

强烈推荐-A (维持)

西山煤电 000983.SZ

当前股价: 10.79 元

2017年08月01日

中报业绩大幅改善, 焦煤旗舰翘首以待

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 上证综指 | 3273 |
| 总股本(万股) | 315120 |
| 已上市流通股(万股) | 315120 |
| 总市值(亿元) | 340 |
| 流通市值(亿元) | 340 |
| 每股净资产(MRQ) | 5.6 |
| ROE(TTM) | 2.4 |
| 资产负债率 | 63.7% |
| 主要股东 | 山西焦煤集团有限责任公司 |
| 主要股东持股比例 | 54.4% |

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 22 | 24 | 18 |
| 相对表现 | 21 | 14 | 1 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《西山煤电(000983)一中报9亿符合预期, 焦煤旗舰扬帆远航》2017-07-15
- 2、《西山煤电(000983)一山西国改背水一战, 焦煤旗舰呼之欲出》2017-06-10
- 3、《西山煤电(000983)一业绩大幅改善, 国改预期强烈》2017-04-13

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

研究助理

王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

事件: 公司发布2017年半年报, 报告期内公司实现营业收入136.3亿元, 同比增加58.8%; 实现归母净利9.2亿元, 对应EPS为0.29元/股, 同比大增739.3%。公司将业绩大幅提升归因于煤炭去产能减产系列政策, 煤价回升明显。

点评: 中报业绩大幅改善, 符合预期。受益限制进口和联合限产, 焦煤价格淡季企稳, 旺季价格有望上行, 半年业绩可乐观年化; 国改仍在全力推进之中, 公司希冀打造全球焦煤旗舰, 资产注入预期强烈, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **煤炭: 受益供改煤价回升, 业绩大幅增长。**2017上半年原煤产量1304万吨, 同比增加9.4%; 煤炭销量1149万吨, 同比下降11.8%。综合售价657元/吨, 同比大增61.4%; 测算生产成本244元/吨, 反弹33.3%; 吨煤净利100元, 增加93元/吨; 测算煤炭板块实现归母净利10.1亿元, 同比大增1100%以上。后续天气转凉后迎来开工旺季, 焦煤价格有望重新上行, 煤炭板块业绩可乐观年化。未来煤炭供需偏紧情况仍将持续, 煤价大概率处于高位震荡态势, 预计2017-19年煤炭板块可实现归母净利18.4、18.7、19.1亿元。
- **电力: 煤价上涨, 电厂盈利难言乐观。**2017上半年发电量60亿度, 下降3.2%; 售电量54亿度, 下降1.8%; 测算上网电价0.2859元/度, 度电亏损0.0471元/度。自下半年起, 山西省将上网电价上调为0.3320元/度, 对于公司电力板块而言将大幅减亏, 测算未来三年归母净利-1.9、-0.1、-0.1亿元。
- **焦化: 焦炭业务预计盈亏平衡。**2017上半年公司焦炭产销量分别为206、209万吨, 微降约1%; 预计未来三年焦炭产销量维持在420万吨水平, 焦炭价格虽明显提涨, 但焦煤价格持续高位运行, 预计焦化板块将实现盈亏平衡。
- **盈利预测与投资评级:** 假定未来三年秦皇岛港Q5500均价维持在600/吨, 京唐港主焦煤均价为1400元/吨, 预计未来三年EPS分别为0.55、0.61、0.62元/股, 同比增长298%、12%、1%; 山西国企改革加速推进, 焦煤集团近亿吨优质煤炭资产有望注入上市公司, 打造全球焦煤龙头可期, 预期业绩提升明显, 维持“强烈推荐-A”评级。目前煤炭股短调基本结束, 将随之展开第二重投资机会, 公司作为焦煤龙头和国改重点标的, 建议持续关注。
- **风险提示:** 煤价上涨引发政府逆向调控过度; 国改进程低于预期

