

西山煤电 (000983.SZ)

山西国企改革龙头，焦煤盈利有望大幅提升

● 公司概况：炼焦煤产能约 2900 万吨，16 年净利 4.3 亿元

公司是炼焦煤行业龙头，主要煤种是焦煤、肥煤等优质煤种。公司主要煤矿位于山西晋中基地，下辖西曲、镇城底、马兰、西铭、斜沟、生辉等在产矿，产能 2900 万吨。16 年净利润 4.3 亿元，同比增长 208%，折合每股收益 0.14 元。其中 1-4 季度 EPS 分别为 0.02 元、0.02 元、0.03 元和 0.07 元。季度环比稳步提升。

● 煤炭业务：精煤洗出率行业领先，整合矿产能将逐步释放

近年来公司煤炭产量保持稳定，原煤产量稳定在 2800 万吨左右。公司洗精煤产品主要为焦煤，精煤洗出率保持在 46-48% 之间，处于行业领先水平。15 年和 16 年公司煤炭产量分别为 2788 万吨和 2428 万吨，洗精煤产量 1290 万吨和 1116 万吨，精煤洗出率均为 46%。公司未来产能增长主要来源于：
 (1) 整合煤矿：整合后的产能为 540 万吨/年，权益产能 330 万吨，目前仅生辉煤矿（60 万吨，55%）投产；
 (2) 安泽新建矿（700 万吨，60%），目前尚未拿到批文。

● 焦化及电力业务：焦炭盈利有望好转，电力装机继续扩张

焦化产业：公司拥有京唐焦化（420 万吨，50%）和山西煤气化（120 万吨，100%），焦炭权益产能 330 万吨。16 年焦炭产量为 421 万吨，吨焦毛利 89 元。
电力产业：公司拥有发电装机 315 万千瓦。同时，公司古交电厂三期 2×66 万千瓦发电机组项目作为重点工程已顺利开工，武乡二期 2×100 万千瓦项目已经通过环评，正在开展前期工作。16 年发电量 126 亿度

● 公司吨煤净利有望回升至 100 元/吨以上，公司未来受益于国企改革，维持“买入”评级

16 年以来，炼焦煤价格快速提升，其中山西古交 2 号焦煤 15 年和 16 年均价分别为 695 元/吨和 811 元/吨，而目前已上涨至 1470 元/吨。16 年公司吨煤净利约 26 元/吨。按目前煤价公司吨煤净利实际达到 100 元/吨以上，考虑成本增加吨煤净利也有望达到 70 元/吨以上。同时，春节以来，山西省国企改革预期升温，预计公司可能受益于资产整合、混改。预计公司 17 年净利润 20 亿元，相当于 17 年 14.5 倍市盈率，维持“买入”评级。

● 风险提示

国内宏观经济增速低于预期，煤价超预期下跌。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,658.27	19,610.94	25,607.41	25,550.65	26,575.43
增长率(%)	-23.50%	5.11%	30.58%	-0.22%	4.01%
EBITDA(百万元)	3,344.06	3,741.83	6,404.74	6,165.28	6,569.97
净利润(百万元)	141.05	434.08	2,032.47	1,859.33	2,101.10
增长率(%)	-48.37%	207.75%	368.23%	-8.52%	13.00%
EPS(元/股)	0.045	0.138	0.645	0.590	0.667
市盈率(P/E)	135.84	61.42	14.47	15.81	13.99
市净率(P/B)	1.19	1.62	1.67	1.59	1.50
EV/EBITDA	10.06	11.09	7.17	7.57	7.05

