



2010 年 7 月 30 日

评级：强烈推荐

煤炭

公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：练伟 S1080210030002

电话：0755-25832906

邮件：lianwei@fcsc.cn

西山煤电（000983.SZ）

—— 斜沟矿的达产将是业绩增长的保证

事件要点：

7月30日，公司发布半年报，上半年公司累计实现营业总收入903475万元，同比增长56.48%；利润总额238521 万元，同比增长33.71%；净利润170323万元，同比增长32.92%；每股收益0.5407元。

点评：

煤炭产销两旺、电力略有增长：公司上半年累计生产煤炭 1087.78 万吨，同比增长 25.34%；商品煤销量 926.99 万吨，同比增长 14.23%；累计发电 23.95 亿度，同比增长 7.06%，电力销售 21.51 亿度，同比增长 2.92%。公司焦炭业务在上半年有大幅增长，主要因为公司合并首钢唐山焦化公司所致。

表一：公司上半年生产情况

项目	2010 年 1-6 月产量	同比增减率
原煤（万吨）	1087.78	25.34%
电力（亿度）	23.95	7.06%
焦炭（万吨）	77.47	9243%
项目	2010 年 1-6 月销量	同比增减率
商品煤销量（万吨）	926.99	14.23%
其中：焦精煤	101.09	-20.16%
肥精煤	203.15	3.72%
瘦精煤	113.93	4.70%
电精煤	75.95	6.37%
原煤	326.7	29.40%
洗混煤	78.19	38.88%
电力（亿度）	21.51	2.92%
供热（万 GJ）	121.04	9.81%
焦炭（万吨）	66.6	27650%

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

煤炭售价上升导致利润上升：公司上半年营业收入同比增长 56.48%，营业收入的增长一方面得益于煤炭销量的增长以及合并首钢唐山焦化公司的焦炭收入，另一方面也得益于今年上半年商品煤平均售价的同比上涨。

今年上半年商品煤的平均售价（不含税）为 716.18 元/吨，比去年同比增加 13.5%，其中占比较大的焦



精煤、肥精煤以及瘦精煤，同比涨幅均超过 20%。公司在年初炼焦煤提价 100-120 元/吨的基础上，在二月又再次上调煤炭产品售价，累计提价达 160-300 元/吨不等。良好的煤炭销售情况也使得煤炭业务的毛利率得到提升，今年上半年公司煤炭业务的毛利率达 53.54%，高于去年同期的 46.79%，也高于去年全年的 45.7%。

表二：公司上半年煤炭销售价格

项目	2010 年 1-6 月平均售价（不含税）	同比增减幅
焦精煤	1166	25.65%
肥精煤	1263	31.97%
瘦精煤	893	23.00%
电精煤	544	7.09%
原煤	315	2.61%
洗混煤	342	36.25%
商品煤综合售价	716.18	13.50%

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

斜沟矿一期工程下半年产能将完全释放：上半年，公司控股 80%的晋兴公司 1500 万吨/年产能的斜沟矿井及选煤厂一期工程已正式验收使用，产能在下半年完全释放。

上半年晋兴公司已完成原煤生产 450 万吨，由于按煤炭生产的实际情况，下半年产量一般要高于上半年产量，按 1500 万吨的全年产能，斜沟矿下半年的产量应能超过 850 万吨，全年产量有望达到 1300 万吨。

其它重大投资项目顺利建设中：公司目前的几个重大建设项目，如山西西山煤气化有限责任公司 2×60 万吨焦化项目、古交电厂二期项目、京唐西山焦化一期 420 万吨项目正在顺利建设中。

表三：公司目前其它重大投资项目进展

项目	进展情况	累计投资额
焦化一厂 60 万吨/年焦化改扩建	主要设备已完成招标并签订供货合同，预计 2011 年底全部完工	2.24 亿元
焦化二厂 60 万吨/年清洁型热回收焦炉项目	全部投入试生产，配套建设 2×15MW 发电机组项目发电系统主体已完工，进入设备安装阶段，预计 2010 年 9 月底可全部建成。	4.35 亿元
古交电厂二期项目	预计 3#机组 2010 年 10 月投入商业运行，4#机组 2010 年年底投入商业运行	18.53 亿元
京唐西山焦化一期 420 万吨项目	上半年实现主营业务收入 150,211 万元，净利润 777 万元	出资 10 亿元，占比 50%