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 18658 | 19611 | 24965 | 25489 | 25820 |
| 同比增长 | -24% | 5% | 27% | 2% | 1% |
| 营业利润(百万元) | 286 | 734 | 2520 | 2820 | 2850 |
| 同比增长 | -35% | 156% | 244% | 12% | 1% |
| 净利润(百万元) | 141 | 434 | 1727 | 1928 | 1948 |
| 同比增长 | -48% | 208% | 298% | 12% | 1% |
| 每股收益(元) | 0.04 | 0.14 | 0.55 | 0.61 | 0.62 |
| PE | 241.1 | 78.3 | 19.7 | 17.6 | 17.5 |
| PB | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |

资料来源: 公司数据、招商证券

► 煤炭：受益供改煤价回升，业绩大幅增长

2017 上半年公司原煤产量 1304 万吨，同比增加 9.4%，主要原因是 276 限产政策的放开和整合矿的逐渐投产；其中洗精煤产量 533 万吨，同比下降 5.7%，精煤占比 41%，相较过去几年有小幅下滑。实现煤炭销量 1149 万吨，同比下降 11.8%，其中精煤销量 505 万吨，同比下滑 19.3%。

公司公布 2017 上半年年商品煤综合售价 657 元/吨，同比增加 61.4%；按销量测算的生产成本 244 元/吨，反弹 33.3%，推测是由职工薪酬上调所致；完全成本 523 元/吨，大幅增加 63.3%，主要是由资源税金、到港运费等项目大幅增加所致；吨煤净利 100 元，较去年同期大幅增加 93 元/吨；测算煤炭板块实现净利 11.5 亿，大幅增加 1138.6%。

短期公司无大型矿井投产或退出，随着 276 天限产政策放开，公司原煤产量会有所恢复，未来产量增加主要来自整合矿的投产，预计原煤产量中枢稳定在 2700 万吨，精煤产量中枢稳定在 1200 万吨附近。

展望未来三年：预计煤炭板块原煤分别为 2597、2700、2800 万吨，同比增加 7.0%、4.0%、3.7%；商品煤销量分别为 2365、2400、2450 万吨，同比增加 0.2%、1.5%、2.1%。上半年公司综合售价 657 元/吨，对应秦港 Q5500 均价 612 元/吨和京唐港主焦煤均价 1552 元/吨的高位。预测未来三年煤价大概率处于高位震荡的态势，假定全年秦皇岛 Q5500 均价为 600/吨，京唐港主焦煤均价在 1400 元/吨，测算公司综合煤价将维持在 639 元/吨，生产成本达到 241 元/吨，完全成本 521 元/吨，吨煤可实现净利 88 元/吨，煤炭板块净利 21 亿元左右，按照 88%的权益占比计算，可实现归母净利约 19 亿元。

表 1：煤矿明细

| 单位 (万吨) | 煤种 | 权益占比 | 资源储 | 可采储量 | 核定产能 | 权益产能 | 状态 |
|----------|--------|------|--------|--------|------|------|---------|
| 西曲矿 | 焦煤 | 100% | 29000 | 20300 | 400 | 400 | 在产 |
| 镇城底矿 | 肥煤 | 100% | 16000 | 11200 | 190 | 190 | 在产 |
| 马兰矿 | 肥煤 | 100% | 67000 | 46900 | 390 | 390 | 在产 |
| 西铭矿 | 瘦煤 | 100% | 32500 | 22750 | 360 | 360 | 在产 |
| 斜沟矿 | 气煤 | 80% | 224500 | 135700 | 1500 | 1200 | 在产 |
| 本部小计 | | | 369000 | 236850 | 2840 | 2540 | |
| 整合矿 | | | | | | | |
| 临汾西山生辉煤业 | 瘦煤 | 55% | 7200 | 5007 | 90 | 50 | 在产 |
| 古交西山义城煤业 | 肥煤 | 51% | 2000 | 1401 | 60 | 31 | 待验收 |
| 古县西山登福康煤 | 焦煤 | 90% | 753 | 527 | 60 | 54 | 2017 投产 |
| 古县西山鸿兴煤业 | 焦煤 | 100% | 1644 | 1174 | 60 | 60 | 2017 投产 |
| 古县西山圪堆煤业 | 焦煤 | 51% | 4300 | 2994 | 60 | 31 | 停建 |
| 洪洞西山光道煤业 | 1/3 焦煤 | 51% | 11257 | 8443 | 120 | 61 | 未注册 |
| 整合矿小计 | | | 27154 | 19546 | 450 | 286 | |
| 拟建矿 | | | | | | | |
| 西山永鑫煤业唐城 | 主焦煤 | 60% | 10000 | 7500 | 200 | 120 | 未开工 |
| 西山永鑫煤业冀氏 | 贫瘦煤 | 60% | 30000 | 22500 | 500 | 300 | 未开工 |
| 小计 | | 60% | 40000 | 30000 | 700 | 420 | |
| 合计-在产产能 | | 88% | 376200 | 241857 | 2930 | 2590 | |
| 合计-总产能 | | 81% | 436154 | 286396 | 3990 | 3246 | |