数据来源：公司财务报告，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格 9.65 元

前次评级 买入

报告日期 2017-04-05

相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

西山煤电(000983.SZ)：业绩弹性大，受益于山西国企改革 2017-03-21

西山煤电(000983.SZ)：上半年净利 1.1 亿元，焦煤旺季即将来临 2016-08-01

西山煤电(000983.SZ)：专项储备或支撑公司 15 年业绩 2015-04-30

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

概况：炼焦煤产能约 2900 万吨，16 年净利 4.3 亿元

公司是炼焦煤行业龙头，主要煤种是焦煤、肥煤等优质煤种。公司主要煤矿位于山西晋中基地，下辖西曲、镇城底、马兰、西铭、斜沟、生辉等在产矿，产能2900万吨。16年净利润4.3亿元，同比增长208%，折合每股收益0.14元。其中1-4季度EPS分别为0.02元、0.02元、0.03元和0.07元。季度环比稳步提升。

煤炭：精煤洗出率行业领先，整合矿产能将逐步释放

近年来公司煤炭产量保持稳定，原煤产量稳定在2800万吨左右。公司洗精煤产品主要为焦煤，精煤洗出率保持在46-48%之间，处于行业领先水平。15年和16年公司煤炭产量分别为2788万吨和2428万吨，洗精煤产量1290万吨和1116万吨，精煤洗出率均为46%。公司未来产能增长主要来源于：（1）整合煤矿：整合后的产能为540万吨/年，权益产能330万吨，目前仅生辉煤矿（60万吨，55%）投产；（2）安泽新建矿（700万吨，60%），目前尚未拿到批文。

焦化及电力：焦炭盈利好转，电力装机扩张

焦化产业：公司拥有京唐焦化（420万吨，50%）和山西煤气化（120万吨，100%），焦炭权益产能330万吨。16年焦炭产量为421万吨，吨焦毛利89元。

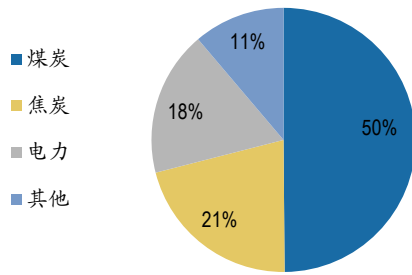
电力产业：公司拥有发电装机315万千瓦。同时，公司古交电厂三期2x66万千瓦发电机组项目作为重点工程已顺利开工，武乡二期 2x100 万千瓦项目已经通过环评，正在开展前期工作。16年发电量126亿度

表 1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	186.6	196.1	42.4	43.4	43.8	66.5	5.1%	51.9%
营业成本	126.2	134.4	30.6	31.3	30.1	42.5	6.5%	41.4%
毛利率	32.4%	31.5%	27.9%	27.9%	31.3%	36.1%	-0.9%	4.7%
管理费用	17.7	17.4	2.8	4.2	4.3	6.1	-1.5%	41.2%
销售费用	21.2	18.9	4.7	2.4	4.7	7.1	-10.7%	51.5%
财务费用	11.0	9.8	2.4	2.7	2.1	2.6	-11.2%	20.8%
期间费用率	26.8%	23.5%	23.5%	21.4%	25.4%	23.7%	-3.2%	-1.7%
营业利润	2.9	7.3	0.8	1.2	1.2	4.1	156.5%	249.6%
净经营现金流	9.4	26.2	5.5	-0.3	5.2	15.9	177.7%	206.3%
销售商品现金/收入	63.0%	62.9%	69.4%	64.4%	81.4%	45.5%	-0.2%	-35.8%
EPS	0.04	0.14	0.02	0.02	0.03	0.07	207.8%	146.6%

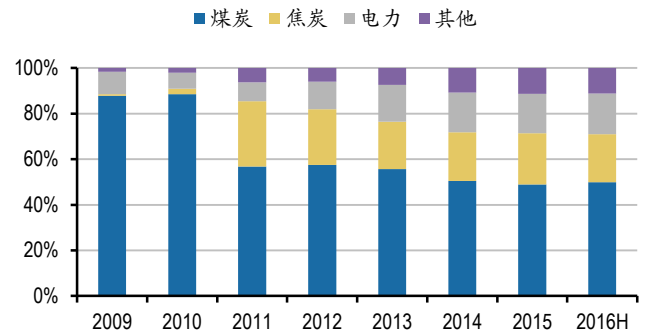
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图1: 2016年上半年煤炭收入占比50%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图2: 公司各业务近年保持平稳发展



