



煤电研究小组 分析师：潘杭钧

执业证书编号：S0730511030002

panhj@ccnew.com

联系人：王志磊

wangzll@ccnew.com

业绩低于预期，关注公司治理的改善

——西山煤电（000983）2011 年报点评

研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012 年 03 月 19 日

报告关键要素：

西山煤电（000983）受益煤价上涨及产量提升，2011年煤炭营收增长15.07%；焦化业务略有改善，但是依然不理想。未来业绩增长主要看公司兴县斜沟矿投产对公司产能的提升。公司管理层的变动有望改善公司治理。预计2012、2013年公司EPS分别为1.03元、1.15元，按3月16日收盘价16.00元计算，对应市盈率16倍、14倍，估值偏高，但考虑到公司在焦煤业内的龙头地位，给以“增持”的投资评级。

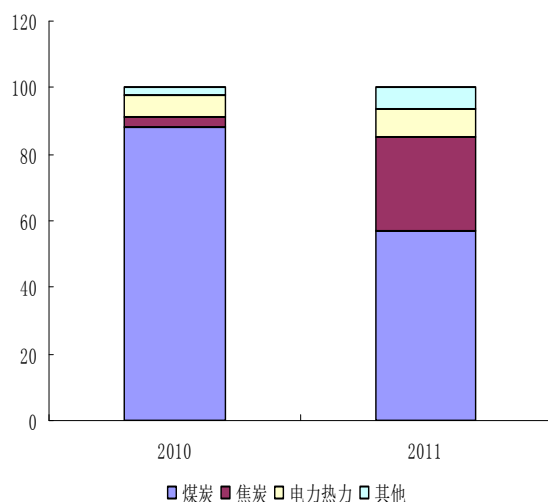
事件：

- 西山煤电（000983）公布了2011年年报。2011年公司实现营业收入303.72亿元，同比增长79.27%；利润总额41.27亿元，同比增长7.55%；归属于母公司所有者的净利润28.15亿元，同比增长6.47%；基本每股收益0.89元；从第四季度单季情况看，实现营业收入74.88亿元，同比增长464.06%；利润总额3.11亿元，同比增长325.71%；归属于母公司所有者的净利润3.11亿元，同比增长325.71%。拟向全体股东每10股派现金股利2元(含税)。

点评：

- 纵向一体化促进转型，焦炭、电力业务占比上升。公司坚持以煤为基础，围绕“煤—电—材”、“煤—焦—化”两方向延伸产业链，形成煤、电、焦化三大产业。2011年公司煤炭收入占主营业务收入56.80%，同比降低31.70%；焦化收入占主营业务收入28.58%，同比上升26.15%；电力热力收入占主营业务收入的8.36%，同比增加1.32%。

图表 1：公司业务构成 （单位：%）



图表 2：公司煤炭营收及增速 （单位：亿元）



资料来源：中原证券，公司公告

- **量价齐升提升公司煤炭业务营收。**2011年公司实现煤炭销售收入172.53亿元，增幅15.07%。原煤产量2943万吨，同比增长14.11%；商品煤销量2132万吨，同比增长1.00%。同时2011年公司商品煤综合售价同比上涨13.93%。

图表 3: 公司分煤种价格 (不含税) 及增幅 (单位: 元/吨)

项目	2011 年平均售价	2010 年平均售价	同比增长率%
焦精煤	1265.57	1186.24	6.69%
肥精煤	1384.16	1279.24	8.20%
瘦精煤	993.34	907.44	9.47%
电精煤	639.36	549.59	16.33%
气精煤	910.65	768.6	18.48%
原煤	332.25	307.54	8.03%
洗混煤	520.72	412.68	26.18%
煤泥	138.58	63.32	118.86%
商品煤综合售价	809.22	710.26	13.93%