资料来源：wind、招商证券

表 2: 原煤产量预测

| 单位 (万吨) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 西曲矿 | 360 | 360 | 370 | 370 |
| 镇城底矿 | 160 | 160 | 170 | 170 |
| 马兰矿 | 360 | 360 | 365 | 365 |
| 西铭矿 | 300 | 300 | 320 | 320 |
| 斜沟矿 | 1188 | 1237 | 1235 | 1335 |
| 临汾西山生辉煤业 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 古交西山义城煤业 | 0 | 60 | 60 | 60 |
| 古县西山登福康煤业 | 0 | 30 | 60 | 60 |
| 古县西山鸿兴煤业 | 0 | 30 | 60 | 60 |
| 古县西山圪堆煤业 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 洪洞西山光道煤业 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 原煤产量小计 | 2428 | 2597 | 2700 | 2800 |
| 产量增速 | -13.1% | 7.0% | 4.0% | 3.7% |
| 商品煤销量 | 2361 | 2365 | 2400 | 2450 |
| 销量增速 | -6.6% | 0.2 | 1.5% | 2.1% |
| 权益占比 | 89% | 88% | 89% | 88% |

资料来源: wind、招商证券

表 3: 成本测算及预测

| 单位: 元/吨 | 2014H | 2014 | 2015H | 2015 | 2016H | 2016 | 2017H | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| 原材料 | 54 | 34 | 34 | 25 | 24 | 25 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 燃料及动力 | 17 | 16 | 16 | 15 | 14 | 14 | 15 | 16 | 16 | 16 |
| 职工薪酬 | 90 | 72 | 60 | 45 | 48 | 45 | 56 | 60 | 60 | 60 |
| 折旧摊销 | 53 | 47 | 35 | 30 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 维简及安全费用 | 32 | 31 | 34 | 32 | 28 | 32 | 29 | 40 | 40 | 40 |
| 其他 | 42 | 63 | 26 | 15 | 42 | 34 | 79 | 60 | 60 | 60 |
| 生产成本 | 288 | 262 | 205 | 162 | 191 | 185 | 244 | 241 | 241 | 241 |
| 三费及附加 | 178 | 189 | 171 | 189 | 142 | 200 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| 完全成本 | 466 | 451 | 376 | 352 | 333 | 385 | 523 | 521 | 521 | 521 |

资料来源: wind、招商证券

表 4: 煤炭板块盈利预测

| 单位: 万吨、元/吨 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 产量 | 2796 | 2788 | 2428 | 2597 | 2700 | 2800 |
| 销量 | 2686 | 2528 | 2361 | 2365 | 2400 | 2450 |
| 综合售价 | 459 | 361 | 407 | 639 | 639 | 639 |
| 生产成本 | 262 | 162 | 185 | 241 | 241 | 241 |
| 吨煤毛利 | 197 | 198 | 222 | 398 | 398 | 398 |
| 毛利率 | 43% | 55% | 54% | 62% | 62% | 62% |
| 完全成本 | 451 | 352 | 385 | 521 | 521 | 521 |
| 吨煤利润 | 8 | 9 | 22 | 118 | 118 | 118 |
| 吨煤净利 | 6 | 7 | 17 | 88 | 89 | 89 |
| 净利率 | 1% | 2% | 4% | 14% | 14% | 14% |
| 权益占比 | 88% | 88% | 88% | 88% | 88% | 88% |
| 煤炭权益利润 (亿元) | 1.4 | 1.5 | 3.5 | 18.4 | 18.7 | 19.1 |