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表2: 公司主要产品产量数据概览

项目 (产量)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	同比增长
原煤 (万吨)	2794	2947	2796	2788	2428	-12.91%
洗精煤 (万吨)	1342	1379	1315	1290	1116	-13.49%
电力 (亿度)	124	159	146	118	126	6.78%
供热 (万 GJ)	227	264	387	482	987	104.77%
焦炭 (万吨)	417	446	470	448	421	-6.03%
焦油 (万吨)	12	13	12	11	12	9.09%
煤气 (万立方米)	140735	146079	145463	133234	121990	-8.44%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表3: 公司主要产品销量数据概览

项目 (销量)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	同比增长
商品煤销量万吨	2544	2837	2686	2528	2361	-6.61%
电力 (亿度)	111	145	132	106	113	6.60%
供热 (万 GJ)	227	264	344	442	955	116.06%
焦炭 (万吨)	418	439	463	450	425	-5.56%
焦油 (万吨)	12	13	12	11	11	0.00%
煤气 (万立方米)	140726	146049	145417	133234	121990	-8.44%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表4: 公司吨煤、吨焦数据概览

项目 (产量)	2013A	2014A	2015A	2016A	同比变化	2016H1	2016H2	同比变化
吨煤收入	578.22	463.13	360.82	407.21	12.86%	359.14	431.49	20.14%
吨煤成本	334.26	262.23	162.43	185.33	14.10%	200.34	160.81	-19.73%
吨煤毛利	243.96	200.90	198.40	221.88	11.84%	158.81	270.68	70.44%
吨焦收入	1404.40	1121.44	934.82	1065.69	14.00%	876.81	1268.30	44.65%
吨焦成本	1389.82	1093.52	907.72	976.81	7.61%	828.50	1138.52	37.42%
吨焦毛利	14.58	27.92	27.11	88.88	227.88%	48.31	129.78	168.65%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表 5: 公司重要子公司经营数据概览 (单位: 万元)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2016A 同比变化	2016H1	2016H2	2016H2 环比变化
京唐西山焦化								
净利润	5078	5270	5053	3764	-25.51%	1885	1879	-0.31%
营业利润	5068	5247	5056	4665	-7.73%	2629	2036	-22.58%
晋兴能源								
净利润	97935	19969	17461	39758	127.70%	13702	26055	90.15%
营业利润	131255	27547	22946	47541	107.19%	18029	29512	63.70%
兴能发电								
净利润	4026	10566	8526	-4258	-	-714	-3544	-
营业利润	3278	11045	10237	-7046	-	-216	-6830	-

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

公司吨煤净利有望回升至 100 元/吨以上, 未来受益于国企改革, 维持“买入”评级

16年以来, 炼焦煤价格快速提升, 其中山西古交2号焦煤15年和16年均价分别为695元/吨和811元/吨, 而目前已上涨至1470元/吨。16年公司吨煤净利约26元/吨。按目前煤价公司吨煤净利实际达到100元/吨以上, 考虑成本增加吨煤净利也有望达到70元/吨以上。同时, 春节以来, 山西省国企改革预期升温, 预计公司可能受益于资产整合、混改。预计公司17年净利润20亿元, 相当于17年14.5倍市盈率, 维持“买入”评级。

