

2008年05月22日

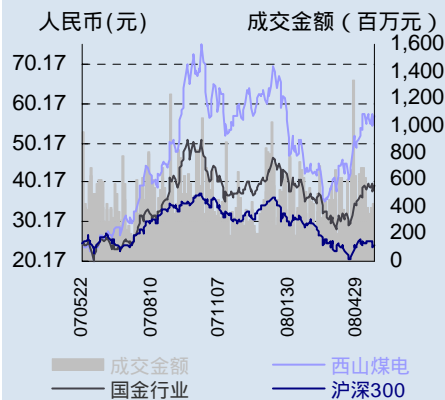
西山煤电 (000983.SZ)

——6月山西焦煤将大涨、龙头受益

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

市场数据(人民币)

市价(元)	57.26
已上市流通A股(百万股)	566.23
总市值(百万元)	69,399.12
年内股价最高最低(元)	75.20/20.17
沪深300指数	3783.05
深证成指	12659.82
2006年股息率	1.70%


相关报告

- 1 《1季度EPS为0.39：煤价大涨,全年增长可期》，2008.4.21
- 2 《股东大会纪要》，2008.4.10
- 3 《炼焦煤价格大涨、超越预期》，2008.4.1
- 4 《年报点评：业绩符合预期、长期价值明显》，2008.3.20

龚云华

 (8621)61038276
 gongyunhua@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

公司基本情况(人民币)

项目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.804	0.804	0.868	1.814	2.604	2.651
净利润增长率	54.14%	-0.05%	7.90%	109.05%	43.60%	1.81%
先前预期每股收益(元)				1.629	1.739	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.502	1.809	2.282
市盈率(倍)	7.01	11.13	73.16	31.87	22.00	21.60
行业优化市盈率(倍)	9.35	14.11	60.97	46.18	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	33.05	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.13	N/A	9.26	0.30	0.49	11.93
已上市流通A股(百万股)	552.96	566.23	566.23	566.23	566.23	566.23
总股本(百万股)	1,212.00	1,212.00	1,212.00	1,212.00	1,212.00	1,212.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场EPS预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 综合多方面信息，我们判断，山西焦煤集团炼焦用煤在6月将可能再次大涨，我们再次提高“西山煤电”公司盈利预测。
 - ◆ 我们将公司2008年EPS预期提高至1.814元，归属于母公司净利润同比增幅将达到109.05%。
 - ◆ 按照我们对炼焦用煤价格最新预期，全面提高了公司2009年盈利预期水平，预计2009年公司EPS为2.604元，在高基数背景下，归属于母公司净利润同比增长幅度还将达到43.60%。
- 账面利润之外，我们更加关注西山煤电中长期扩张潜力。
 - ◆ 兴县扩张会加速。
 - ◆ 山西焦煤集团整体上市值得关注，虽任重道远、但已初现一线曙光。
- 维持“买入”评级，强烈建议：战略性重点配置！
- 风险审视：煤炭股是基本面支撑的“避风港”。
 - ◆ 我们对于市场系统性风险有所担忧或者说迷茫，但认为煤炭股是基本面支撑最强的“避风港”。
 - ◆ 大多数煤炭企业均有“合理”的盈余管理需求，西山煤电也难以例外，但我们相信，在新会计准则和进步的审计约束下，部分煤炭企业在价格大涨之后的利润将“无处可藏”。
 - ◆ 行业景气及其持续性、现金流支撑的收益质量是我们优先注重的因素。

6 月山西焦煤大涨可期、西山煤电将成最为受益的焦煤“龙头”