资料来源: wind、招商证券

表 5: 煤炭板块盈利弹性测算

| 单位: 元/吨 | 弹性测算 | | | |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 秦港 Q5500 | 550 | 570 | 600 | 630 |
| 京唐港主焦煤 | 1200 | 1300 | 1400 | 1400 |
| 综合售价 | 560 | 598 | 639 | 650 |
| 完全成本 | 521 | 521 | 521 | 521 |
| 吨煤利润 | 39 | 77 | 118 | 129 |
| 所得税 | 10 | 19 | 29 | 32 |
| 吨煤净利 | 30 | 58 | 88 | 96 |
| 销量 (万吨) | 2365 | 2365 | 2365 | 2365 |
| 煤炭净利 (万元) | 69779 | 136274 | 209090 | 228055 |
| 权益占比 | 88% | 88% | 88% | 88% |
| 煤炭权益净利 (万元) | 61406 | 119921 | 183999 | 200688 |

资料来源: wind、招商证券

➤ 电力: 煤价上涨, 电厂盈利难言乐观

公司目前控股在役火电装机 315 万千瓦, 其中权益装机 238 万千瓦, 权益占比 76%, 在建装机 332 万千瓦, 合计控股装机 647 万千瓦。2017 上半年公司发电和售电量分别为 60 和 54 亿度, 同比下降 3.2% 和 1.8%, 产销率维持在 90%。测算上网电价 0.2859 元/度, 完全成本 0.3330 元/度, 度电亏损 0.0471 元/度。由于煤价高涨电厂成本居高不下, 各省发改委已发文自下半年开始上网电价 0.14 分~2.8 分不等, 山西省已将上网电价上调为 0.3320 元/度, 对于公司电力板块而言将大幅减亏。

展望未来三年, 预计发电量维持在 120 亿度左右, 售电量维持在 108 亿度左右, 电价预计分别为 0.3089、0.3320、0.3320 元/度, 完全成本维持在 0.3330 元/度, 度电净亏分别为 0.0241、0.0010、0.0010 元, 电力板块归母净利润分别为 -1.9、-0.1、-0.1 亿元。

表 6: 电力装机明细

| 单位: 万千瓦 | 权益占比 | 装机容量 | 权益装机 |
|-----------|------|-----------|------|
| 兴能发电 | 58% | 2*60、2*30 | 104 |
| 西山热电煤矸石电厂 | 91% | 3*5 | 14 |
| 武乡和信电厂 | 100% | 2*60 | 120 |
| 在产小计 | 76% | 315 | 238 |
| 在建-古交电厂三期 | 58% | 2*66 | 77 |
| 拟建-武乡电厂二期 | 100% | 2*100 | 200 |
| 在建小计 | 83% | 332 | 277 |
| 总计 | 80% | 647 | 515 |

资料来源: wind、招商证券

表 7: 电力板块盈利测算

| 单位: 亿度 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 发电量 | 146 | 118 | 126 | 120 | 120 | 120 |
| 售电量 | 132 | 106 | 113 | 108 | 108 | 108 |
| 产销率 | 90% | 90% | 89% | 90% | 90% | 90% |
| 电力收入 (亿元) | 42 | 32 | 29 | 33 | 36 | 36 |
| 综合电价 (元/度) | 0.318 | 0.299 | 0.255 | 0.3089 | 0.332 | 0.332 |
| 完全成本 (元/度) | 0.295 | 0.281 | 0.259 | 0.333 | 0.333 | 0.333 |

| 单位: 亿度 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 度电利润 (元/度) | 0.023 | 0.019 | -0.004 | -0.0241 | -0.001 | -0.001 |
| 度电净利 (元/度) | 0.018 | 0.014 | -0.004 | -0.0241 | -0.001 | -0.001 |
| 电热板块净利 (亿元) | 2.3 | 1.5 | -0.4 | -2.6 | -0.1 | -0.1 |
| 权益占比 | 76% | 76% | 76% | 76% | 76% | 76% |
| 权益净利 | 1.76 | 1.14 | -0.32 | -1.93 | -0.08 | -0.08 |

