

# 西山煤电(000983)/7.34 元

## 对价方案符合预期 短期存在股改行情

卢平  
86-755-82960064  
luping@ccs.com.cn

周期性投资品 · 煤炭

估值区间: 6.5-7.5 元

中性 A(维持)

股改方案为流通对价 10 送 2.6 股, 短期内可能导致股票有 10% 左右的升幅, 但考虑到一次性补偿和煤炭行业周期见顶, 继续维持中性—A 的投资评级。

- **流通对价为 10 送 2.6 股。** 9 月 12 日, 西山煤电公布了股权分置改革方案, 流通对价为 10 送 2.6 股, 大股东承诺 2010 年前不上市交易, 承诺从 2006 年起连续三年现金分红比例不低于当年实现可分配利润 50% 的议案投票权。
- **方案比较理性、符合市场预期:** 该方案既考虑到流通股东的贡献, 又考虑到大股东廉价出售煤炭资源开采权的因素, 是比较理性和符合市场预期的方案。
- **公司新项目逐渐投产, 但效益欠佳。** 我们在此前的深度报告中详细分析了公司即将投产的项目: 由于煤价上涨和财务费用较大, 预计古交电厂 05 年和 06 年亏损 0.01 元/股和 0.02 元/股。综合利用电厂也将面临小幅亏损。兴县煤矿项目短期内难以产生效益。由于焦炭行业严重供过于求, 收购山西焦化带来的业绩非常有限。
- **炼焦煤价格下滑压力较大:** 公司煤炭的下游行业——钢铁行业和炼焦行业处于供过于求状态: 钢铁价格大幅下降, 炼焦行业大部分处于亏损状态, 炼焦煤价格下滑压力较大, 对业绩的影响将主要体现在 2006 年。
- **现有股价部分反映了股改预期:** 近期西山煤电上涨了 17.46%, 动态市盈率为 9.53 倍, 与国内均值相比有 6.84% 的溢价, 股价部分提前反应了股改预期。股改自然除权将使市盈率降低至 7.56 倍, 与 G 金牛能源 (7.28 倍) 基本相当。西山煤电的市净率为 2.18 倍, 股改除权将使市净率降低为 1.73 倍, 接近煤炭 G 股 (G 郑煤电和 G 金牛) 的市净率均值 1.59 倍。
- **维持中性—A 的投资评级:** 目前股票完全除权价为 5.83 元, 较我们预测的合理估值 6.5-7.5 元的低限有 11.58% 的升值空间, 预计短期内股票有 10% 左右的升幅, 但考虑到股改属于一次性补偿, 以及煤炭行业周期见顶, 我们继续维持前期中性—A 的投资评级。

上证指数: 1207.16

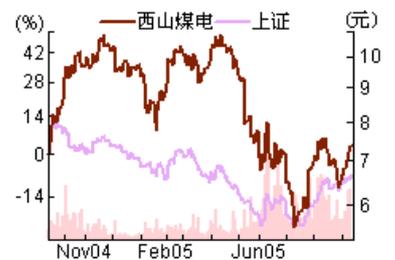
### 股本数据

A 股总股本(万)	121200
流通 A 股(万)	43198.49
流通市值(亿)	31.71

### 股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月 (%)	-7.90	-14.64
6 个月 (%)	-26.60	-18.28
1 年 (%)	-0.63	5.37
52 周波动(元)	5.32-11.4	

