



西山煤电 17 年 1 季度归属 母公司净利润同比增长 856%，业绩靓丽，费用控 制较好，利润率大幅攀升

西山煤电(000983.CH/人民币 9.05, 买入)业绩靓丽，费用控制较好，利润率大幅攀升，焦煤龙头，山西国改受益标的。

西山煤电 1 季度实现归属母公司净利润 4.65 亿元，同比增长 856%，每股收益 0.15 元，位于业绩预告的高限，业绩表现靓丽。报告期营业收入同比增长 63%至 69 亿元，主要由于煤炭价格的大幅攀升，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格 1 季度均价同比大幅增长 66%至 617 元。山西古交 2 号焦煤坑口价 1 季度均价更是同比攀升 153%至 877 元。公司 1 季度毛利润同比增长 112%至 25 亿元。毛利率由 28%增至 36%，经营利润率由 2%大幅增长至 11%，净利润率由 1.1%增至 6.7%。如此高的利润率水平达到了 2012 年各季度平均利润率水平，比较超预期，而那时秦皇岛 5,500 大卡煤炭均价 703 元（但成本较高）。费用控制较好是利润率较高的另一个主要原因。去年 1 季度秦皇岛煤价只有 371 元，全行业亏损。然而今年 1 季度期间费用率仍然同比下降 2 个百分点至 21%，销售费用上升 64%，管理费用上升 41%（主要是本期修理费及职工薪酬同比增加所致），财务费用上升 9.5%。关注费用控制的持续性。每股经营活动现金流由去年同期 0.18 元下降至 0.12 元。加权平均净资产收益率由 0.3%升至 2.8%。

相关研究报告

《西山煤电——行业标杆，受益于国改》2017.3.23

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源：煤炭

唐倩

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120036
(8610) 6622 9077
qian.tang@bocichina.com

17 年第 1 季度净利润环比增长 101%至 4.65 亿元，期间费用率下降，利润率稳步上升。

环比增长方面：17 年第 1 季度实现归属母公司净利润 4.65 亿元，环比增长 101%，每股收益 0.15 元。营业收入为 69 亿元，环比增长 4%。利润总额环比增长 111%至 7.8 亿元，期间费用率环比下降 3 个百分点至 21%。毛利率维持 36%，经营利润率上升 5 个百分点至 11%。净利润率由 3.5%增加至 6.7%，利润率稳步上升。

公司是供给侧改革的明显受益者，尽管 1 季度煤炭销量可能下滑，但是由价格大幅上升带来的业绩攀升表现抢眼。此外，1 季度成本费用控制的较好，利润率环比同比均提升明显，达到了黄金十年中 2012 年的水平，关注费用控制的持续性。公司是焦煤的龙头，股价弹性好，短、中、长期看焦煤的基本面仍好于动力煤，此外公司是山西国企改革的重要受益者，有一定题材性。在盈利预测比较保守下（17 年每股收益 0.43 元），17 年市盈率 22 倍，并不算贵。我们维持目标价 12.00 元，维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	18,658	19,611	23,562	24,569	25,983
变动(%)	(23.5)	5.1	20.1	4.3	5.8
净利润(人民币 百万)	141	434	1,329	1,075	1,188
全面摊薄每股收益(人民币)	0.04	0.14	0.42	0.34	0.38
变动(%)	(48.4)	207.7	206.1	(19.1)	10.5
全面摊薄市盈率(倍)	208.4	67.7	22.1	27.4	24.8
每股现金流量(人民币)	0.28	0.77	1.08	0.91	1.02
价格/每股现金流量(倍)	33.7	12.1	8.6	10.2	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.9	25.5	14.1	15.7	14.6
每股股息(人民币)	0.00	0.01	0.06	0.05	0.06
股息率(%)	0.0	0.1	0.7	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 2. 17年一季报业绩摘要(同比)

