.SZ）

——新投 700 万吨煤炭产能未来显著增厚业绩

事件要点：

7月5日，公司发布公告，公司董事会审议通过了拟与山西永鑫煤焦化有限责任公司（以下简称永鑫煤焦化）共同出资，分别设立山西安泽西山永鑫煤业有限责任公司（以下简称永鑫煤业）和山西安泽永鑫西山煤化工有限责任公司（以下简称永鑫煤化工）的议案，公司占前者权益的60%，占后者权益的40%。

点评：

新投煤矿煤种优异、储量丰厚：公司与永鑫煤焦化合作成立的煤炭子公司永鑫煤业，公司权益占比60%，下辖两座煤矿，唐城煤矿和冀氏煤矿。其中唐城矿位于安泽县唐城镇，储量1亿吨，主产主焦煤；冀氏矿位于安泽县冀氏镇，储量3亿吨，主产贫瘦煤。两矿可合计贡献产能700万吨。

表一：永鑫煤业下属煤矿情况

西山永鑫煤业	储量(亿吨)	产能(万吨/年)	煤种	矿区面积(平方公里)	所属矿区
唐城矿	1	200	主焦煤	26.27	霍东煤田唐城矿区
冀氏矿	3	500	贫瘦煤	29.69	沁水煤田冀氏矿区

资料来源：公司公告

未来煤矿达产后，将能显著贡献利润：以公司目前的盈利水平及煤炭销售价格，每吨主焦煤的利润按230元计，每吨贫瘦煤的净利润按180元计，按60%权益，则永鑫煤业可为公司贡献净利润达8.16亿元，折合EPS0.26元。

由于目前配套煤矿资源的山西省内审批手续已办完，但还没能获得探矿权及煤矿项目建设核准手续，因而短期内还不能正式贡献产能。即使公司能顺利获得探矿权及煤矿项目建设核准，按2-3年的建设周期，预计要到2014年左右才能贡献利润。

本部矿区产能稳定、斜沟矿产能稳定释放、其它地区产能陆续释放：公司本部西山矿区的四矿，马兰矿、西曲矿、镇城底矿、西铭矿产能稳定，长期保持在1300万吨左右。

公司煤炭产能近期的主要增长点是在晋兴公司的斜沟矿，斜沟矿分两期建设，每期产能1500万吨。一期工程预计于2010年完成；目前二期工程也已启动，有望在2012年完成建设，届时每年可为公司贡献产能3000万吨，公司权益占比80%。



公司参与整合的临汾地区的煤炭产能超过了500万吨左右，预计将于2011年左右陆续达产。

我们预测公司全年煤炭产量将能达到公司计划的2780万吨的产量。

表二：公司资源及产能情况

矿井名称	权益	投产时间	可采储量(亿吨)	主要煤种	核定产能(万吨)	可采年限(年)	2009	2010E	2011E	2012E
马兰矿	100%	1990 年	7.96	主焦煤、肥煤	400	139	400	400	400	400
西曲矿	100%	1985 年	2.3	主焦煤	340	47	340	340	340	340
镇城底矿	100%	1986 年	1.24	主焦煤、肥煤	190	46	190	190	190	190
西铭矿	100%	1956 年	1.7	瘦煤	360	34	360	360	360	360
斜沟矿	80%	一期 2010 年、二期 2012 年	13.57	气煤、1/3 焦煤	3000	59	566	1500	2000	2500
临汾古县煤矿整合	51%	预计 2011 年		主焦煤	330				200	330
临汾尧都区煤矿整合	51%	预计 2012 年			90					50
西山光道煤业	51%	预计 2012 年			120					60
唐城煤矿	60%	预计 2014 年	≤1	主焦煤	200	≤50				
冀氏煤矿	60%	预计 2014 年	≤3	贫瘦煤	500	≤60				
产能合计					5530		1856	2790	3490	4230
权益产能合计					4385.4		1742.8	2490	2992	3514.4

资料来源：公司公告、第一创业证券

投资建议：我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年将分别实现每股收益 1.24 元、1.44 元、1.67 元，以 7 月 5 日收盘价 16.85 元计，对应市盈率分别为 13.61、11.69、10.1 倍，给予“强烈推荐”评级。