风险提示

国内宏观经济增速低于预期, 煤价超预期下跌。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	14658	14201	14965	15638	16544
货币资金	3924	3530	1873	1126	1420
应收及预付	7633	7368	9624	10870	11300
存货	2911	3185	3344	3512	3687
其他流动资产	190	118	124	130	137
非流动资产	37573	39681	40998	42216	43427
长期股权投资	1518	1870	1870	1870	1870
固定资产	22514	22753	21662	20517	19314
在建工程	5555	7571	9587	11602	13618
无形资产	4383	4398	4790	5138	5536
其他长期资产	3604	3089	3089	3089	3089
资产总计	52231	53882	55963	57854	59971
流动负债	20834	22069	22849	23668	24528
短期借款	3489	3605	3605	3605	3605
应付及预收	14267	15602	16382	17201	18062
其他流动负债	3078	2862	2862	2862	2862
非流动负债	12412	12432	12432	12432	12432
长期借款	8972	9013	9013	9013	9013
应付债券	2996	2998	2998	2998	2998
其他非流动负债	445	420	420	420	420
负债合计	33246	34501	35281	36100	36960
股本	3151	3151	3151	3151	3151
资本公积	932	932	932	932	932
留存收益	11144	11572	13442	15153	17086
归属母公司股东权	16051	16429	17565	18487	19574
少数股东权益	2934	2953	3117	3268	3437
负债和股东权益	52231	53882	55963	57854	59971

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	944	2622	1749	2614	3737
净利润	211	451	2197	2010	2271
折旧摊销	1890	1921	2465	2477	2490
营运资金变动	-2333	-1044	-3641	-2601	-1751
其它	1177	1295	728	728	728
投资活动现金流	-2368	-2409	-2424	-2393	-2455
资本支出	-2267	-2600	-2516	-2485	-2547
投资变动	49	16	92	92	92
其他	-150	174	0	0	0
筹资活动现金流	2188	-1574	-982	-969	-988
银行借款	6487	7987	0	0	0
债券融资	-4487	-7944	0	0	0
股权融资	5	0	0	0	0
其他	182	-1617	-982	-969	-988
现金净增加额	764	-1360	-1657	-747	294
期初现金余额	3053	3924	3530	1873	1126
期末现金余额	3817	2564	1873	1126	1420

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-23.5	5.1	30.6	-0.2	4.0
营业利润增长	-35.3	156.5	299.3	-8.5	13.0
归属母公司净利润增长	-48.4	207.8	368.2	-8.5	13.0
获利能力(%)					
毛利率	32.4	31.5	37.6	36.6	37.5
净利率	1.1	2.3	8.6	7.9	8.5
ROE	0.9	2.6	11.6	10.1	10.7
ROIC	3.1	3.6	8.4	7.5	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.7	64.0	63.0	62.4	61.6
净负债比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
流动比率	0.70	0.64	0.65	0.66	0.67
速动比率	0.54	0.48	0.49	0.49	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.47	0.45	0.45
应收账款周转率	4.20	4.50	4.50	4.50	4.50
存货周转率	4.69	4.41	4.41	4.41	4.41
每股指标(元)					
每股收益	0.04	0.14	0.64	0.59	0.67
每股经营现金流	0.30	0.83	0.56	0.83	1.19
每股净资产	5.09	5.21	5.57	5.87	6.21
估值比率					
P/E	135.8	61.4	14.5	15.8	14.0
P/B	1.2	1.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.1	11.1	7.2	7.6	7.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18658	19611	25607	25551	26575
营业成本	12621	13443	15991	16199	16604
营业税金及附加	693	711	929	927	964
销售费用	2121	1894	2474	2468	2567
管理费用	1769	1742	2274	2269	2360
财务费用	1103	979	1103	1101	1145
资产减值损失	87	200	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	92	92	92	92
营业利润	286	734	2929	2680	3028
营业外收入	63	142	0	0	0
营业外支出	38	172	0	0	0
利润总额	311	703	2929	2680	3028
所得税	100	252	732	670	757
净利润	211	451	2197	2010	2271
少数股东损益	70	17	164	150	170
归属母公司净利润	141	434	2032	1859	2101
EBITDA	3344	3742	6405	6165	6570
EPS(元)	0.04	0.14	0.64	0.59	0.67

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛: 首席分析师, 对外经济贸易大学金融学硕士, 2015 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 安鹏: 首席分析师, 上海交通大学金融学硕士, 2015 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 姚遥: 研究助理, 美国普林斯顿大学工学博士, 2015 年进入广发证券发展研究中心, 2015 年煤炭行业新财富第一名(团队), 水晶球第一名(团队), 金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。