

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

3 季度业绩平稳，未来看点在兴县矿和整合矿

事件描述

西山煤电今日发布 2010 年 3 季度报，其主要内容为：

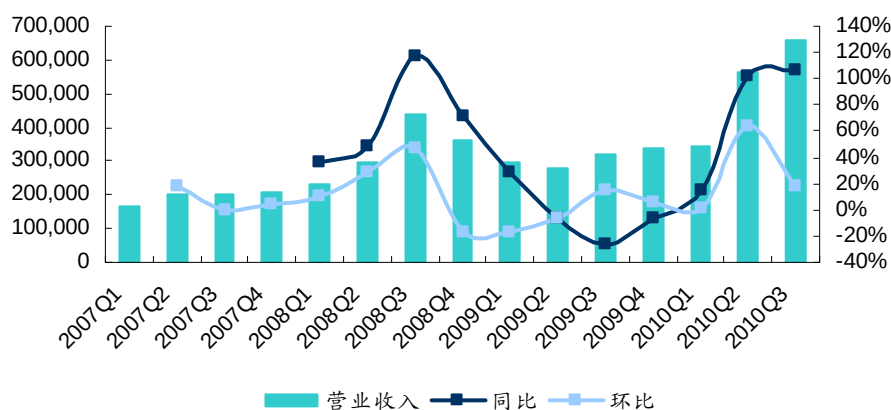
- 2010 年前 3 季度实现营业收入 156.15 亿元，同比增长 74.18%；归属于母公司净利润 25.71 亿元，同比增长 33.66%，加权平均净资产收益率 22.29%，增加 3.34 个百分点；基本每股收益 0.82 元。
- 2010 年 3 季度实现营业收入 65.8 亿元，同比增长 106.2%；归属于母公司净利润 8.67 亿元，同比增长 39.45%，加权平均净资产收益率 7%，增加 0.87 个百分点；基本每股收益 0.28 元。

事件评论

第一，3 季度业绩环比基本持平，毛利率略有下滑，但期间费用控制较好

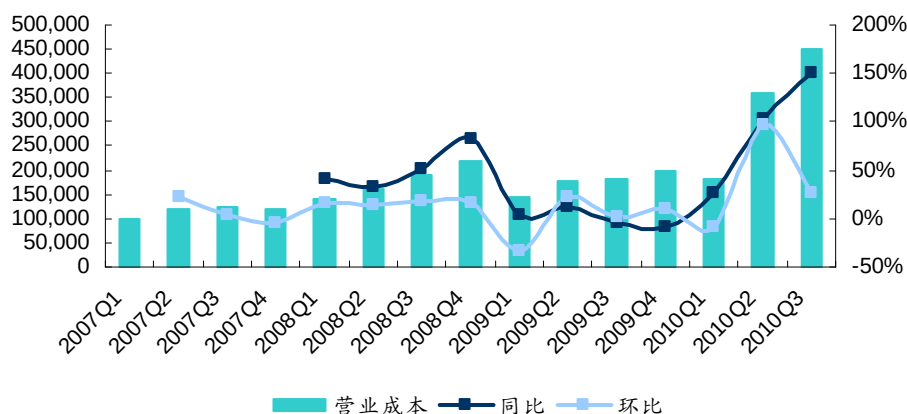
- 3 季度实现 EPS 为 0.28 元，较 1 季度和 2 季度的 0.27 基本持平，略有上升；
- 1-3 季度公司营业收入同比增长 74.18%，其中 3 季度同比增长 106.2%，环比增长 17.2%；1-3 季度公司营业成本同比增长 97.31%，其中 3 季度同比上涨 149.5%，环比上涨 25.6%；
- 3 季度毛利率水平下降至 31.3%，较 09 年 3 季度大幅下降 11.9 个百分点，环比 2 季度下降 4.6 个百分点；受 3 季度炼焦煤价格下滑影响，3 季度公司净利率小幅下滑，由 2 季度的 15.7%下降至 14.3%。
- 公司 3 季度期间费用率为 10.7%，同比和环比分别下降 5.0 和 1.5 个百分点，期间费用由去年同期的 5.01 亿元上升至 7.03 亿元，其中管理费用和财务费用分别上涨 1.22 亿元和 0.23 亿元。

