



煤炭/能源

西山煤电 (000983)

4 季度费用激增, 兴县达产后增长后劲不足

西山煤电 10 年报点评

杨立宏
010-59312711
yanglihong@gtjas.com
S0880511010016

本报告导读:

4 季度费用激增吞噬利润; 11 年计划产量增长 10.51%, 增速放缓, 11、12 年 EPS 分别为 1.38 和 1.66 元。

投资要点:

公司业绩低于预期。2010 年公司实现收入 169.42 亿元, 同比增长 37.33%, 实现归属股东净利 26.44 亿元, 同比增长 18.90%, 实现 EPS0.84 元, 4 季度业绩仅 0.02 元, 大幅低于预期。分配方案为每股派现金 0.5 元 (含税)。本部价格上涨, 兴县产能释放。10 年公司煤炭产量 2578.99 万吨万吨, 同比增长 38.98%, 本部产量 1338.97 万吨, 同比略增 5.02%, 销售均价为 946.16 元/吨, 同比上涨 21.66%; 兴县原煤产量达到 1240.02 万吨, 同比增长 113.55%, 销量为 912 万吨, 同比增长 57.78%, 销售均价 400.11 元/吨, 同比上涨 55.90%。二者是公司收入增长的来源。

4 季度费用大增吞噬利润。10 年公司销售费用和管理费用分别同比增长 27.52% 和 64.11%, 4 季度单季销售费用率和管理费用率分别高达 18.74% 和 82.97%, 单季 EPS 仅为 0.02 元。占销售费用比重接近半数的运输费用增加 8059 万元, 增量的 65%; 管理费用中, 职工薪酬和修理费占比分别为 36% 和 26%, 二者增量占管理费用增量的比重为 32% 和 43%。

11 年焦煤价格上调和兴县产品结构调整贡献业绩。11 年公司规划煤炭产量为 2850 万吨, 同比增速 10.51%, 较 10 年明显放缓, 11 年增长动力来自焦煤价格, 其中焦精煤上调 8%, 焦肥煤上调 11%; 预计兴县产量将达到 1600 万吨左右, 8、13 号两个煤层配采后精煤回收率有望提高。由于内蒙古项目被迫放弃, 山西小煤矿整合收获不大, 公司在兴县项目完全达产后, 增长后劲略显不足。

维持增持评级。我们对公司 11、12 年的 EPS 预测分别为 1.38 元和 1.66 元, 动态 PE 分别为 21 倍和 17 倍, 维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12,337	16,942	20,184	23,200	24,966
(+/-)%	-7%	37%	19%	15%	8%
经营利润 (EBIT)	3,236	4,183	7,025	8,273	8,495
(+/-)%	-22%	29%	68%	18%	3%
净利润	2,230	2,644	4,339	5,224	5,291
(+/-)%	-25%	19%	64%	20%	1%
每股净收益 (元)	0.92	0.84	1.38	1.66	1.68
每股股利 (元)	0.15	0.50	0.50	0.50	0.50

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	26.2%	24.7%	34.8%	35.7%	34.0%
净资产收益率 (%)	23.9%	23.0%	30.4%	29.2%	24.5%
投入资本回报率 (%)	22.3%	23.0%	39.8%	47.7%	43.9%
EV/EBITDA	16.8	15.9	9.6	7.6	6.8
市盈率	30.8	33.7	20.6	17.1	16.9
股息率 (%)	0.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 35.00

上次预测: 34.62

当前价格: 28.30

2011.04.11

交易数据

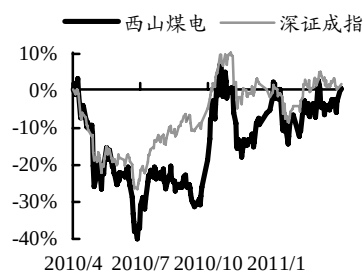
52 周内股价区间 (元)	16.45-38.55
总市值 (百万元)	89,179
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,151/1,472
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	47%
日均成交量 (百万股)	39
日均成交值 (百万元)	1,051

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	12,644
每股净资产	4.01
市净率	7.1
净负债率	67%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.27	0.34
Q2	0.27	0.38
Q3	0.28	0.36
Q4	0.02	0.30
全年	0.84	1.38

