

2011年04月07日

煤炭开采 II

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 28.30

目标价(元):

西山煤电(000983)

焦炭亏损及管理费用上升拖累业绩

投资评级: A--持有(重申)

能源材料组: 王广举

执业证书编号: S0890510120010

电话: 021-50122167

邮箱: wgjfuture@sohu.com

联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	315120.00
流通 A 股/B 股(万股)	147216.99/0.00
资产负债率(%)	55.93
每股净资产(元)	4.11
市净率(倍)	6.88
净资产收益率(加权)	22.29
12 个月内最高/最低价	38.55/16.45

股价走势图



相关研究报告

1 《产品提价对冲安全费上调》，
2010.12.30

◎事项:

公司发布 2010 年报, 报告期实现营业收入、归属股东净利润分别为 169 亿元、26.4 亿元, 同比分别增长 37.3%、18.6%。实现每股收益 0.83 元, 低于预期。利润分配方案: 每 10 股派 5 元现金 (含税)。净资产收益率 23%, 经营活动现金流下降 15%。

◎主要观点:

◆**煤炭业务盈利能力强劲。**报告期内原煤产量 2579 万吨, 同比增长 39%, 主要是兴县斜沟矿投产, 2010 年斜沟矿产量 1240 万吨, 销量 912 万吨, 产销率 74%, 加上存货我们预计协沟矿商品煤洗出率可达 75-80%。

◆**未来三年公司煤炭产量复合增长率仍可达 20%以上。**产量增量来自斜沟矿扩产及整合小矿投产, 协沟矿二期投产后有望达到 3000 万吨, 我们预计 2013 年投产, 小矿技改后可贡献 600 万吨产能。

◆**2011 年焦煤价格平均上涨 10%。**公司煤炭 2010 年平均售价达 730 元, 同比上涨 20%; 公司于年初对精煤产品再次提价, 平均提价幅度达 10%。近期焦煤需求一般, 短期提价的可能性较小, 预计价格保持平稳。

◆**2010 年吨煤综合成本上涨 10%。**吨煤平均成本 363 元/吨 (包含采购杜儿平原煤), 超出我们预期, 公司采购入洗原煤金额 12.75 亿元, 假定采购量 350 万吨, 我们测算采购原煤成本上涨 10%, 说明斜沟矿并未显著拉低平均成本。

◆**焦炭业务拖累公司业绩。**报告期内生产焦炭 34 万吨, 销售焦炭 31 万吨, 焦炭业务毛利率为-30%。毛利率远低于行业平均水平。而公司持股 50% 的京唐西山焦化为公司带来投资收益-1.54 亿元, 影响 EPS-0.05 元, 该公司主营业务为焦炭, 一期 420 万吨产能全部投产。如果未来焦炭行业不能回暖, 公司投资负收益有扩大可能。

◆**我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.43、1.72、2.33 元, 对应动态 PE 分别为 19.8、16.5、12 倍, 估值处于焦煤股中平均位置, 重申“持有”评级。**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	12,337.03	16,942.35	24,021.58	28,809.17	36,840.81
同比增速(%)	-6.92%	37.33%	41.78%	19.93%	27.88%
净利润(百万)	2,229.67	2,644.37	4,494.21	5,416.71	7,353.58
同比增速(%)	-24.66%	18.60%	69.95%	20.53%	35.76%
毛利率(%)	43.05%	43.41%	44.59%	44.92%	46.09%
每股盈利(元)	0.71	0.84	1.43	1.72	2.33
ROE(%)		20.9%	26.2%	24.7%	25.6%
PE(倍)		33.7	19.8	16.5	12.1

1. 三项费用占比提升较快

报告期内管理费用占比增加了 2.2 个百分点，影响 EPS0.12 元。

	2006	2007	2008	2009	2010
营业费用占比	6.2%	5.9%	2.9%	3.7%	3.4%
管理费用占比	9.1%	11.8%	11.1%	11.5%	13.7%
财务费用占比	1.5%	1.5%	0.8%	0.9%	1.2%
小计:	16.8%	19.1%	14.8%	16.1%	18.3%

数据来源：华宝证券研究所

2. 盈利预测假设

销量(万吨)	2010A	2011E	2012E	2013E
肥焦煤	390	400	400	400
焦精煤	223	250	350	522.67
瘦精煤	261	250	250	250
电精煤	165	138	138	138
气精煤	129	425	560	840
炼焦煤小计	1167	1463	1698	2151
洗混煤	399	1020	1170	1670
原煤	545	300	300	300
动力煤小计	944	1320	1470	1970
总计	2111	2783	3168	4121
增长%	18.7%	31.8%	13.8%	30.1%

