



等待兴县突破成长障碍

调研目的

就投资者关心的公司项目进程，日常经营情况及战略发展思路与公司高管进行交流。

调研结论

兴县项目稳健进行，公司运能将大幅提升

自去年下半年开始兴县接入大秦线的苛瓦铁路正在进行万吨级改造，铁道部人事变动对铁路的审批和报备造成一定影响，但是公司已经获得铁道部有关部门的默许进行提前开工，预计改造工作下半年完成，完成后苛瓦铁路将由目前的 2200 万吨运能提高到 3000 万吨，铁路建好后可减少吨煤成本约 70-80 元/吨。兴县项目 2010 年原煤产量 1200 万吨，目前开采的上组煤洗出率 20-30%，今年准备开采下组煤，洗出率约为 50-60%，兴县目前气精煤价格 1000 元/吨（税前），2010 年为 900 元/吨（税前），混煤价格为 550 元/吨，2010 年为 490-530 元/吨，均为含税价。目前公司兴县地销煤销量很好，约为 1 天 1 万多吨，需求主要来自山东和河北地区。兴县正常经营成本为 120 元/吨；

永鑫煤业正在等待审批，远景空间广阔

公司 2010 年 7 月 5 日公告的投资永鑫煤业(60%)属于扶贫项目，已经拿到探矿权，但由于山西省领导变动，现在还在省里审批，国土资源部已经答应尽快给该项目审批，预计 2012 年底才会出煤。安泽县是山西省贫困县，煤矿储量很大，超过 100 亿吨，以前不在国家规划区内，不能开采，今年省政府才给批准了一部分用于扶贫和民生工程，公司是最早进入该县的企业，合作的企业是当地的民营企业。该县的煤质比兴县好，但开采条件和富存条件不如兴县，也是气煤，正在建设规划中的中南运煤大通道将经过该项目，唐城、冀氏煤矿合计规划产能 700 万吨；公司还与美锦能源集团合作在兴县附近开采一块 11 亿吨储量的资源，公司拟控股。

等待兴县突破成长障碍，维持买入评级

我们认为公司业绩的增长点将主要取决于兴县矿的经营情况，2010 年兴县煤矿经营情况仍未正常，因此成本将会显著高于正常水平。此外，近两年公司董事长的频繁更换对公司发展战略造成了一定的影响，公司管理层的思路变化也需要重点关注。在中性预测下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.02、1.72、2.16。给予公司 2011 年 20PE，目标价 36 元，维持买入评级。

西山煤电 (000983)

维持评级

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

联系人：张恒维

zhanghengwei@csc.com.cn

010-85156383

当前股价：26.55 元

目标价格 6 个月：36 元

调研日期：2011 年 2 月 16 日

发布日期：2011 年 2 月 22 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.95/-1.18	9.85/9.46	1.97/5.89
12 月最高/最低价 (元)		38.73/16.45
总股本 (万股)		315120.00
流通 A 股 (万股)		147216.99
总市值 (亿元)		836.64
流通市值 (亿元)		390.86
近 3 月日均成交量 (万)		3828.28
主要股东		
山西焦煤集团有限责任公司		54.40%

股价表现



相关研究报告

10.10.27 西山煤电 2010 年三季报点评：受累焦炭增收不增利，三季度业绩低于预期

10.08.02 西山煤电 2010 年中报点评：业绩符合



表 1：公司盈利预测

	2006A	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
煤炭产量合计（万吨）	1516	823	1612	798	1619	868	1856	1088	2450	3250	3750	4250
本部煤炭产量	1303				1351		1275	638	1250	1250	1250	1250
本部煤炭销量		748	1633	775	1348	811	1199	598	1173	1173	1173	1173
产销率					100%		94%	94%	94%	94%	94%	94%
其中：洗精煤	869	442	885	502	1013	503	1004	494	1005	1005	1005	1005
精煤洗出率					87%		82%	82%	82%	82%	82%	82%
其中：原煤		224	578	205	189	252	50	39	24	24	24	24
其中：洗混煤		82	171	69	146	56	144	66	144	144	144	144
兴县项目销量					268	0	581	329	915	1726	2126	2526
兴县煤炭产量	213				268		581	450	1200	2000	2500	3000
气精煤洗出率								17.3%	17.3%	25.0%	28.0%	30.0%
洗混煤洗出率								7.7%	32.7%	55.0%	52.0%	50.0%
其中：气精煤产量					0	0	28	98	343	524	711	
其中：洗混煤产量								13	187	754	972	1185
其中：原煤产量					268	0	581	288	630	630	630	630
整体煤炭原煤总量		224	578	205	457	252	631	327	654	654	654	654
整体煤炭混煤总量		82	171	69	146	56	144	78	330	897	1116	1329
商品煤销量（万吨）	1467		1640	777	1617	811	1780	927	2088	2899	3299	3699
商品煤均价（元/吨）	399	416	405	611	740	631	609	716	703	707	706	708
其中：本部均价（元/吨）		418	406	612	828	631	779	890	934	1000	1000	1000
其中：本部洗精煤价格	535	562	575	804	1001	836	862	1047	1030	1107	1107	1107
其中：原煤		213	211	270	342	307	675	401	410	410	410	410
其中：洗混煤		193	191	231	254	251	239	326	350	350	350	350
兴县项目均价（元/吨）					299		257	292	310	439	463	483
兴县气精煤价格								769	769	855	870	890
洗混煤价格								427	436	462	475	475
原煤价格					299		257	303	342	376	380	400
煤炭业务原煤均价	214	213	211	270	317	307	290	315	344	377	381	400
煤炭业务混煤均价		193	191	231	254	251	239	342	399	444	459	461
	2006A	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
煤炭收入合计	5857	3124	6639	4747	11965	5118	10835	6639	14682	20501	23295	26204
其中：精煤（不含气精煤）	4647	2489	5088	4035	10145	4202	8659	5175	10357	11126	11126	11126
其中：混煤（含兴县）	286	158	326	158	371	141	344	267	1316	3980	5122	6131
其中：本部混煤收入	286	158	326	158	371	141	344	214	503	503	503	503
其中：原煤（含兴县）	915	477	1220	553	1449	775	1831	1029	2252	2468	2492	2618
其中：本部原煤收入	915	477	1220	553	646	775	340	155	98	98	98	98
其中：煤泥收入	8	0	6	0	0							
兴县项目收入					802		1492	1313	3724	8774	11568	14477
其中：气精煤收入								215	757	2927	4555	6328
其中：混煤收入								53	813	3478	4619	5629
其中：原煤收入					0			874	2154	2369	2394	2520
煤炭业务成本合计	3507	1821	3590	2548	5469	2723	5801	3085	7247	8388	8739	9639
毛利率	40.1%	41.7%	45.9%	46.3%	54.3%	46.8%	46.5%	53.5%	50.6%	59.1%	62.5%	63.2%
吨洗精煤成本	349	333	304	424	446	449			470	500	510	520
毛利率	34.8%	40.8%	47.2%	47.3%	55.5%	46.3%			54.4%	54.8%	53.9%	53.0%
吨洗混煤成本		84	152	132	133	171			220	220	220	220
毛利率		56.5%	20.3%	43.0%	47%	32.0%			37.1%	37.1%	37.1%	37.1%
吨原煤成本		124	111	161	165	148			190	190	190	190
毛利率	48.0%	42.0%	47.7%	40.3%	47.8%	51.9%			53.7%	53.7%	53.7%	53.7%
兴县项目成本									2160	3000	3250	4050
兴县项目成本（元/吨）									180	150	130	135
兴县项目毛利率									42.0%	65.8%	71.9%	72.0%
总体吨煤成本（元/吨）	239		219	328	338	336	326	333	347	289	265	261
总体吨煤毛利（元/吨）			186	283	402	295	283	383	356	418	441	448