资料来源: wind、招商证券

➤ 焦化: 焦炭业务预计盈亏平衡

2017 上半年公司焦炭产量 206 万吨, 销量 209 万吨, 同比小幅下降 1% 左右; 本部的西山煤气化预计微亏, 与首钢合作的京唐焦化盈利不到 2000 万元, 与去年同期基本持平。

展望未来三年, 预计焦炭产销量维持在 420 万吨水平, 焦炭价格虽明显提涨, 但焦煤持续高位运行, 焦化厂盈利较为困难, 预计基本实现盈亏平衡。

表 8: 焦炭生产线

| 单位: 万吨 | 权益占比 | 产能 | 权益产能 | 备注 |
|---------|------|-----|------|-----|
| 京唐西山焦化 | 50% | 420 | 210 | 曹妃甸 |
| 西山煤气化公司 | 100% | 120 | 120 | 本部 |
| 山西焦化 | 12% | 360 | 41 | 参股 |
| 小计 | 41% | 900 | 371 | |

资料来源: wind、招商证券

表 9: 焦炭盈利测算

| 单位: 万吨、 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 焦炭产量 | 470 | 448 | 421 | 420 | 420 | 420 |
| 焦炭销量 | 463 | 450 | 425 | 420 | 420 | 420 |
| 吨焦净损益 | -26 | -29 | -15 | 3 | 3 | 3 |
| 焦化损益 | -11976 | -13012 | -6427 | 1260 | 1260 | 1260 |

资料来源: wind、招商证券

➤ 国改: 打造全球焦煤旗舰企业, 集团资产注入可期

山西国改自今年 2 月起便备受关注, 焦煤集团继汾酒之后成为此次国改排头兵。王一新副省长更是提出“要切实用好西山股份公司这个上市平台, 通过上市公司解决企业的体制机制问题, 同时充分发挥好市场化融资功能, 通过一段时期的努力, 切实把这个平台打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大”。

目前全世界体量最大的焦煤上市公司是澳洲的必和必拓, 去年连焦精煤产量约为 4000 万吨左右, 目前西山煤电炼焦精煤产量仅 1200 万吨左右, 焦煤集团去年炼焦精煤产量是 4312 万吨。若要将公司打造为全世界焦煤龙头, 则意味着集团的焦煤矿井几乎都要注入上市公司。

目前集团层面具备注入可能性的矿井产能 8208 万吨, 可实现商品煤产销量 6500 万吨, 假定盈利能力和上市公司一致, 则 2017 年可实现约 58 亿的净利。

表 10: 资产注入对 EPS 影响测算

| 单位: 万吨、万元 | 西山煤电 | 注入矿井 | 合计 |
|-----------|------|------|-------|
| 原煤产能 | 2930 | 8208 | 11138 |
| 产能利用率 | 89% | 89% | 0.9 |

| 单位: 万吨、万元 | 西山煤电 | 注入矿井 | 合计 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 原煤产量 | 2597 | 7272 | 9869 |
| 洗选损耗 | 10% | 10% | 10% |
| 商品煤产量 | 2365 | 6545 | 8910 |
| 商品煤销量 | 2365 | 6545 | 8910 |
| 吨煤净利 | 88 | 88 | 88 |
| 煤炭净利 | 208120 | 575960 | 784080 |
| 权益净利 | 183146 | 575960 | 759106 |
| 对应股本 | 31.5 | 34.0 | 65.5 |
| EPS | 0.58 | 1.69 | 1.16 |