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

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 30 日收盘价 21.45 元计，对应市盈率分别为 17.32、14.88、12.85 倍，给予“强烈推荐”评级。



附：预测报表

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
预收账款	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						
长期负债	2,173.0	6,187.7	6,187.7	6,187.7	6,187.7	主要财务比率					
长期借款	2,119.7	6,182.0	6,182.0	6,182.0	6,182.0	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
长期应付款	47.5	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力					
其他	5.9	5.6	5.6	5.6	5.6	营业收入	70%	-7%	60%	15%	15%
负债合计	6,747.8	11,953.7	12,783.0	13,387.3	14,082.3	营业毛利	96%	-14%	67%	15%	15%
少数股东权益	1,108.8	1,253.7	1,593.0	1,988.1	2,445.4	主业盈利	143%	-22%	74%	15%	15%
股本	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	净利润	181%	-25%	75%	16%	16%
资本公积	1,683.0	2,041.3	2,041.3	2,041.3	2,041.3	获利能力					
留存收益	3,865.0	4,870.2	8,772.3	13,315.8	18,574.9	毛利率	46.8%	43.1%	45.0%	45.0%	45.0%
股东权益合计	9,808.0	11,316.4	15,557.8	20,496.4	26,212.8	主业利润率	31.3%	26.2%	28.5%	28.5%	28.5%
负债和股东权益	16,555.9	23,270.1	28,340.8	33,883.7	40,295.1	净利率	22.3%	18.1%	19.8%	20.0%	20.1%
						ROE	34.0%	22.2%	27.9%	24.5%	22.1%
						ROIC	24.7%	12.3%	18.5%	17.7%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	40.8%	51.4%	45.1%	39.5%	34.9%
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利息保障倍数	39.3	28.1	28.9	69.4	15,831.0
经营活动现金流	3,128.2	3,055.4	6,221.7	5,570.2	6,270.6	速动比率	1.63	1.78	2.57	3.22	3.84
净利润	3,532.8	2,296.0	4,241.4	4,938.6	5,716.4	经营现金净额/当期债务	32.58	2.59	5.27	4.72	5.31
折旧摊销	624.3	984.1	975.4	975.4	1,027.6	营运能力					
财务费用	133.9	145.7	194.2	93.0	0.5	总资产周转率	0.80	0.53	0.70	0.67	0.65
投资损失	42.4	118.7	-189.3	-189.3	-189.3	应收账款天数	95	71	69	69	69
营运资金变动	-1,286.4	-597.2	24.6	-247.5	-284.6	存货天数	3	3	4	4	4
其它	81.1	108.2	975.4	0.0	0.0	每股指标 (元)					
投资活动现金流	-2,326.6	-5,021.4	-114.1	-64.1	-114.1	主业盈利/股本	1.32	1.03	1.78	2.05	2.36
资本支出	-1,955.4	-3,408.7	-303.4	-253.4	-303.4	每股经营现金流	0.99	0.97	1.97	1.77	1.99
长期投资	-371.1	-1,260.3	0.0	0.0	0.0	每股净资产	2.76	3.19	4.43	5.87	7.54
其他	-0.1	-352.3	189.3	189.3	189.3	估值比率					
筹资活动现金流	140.3	4,369.3	-194.2	-93.0	-0.5	P/E	22.84	30.32	17.32	14.88	12.85
债务融资	110.2	4,992.1	0.0	0.0	0.0	P/B	7.77	6.72	4.84	3.65	2.84
权益融资	585.4	83.5	0.0	0.0	0.0	P/S	5.10	5.48	3.42	2.98	2.59
其它	-555.3	-706.4	-194.2	-93.0	-0.5	EV/EBITDA	14.06	16.54	9.73	7.88	6.20
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
现金净增加额	941.8	2,403.3	5,913.4	5,413.1	6,156.0						

资料来源：第一创业证券研究所

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