	2006A	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
发电量 (亿度)	47		48	23	48	22	47	24	45	124	130	210
其中: 兴能发电 (58.15%)							38		35	114	120	200
其中: 西山热电 (91.65%)							8		10	10	10	10
电价 (元/度)							0.266		0.266	0.266	0.266	0.266
供热 (万GJ)		102	167	120	185	110	184	121	240	240	240	300
其中: 西山热电 (91.65%)							178		180	180	180	225
供热价 (元/GJ)							46.26		46.26	46.26	46.26	46.26
电力及供热成本	726	333	731	415	912	484	988	638	1294	3350	3508	5636
毛利率	29.9%	35.0%	30.7%	18.4%	22.9%	21.1%	19.1%	0.6%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
电力及供热收入	1035	511	1055	509	1182	613	1221	642	1281	3384	3543	5693
西山煤气化焦炭产量 (100%)									15	120	120	120
首钢京唐西山焦化焦炭产量 (50%)									250	420	420	420
焦炭产量						0		67	265	540	540	540
焦炭均价 (元/吨)								2075	2075	2010	2010	2010
焦炭成本						1	101	1390	5499	10420	10311	10311
其中: 焦煤价格												
毛利率						61%	-15%	-1%	0%	4%	5%	5%
焦炭业务收入						4	88	1382	5499	10854	10854	10854
煤气收入								108	428	845	845	845
煤气成本								109	432	853	853	853
毛利率								-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
焦油收入								57	227	449	449	449
焦油成本								38	151	298	298	298
毛利率								33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%
硫铵、轻苯收入								100	399	787	787	787
硫铵、轻苯成本								89	355	700	700	700
毛利率								11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
其他收入								106	213	213	213	213
其他成本								78	156	156	156	156
毛利率								26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%
其他业务收入	86	58	109	39	108	39	193	371	1267	2294	2294	2294
其他业务成本	62	30	53	-10	51	20	136	314	1094	2007	2007	2007
毛利率	27.8%	49.0%	51.6%	#####	52.3%	47.8%	29.7%	15.5%	13.7%	12.5%	12.5%	12.5%
	2006A	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	6977	3694	7803	5294	13255	5774	12337	9035	22729	37033	39986	45045
营业成本	4295	2183	4374	2954	6432	3229	7026	5426	15133	24165	24565	27594
毛利率	38.4%	40.9%	43.9%	44.2%	51.5%	44.1%	43.1%	39.9%	33.4%	34.7%	38.6%	38.7%
营业税金及附加	73	40	83	86	134	101	207	127	341	667	720	811
吨煤费用及附加		71	89	81	148	91	112	97	109	142	138	138
利润总额	1433	900	1849	1646	4658	1784	3073	2385	4587	7752	9738	11010
所得税费用	423	289	512	409	1125	445	777	623	1193	1938	2435	2753
净利润	1010	611	1337	1237	3533	1339	2296	1763	3394	5814	7304	8258
归属于母公司净利润	964	590	1286	1233	3489	1302	2230	1704	3225	5407	6793	7680
少数股东损益	45	20	50	4	43	37	66	59	170	407	511	578
EPS	0.31	0.19	0.41	0.39	1.11	0.41	0.71	0.54	1.02	1.72	2.16	2.44
股本	3151	3151	3151	3151	3151	3151	3151	3151	3151	3151	3151	3151

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任纺织服装行业研究员。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。