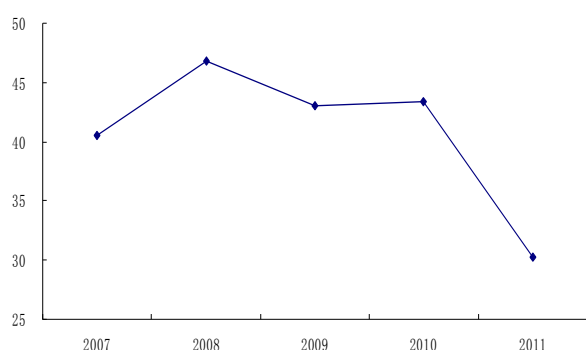
资料来源: 中原证券, 公司公告

- **焦化业务略有改善。**由于京唐焦化由合营转为子公司并合并公司年报报表, 公司全年焦化业务大幅增加。2011年公司实现焦化收入100.54亿元, 同比增加2249.07%; 其中焦炭产量438万吨, 同比增长1188.24%; 焦油产量12.65万吨, 同比增长2650%; 然而公司焦炭业务毛利率仅为1.65%, 而焦油毛利率为-8.63%, 发展依旧不理想。
- **电力业务受益古交电厂二期投产。**公司子公司山西兴能发电所属古交电厂二期 2×60 万千瓦机组 2011 年全部投入商业运营, 使得公司上网电量同比增长 107.38%, 为 82.31 亿度。电力业务由此实现销售收入 25.40 亿元, 同比增加 112.78%。
- **毛利率下降。**2011 年公司毛利率 30.27%, 同比下降 13.14 个百分点。2011 年 1 月起, 公司安全费用计提标准由 40 元/吨调整为 67.5 元/吨, 安全费上升幅度较大, 同时人工成本的上升, 导致公司营业成本同比增长 120.90%, 高于收入涨幅, 由此拖累公司毛利率。

分业务来看, 公司煤炭毛利率为 50.95%, 同比增加 2.01 个百分点; 焦炭业务扭亏, 同比增加 31.48 个百分点, 但受到焦炭行业产能过剩的影响, 毛利率仅为 1.65%; 电力热力业务毛利率为 3.12%, 与去年基本持平, 下降约 0.99 个百分点。

图表 4: 公司历年毛利率

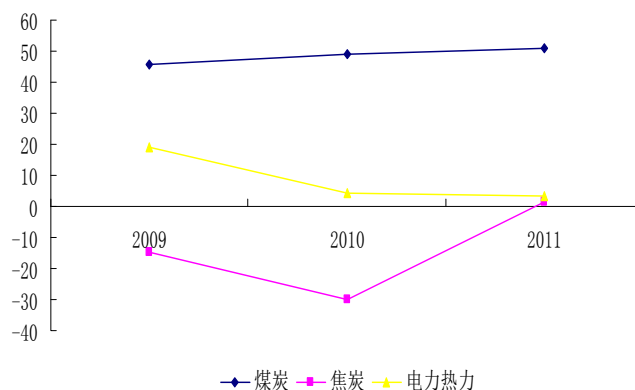
(单位: %)



资料来源: 中原证券, 公司公告

图表 5: 分业务毛利率

(单位: %)

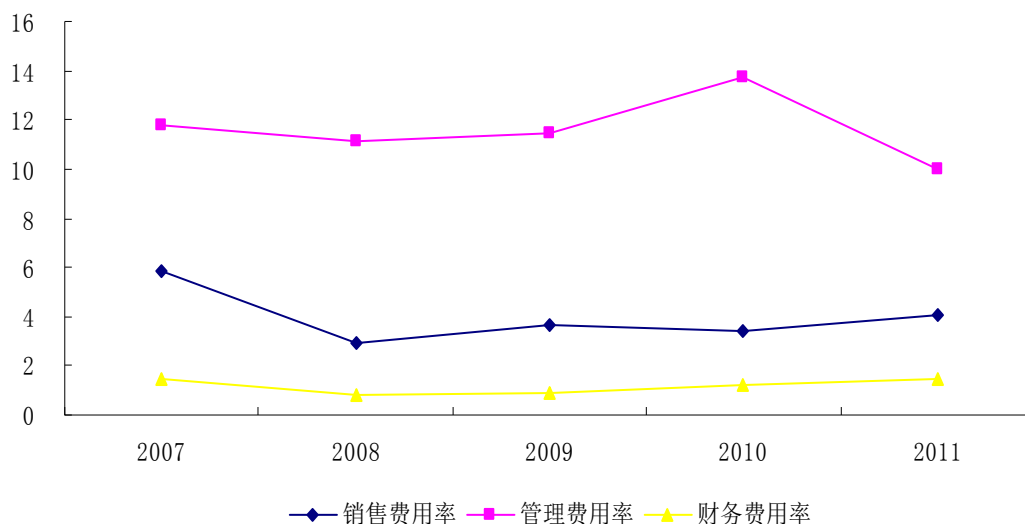


资料来源: 中原证券, 公司公告

- **期间费用大幅增长。**同样由于合并报表缘故，公司期间费用大幅增加。2011年公司销售费用同比大幅增加112.58%，为12.31亿，原因是子公司晋兴公司到港煤量增加，影响到港运费及港杂费支出增加。管理费用30.32亿，同比增长30.67%，主要是因为公司职工工资支出、修理费以及合并子公司京唐焦化以及子公司晋兴能源产量增加导致管理成本增加。公司财务费用4.41亿，同比增长117.85%，原因在于子公司兴能发电二期工程转固，停止利息资本化，同时合并京唐焦化导致应付借款利息及贷款利息支出增加。

