

# 西山煤电 (000983.SZ)

## 上半年净利 9.2 亿元，拟对山西中铝华润进一步增资

● **17 年上半年净利润 9.2 亿元，第 2 季度环比下降 3%**  
 公司 17 年上半年权益净利润 9.2 亿元，同比增长 739% (16 年同期为 1.1 亿元)，折合每股收益 0.29 元。第 2 季度净利润为 4.5 亿元，同比增长 641%，环比下降 3%。其中第 1、2 季度 EPS 分别为 0.15 元、0.14 元。

● **上半年吨煤净利约 78 元，焦炭盈利明显好转，度电亏损约 0.03 元**  
**煤炭业务：**17 年上半年权益净利 10.2 亿元。原煤产量 1304 万吨，同比增长 9%。我们测算，吨煤收入 714 元，同比增长 117%；吨煤成本 265 元，同比增长 44%；吨煤净利约为 78 元。

**焦化业务：**17 年上半年权益净利约 950 万元 (16 年同期亏损约 0.37 亿元)。公司焦炭产量分别为 206 万吨，同比减少 1%。吨焦收入 1540 元，同比增长 80%；吨焦成本 1455 元，同比增长 80%，吨焦盈利约 4.5 元。

**电力业务：**17 年上半年权益净利约 -1.48 亿元 (16 年同期盈利约 0.46 亿元)，发电量 60 亿度，同比减少 3%。度电亏损约 0.03 元。

● **拟对山西中铝华润增资 2.3 亿元，进一步延伸产业链**  
 公司公告称，拟对参股 20% 的山西中铝华润 50 万吨合金铝项目增资 2.3 亿元 (主要产品为电解铝)，公司已出资约 1 亿元。该项目正在建设中。

该项目通过利用控股公司西山晋兴能源公司的地方优势与当地的煤炭、铝土矿资源，就地转化和应用，有利于形成“煤电铝材+局域电网”产业链。公司预计年销售收入 481,230 万元，达产年均净利润 41,716 万元，税后财务内部收益率 14.6%。

● **预计 17-19 年 EPS 分别为 0.61 元、0.66 元和 0.77 元**  
 公司为焦煤行业龙头。受益于需求回升，焦煤价格弹性较大，预计下半年业绩环比有望继续改善。17 年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。维持“买入”评级。

● **风险提示：**山西国改进展低于预期，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	25,103.81	24,775.04	25,460.74
增长率 (%)	-23.50%	5.11%	28.01%	-1.31%	2.77%
EBITDA (百万元)	3,344.06	3,741.83	6,253.44	6,450.60	7,008.65
净利润 (百万元)	141.05	434.08	1,927.49	2,065.63	2,423.53
增长率 (%)	-48.37%	207.75%	344.04%	7.17%	17.33%
EPS (元/股)	0.045	0.138	0.612	0.656	0.769
市盈率 (P/E)	135.84	61.42	17.64	16.46	14.03
市净率 (P/B)	1.19	1.62	1.95	1.83	1.70
EV/EBITDA	10.06	11.09	8.06	8.10	7.14

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格 10.79 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-01

