

西山煤电(000983)/煤炭开采

低估值焦煤龙头，业绩弹性大

评级：买入(维持)

市场价格：10.16

目标价格：13

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

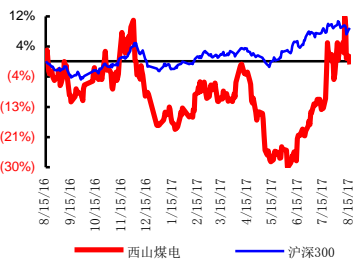
联系人：陈晨

电话：

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,151
流通股本(百万股)	3,151
市价(元)	10.16
市值(百万元)	32,016
流通市值(百万元)	32,016

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 西山煤电(000983.SZ)年报点评：产品结构改善，斜沟矿贡献利润显著
- 西山煤电(000983.SZ)三季报点评：四季度有望量价齐升，继续推荐优质焦煤龙头
- 下半年焦煤涨价预期强烈，继续推荐优质焦煤龙头

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,658.2	19,610.9	29,832.3	32,877.2	36,174.1
增长率 yoy%	-23.50%	5.11%	52.12%	10.21%	10.03%
净利润	141.05	434.08	2,094.17	2,160.94	2,303.84
增长率 yoy%	-48.37%	207.75%	382.44%	3.19%	6.61%
每股收益(元)	0.04	0.14	0.66	0.69	0.73
每股现金流量	0.30	0.83	1.42	1.25	1.94
净资产收益率	0.87%	2.60%	11.58%	11.16%	11.15%
P/E	135.84	61.42	15.29	14.82	13.90
PEG	—	0.30	0.04	4.65	2.10
P/B	1.18	1.60	1.77	1.65	1.55

备注：

投资要点

- 公司披露 2017 半年度报告，实现营业收入 136.3 亿元 (+58.8%)，归属于上市公司股东净利润 9.17 亿元 (+739.3%)，其中 Q1、Q2 分别为 4.65 亿、4.52 亿元，业绩季度环比基本持平，符合我们预期，折合 EPS 为 0.29 元/股 (+739%)。
- 煤炭业务高盈利能力突出。报告期内，公司第一大收入来源（收入占比 55%）煤炭产销量分别为 1304 万吨 (+9.4%)、1149 万吨 (-11.8%)，其中精煤产销量分别为 533 万吨 (-5.7%)、505 万吨 (-19%)，煤炭综合售价 657 元/吨 (+100%)，吨煤成本 244 元/吨 (+33%)，吨煤毛利为 413 元/吨 (+268 元/吨)。根据我们测算，斜沟煤矿贡献归母净利润 5.1 亿元，本部煤矿贡献 5.1 亿元，合计 10.2 亿元，煤炭吨煤净利润达到约 90 元/吨，而上年同期仅为 6 元/吨。
- 焦化业务盈利能力提升。报告期内，第二大收入来源（收入占比 24%）焦炭产/销量 206/209 万吨，同比基本持平，吨焦价格 1570 元/吨 (+83.5%)，吨焦成本 1483 元/吨 (+83.4%)。合并报表的两家焦化企业净利润合计 1899 万元 (+4651 万元)，吨焦净利润达到 9 元/吨 (+22 元/吨)。
- 电力业务开始亏损。第三大收入来源（收入占比 11%）电力业务发/售电量分别为 60/54 亿千瓦时，同比基本持平，度电售价 0.29 元，度电成本 0.33 元，煤价上涨背景下电力业务开始亏损，合并报表的四家电力公司合计亏损 1.5 亿元，度电约亏 3 分钱，下半年山西省燃煤电厂上网电价上调 1.15 分，一定程度上有助于电力业务减亏。
- 销售费用上涨明显，期间费用率整体下降。报告期内，公司销售费用 14.1 亿元 (+97.4%)，主要是因为运费上涨和煤炭到港量增加使得到港运费增加所致。管理费用 8.9 亿元 (+27.88%)，财务费用 4.96 亿元 (-2.8%)，三项期间费用合计 28 亿元，期间费用率 20.6%，同比下降 1.8 个 pct。
- 旺季行情到来，维持推荐优质焦煤股。随着 8 月下旬钢铁消费旺季到来，前期相对滞涨的焦煤近期上涨明显，京唐港主焦煤价自 7 月以来上涨 85 元/吨至 1465 元/吨，钢厂及焦化厂开工积极，叠加焦煤港口及终端库存低位，焦煤价格有继续回升的动力，继续看好焦煤股旺季行情。
- 盈利预测与估值：基于对煤价乐观判断，我们上调对公司的盈利预测，预计公司 2017/18/19 年归属于母公司的净利润分别为 20.9/21.6/23.0 亿元（前次为 17.4/21.6/23.2 亿元），折合 EPS 分别是 0.66/0.69/0.73 元/股，维持公司“买入”评级，给予 2017 年 20XPE，目标价 13 元。
- 风险提示：宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性。