预期：山西焦煤 6 月将再次大涨

- 综合多方面信息，我们判断，山西焦煤集团炼焦用煤在 6 月将可能再次大涨，主要判断逻辑如下：
 - ◆ 1) 国际炼焦煤价格大涨，与国际价格接轨是大势所趋：在山西焦煤集团于 2008 年 3 月 31 日召开焦煤行业研讨会实施提价 25%-28% 之后，国际炼焦煤价格随后大幅上涨达到 300 美元/吨的 FOB 价格。按人民币 1100 元/吨（含税）左右的价格计算，山西焦煤集团炼焦煤价格明显偏低。
 - ◆ 2) 与国内焦煤价格相比，山西焦煤集团价格涨幅滞后：华东煤炭销售联合体、山西本地部分企业炼焦煤价格大涨，目前合同价含税价格达到 1400-1500 元/吨，现货价格达到 1700-1800 元/吨。山西焦煤集团目前仍旧执行 2008 年 4 月初确定的价格，涨幅滞后，孕育上涨动力。
 - ◆ 3) “奥运”临近，为避免安全事故发生，炼焦用煤的重要供给主体——中小煤炭企业被停产，炼焦煤供给形势更为紧缺。这将加大山西焦煤集团提价的动力。
 - ◆ 4) 下游钢铁企业再次提价，成本承受能力增强；且在炼焦煤供求关系偏紧的情况下，保证优质焦煤货源是上策；在华东、华北等区域市场炼焦煤价格大涨的背景下，下游钢铁企业接受山西焦煤提价的可能性较大。

西山煤电：受益最大的焦煤“龙头”：提高盈利预测

- 通过我们持续的跟踪、分析判断：西山煤电将再次受益 6 月焦煤价格大涨。
 - ◆ 在上市公司中，西山煤电的主焦煤、肥煤是最优质的。山西焦煤集团统一提价后，西山煤电将同时执行新的价格。
- 根据提价预期，我们再次提高“西山煤电”公司盈利预测。
 - ◆ 考虑到公司盈余管理、成本增支的可能性，我们采取保守策略提升公司业绩预期。
 - ◆ 公司焦、肥、瘦煤年销量在 880 万吨左右，其中自产原煤洗选出来的约为 660 万吨左右。假设从 6 月 1 日开始提价，按均衡加权计算，可享受新价格上涨好处的销量约为 385 万吨。
 - ◆ 按焦、肥、瘦煤加权价格计算，假设自 6 月 1 日起提价的幅度按 20% 计算，税后上调价格绝对额将达到 150-160 元/吨（保守预计）；对应增加销售收入 5.78 亿-6.16 亿，对应增加税后利润 4.33 亿-4.62 亿元，即增加 EPS 0.357-0.381 元。
 - ◆ 全面考虑成本增支因素、提价可能性按 50% 测算，增厚 EPS 约为 $(0.357+0.381)/2*50%=0.185$ 元。对应地，我们将公司 2008 年 EPS 预期提高至 1.814 元，归属于母公司净利润同比增幅将达到 109.05%。
 - ◆ 按照我们对炼焦用煤价格最新预期，全面提高了公司 2009 年盈利预期水平，预计 2009 年公司 EPS 为 2.604 元，在高基数背景下，归属于母公司净利润同比增长幅度还将达到 43.60%。

图表1：西山煤电炼焦煤仍将大涨

	Dec-06	Jan-07	Apr-07	Jul-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	Jun-08	Jan-09
焦煤(元/吨)	576	606	646	673	810	810	810	810	1040	保守预计再次上涨	保守预计焦、
肥煤(元/吨)	625	655	695	700	860	860	860	860	1105	20%，焦、肥煤达	肥煤达1600-
瘦煤(元/吨)	540	540	560	562	670	670	670	670	770	1250-1350元/吨	1800元/吨
出口(美元/吨)	115	115	106	106	106	106	106			预计300	

来源：国金证券研究所

账面利润之外，我们更看好“西山煤电”中长期的扩张潜力

中期：兴县扩张潜力巨大

- 增资“晋兴能源”，加速兴县斜沟煤矿扩张步伐。
 - ◆ 西山煤电于 2008 年 5 月 14 日发布公告，对山西西山晋兴能源有限公司进行了增资，增资方包括：华能国际电力股份有限公司、山西国际电力集团有限公司、山西省经济建设投资公司与西山煤电，增资完成后，“晋兴能源”注册资本由目前的 87125 万元增加到 233500 万元。
 - ◆ “晋兴能源”的斜沟煤矿改扩建工程及其配套的岢瓦铁路项目是公司实施资源扩张战略、再造西山煤电的重要举措。该项目属煤炭工业发展“十一五”规划 2008 年新开工煤矿备选项目，2008 年 4 月 24 日，被山西省政府列为 2008 年全省重点工程项目，项目开工在即。
 - ◆ “晋兴能源”是公司未来外延扩张的亮点，对此，在以往报告中我们已详细阐述。我们判断：“晋兴能源”增资后，将加速公司加快兴县新矿区的开发建设，从而加快公司产能扩张的释放。

