



2010 年 10 月 27 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）

—— 焦炭业务的合并致使收入大幅增长

事件要点：

10月27日，公司发布三季报，公司前三季度实现营业收入156.15亿元，同比增长74.18%；归属于母公司净利润25.71亿元，实现每股收益0.8160元，同比增长2.81%；

其中第三季度实现归属于母公司净利润8.67亿元，EPS0.2753元，同比增长7.28%。

点评：

煤炭、焦炭业务增长致营业收入大幅增长：公司前三季度营业收入累计实现 156.15 亿元，比上年同期 89.65 亿元增加 66.50 亿元，增幅 74.18%，其中最主要的增幅来自于煤炭业务和焦炭化工业务。

煤炭主营业务收入实现 106.03 亿元(含煤炭贸易)，比上年同期 79.76 亿元增加 26.27 亿元，增幅 32.94%；公司煤炭主营业务收入的增长主要来自于煤炭销量及销售价格的增长。

公司焦炭化工收入累计实现 39.38 亿元，比上年同期 0.53 亿元增加 38.84 亿元，增幅巨大；公司焦化业务的剧增则主要是因为公司合并首钢京唐西山焦化公司所致。首钢京唐西山焦化公司的焦炉系统为目前世界最先进的系统之一，生产工艺先进，另外该公司冶金焦炭主要销售给首钢京唐钢铁公司，客户关系极其良好，因而该公司在目前焦炭行业普遍亏损的情况下，还能实现少量盈利。

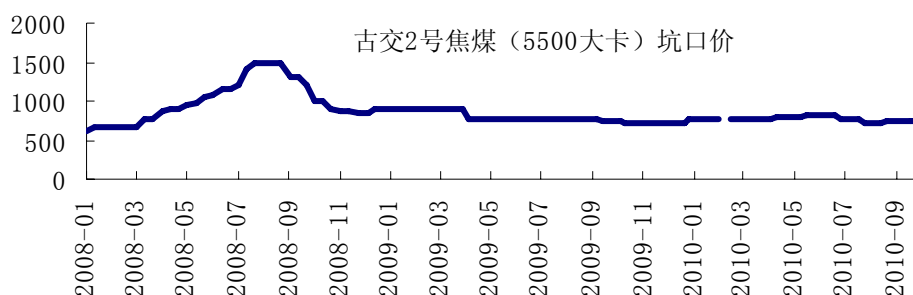
煤炭售价上升导致利润上升：随着去年下半年以来，煤炭市场景气度的恢复，公司今年商品煤的平均销售价格也较去年大幅上涨，这也是今年前三度煤炭业务收入较去年大幅增长近 33%的主要原因之一。

公司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。

而到了三季度，虽然有节能减排及钢厂减产等因素的影响，山西地区焦煤价格略有调整，但一来调整幅度不大，二来大型焦煤厂商议价能力较强，因而公司产品的实际销售价格虽受到影响，但影响不大，公司煤炭销售价格仍能维持在较高水平。



图 1: 山西古交地区焦煤价格走势



数据来源：中国煤炭资源网、第一创业证券研究所

斜沟矿还将是公司近期煤炭产量增长的保证：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在上半年正式验收使用，上半年已完成原煤生产 450 万吨。下半年随着相关配套运输能力的提升，产能将能完全释放。

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 800 万吨，全年产量有望达到 1250 万吨。

斜沟矿二期工程及整合小煤矿将成为公司未来的增长点：晋兴公司的斜沟矿二期工程已启动，有望在 2012 年完成建设，届时每年可为公司再贡献产能 1500 万吨。

而公司作为山西省煤炭资源整合的主要整合主体，也大量参与了山西地区小煤矿的整合，目前累计整合产能已超过 1200 万吨，而后续整合计划也还在进行中。

公司自身产能的扩张及整合小煤矿将成为公司煤炭业务未来的重要增长点。

表一：公司整合小煤矿资源

矿井名称	权益	投产时间	主要煤种	核定产能（万吨）	可采年限（年）
临汾古县煤矿整合	51%	预计 2011 年	主焦煤	330	
临汾尧都区煤矿整合	51%	预计 2012 年		90	
西山光道煤业	51%	预计 2012 年		120	
唐城煤矿	60%	预计 2014 年	主焦煤	200	≤ 50
冀氏煤矿	60%	预计 2014 年	贫瘦煤	500	≤ 60
产能合计				1240	