附：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7,984.2	11,041.9	17,760.1	24,025.0	31,160.6	一、营业收入	13,254.9	12,337.0	19,739.2	22,700.1	26,105.2
货币资金	3,055.6	5,458.9	11,372.3	16,785.4	22,941.4	减：营业成本	7,057.1	7,025.8	10,856.6	12,485.1	14,357.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	189.5	207.4	355.3	408.6	469.9
应收款项	3,498.4	2,427.1	3,785.6	4,353.5	5,006.5	销售费用	383.7	454.0	789.6	908.0	1,044.2
预付款项	900.6	2,379.4	1,784.6	2,052.3	2,360.2	管理费用	1,474.8	1,413.9	2,120.8	2,438.9	2,804.8
存货	67.6	67.6	108.6	124.9	143.6	财务费用	105.6	115.0	194.2	93.0	0.5
其他流动资产	462.0	708.9	708.9	708.9	708.9	资产减值损失	8.2	5.7	3.4	1.4	1.6
非流动资产	7,410.5	8,571.7	12,228.2	10,580.7	9,858.7	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	811.4	1,892.7	1,892.7	1,892.7	1,892.7	投资收益	-42.4	-118.7	189.3	189.3	189.3
投资性房地产	50.4	48.7	48.7	48.7	48.7	其中：联营企业收益	-42.4	-118.8	189.3	189.3	189.3
固定资产	5,275.8	6,539.1	4,588.2	3,612.8	2,935.2	二、营业利润	3,993.6	2,996.5	5,608.8	6,554.4	7,615.7
在建工程	2,146.5	3,447.4	3,750.9	4,004.3	3,957.7	加：营业外收入	4.0	98.3	78.6	78.6	78.6
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	20.2	21.5	32.2	48.3	72.4
无形及递延性资产	287.6	300.3	300.3	300.3	300.3	三、利润总额	3,977.4	3,073.3	5,655.2	6,584.7	7,621.9
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减：所得税费用	991.9	777.3	1,413.8	1,646.2	1,905.5
资产总计	16,555.9	23,270.1	28,340.8	33,883.7	40,295.1	四、净利润	2,985.5	2,296.0	4,241.4	4,938.6	5,716.4
流动负债	4,574.8	5,766.0	6,595.3	7,199.7	7,894.7	归属母公司净利润	2,959.4	2,229.7	3,902.1	4,543.5	5,259.1
短期借款	96.0	1,180.0	1,180.0	1,180.0	1,180.0	少数股东损益与调整	26.1	66.3	339.3	395.1	457.3
应付账款	1,724.5	2,204.8	2,677.0	3,078.5	3,540.3	五、总股本(万股)	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2
预收帐款	1,182.7	994.9	1,352.0	1,554.8	1,788.0	EPS(元)	0.94	0.71	1.24	1.44	1.67
其他	1,571.6	1,386.4	1,386.4	1,386.4	1,386.4	主要财务比率					
长期负债	2,173.0	6,187.7	6,187.7	6,187.7	6,187.7	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	2,119.7	6,182.0	6,182.0	6,182.0	6,182.0	成长能力					
长期应付款	47.5	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	70%	-7%	60%	15%	15%
其他	5.9	5.6	5.6	5.6	5.6	营业毛利	96%	-14%	67%	15%	15%
负债合计	6,747.8	11,953.7	12,783.0	13,387.3	14,082.3	主业盈利	143%	-22%	74%	15%	15%
少数股东权益	1,108.8	1,253.7	1,593.0	1,988.1	2,445.4	净利润	181%	-25%	75%	16%	16%
股本	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	获利能力					
资本公积	1,683.0	2,041.3	2,041.3	2,041.3	2,041.3	毛利率	46.8%	43.1%	45.0%	45.0%	45.0%
留存收益	3,865.0	4,870.2	8,772.3	13,315.8	18,574.9	主业利润率	31.3%	26.2%	28.5%	28.5%	28.5%
股东权益合计	9,808.0	11,316.4	15,557.8	20,496.4	26,212.8	净利率	22.3%	18.1%	19.8%	20.0%	20.1%
负债和股东权益	16,555.9	23,270.1	28,340.8	33,883.7	40,295.1	ROE	34.0%	22.2%	27.9%	24.5%	22.1%
现金流量表						ROIC	24.7%	12.3%	18.5%	17.7%	17.0%
单位: 百万元						偿债能力					
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	40.8%	51.4%	45.1%	39.5%	34.9%
经营活动现金流	3,128.2	3,055.4	6,221.7	5,570.2	6,270.6	利息保障倍数	39.3	28.1	28.9	69.4	15,831.0
净利润	3,532.8	2,296.0	4,241.4	4,938.6	5,716.4	速动比率	1.63	1.78	2.57	3.22	3.84
折旧摊销	624.3	984.1	975.4	975.4	1,027.6	经营现金净额/当期债务	32.58	2.59	5.27	4.72	5.31
财务费用	133.9	145.7	194.2	93.0	0.5	营运能力					
投资损失	42.4	118.7	-189.3	-189.3	-189.3	总资产周转率	0.80	0.53	0.70	0.67	0.65
营运资金变动	-1,286.4	-597.2	24.6	-247.5	-284.6	应收账款天数	95	71	69	69	69
其它	81.1	108.2	975.4	0.0	0.0	存货天数	3	3	4	4	4
投资活动现金流	-2,326.6	-5,021.4	-114.1	-64.1	-114.1	每股指标(元)					
资本支出	-1,955.4	-3,408.7	-303.4	-253.4	-303.4	主业盈利/股本	1.32	1.03	1.78	2.05	2.36
长期投资	-371.1	-1,260.3	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.99	0.97	1.97	1.77	1.99
其他	-0.1	-352.3	189.3	189.3	189.3	每股净资产	2.76	3.19	4.43	5.87	7.54
筹资活动现金流	140.3	4,369.3	-194.2	-93.0	-0.5	估值比率					
债务融资	110.2	4,992.1	0.0	0.0	0.0	P/E	17.94	23.81	13.61	11.69	10.10
权益融资	585.4	83.5	0.0	0.0	0.0	P/B	6.10	5.28	3.80	2.87	2.23
其它	-555.3	-706.4	-194.2	-93.0	-0.5	P/S	4.01	4.30	2.69	2.34	2.03
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	11.03	13.11	7.53	5.93	4.49
现金净增加额	941.8	2,403.3	5,913.4	5,413.1	6,156.0						

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120