中长期：西山煤电或将成山西焦煤集团 A 股“理想归宿”

- 根据山西焦煤集团网站报道（5 月 21 日信息），2008 年 5 月 11 日，山西焦煤集团公司召开专题会议，就下半年及今后工作进行安排部署。集团公司新任董事长、党委书记白培中主持会议。就山西焦煤集团公司下半年及今后工作，会议提出了“32245”的总体部署：
 - ◆ “3”，即指抢抓市场、政策、环境“三大机遇”。
 - ◆ 第一个“2”，即指突出转型和跨越两大工作主题，即优先做强，内涵转型，率先做大，外延跨越。推进传统的企业管理体制和产业组织模式向现代企业制度、模式的转变，经济增长方式由规模速度型向质量效益转变；用大视野、大方略、大举措推动企业规模大发展，实现企业规模的一次跨越式、跳跃式大发展。
 - ◆ 第二个“2”，即指力争在“十一五”到“十二五”期间实现原煤产量在 2007 年基础上翻一番，达到 1.5 亿吨；销售收入由目前的 370 亿元翻两番，达到 1500 亿元以上的双翻番目标。
 - ◆ “4”，即指进一步加强工作思路保障、工作基础保障、管理保障和工作作风保障。
 - ◆ “5”，即指组织整合煤炭资源，重组小煤矿攻坚；项目和重点工程建设攻坚；物流和运销产业化、专业化攻坚；**理顺产权、推进集团整体上市攻坚**；非主导产业板块集成、创新发展攻坚。
- 我们判断：山西焦煤集团新任董事长上任后，对集团整体上市提出了战略构想，虽然任重而道远，但给予了“西山煤电”长期合理预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	5,617	6,891	7,803	10,633	14,184	14,430
增长率		22.7%	13.2%	36.3%	33.4%	1.7%
主营业务成本	-3,436	-4,233	-4,637	-5,441	-7,062	-7,234
% 销售收入	61.2%	61.4%	59.4%	51.2%	49.8%	50.1%
毛利	2,181	2,658	3,166	5,191	7,122	7,196
% 销售收入	38.8%	38.6%	40.6%	48.8%	50.2%	49.9%
营业税金及附加	-54	-73	-83	-133	-177	-180
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-206	-431	-458	-638	-851	-866
% 销售收入	3.7%	6.3%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-508	-643	-918	-1,276	-1,702	-1,732
% 销售收入	9.0%	9.3%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	1,414	1,511	1,706	3,145	4,391	4,418
% 销售收入	25.2%	21.9%	21.9%	29.6%	31.0%	30.6%
财务费用	-16	-105	-114	-121	-98	-55
% 销售收入	0.3%	1.5%	1.5%	1.1%	0.7%	0.4%
资产减值损失	0	0	-8	-22	-7	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	7	14	5	5	5
% 税前利润	0.6%	0.5%	0.9%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	1,406	1,414	1,598	3,007	4,291	4,367
营业利润率	25.0%	20.5%	20.5%	28.3%	30.3%	30.3%
营业外收支	17	21	-12	4	4	4
税前利润	1,423	1,434	1,586	3,011	4,295	4,371
利润率	25.3%	20.8%	20.3%	28.3%	30.3%	30.3%
所得税	-455	-414	-492	-753	-1,074	-1,093
所得税率	32.0%	28.8%	31.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	967	1,021	1,093	2,258	3,221	3,278
少数股东损益	-8	46	42	60	65	65
归属于母公司的净利润	975	974	1,051	2,198	3,156	3,213
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	975	974	1,051	2,258	3,221	3,278
少数股东损益	-8	46	42	0	0	0
非现金支出	348	488	556	644	665	693
非经营收益	40	118	132	174	155	155
营运资金变动	-248	-605	294	-1,723	-462	-19
经营活动现金净流	1,107	1,021	2,075	1,353	3,579	4,107
资本开支	-1,004	-1,006	-818	-572	-705	-706
投资	-260	39	-88	-1	0	0
其他	-1	4	3	5	5	5
投资活动现金净流	-1,265	-963	-903	-568	-700	-701
股权募资	74	0	208	0	-603	0
债权募资	111	146	8	-290	0	1
其他	-331	-622	-486	-168	-770	-770
筹资活动现金净流	-146	-476	-270	-458	-1,373	-769
现金净流量	-304	-418	901	328	1,507	2,637