### 股价走势



资料来源: 招商证券

### 相关研究

西山煤电调研简报	7/26/2005
西山煤电深度分析报告	8/9/2005
西山煤电中报分析	8/10/2005

### 主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(百万元)	3759.72	5517.40	6670.70	6278.10
同比增长率 (%)	32.00%	46.75%	20.90%	-5.89%
营业利润(百万元)	910.73	1386.29	1148.01	761.72
同比增长率 (%)	113.68%	52.22%	-17.19%	-33.65%
净利润(百万元)	632.44	938.22	781.03	497.56
同比增长率 (%)	111.12%	48.35%	-16.75%	-36.29%
主营利润率 (%)	36.81%	37.68%	28.63%	22.93%
营业利润率 (%)	24.22%	25.13%	17.21%	12.13%
净利润率 (%)	16.82%	17.00%	11.71%	7.93%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.78	0.77	0.64	0.41
每股净资产(元)	4.75	4.19	4.76	5.16
净资产收益率 (%)	16.47%	18.49%	13.53%	7.96%
每股股息(元)	0.13	0.21	0.16	0.09
股息收益率 (%)	1.79%	2.92%	2.12%	1.20%
负债率 (%)	47.77%	47.47%	59.32%	62.86%
P/E(倍)	14.12	9.53	11.47	17.90
P/B(倍)	1.55	1.75	1.54	1.42
EV/EBITDA(倍)	5.96	3.53	3.62	4.24

## 一、股权分置改革内容

### 流通对价为 10 送 2.6 股

9 月 12 日，西山煤电公布了股权分置改革方案，其内容如下：

**对价标准：**非流通股股东向流通股股东每持有的 10 股流通股支付对价股份 2.6 股。

**交易承诺：**全体非流通股获得流通权 12 个月内不上市交易或转让，山西焦煤集团承诺持有的非流通股在 2010 年 12 月 31 日之前不上市交易。

**分红投票权承诺：**从 2006 年起连续三年现金分红比例不低于当年实现可分配利润的 50% 的赞成票投票权。

### 股权分置改革的主要时间安排

**沟通时期：**股票自 2005 年 9 月 12 日起停牌，最晚于 9 月 23 日复牌，并公告非流通股股东和流通股股东协商的股改方案。

**股权登记日：**2005 年 10 月 10 日。

**网络投票时间：**2005 年 10 月 17 日至 2005 年 10 月 21 日。

**股东会议现场会议召开日：**2005 年 10 月 21 日。

**表 1：改革前后股本结构比较**

	股改前		股改后		
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例	
国有法人股	76429.5	63.06%	限售国有法人股	65432.65	53.99%
社会法人股	1570.5	1.30%	限售社会法人股	1335.35	1.10%
流通股	43200	35.64%	无限售流通股	54432	44.91%
合计	121200	100.00%	合计	121200	100.00%

数据来源：公司数据

## 二、投资价值分析

### 既有煤矿产能饱和，增产潜力较小

2005 年公司拥有的四个煤矿的最新核定生产能力为 1280 万吨，公司目前的产量基本上与核定产能一致，四个煤矿的生产能力基本上处于饱和状态。预计 2005 年公司的煤炭产量大致为 1300 万吨。

### 新项目逐渐投产，但效益欠佳

我们在此前的深度报告中详细分析了公司即将投产的项目：由于煤价上涨和财务费用较大，预计古交电厂 05 年和 06 年亏损 0.01 元/股和 0.02 元/股。综合利用电厂也将面临小幅亏损。兴县煤矿项目短期内难以产生效益。由于焦炭行业严重供过于求，收购山西焦化带来的业绩非常有限。

### 炼焦煤价格下滑压力较大

公司煤炭的下游行业——钢铁行业和炼焦行业处于供过于求状态：钢铁价格大幅下降，炼焦行业大部分处于亏损状态，炼焦煤价格下滑压力较大，其对业绩的影响将在 2006 年体现。

### 预计年底或明年初完成收购杜尔坪矿

公司拟收购母公司的杜尔坪矿，其设计产能为 350 万吨，2005 年最新核定产能为 500 万吨。收购的具体进展取决于信达资产管理公司的债转股的谈判情况，公司预计年底基本上能够谈判成功，可能在 2005 年底或 2006 年初完成对杜尔坪矿的收购。

### 兴县煤矿项目短期内难以产生效益

公司于 2003 年收购了山西兴县的斜沟和阳坪两个地方小煤矿，但公司尚没有获得兴县矿区煤炭资源的矿业权。目前兴县矿区的前期辅助工作基本完成，煤矿具备了生产 150—200 万吨的生产能力，由于公路运输费用较高，难以大规模生产。公司设想未来在兴县矿区建设 1500 万吨的大矿，正式投产可能要到 2008 年。