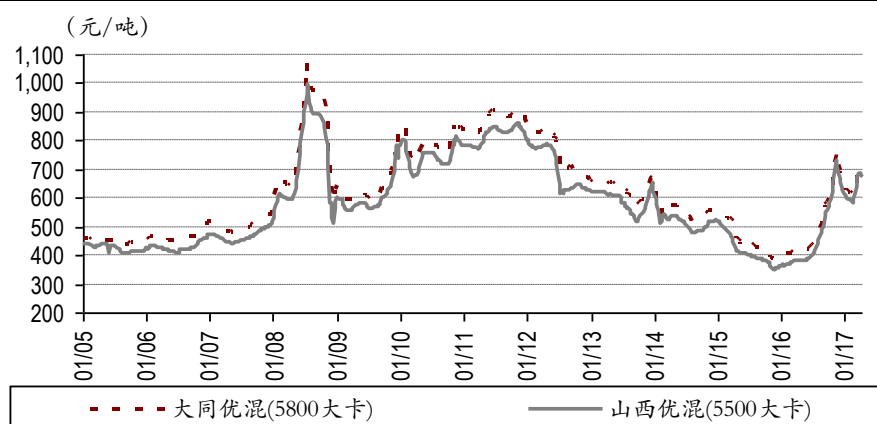
(人民币, 百万)	2016年1季度	2017年1季度	同比变动(%)
营业收入	4,241	6,913	63
营业成本	3,055	4,403	44
毛利润	1,185	2,510	112
营业税金及附加	124	287	132
销售费用	471	774	64
管理费用	283	398	41
财务费用	242	265	9.5
资产减值损失	0	0	---
投资净收益	17	0	---
营业利润	83	786	846
营业外收入	3	2	(36)
营业外支出	1	11	1,220
税前利润	85	777	812
所得税	22	239	989
少数股东损益	15	73	400
归属于母公司所有净利润	49	465	856
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.02	0.15	856
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.18	0.12	(31)
毛利率(%)	28	36	
经营利润率(%)	2.0	11.4	
净利润率(%)	1.1	6.7	
应收账款	4,257	5,081	19
期间费用率(%)	23	21	
净资产收益率-加权(%)	0.3	2.8	
有效税率(%)	26	31	

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 3. 17 年一季度业绩摘要 (环比)

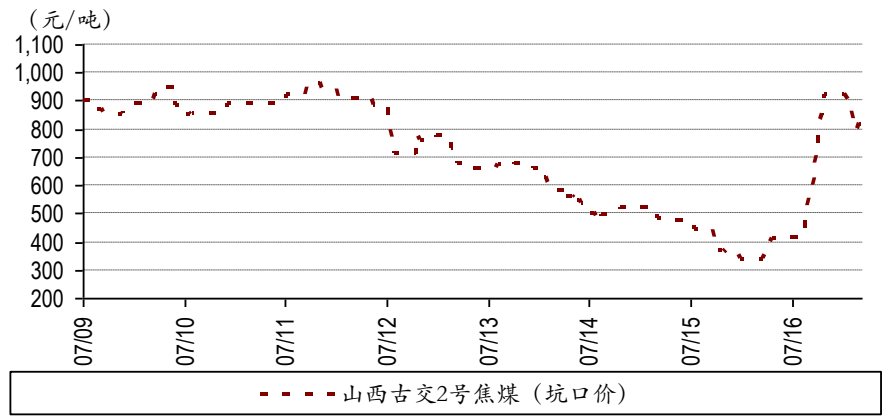
(人民币, 百万)	2016 年 4 季度	2017 年 1 季度	环比变动 (%)
营业收入	6,650	6,913	4.0
营业成本	4,251	4,403	3.6
毛利润	2,398	2,510	4.7
营业税金及附加	273	287	5.0
销售费用	710	774	9.0
管理费用	610	398	(35)
财务费用	257	265	3.4
资产减值损失	180	0	--
投资净收益	46	0	--
营业利润	414	786	90
营业外收入	108	2	(98)
营业外支出	153	11	(93)
税前利润	368	777	111
所得税	151	239	58
少数股东损益	(14)	73	609
归属于母公司所有净利润	231	465	101
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.07	0.15	101
毛利率 (%)	36	36	
经营利润率 (%)	6.2	11.4	
净利润率 (%)	3.5	6.7	
期间费用率 (%)	24	21	
有效税率 (%)	41	31	

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 4. 秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格


资料来源: 万得资讯

图表 5. 山西古交 2 号焦煤价格 (坑口价)



资料来源: 万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道1045号
7 Bryant Park 15楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371