### 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)：预 2017-07-17  
 告上半年净利 8.96-9.51 亿

元，盈利维持高位

西山煤电 (000983.SZ)：山 2017-04-05  
 西国企改革龙头，焦煤盈利有

望大幅提升

西山煤电 (000983.SZ)：业 2017-03-21  
 绩弹性大，受益于山西国改

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

## 17年上半年净利润 9.2 亿元，第 2 季度环比下降 3%

公司17年上半年权益净利润9.2亿元，同比增长739%（16年同期为1.1亿元），折合每股收益0.29元。第2季度净利润为4.5亿元，同比增长641%，环比下降3%。其中第1、2季度EPS分别为0.15元、0.14元。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016H1	2017H1	H1 同比	Q2 环比
营业收入	42.4	43.4	69.1	67.2	85.8	136.3	58.8%	-2.8%
营业成本	30.6	31.3	44.0	43.7	61.8	87.7	41.8%	-0.8%
毛利率	27.9%	27.9%	36.3%	35.0%	27.9%	35.7%	7.7%	-1.3%
管理费用	2.8	4.2	4.0	5.0	7.0	8.9	27.9%	24.5%
销售费用	4.7	2.4	7.7	6.4	7.2	14.1	97.4%	-17.5%
财务费用	2.4	2.7	2.7	2.3	5.1	5.0	-2.8%	-13.1%
期间费用率	23.5%	21.4%	20.8%	20.3%	22.4%	20.6%	-1.9%	-0.5%
营业利润	0.8	1.2	7.9	6.8	2.0	14.7	627.8%	-13.3%
净经营现金流	5.5	-0.3	3.8	6.9	5.2	10.7	106.0%	80.0%
销售商品现金/收入	69.4%	64.4%	51.1%	50.0%	66.9%	50.6%	-16.3%	-1.1%
EPS (元)	0.02	0.02	0.15	0.14	0.03	0.29	739.3%	-2.7%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 煤炭业务: 17年上半年原煤产量同比增长 9%，吨煤净利约 78 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。根据公司年报，近年来公司原煤产量稳定在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。

17年上半年公司煤炭业务权益净利为10.2亿元，原煤产量1304万吨，同比增长9%。商品煤销量1139万吨，同比下降12%。根据煤炭业务收入和成本测算，吨煤收入714元，同比增长117%；吨煤成本265元，同比增长44%；吨煤净利约为78元。

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：焦炭盈利好转，度电亏损约 0.03 元

**焦化业务：**根据公司年报，公司拥有京唐焦化（420 万吨，50%）和西山煤气化（120 万吨，100%），焦炭权益产能330 万吨。

17年上半年权益净利约950万元，盈利明显好转（16年同期亏损约0.37亿元），其中西山煤气化扭亏为盈。公司焦炭产销量分别为206和209万吨，同比均减少约1%。吨焦收入1540元，同比增长80%；吨焦成本1455元，同比增长80%，吨焦盈利约4.5元。

**电力业务：**根据公司年报，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。

17年上半年权益净利-1.48亿元（16年同期盈利约0.46亿元），发电量60亿度，同比减少3%；售电量54亿度，同比减少2%。度电亏损约0.03元。

表 2：公司主要产品产量数据概览

	2016A	2016H1	2016H2	2017H1	2017H1 同比	2017H1 环比
原煤（万吨）	2428	1192	1236	1304	9.4%	6%
洗精煤（万吨）	1116	565	551	533	-6%	-3%
电力（亿度）	126	62	64	60	-3%	-6%
焦炭（万吨）	421	207	214	206	-0.5%	-4%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3：公司主要产品销量数据概览

	2016A	2016H1	2016H2	2017H1	2017H1 同比	2017H1 环比
商品煤销量（万吨）	2361	1303	1058	1149	-12%	9%
焦精煤	251	125	126	107	-14%	-15%
肥精煤	373	209	164	168	-20%	2%
瘦精煤	186	101	85	74	-27%	-13%
气精煤	367	192	175	156	-19%	-11%
原煤	129	72	57	51	-29%	-11%
洗混煤	979	566	413	573	1%	39%
煤泥	76	36	40	20	-44%	-50%
电力（亿度）	113	55	58	54	-2%	-7%
供热（万 GJ）	955	375	580	895	139%	54%
焦炭（万吨）	425	212	213	209	-1%	-2%
焦油（万吨）	11	6	5	5	-17%	0%
煤气（万立方米）	121990	61210	60780	61125	0%	1%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 4: 公司主要业务经营数据 (单位: 亿元)

	2016A	2016H1	2016H2	2017H1	2017H1 同比	2017H1 环比
<b>煤炭业务</b>						
营业收入	96.1	42.8	48.4	75.5	76%	56%
营业成本	43.8	23.9	17.2	28.0	17%	63%
毛利	52.4	18.9	31.2	47.5	151%	52%
毛利率	55%	44%	64%	63%	19%	-2%
<b>电力热力</b>						
营业收入	30.0	15.3	17.0	15.4	1%	-9%
营业成本	26.4	12.5	13.0	17.7	42%	36%
毛利	3.6	2.8	4.0	-2.3	-182%	-158%
毛利率	12%	18%	24%	-15%	-33%	-38%
<b>焦炭</b>						
营业收入	45.3	18.2	23.9	32.8	80%	37%
营业成本	41.5	17.2	23.7	31.0	80%	31%
毛利	3.8	1.0	0.2	1.8	80%	718%
毛利率	8%	5%	1%	5%	0%	5%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 拟对山西中铝华润增资 2.3 亿元，进一步延伸产业链