由于斜沟和阳坪矿改扩建及铁路投资金额需求巨大，公司有较强的再融资需求。

### 维持前期盈利预测和估值

虽然近期市场煤炭价格下跌，但并未影响到公司的煤炭销售价格，我们维持前期的盈利预测：2005 年、2006 年和 2007 年公司实现每股收益分别为 0.77 元、0.64 元和 0.41 元，同比增长 48.35%和-16.75%和-36.29%。

维持前期合理估值 6.5-7.5 元。

## 三、现有股价部分反映了股改预期，维持中性投资评级

### 流通对价基本符合市场预期

煤炭行业已有金牛能源（10 送 2.5 股）和郑州煤电（10 送 3.8 股）完成了股改，市场

预期煤炭股票的流通对价大致为 10 送 2-3 股。另外由于目前进行采矿权的货币化改革，公司相当于廉价的获得了非流通股东山西焦煤集团给予的采矿权，市场预期煤炭股票的流通对价不会很高。西山煤电 10 送 2.6 股的对价方案，既考虑了流通股东的贡献，又考虑了非流通股东的采矿权无偿赠与因素（公司计算数 22.9 亿元），是比较理性和符合市场预期的方案。

**表 2：公司采矿权价款及实际支付情况**

煤矿	可采储量 (亿吨)	剩余服务年 限(年)	05 年核定产 能(万吨)	煤种	采矿权单 价(元/吨)	24 年采矿权价 款(万元)	实际支付价款 (万元)
西曲矿	2.9	80	340	焦煤	8.1	66096.00	0
镇城底矿	1.6	74	190	肥煤	8.1	36936.00	0
马兰矿	6.7	94	400	肥煤	8.1	77760.00	0
西铭矿	2.12	46	350	贫瘦煤	6.27	52696.00	2460.61
合计	13.32	/	1280	/	7.60	233488.00	2460.61

数据来源：公司数据

**表 3：流通对价计算及两类股东收益情况**

项目	股改计算数
可采储量(亿吨)	14.3
公司预计年产量(万吨)	1290
剩余有效期(年)	24
采矿权单价(元/吨)	7.4
采矿权价值(亿元)	22.9
04 年末净资产(亿元)	38.39
每股(净资产+采矿权)(元)	5.06
理论支付对价(10 送×股)	2.16
实际支付对价(10 送×股)	2.6
流通股价完全除权价(元)	5.83
<b>流通股东收益率(按完全除权价计算)</b>	<b>0%</b>
<b>非流通股东收益率(按中期净资产计算)</b>	<b>47.97%</b>

数据来源：招商证券研发中心整理

### 现有股价部分反映了股改预期

从市盈率来看，国内 A 股煤炭股的动态市盈率平均为 8.92 倍，煤炭 G 股两公司平均为 8.71 倍（由于 G 郑煤电业绩较差，拉高了 G 股的平均市盈率），美国和香港的煤炭股的动态市盈率为 13.86 倍和 10.13 倍，国内煤炭股的市盈率低于国际水准，主要是受到国内经济周期的影响。近期西山煤电上涨了 17.46%，动态市盈率达 9.53 倍，与国内煤炭股（未股改公司）均值相比有 6.84% 的溢价，部分提前反应了股改预期。10 送 2.6 股的股价自然除权效应将使市盈率降低为 7.56 倍，与股改完成后的金牛能源（7.28 倍）基本相当。

从市净率角度来看，西山煤电的市净率为 2.18 倍，高于国内的均值 2.04 倍（低于美国和香港的 6.57 倍和 2.41 倍的市净率），10 送 2.6 股的股价自然除权效应将使市净率降低为 1.73 倍，稍高于股改完成后煤炭股（郑州煤电和金牛能源）的 1.59 倍市净率平均值。