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	3%	3%
相对指数	0%	0%	-1%

相关报告

《即将步入收获期》	2010.03.31
《调价符合预期, 上调 10 年 EPS 至 2.23》	2010.02.09
《调价幅度超预期》	2009.12.11
《资源扩张再次先行一步》	2009.10.29

模型更新时间: 2011.04.08

股票研究

能源

煤炭

西山煤电 (000983)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 35.00

上次预测: 34.62

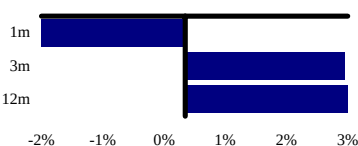
当前价格: 28.30

公司网址

公司简介

公司所属西山集团是全国最大的炼焦煤生产基地,特大型煤炭企业。拥有煤炭—电力—建材、煤炭—焦炭—化工两条循环产业链。主营业务:煤炭生产、销售、洗选加工、发电;矿山开发及设计施工;矿用及电力器材生产、经营。西山集团与宝钢、鞍钢、华能国际等知名企业结成战略合作伙伴关系,煤炭产品畅销全国 20 多个省市,并出口日本、德国等国家。已收购山西焦化 19.02% 的股份,进一步增强公司的煤焦化能力。公司还将陆续收购母公司的煤矿,进一步作大煤炭产业。并将继续做大电力产业,建设上高电厂二期 2×60 万千瓦。

绝对价格回报 (%)

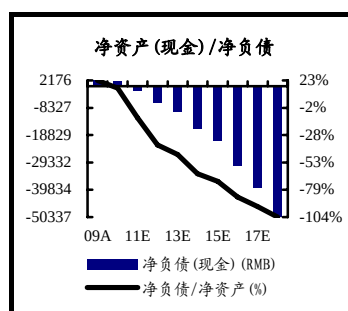
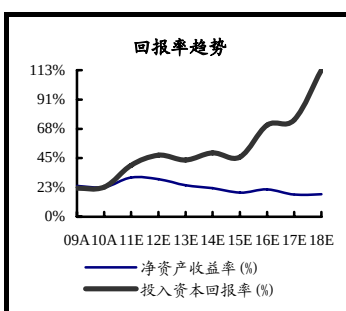
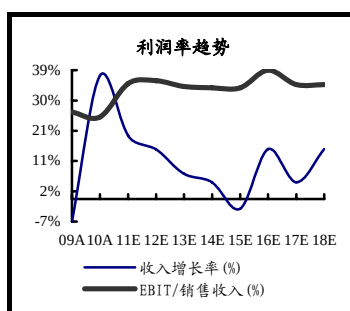
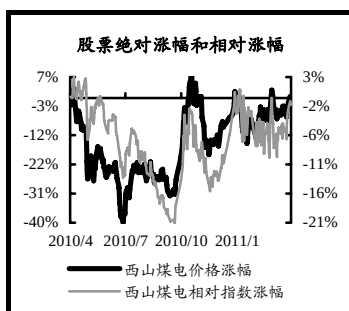