图 1: 3 季度营业收入水平同比大幅上升, 环比小幅增长



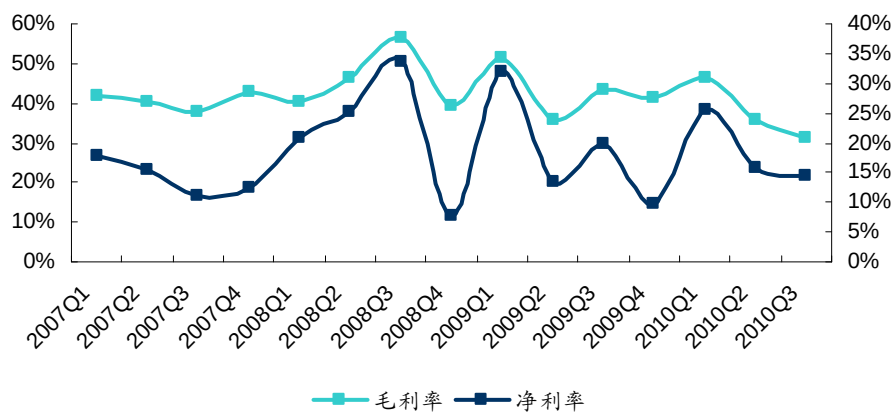
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 3 季度营业成本水平同比大幅增长



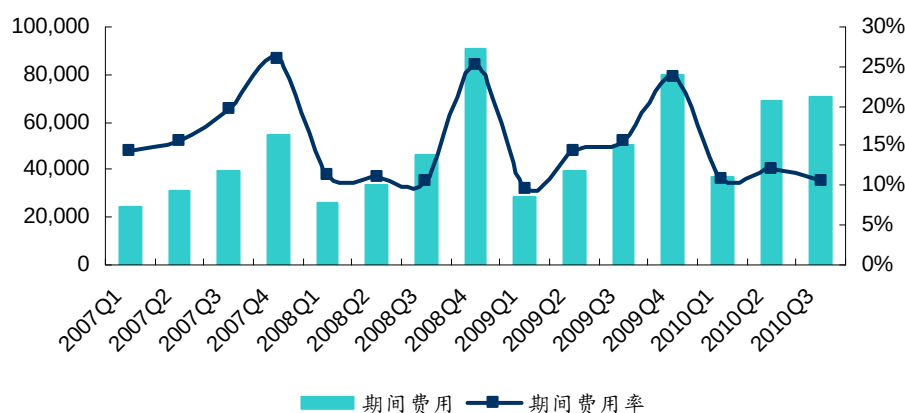
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 3 季度毛利率同比环比均有所下降



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 期间费用率同比环比均有小幅下降



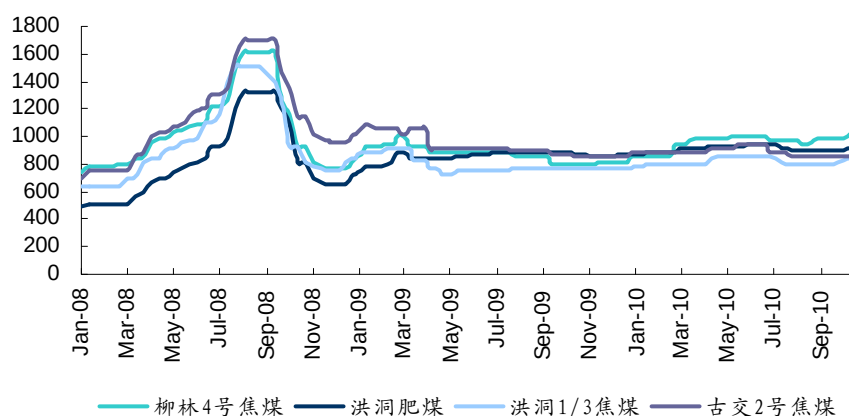
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，3 季度兴县矿生产逐步正常，煤炭业务收入环比上涨；焦化业务规模扩大，主要来源于京唐公司焦炭产销量

1-3 季度公司营业收入同比增长 66.5 亿元，主要来自煤炭业务和焦化业务。其中煤炭业务收入增长 26.3 亿元，增幅 32.94%，焦化业务收入增长 38.8 亿元。

- **3 季度煤炭收入环比增长来源于兴县矿：**3 季度煤炭营业收入较 1, 2 季度平均水平上涨（3 季度单季实现收入 39.6 亿元，上半年实现 66.4 亿元，相当于较每个季度上涨 19%），主要原因是兴县矿区 3 季度产量逐渐稳定（2 季度液压支架出现问题，产量不达预期）；
- **但 3 季度炼焦煤价格有所下滑：**3 季度开始钢铁市场较为低迷，受此影响，山西、河北和贵州等地的炼焦煤价格较 2 季度有所下滑，，柳林 4 号焦煤、洪洞肥煤、洪洞 1/3 焦煤、古交 2 号焦煤等分别有 50 元/吨左右的下跌；公司的主要产品古交 2 号焦煤和古交 8 号焦煤 3 季度的均价分别为 863 元/吨和 700 元/吨，环比分别下跌 7.1%和 8.5%；
- **3 季度焦化业务规模大幅扩大，但现金流较差：**前 3 季度焦化营业收入累计为 39.4 亿元，较去年同期增长 38.8 亿元，其中 3 季度单季实现 23.0 亿元，但收入的增加并未转化为现金流，前 3 季度京唐焦化焦炭款增加 29.8 亿元。