**表 4: 国内煤炭股票估值比较**

公司名称	总股本(万股)	流通股(万股)	流通股比重	市净率	04年PE	05年PE	06年PE
<b>未股改公司</b>							
西山煤电	121200	43200	35.64%	2.18	14.12	9.53	11.47
神火股份	50000	18200	36.40%	2.66	10.22	6.93	6.80
上海能源	40151	11000	27.40%	2.14	11.27	7.43	9.00
兰化科创	37125	14400	38.79%	2.85	14.34	8.38	8.07
兖州煤业	491840	28800	5.86%	1.98	11.85	9.59	10.98
恒源煤电	18840	6600	35.03%	1.96	11.29	8.48	10.72
国阳新能	48100	15000	31.19%	2.14	14.65	8.87	6.76
煤气化	39519	15000	37.96%	1.66	14.20	10.98	15.32
开滦股份	48800	15000	30.74%	1.69	12.96	10.29	10.29
盘江股份	37130	12000	32.32%	1.18	19.86	20.85	17.38
<b>平均</b>	<b>811505</b>	<b>179200</b>	<b>22.08%</b>	<b>2.04</b>	<b>12.86</b>	<b>8.92</b>	<b>9.30</b>
<b>中值</b>	<b>44125.50</b>	<b>15000.00</b>	<b>/</b>	<b>2.06</b>	<b>13.54</b>	<b>9.20</b>	<b>10.51</b>
<b>股改公司</b>							
G 郑煤电	81000	29808	36.8%	1.58	15.25	13.86	15.25
G 金牛	78319.91	32899.88	42.01%	1.61	10.27	7.28	9.27
<b>股改后平均</b>	<b>79659.96</b>	<b>31353.94</b>	<b>39.36%</b>	<b>1.59</b>	<b>11.58</b>	<b>8.71</b>	<b>10.73</b>

数据来源: 招商证券研发中心整理

**表 5: 美国和香港煤炭股估值比较**

美国煤炭上市公司	2004年市盈率	2005年市盈率(E)	市净率
PeabodyEnergycorporatio (BTU)	37.31	18.13	4.89
CONSOLEnergyInc. (CNX)	37.92	15.1	10.87
YanzhouCoalMiningCo. (YZC)	7.62	7.4	1.8
ArchCoal, Inc. (ACI)	105.04	16.08	3.55
RioTintoPLC (RTP)	17.57	10	3.05
BHPBillitonLtd (BHP)	23.15	10.55	6.76
MasseyEnergyCompany (MEE)	43.35	11.85	4.32
ALPHANATURALRES (ANR)	248.95	11.69	15.25
NaturalResourcePartnersLP (NRP)	21.49	18.79	3.78
AllianceResourcePartnersLP (ARLP)	16.41	12.04	15.13
FoundationCoalHoldingsInc (FCL)	155.94	16.97	5.36
PennVirginiaResourcePartnersLP (PVR)	31.77	17.73	4.05
<b>平均</b>	<b>62.21</b>	<b>13.86</b>	<b>6.57</b>
<b>中值</b>	<b>34.54</b>	<b>13.57</b>	<b>4.61</b>
<b>香港煤炭上市公司</b>			
兖州煤业 (1171)	9.34	7.67	1.81
神华股份 (1088)	16.35	12.42	2.93
<b>平均</b>	<b>12.76</b>	<b>10.13</b>	<b>2.41</b>

数据来源: 招商证券研发中心整理

### 维持前期中性—A 投资评级

目前股票完全除权价为 5.83 元, 较我们预测的公司合理估值 6.5-7.5 元的低限有 11.58% 的升幅, 预计股改可能导致股价短期内有 10% 左右的升幅, 但考虑到股改属于一次性补偿, 以及煤炭行业周期见顶, 我们继续维持前期中性—A 的投资评级。