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1,622	1,204	2,114	2,441	3,948	6,585
应收款项	1,409	2,337	1,586	3,292	4,391	4,468
存货	326	278	360	1,640	2,128	2,180
其他流动资产	93	200	266	546	708	725
流动资产	3,449	4,020	4,325	7,919	11,176	13,958
% 总资产	36.9%	38.4%	36.9%	51.9%	60.2%	65.3%
长期投资	298	252	485	486	485	485
固定资产	5,539	5,904	6,699	6,663	6,718	6,737
% 总资产	59.2%	56.5%	57.1%	43.6%	36.2%	31.5%
无形资产	72	280	211	199	196	194
非流动资产	5,909	6,436	7,410	7,349	7,401	7,418
% 总资产	63.1%	61.6%	63.1%	48.1%	39.8%	34.7%
资产总计	9,358	10,456	11,735	15,269	18,577	21,377
短期借款	280	40	160	0	0	0
应付款项	1,636	1,973	2,149	4,107	5,359	5,482
其他流动负债	365	384	527	740	783	786
流动负债	2,282	2,398	2,836	4,847	6,142	6,269
长期贷款	2,134	2,520	2,368	2,368	2,368	2,369
其他长期负债	60	66	130	0	0	0
负债	4,475	4,984	5,334	7,215	8,510	8,638
普通股股东权益	4,611	5,153	5,901	7,493	9,440	12,048
少数股东权益	272	319	501	561	626	691
负债股东权益合计	9,358	10,456	11,735	15,269	18,577	21,377

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.804	0.804	0.868	1.814	2.604	2.651
每股净资产	3.804	4.252	4.869	6.182	7.789	9.940
每股经营现金净流	0.913	0.842	1.712	1.117	2.953	3.389
每股股利	0.400	0.400	0.450	0.000	0.500	0.000
回报率						
净资产收益率	21.14%	18.91%	17.82%	29.34%	33.43%	26.67%
总资产收益率	10.42%	9.32%	8.96%	14.40%	16.99%	15.03%
投入资本收益率	13.38%	13.58%	13.18%	22.63%	26.49%	21.93%
增长率						
主营业务收入增长率	49.40%	22.69%	13.23%	36.27%	33.40%	1.74%
EBIT增长率	57.66%	6.76%	11.30%	84.29%	39.65%	0.60%
净利润增长率	54.15%	-0.05%	7.90%	109.05%	43.60%	1.81%
总资产增长率	20.83%	11.73%	12.23%	30.11%	21.67%	15.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.6	17.6	16.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	32.8	26.0	25.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	76.2	76.8	91.4	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	321.4	264.4	247.5	177.9	129.6	122.8
偿债能力						
净负债/股东权益	15.22%	24.78%	6.47%	-0.91%	-15.70%	-33.10%
EBIT利息保障倍数	89.2	14.7	15.0	26.0	44.8	80.2
资产负债率	47.82%	47.67%	45.45%	47.25%	45.81%	40.41%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	11	16	18
买入	1	1	8	14	17
持有	0	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.58	1.57	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-01-30	买入	13.79	16.33 ~ 17.70
2 2007-03-08	买入	14.51	N/A
3 2007-07-09	买入	30.67	N/A
4 2007-09-11	买入	47.78	N/A
5 2008-03-20	买入	35.30	N/A
6 2008-04-01	买入	41.30	N/A
7 2008-04-10	买入	45.98	N/A
8 2008-04-21	买入	42.39	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。