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 1.21 元、1.50 元、1.83 元，以 10 月 26 日收盘价 30.19 元计，对应市盈率分别为 24.85、20.11、16.53 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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11,041.9	19,559.8	26,412.8	34,819.5	一、营业收入	12,337.0	22,358.9	26,501.7	31,802.0
货币资金	5,458.9	9,416.6	14,797.0	21,236.2	减：营业成本	7,025.8	14,312.9	16,459.8	18,752.7
交易性金融资产	0.0	0.1	0.1	0.1	营业税金及附加	207.4	288.6	360.8	468.9
应收款项	2,427.1	6,026.7	7,446.4	8,993.1	销售费用	454.0	464.6	565.8	679.0
预付款项	2,379.4	2,975.7	2,926.6	3,240.1	管理费用	1,413.9	1,736.2	2,608.4	3,779.2
存货	323.9	667.6	769.7	876.9	财务费用	115.0	200.9	-35.3	-58.2
其他流动资产	452.6	473.0	473.0	473.0	资产减值损失	5.7	-14.9	29.5	31.6
非流动资产	12,228.2	10,368.5	9,150.6	7,932.7	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	1,892.7	591.5	591.5	591.5	投资收益	-118.7	2.7	165.6	165.6
债权与公允价值资产	48.7	47.3	47.3	47.3	其中：联营企业收益	-118.8	41.4	165.6	165.6
固定资产	6,539.1	9,328.8	8,110.9	6,893.1	二、营业利润	2,996.5	5,373.3	6,678.4	8,314.5
在建工程	3,447.4	0.0	0.0	0.0	加：营业外收入	98.3	69.2	71.3	73.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	21.5	22.1	40.7	45.8
无形及递延性资产	194.5	292.9	292.9	292.9	三、利润总额	3,073.3	5,420.4	6,709.0	8,342.2
其它非流动资产	105.8	108.0	108.0	108.0	减：所得税费用	777.3	1,392.2	1,677.3	2,085.5
资产总计	23,270.1	29,928.2	35,563.3	42,752.2	四、净利润	2,296.0	4,028.2	5,031.8	6,256.6
流动负债	5,766.0	12,942.9	13,546.3	14,478.5	归属母公司净利润	2,229.7	3,827.9	4,729.8	5,756.1
短期借款	1,467.5	1,004.4	1,004.4	1,004.4	少数股东损益	66.3	200.3	301.9	500.5
应付账款	2,204.8	5,520.0	6,570.2	7,631.0	五、总股本(百万股)	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2
预收帐款	994.9	1,695.7	1,951.5	2,320.7	EPS (元)	0.71	1.21	1.50	1.83
其它流动负债	1,098.8	4,722.9	4,020.2	3,522.5	主要财务比率				
非流动负债	6,187.7	7,006.3	7,006.3	7,006.3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	6,164.1	6,971.2	6,971.2	6,971.2	成长能力				
专项及预计负债	18.0	21.6	21.6	21.6	营业收入	-6.9%	81.2%	18.5%	20.0%
其它非流动负债	5.6	13.5	13.5	13.5	营业毛利	-14.3%	51.5%	24.8%	29.9%
负债合计	11,953.7	19,949.2	20,552.6	21,484.8	主业盈利	-22.0%	71.7%	17.1%	24.8%
少数股东权益	1,253.7	2,530.8	2,832.7	3,333.2	母公司净利	-24.7%	71.7%	23.6%	21.7%
股本	2,424.0	3,151.2	3,151.2	3,151.2	获利能力				
资本公积与其它	4,778.0	3,576.0	3,576.0	3,576.0	毛利率	43.1%	36.0%	37.9%	41.0%
留存收益	4,870.2	7,486.2	12,216.0	17,972.1	主业盈利/收入	26.2%	24.9%	24.6%	25.5%
股东权益合计	12,072.2	14,213.3	18,943.2	24,699.3	ROS	18.6%	18.0%	19.0%	19.7%
负债和股东权益	23,270.1	29,928.2	35,563.3	42,752.2	ROE	18.5%	26.9%	25.0%	23.3%
现金流量表					ROIC	11.6%	18.1%	18.7%	19.1%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	51.4%	66.7%	57.8%	50.3%
经营活动现金流	3,055.4	6,060.9	5,179.4	6,215.4	利息保障倍数	20.0	20.1	-142.4	-107.5
净利润	2,296.0	4,028.2	5,031.8	6,256.6	速动比率	1.78	1.42	1.86	2.31
折旧摊销	989.9	1,108.0	1,247.3	1,249.5	经营现金净额/当期债务	2.08	6.03	5.16	6.19
财务费用	145.7	200.9	-35.3	-58.2	营运能力				
投资损失	118.7	-2.7	-165.6	-165.6	总资产周转率	0.53	0.75	0.75	0.74
营运资金变动	-597.2	1,277.9	-898.7	-1,066.8	应收款天数	70.82	97.04	101.15	101.80
其它变动	102.4	-551.5	0.0	0.0	存货天数	16.60	16.79	16.83	16.83
投资活动现金流	-5,021.4	-2,013.2	165.6	165.6	每股指标 (元)				
资本支出	-3,408.7	-2,317.6	0.0	0.0	主业盈利/股本	1.03	1.76	2.06	2.58
长期投资	-1,260.3	263.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.97	1.92	1.64	1.97
其它变动	-352.3	41.4	165.6	165.6	每股净资产	3.43	3.71	5.11	6.78
筹资活动现金流	4,369.3	-90.1	35.3	58.2	估值比率				
债务融资	4,992.1	338.0	0.0	0.0	P/E	42.67	24.85	20.11	16.53
权益融资	83.5	0.0	0.0	0.0	P/B	8.79	8.14	5.91	4.45
其它变动	-706.4	-428.1	35.3	58.2	P/S	7.71	4.25	3.59	2.99
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	17.98	14.24	11.58	8.92
现金净增加额	2,403.3	3,957.7	5,380.4	6,439.3					

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