价格(不含税)	2010A	2011E	2012E	2013E
肥焦煤	1279	1419	1490	1564
焦精煤	1186	1252	1315	1380
瘦精煤	907	1008	1058	1111
电精煤	550	577	606	636
气精煤	769	872	916	961
洗混煤	413	433	455	478
原煤	308	310	320	321

数据来源：华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12622	18014	23654	32546	营业收入	16942	24022	28809	36841
现金	6680	9208	13572	19710	营业成本	9588	13312	15867	19860
应收账款	498	793	916	1187	营业税金及附加	272	392	467	599
其他应收款	450	721	832	1078	营业费用	579	842	1001	1284
预付账款	919	2353	2377	3154	管理费用	2320	2905	3577	4692
存货	788	576	604	625	财务费用	202	113	141	-76
其他流动资产	3287	4364	5352	6793	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	16331	17722	18701	19307	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1496	1496	1496	1496	投资净收益	-132	-128	-129	-129
固定资产	9217	11890	13502	14427	营业利润	3833	6330	7625	10354
无形资产	286	286	286	286	营业外收入	43	0	0	0
其他非流动资产	5332	4051	3417	3098	营业外支出	39	0	0	0
资产总计	28953	35736	42355	51853	利润总额	3837	6330	7625	10354
流动负债	7495	9340	10820	13102	所得税	1043	1582	1906	2588
短期借款	1000	1060	1040	1047	净利润	2794	4747	5719	7765
应付账款	3620	4852	5931	7537	少数股东损益	149	253	302	412
其他流动负债	2876	3428	3849	4518	归属母公司净利润	2644	4494	5417	7354
非流动负债	7365	7557	7560	7559	EBITDA	5593	7744	9491	12370
长期借款	4359	4559	4559	4559	EPS (元)	0.84	1.43	1.72	2.33
其他非流动负债	3007	2998	3001	3000	主要财务比率				
负债合计	14861	16897	18380	20660	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1448	1701	2003	2415	成长能力				
股本	3151	3151	3151	3151	营业收入	37.3%	41.8%	19.9%	27.9%
资本公积	941	941	941	941	营业利润	27.9%	65.1%	20.5%	35.8%
留存收益	7407	11901	16734	23540	归属于母公司净利润	18.6%	70.0%	20.5%	35.8%
归属母公司股东权益	12644	17139	21972	28778	获利能力				
负债和股东权益	28953	35736	42355	51853	毛利率(%)	43.4%	44.6%	44.9%	46.1%
现金流量表					净利率(%)	15.6%	18.7%	18.8%	20.0%
单位:百万元					ROE(%)	20.9%	26.2%	24.7%	25.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	20.5%	28.7%	33.1%	41.3%
经营活动现金流	3363	5187	7946	9429	偿债能力				
净利润	2794	4747	5719	7765	资产负债率(%)	51.3%	47.3%	43.4%	39.8%
折旧摊销	1558	1300	1724	2093	净负债比率(%)	37.46%	34.64%	31.69%	28.24%
财务费用	202	113	141	-76	流动比率	1.68	1.93	2.19	2.48
投资损失	132	128	129	129	速动比率	1.58	1.87	2.13	2.44
营运资金变动	-1855	-1131	239	-492	营运能力				
其他经营现金流	531	29	-7	10	总资产周转率	0.65	0.74	0.74	0.78
投资活动现金流	-2107	-2830	-2829	-2829	应收账款周转率	34	37	33	35
资本支出	2312	2700	2700	2700	应付账款周转率	3.29	3.14	2.94	2.95
长期投资	258	1	-0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	463	-130	-129	-129	每股收益(最新摊薄)	0.84	1.43	1.72	2.33
筹资活动现金流	-35	171	-753	-462	每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.65	2.52	2.99
短期借款	-180	60	-20	7					

长期借款	1151	200	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.01	5.44	6.97	9.13
普通股增加	727	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2	0	0	0	P/E	33.72	19.84	16.46	12.13
其他筹资现金流	-1735	-89	-733	-469	P/B	7.05	5.20	4.06	3.10
现金净增加额	1221	2528	4365	6137	EV/EBITDA	16	12	10	7

资料来源：华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海
陈康菲

021 -5012 2485
139 1717 5055

北京
程楠

010 -6708 5220
159 0139 1234

深圳
袁月

0755-3665 9385
158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。