52 周价格范围 16.45-38.55

市值 (百万) 89,179

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	12,337	16,942	20,184	23,200	24,966	26,214	25,428	29,242	30,704	35,310
营业成本	7,026	9,588	9,940	11,239	12,652	13,284	12,886	13,273	15,263	17,553
税金及附加	207	272	324	373	401	421	408	470	493	567
销售费用	454	579	664	763	771	810	786	904	949	1,091
管理费用	1,414	2,320	2,230	2,552	2,646	2,884	2,797	3,217	3,377	3,884
EBIT	3,236	4,183	7,025	8,273	8,495	8,815	8,551	11,380	10,621	12,215
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-119	-132	-132	0	-132	0	-132	0	-132	0
财务费用	115	202	148	-73	-167	-416	-574	-886	-1,131	-1,548
营业利润	2,996	3,833	6,745	8,346	8,530	9,231	8,992	12,265	11,620	13,762
所得税	777	1,043	1,687	2,088	2,133	2,309	2,249	3,067	2,906	3,442
少数股东损益	66	149	722	1,039	1,109	1,201	1,170	1,595	1,511	1,790
净利润	2,230	2,644	4,339	5,224	5,291	5,725	5,578	7,607	7,207	8,535
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	5,459	6,680	8,977	13,900	17,216	23,691	28,375	37,844	46,374	57,714
其他流动资产	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期投资	1,941	1,543	1,543	1,543	1,543	1,543	1,543	1,543	1,543	1,543
固定资产合计	9,987	14,361	14,465	15,292	15,592	15,367	14,616	13,339	11,536	9,207
无形资产及其他资产	194	295	395	495	595	695	795	894	994	1,093
资产合计	23,270	28,953	31,915	39,030	43,029	50,089	53,390	63,470	70,153	81,774
流动负债	5,766	7,495	7,013	9,439	8,610	10,316	8,440	10,888	10,421	13,285
非流动负债	6,188	7,365	7,325	7,327	7,330	7,334	7,339	7,345	7,352	7,360
股东权益	9,338	11,499	14,263	17,911	21,627	25,776	29,779	35,810	41,441	48,401
投入资本(IC)	10,824	13,256	13,238	13,004	14,516	13,395	13,887	12,051	10,671	8,087
现金流量表										
NOPLAT	2,418	3,046	5,269	6,205	6,371	6,611	6,413	8,535	7,966	9,161
折旧与摊销	984	1,558	2,073	2,599	3,125	3,651	4,177	4,703	5,229	5,755
流动资金增量	-380	1,625	-1,415	1,161	-1,111	995	-1,144	659	-323	354
资本支出	-3,409	-2,312	-2,274	-3,522	-3,522	-3,522	-3,522	-3,522	-3,522	-3,522
自由现金流	-387	3,917	3,653	6,443	4,863	7,736	5,925	10,375	9,350	11,748
经营现金流	3,055	3,363	6,285	10,321	8,845	11,871	10,212	14,864	14,056	16,734
投资现金流	-5,021	-2,107	-2,406	-3,522	-3,654	-3,522	-3,654	-3,522	-3,654	-3,522
融资现金流	4,369	-35	-1,583	-1,876	-1,875	-1,874	-1,874	-1,873	-1,872	-1,872
现金流净额	2,403	1,221	2,297	4,923	3,316	6,475	4,684	9,469	8,530	11,340
财务指标										
成长性										
收入增长率	-6.9%	37.3%	19.1%	14.9%	7.6%	5.0%	-3.0%	15.0%	5.0%	15.0%
EBIT 增长率	-22.0%	29.3%	67.9%	17.8%	2.7%	3.8%	-3.0%	33.1%	-6.7%	15.0%
净利润增长率	-24.7%	18.6%	64.1%	20.4%	1.3%	8.2%	-2.6%	36.4%	-5.3%	18.4%
利润率										
毛利率	43.1%	43.4%	50.8%	51.6%	49.3%	49.3%	49.3%	54.6%	50.3%	50.3%
EBIT 率	26.2%	24.7%	34.8%	35.7%	34.0%	33.6%	33.6%	38.9%	34.6%	34.6%
净利润率	18.1%	15.6%	21.5%	22.5%	21.2%	21.8%	21.9%	26.0%	23.5%	24.2%
收益率										
净资产收益率(ROE)	23.9%	23.0%	30.4%	29.2%	24.5%	22.2%	18.7%	21.2%	17.4%	17.6%
总资产收益率(ROA)	9.6%	9.1%	13.6%	13.4%	12.3%	11.4%	10.4%	12.0%	10.3%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	22.3%	23.0%	39.8%	47.7%	43.9%	49.4%	46.2%	70.8%	74.7%	113.3%
运营能力										
存货周转天数	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
应收账款周转天数	16	11	11	11	11	11	11	11	11	11
总资产周转天数	589	563	550	56	29	49	24	63	40	60
净利润现金含量	1.37	1.27	1.45	1.98	1.67	2.07	1.83	1.95	1.95	1.96
资本支出/收入	28%	14%	11%	15%	14%	13%	14%	12%	11%	10%
偿债能力										
资产负债率	51.4%	51.3%	44.9%	43.0%	37.0%	35.2%	29.6%	28.7%	25.3%	25.2%
净负债率	23.3%	16.1%	-11.6%	-36.7%	-45.7%	-63.5%	-70.6%	-85.2%	-94.2%	-104.0%
估值比率										
PE	30.8	33.7	20.6	17.1	16.9	15.6	16.0	11.7	12.4	10.4
PB	7.3	7.8	6.3	5.0	4.1	3.5	3.0	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	16.8	15.9	9.6	7.6	6.8	5.8	5.4	3.6	3.2	2.2
P/S	5.6	5.3	4.4	3.8	3.6	3.4	3.5	3.0	2.9	2.5
股息率	0.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		