图表 6：公司三项费用率

(单位：%)



来源：中原证券、公司公告

- **兴县斜沟矿达产，是未来业绩增长点。**兴县煤矿项目是2011年山西省重点工程项目。该矿区规划一期二期产能分别为1500万吨；其中一期2010年实现原煤产量1240万吨；斜沟煤矿二期2011年底已实现达产，总产能3000万吨。此外公司在临汾和太原地区其他整合煤矿也将陆续释放产量，预计完全投产后公司整合产能将超过到5000万吨。

图表 7：公司在建矿及整合煤矿

煤矿名称		煤种	股权比例	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)
兴县	一期	气焦煤、	75%	22.25	12.76	1500
	二期	1/3焦煤				1500
临汾	古县煤业	主焦煤	55%			330
	尧都煤业	贫瘦煤				90
洪洞	道光煤业	1/3焦煤	51%			120
永鑫煤业		主焦煤、 贫瘦煤	60%			700
美锦能源合作项目				10		800-1000
合计						5040-5240

资料来源：中原证券，公司公告，山西煤炭信息网

- **资产注入的预期强烈。**公司母公司山西焦煤集团为山西五大煤矿集团之一，山西焦煤集团目前煤炭保有储量 503 亿吨，是西山煤电资源总量 152 亿吨的 3 倍。按照山西的规划，山西五大煤炭集团“十二五”内均必须实现整体上市。集团整体上市有望逐步推进。



- **管理层变更有望改变公司治理。**公司新任总理由西山煤电集团董事担任，是公司上市以来少有的较高级别管理团队，管理层的变更显示集团公司提升公司管理水平的决心与态度，公司未来治理或将有转好。
- **未来价格难言乐观。**目前宏观经济周期下行，同时焦煤下游钢铁行业不景气，整体而言 2012 年炼焦煤价格难言乐观，但其中主焦煤以及肥煤稀缺，价格可能维稳，而焦炭由于产能过剩，短期内弱势行情难改。
- **给予公司“增持”评级。**预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 1.03 元、1.15 元，按 3 月 16 日收盘价 16.00 元计算，对应市盈率 16 倍、14 倍，估值偏高，但考虑到公司在焦煤业内的龙头地位，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**1、宏观经济下行导致煤价波动的风险；2、资产注入时间不确定。

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入（亿元）	169.42	303.72	344.99	412.82
增长比率（%）	37.33	79.27	13.59	19.66
净利润（亿元）	26.44	28.15	32.46	36.24
增长比率（%）	18.60	6.47	15.31	11.64
每股收益（元）	0.84	0.89	1.03	1.15
市盈率（倍）	19	18	16	14

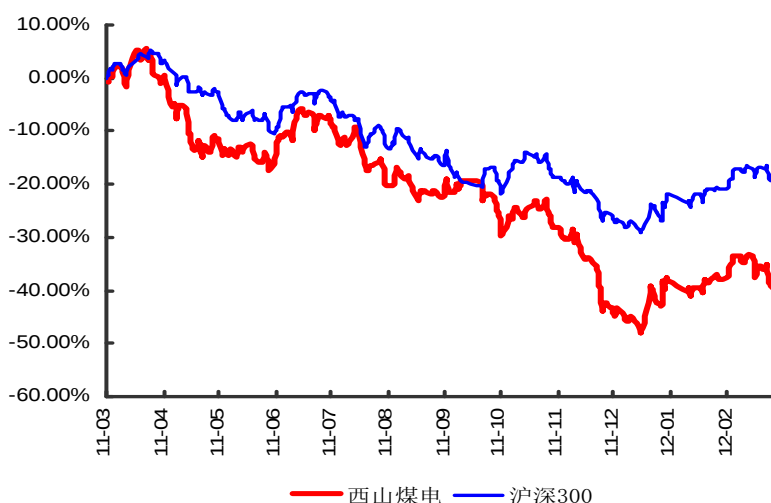
市场数据（2012年3月16日）

收盘价（元）	16.00
一年内最高/最低（元）	29.15/13.58
沪深300指数	2623.52
市净率（倍）	3.61
流通市值（亿元）	235.55

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	4.43
每股经营现金流（元）	1.23
毛利率（%）	30.27
净资产收益率（%）	20.19
资产负债率（%）	57.22
总股本/流通股（万股）	315120/147217
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。