公司公告称，拟对参股20%的山西中铝华润50万吨合金铝项目增资2.3亿元（主要产品为电解铝），公司17年1月已出资约1亿元。该项目正在建设中，主要参股方包括中国铝业、华润煤业、晋能电力和公司，分别持股40%、20%、20%和20%。

该项目通过利用控股公司西山晋兴能源公司的地方优势与当地的煤炭、铝土矿资源，就地转化和应用，有利于形成“煤电铝材+局域电网”产业链。项目预计年销售收入481,230万元，达产年均净利润 41,716 万元，税后财务内部收益率14.6%。

## 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.61 元、0.66 元和 0.77 元

公司为焦煤行业龙头。受益于需求回升，焦煤价格弹性较大，预计下半年业绩环比有望继续改善。17年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。维持“买入”评级。

## 风险提示:

山西国改进展低于预期，煤价超预期下跌

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	14658	14201	14860	14262	16968
货币资金	3924	3530	1955	91	2335
应收及预付	7633	7368	9437	10530	10810
存货	2911	3185	3344	3512	3687
其他流动资产	190	118	124	130	137
<b>非流动资产</b>	37573	39681	40998	43693	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	6615	5536
其他长期资产	3604	3089	3089	3089	3089
<b>资产总计</b>	52231	53882	55857	57955	60395
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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	13346	15246	17476
归属母公司股东权益	16051	16429	17468	18580	19964
少数股东权益	2934	2953	3109	3276	3472
<b>负债和股东权益</b>	52231	53882	55857	57955	60395

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	18658	19611	25104	24775	25461
营业成本	12621	13443	15750	15310	15297
营业税金及附加	693	711	911	899	923
销售费用	2121	1894	2425	2393	2459
管理费用	1769	1742	2230	2200	2261
财务费用	1103	979	1103	1089	1119
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
<b>营业利润</b>	286	734	2778	2977	3493
营业外收入	63	142	0	0	0
营业外支出	38	172	0	0	0
<b>利润总额</b>	311	703	2778	2977	3493
所得税	100	252	694	744	873
<b>净利润</b>	211	451	2083	2233	2620
少数股东损益	70	17	156	167	196
<b>归属母公司净利润</b>	141	434	1927	2066	2424
EBITDA	3344	3742	6253	6451	7009
EPS (元)	0.04	0.14	0.61	0.66	0.77

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	944	2622	1823	2991	4235
净利润	211	451	2083	2233	2620
折旧摊销	1890	1921	2465	2477	2490
营运资金变动	-2333	-1044	-3453	-2447	-1602
其它	1177	1295	728	728	728
<b>投资活动现金流</b>	-2368	-2409	-2424	-3870	-977
资本支出	-2267	-2600	-2516	-3962	-1070
投资变动	49	16	92	92	92
其他	-150	174	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2188	-1574	-974	-985	-1014
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	-974	-985	-1014
<b>现金净增加额</b>	764	-1360	-1575	-1864	2244
<b>期初现金余额</b>	3053	3924	3530	1955	91
<b>期末现金余额</b>	3817	2564	1955	91	2335

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-23.5	5.1	28.0	-1.3	2.8
营业利润增长	-35.3	156.5	278.6	7.2	17.3
归属母公司净利润增长	-48.4	207.8	344.0	7.2	17.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	32.4	31.5	37.3	38.2	39.9
净利率	1.1	2.3	8.3	9.0	10.3
ROE	0.9	2.6	11.0	11.1	12.1
ROIC	3.1	3.6	8.1	7.8	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.7	64.0	63.2	62.3	61.2
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	0.60	0.69
速动比率	0.54	0.48	0.49	0.44	0.52
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.37	0.46	0.44	0.43
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.04	0.14	0.61	0.66	0.77
每股经营现金流	0.30	0.83	0.58	0.95	1.34
每股净资产	5.09	5.21	5.54	5.90	6.34
<b>估值比率</b>					
P/E	135.8	61.4	17.6	16.5	14.0
P/B	1.2	1.6	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.1	11.1	8.1	8.1	7.1

## 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：分析师，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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。