## 附表：公司财务数据预测

资产负债表				
会计年度:	2003	2004	2005	2006
货币资金	155626.69	179554.29	191084.91	222893.51
短期投资	5000.00	4866.50	4866.50	4866.50
应收票据	36178.61	75521.26	97245.51	123046.37
应收股利	0.00	0.00	3747.93	2829.42
应收帐款	33581.76	27336.80	48428.23	55201.56
预付帐款	25431.66	10068.43	22472.99	26573.42
存货	18729.97	29146.19	39480.61	56071.22
流动资产合计	282644.03	335190.99	418941.39	505569.24
长期投资合计	3000.00	3000.00	29000.00	29000.00
固定资产净额	177256.57	183713.51	480070.58	635312.29
工程物资	12148.02	55707.91	65707.91	75707.91
在建工程	56331.78	186415.99	736.99	217164.99
固定资产合计	245736.38	425837.41	546515.48	928185.18
无形资产	6493.37	6318.81	6002.87	5686.93
资产总计	539510.78	774463.88	1004370.57	1472146.35
短期借款	29292.00	31680.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	601.00	580.06	939.57
预收帐款	20969.34	31460.36	43071.16	60945.12
应交税金	7460.33	12578.73	10872.60	11441.31
流动负债合计	125819.56	173545.28	160725.02	205824.02
长期借款	66340.00	194250.00	314250.00	664250.00
长期负债合计	67060.00	196416.22	316024.03	667524.03
负债合计	192879.56	369961.50	476749.05	873348.04
股本	80800.00	80800.00	121200.00	121200.00
资本公积金	177984.67	183546.76	198711.76	209482.46
股东权益合计	331276.46	383922.62	507372.10	577426.46
负债和股东权益总计	539510.78	774463.88	1004370.57	1472146.35

现金流量表				
会计年度:	2003	2004	2005	2006
经营活动现金流量净额	74745.37	76923.60	93790.27	135439.04
投资活动现金流量净额	-49039.38	-165143.84	-185747.93	-434081.49
筹资活动现金流量净额	27303.95	112147.84	103488.28	330451.05
现金期末余额	155626.69	179554.29	191084.91	222893.51
现金期初余额	102616.75	155626.69	179554.29	191084.91
现金净增加额	53009.94	23927.59	11530.62	31808.59

利润表				
会计年度:	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	284828.46	375972.35	551739.92	667069.75
减: 主营业务成本	186549.34	234257.62	339140.67	470861.24
主营业务税金及附加	1288.08	3313.68	4721.32	5213.48
主营业务利润	96991.03	138401.05	207877.93	190995.03
加: 其他业务利润	1213.34	1875.94	1500.00	1800.00
营业费用	26854.76	18139.95	20766.48	22468.69
管理费用	26327.68	31055.75	39523.55	44025.14
财务费用	2400.29	8.41	10459.34	11500.00
营业利润	42621.65	91072.89	138628.56	114801.21
加: 投资收益	1446.29	-129.21	955.52	2223.08
补贴收入	236.75	204.86	955.52	2223.08
营业外收入	41.80	114.69	100.00	100.00
减: 营业外支出	801.77	1080.15	1100.00	1100.00
利润总额	43544.72	90183.07	139539.60	118247.37
减: 所得税	13588.73	26939.01	46048.07	39021.63
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-330.34	1122.42
净利润	29955.99	63244.07	93821.87	78103.31

盈利能力				
会计年度:	2003	2004	2005	2006
销售毛利率	34.50%	37.69%	38.53%	29.41%
销售净利率	10.52%	16.82%	17.00%	11.71%
净资产收益率	16.47%	18.49%	13.53%	7.96%
流动比率	2.25	1.93	2.61	2.46
速动比率	2.10	1.76	2.36	2.18
资产负债比率	0.36	0.48	0.47	0.59
每股经营现金流	0.93	0.00	0.77	1.12
净利润现金含量	1.18	0.00	1.20	2.72
应收账款周转率	631.75%	1254.09%	1497.81%	1321.05%
存货周转率	909.71%	978.60%	988.36%	985.56%
主营业务收入增长率	32.00%	46.75%	20.90%	-5.89%
净利润增长率	111.12%	48.35%	-16.75%	-36.29%
净资产增长率	9.91%	15.89%	32.15%	13.81%
总资产增长率	19.52%	43.55%	29.69%	46.57%

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归招商证券所有。