资料来源: wind、招商证券

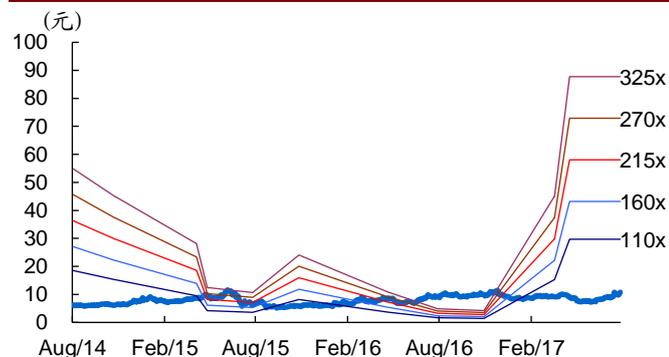
➤ **盈利预测与投资评级: 盈利大幅改善, 资产注入预期强烈, 维持“强烈推荐-A”**

假定未来三年秦皇岛港 Q5500 均价在 600/吨, 京唐港主焦煤均价在 1400 元/吨, 预计可实现归母净利润 17.2、19.3、19.5 亿元, 对应 EPS 分别为 0.55、0.61、0.62 元/股, 同比增长 298%、12%、1%。山西国企改革加速推进, 焦煤集团将继山西汾酒之后第二家推出国改方案, 焦煤集团近亿吨优质煤炭资产有望注入上市公司, 公司打造全球焦煤龙头可期, 预期业绩提升明显, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

目前煤炭股短期调整基本结束, 我们预计将随之展开第二重投资机会, 公司作为焦煤龙头和国改重点标的, 建议积极关注。

➤ **风险提示: 煤价上涨引发政府逆向调控过度; 国改进程低于预期**

图 1: 西山煤电历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 西山煤电历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 14658 | 14201 | 15131 | 15860 | 17745 |
| 现金 | 3924 | 3530 | 1879 | 2389 | 4106 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 1909 | 1895 | 2413 | 2463 | 2495 |
| 应收款项 | 4337 | 4384 | 5580 | 5698 | 5772 |
| 其它应收款 | 845 | 731 | 930 | 950 | 962 |
| 存货 | 2911 | 3185 | 3756 | 3781 | 3824 |
| 其他 | 732 | 477 | 573 | 579 | 586 |
| 非流动资产 | 37573 | 39681 | 39519 | 39376 | 39251 |
| 长期股权投资 | 1518 | 1870 | 1870 | 1870 | 1870 |
| 固定资产 | 22511 | 22753 | 22886 | 23008 | 23121 |
| 无形资产 | 2796 | 2890 | 2601 | 2341 | 2107 |
| 其他 | 10748 | 12168 | 12162 | 12157 | 12153 |
| 资产总计 | 52231 | 53882 | 54650 | 55236 | 56996 |
| 流动负债 | 20834 | 22069 | 20913 | 19855 | 20010 |
| 短期借款 | 3489 | 3605 | 3146 | 2000 | 2000 |
| 应付账款 | 7822 | 8222 | 9695 | 9759 | 9870 |
| 预收账款 | 384 | 577 | 680 | 684 | 692 |
| 其他 | 9139 | 9666 | 7392 | 7413 | 7449 |
| 长期负债 | 12412 | 12432 | 12432 | 12432 | 12432 |
| 长期借款 | 8972 | 9013 | 9013 | 9013 | 9013 |
| 其他 | 3440 | 3419 | 3419 | 3419 | 3419 |
| 负债合计 | 33246 | 34501 | 33345 | 32287 | 32442 |
| 股本 | 3151 | 3151 | 3151 | 3151 | 3151 |
| 资本公积金 | 932 | 932 | 932 | 932 | 932 |
| 留存收益 | 11968 | 12345 | 14060 | 15470 | 16839 |
| 少数股东权益 | 2934 | 2953 | 3162 | 3395 | 3631 |
| 归属于母公司所 | 16051 | 16429 | 18143 | 19553 | 20923 |
| 负债及权益合计 | 52231 | 53882 | 54650 | 55236 | 56996 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|------------|---------------|---------------|------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 944 | 2622 | 4323 | 4927 | 5048 |
| 净利润 | 141 | 434 | 1727 | 1928 | 1948 |
| 折旧摊销 | 1890 | 1921 | 2115 | 2095 | 2078 |
| 财务费用 | 1091 | 982 | 900 | 900 | 900 |
| 投资收益 | (22) | (92) | (100) | (100) | (100) |
| 营运资金变动 | (2410) | (533) | (528) | (130) | (14) |
| 其它 | 254 | (89) | 209 | 233 | 236 |
| 投资活动现金流 | (2368) | (2409) | (1953) | (1953) | (1953) |
| 资本支出 | (2267) | (2601) | (1953) | (1953) | (1953) |
| 其他投资 | (101) | 192 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 2188 | (1574) | (4022) | (2464) | (1378) |
| 借款变动 | 3670 | (665) | (3209) | (1146) | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (378) | 0 | (13) | (518) | (578) |
| 其他 | (1104) | (908) | (800) | (800) | (800) |
| 现金净增加额 | 764 | (1360) | (1651) | 511 | 1717 |