图 5: 3 季度炼焦煤价格环比明显下跌



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

第三，未来主要看点：兴县矿区逐步达产，小矿整合释放产能

- 公司重点开发的兴县矿区将于未来 3 年逐步达产，将显著提升公司煤炭总产量。兴县矿区规划产能 3000 万吨，可采储量 13.6 亿吨。预计兴县 2010-2012 年产量将分别达到 1200 万吨，2000 万吨和 3000 万吨，成为近两年成长性的主要来源。
- 公司外延式扩张主要来源于整合小矿产能的释放，公司目前正在整合的资源包括四部分：（1）临汾古县整合小矿：由 16 处兼并重组整合为 6 处，新增资源量 1.58 亿吨，整合后生产规模为 330 万吨/年，主要煤种为主焦煤；（2）临汾市尧都区整合小矿：新增资源量 0.50 亿吨，整合后产能为 90 万吨/年，主要煤种为贫瘦煤；（3）西山道光煤业：规划能力为 120 万吨/年，资源储量 1.1257 亿吨，煤种以 1/3 焦煤为主；（4）今年 7 月整合的西山永鑫煤业下辖的唐城煤矿和冀氏煤矿。
- 公司同时公告，原计划投资的巴彦高勒矿井由于受到山西省投资政策的限制未能通过国资部门的批复，此项目已被终止。

第四，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.196 元，1.616 元和 1.971 元，维持公司“推荐”评级

预计 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.196 元，1.616 元和 1.971 元，对应 PE 分别为 25.25 倍，18.69 倍和 15.32 倍，考虑到公司未来三年确定的成长性，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12337	17745	25552	31105	货币资金	5459	7424	12024	18159
营业成本	7026	9321	14041	17161	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5311	8424	11511	13945	应收账款	941	1367	1969	2396
% 营业收入	43.1%	47.5%	45.0%	44.8%	存货	324	371	559	684
营业税金及附加	207	298	430	523	预付账款	2379	3158	4764	5823
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	5	8	11	14
销售费用	454	621	894	1089	流动资产合计	11042	14989	23160	31742
% 营业收入	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1414	2041	2939	3577	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	长期股权投资	1893	1893	1893	1893
财务费用	115	171	96	47	投资性房地产	49	49	49	49
% 营业收入	0.9%	1.0%	0.4%	0.2%	固定资产合计	9987	8598	6978	5155
资产减值损失	6	24	32	23	无形资产	185	176	167	159
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-119	0	0	0	递延所得税资产	106	6	8	6
营业利润	2996	5269	7121	8686	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	24.3%	29.7%	27.9%	27.9%	资产总计	23270	25720	32264	39012
营业外收支	77	0	0	0	短期贷款	1468	0	0	0
利润总额	3073	5269	7121	8686	应付款项	2205	2472	3729	4558
% 营业收入	24.9%	29.7%	27.9%	27.9%	预收账款	995	1420	2044	2488
所得税费用	777	1317	1780	2172	应付职工薪酬	430	541	817	998
净利润	2296	3952	5340	6515	应交税费	416	646	884	1078
归属于母公司所有者					其他流动负债	253	351	523	639
的净利润	2229.7	3767.4	5091.2	6210.7	流动负债合计	5766	5430	7997	9762
少数股东损益	66	184	249	304	长期借款	3207	3207	3207	3207
EPS (元/股)	0.71	1.20	1.62	1.97	应付债券	0	-600	-1200	-1800
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2980	2980	2980	2980
经营活动现金流净额	3055	5346	6716	8325	负债合计	11954	11017	12984	14149
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	10063	13265	17592	22872
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-60	0	0	0	少数股东权益	1254	1438	1687	1991
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	11316	14703	19280	24863
固定资产投资	-3409	-577	-656	-611	负债及股东权益	23270	25720	32264	39012
其他	-1552	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-5021	-577	-656	-611		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	2956	-600	-600	-600	EPS	0.708	1.196	1.616	1.971
股权融资	84	0	0	0	BVPS	4.15	5.47	7.26	9.44
银行贷款增加 (减少)	2036	-1468	0	0	PE	42.67	25.25	18.69	15.32
筹资成本	710	-736	-860	-979	PEG	1.05	0.62	0.46	0.38
其他	-1416	0	0	0	PB	7.27	5.52	4.16	3.20
筹资活动现金流净额	4369	-2804	-1460	-1579	EV/EBITDA	23.04	12.18	8.96	7.01
现金净流量	2403	1965	4600	6135	ROE	22.2%	28.4%	28.9%	27.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。