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 18658 | 19611 | 24965 | 25489 | 25820 |
| 营业成本 | 12621 | 13443 | 15853 | 15956 | 16138 |
| 营业税金及附加 | 693 | 711 | 1223 | 1249 | 1281 |
| 营业费用 | 2121 | 1894 | 2646 | 2702 | 2758 |
| 管理费用 | 1769 | 1742 | 1872 | 1912 | 1944 |
| 财务费用 | 1103 | 979 | 900 | 900 | 900 |
| 资产减值损失 | 87 | 200 | 50 | 50 | 50 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 22 | 92 | 100 | 100 | 100 |
| 营业利润 | 286 | 734 | 2520 | 2820 | 2850 |
| 营业外收入 | 63 | 142 | 200 | 200 | 200 |
| 营业外支出 | 38 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| 利润总额 | 311 | 703 | 2548 | 2849 | 2878 |
| 所得税 | 100 | 252 | 612 | 687 | 695 |
| 净利润 | 211 | 451 | 1936 | 2161 | 2184 |
| 少数股东损益 | 70 | 17 | 209 | 233 | 236 |
| 归属于母公司 | 141 | 434 | 1727 | 1928 | 1948 |
| EPS (元) | 0.04 | 0.14 | 0.55 | 0.61 | 0.62 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -24% | 5% | 27% | 2% | 1% |
| 营业利润 | -35% | 156% | 244% | 12% | 1% |
| 净利润 | -48% | 208% | 298% | 12% | 1% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 32.4% | 31.5% | 36.5% | 37.4% | 37.5% |
| 净利率 | 0.8% | 2.2% | 6.9% | 7.6% | 7.5% |
| ROE | 0.9% | 2.6% | 9.5% | 9.9% | 9.3% |
| ROIC | 2.6% | 2.9% | 7.7% | 8.2% | 7.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 63.7% | 64.0% | 61.0% | 58.5% | 56.9% |
| 净负债比率 | 29.5% | 28.5% | 22.2% | 19.9% | 19.3% |
| 流动比率 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 4.7 | 4.4 | 4.6 | 4.2 | 4.2 |
| 应收帐款周转率 | 4.2 | 4.5 | 5.0 | 4.5 | 4.5 |
| 应付帐款周转率 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.04 | 0.14 | 0.55 | 0.61 | 0.62 |
| 每股经营现金 | 0.30 | 0.83 | 1.37 | 1.56 | 1.60 |
| 每股净资产 | 5.09 | 5.21 | 5.76 | 6.21 | 6.64 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.16 | 0.18 | 0.19 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 241.1 | 78.3 | 19.7 | 17.6 | 17.5 |
| PB | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 15.0 | 13.6 | 8.7 | 8.2 | 8.2 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

王西典：毕业于上海交通大学，工学硕士，2017年2月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。