图表 1: 公司业务拆分详细

煤炭业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
原煤产量(万吨)	2943	2793.93	2947	2796	2788	1192	2428	1304	2597	2767	2937
yoy	14.11%	-5.07%	5.48%	-5.12%	-0.29%		-12.91%	9.40%	6.96%	7%	6%
商品煤销量(万吨)	2132.11	2543.74	2837	2686	2,528	1,303	2361	1149	2519	2684	2849
产销率	72.4%	91.05%	96.27%	96.07%	90.67%	109.31%	97.24%	88.11%	97%	97%	97%
单位价格(元/吨)	809.22	705.29	578.17	458.78	360.82	328.53	407.21	657.16	692.3	726.9	763.2
yoy	13.93%	-12.84%	-18.02%	-20.65%	-21.35%		12.86%	100.03%	70%	5%	5%
销售收入(百万元)	17,253.46	17,940.74	16,402.68	12,322.84	9,121.66	4,280.75	9614.2	7550.8	17438.6	19509.1	21743.1
yoy		3.98%	-8.57%	-24.87%	-25.98%		5.40%	76.39%	81.38%	11.87%	11.45%
单位成本(元/吨)	396.92	387.93	334.26	262.23	182.43	183.23	185.33	243.67	259.5	285.4	302.5
yoy		-2.26%	-13.83%	-21.55%	-38.06%		14.10%	32.99%	40%	10%	6%
销售成本(百万元)	8,462.67	9,868.02	9,483.08	7,043.46	4,106.20	2,387.47	4376	2799.79	6536	7660	8619
毛利率	50.95%	45.00%	42.19%	42.84%	54.98%	44.23%	54.49%	62.92%	62.52%	60.73%	60.36%
毛利(百万元)	8,790.79	8,072.72	6,919.60	5,279.38	5,015.46	1,893.28	5,238.58	4,751.03	10,902.49	11,848.78	13,124.28
焦炭	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017E	2018E	2018E
产量(万吨)	438	417	446	470	448	207	421	206	420	430	440
yoy	1188.24%	-4.8%	7.0%	5.4%	-4.7%		-6.0%	-0.5%	-0.2%	2.4%	2.3%
销量(万吨)	438	418	439	463	450	212	425	209	420	430	440
产销率	100%	100%	98%	99%	100%		101%	-1.4%	100%	100%	100%
单位价格(元/吨)	1982.5	1826.4	1404.4	1121.4	934.8	856.0	1065.7	1570.2	1545.2	1668.9	1802.4
yoy		-7.9%	-23.1%	-20.1%	-16.6%		14.0%	83.4%	45%	8%	8%
销售收入(百万元)	8,683.42	7634.33	6165.32	5192.28	4206.7	1814.7	4529	3282	6490	7176	7930
单位成本(元/吨)	1949.7	1808.6	1389.8	1093.5	907.7	808.8	976.8	1483.2	1446	1590	1749
yoy		-7.2%	-23.2%	-21.3%	-17.0%		7.6%	83.4%	48%	10%	10%
销售成本(百万元)	8,539.75	7559.98	6101.33	5062.99	4,084.72	1,714.7	4151	3100	6072	6838	7697
毛利率	1.65%	0.97%	1.04%	2.49%	2.90%	5.51%	8.34%	5.54%	6.44%	4.71%	2.95%
毛利(百万元)	143.7	74.4	64.0	129.3	122.0	100.0	378	182	418	338	234
电力热力	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017E	2018E	2018E
产量(亿度)	95.41	124	159	146	118	62	126	60	126	132	138
yoy	103.52%	30%	28%	-8%	-19%		7%	-3.23%	0%	5%	5%
销量(亿度)	82.31	111	145	132	106	55	113	54	113	119	125
产销率	86.3%	89.5%	91.2%	90.4%	89.8%	88.7%	89.7%	90.0%	90%	90%	90%
单位价格(元/度)	0.31	0.34	0.33	0.32	0.30	0.28	0.27	0.29	0.30	0.31	0.32
yoy		10%	-3%	-2%	-5%		-13%	2.98%	13%	3%	3%
销售收入(百万元)	2,540.44	3774.1	4770.31	4246.07	3227.9	1527.0	3003.4	1544.0	3391.2	3679.5	3988.1
单位成本(元/度)	0.30	0.31	0.27	0.25	0.24	0.23	0.23	0.33	0.33	0.33	0.33
yoy		3%	-12%	-7%	-5%		-3%	46%	41%	0%	0%
销售成本(百万元)	2,464.10	3421.36	3911.39	3329.09	2,544.94	1,239.3	2640	1771.0	3730	3917	4113
毛利率	3.01%	9.35%	18.01%	21.60%	21.16%	18.84%	12.10%	-14.71%	-10.0%	-6.5%	-3.1%
毛利(百万元)	76.3	352.7	858.9	917.0	683.0	287.8	363.4	-227.1	-339	-237	-125
其他业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017E	2018E	2018E
销售收入(百万元)	1,895.10	1,879.61	2,161.82	2,629.73	2,102.01	961.15	2,464.09	1,256.25	2,512.50	2,512.50	2,512.50
yoy		-0.82%	15.01%	21.64%	-20.07%		156.37%	30.70%	1.96%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	1,713.62	1,527.28	1,736.74	2,352.33	1,885.17	843.46	2,275.71	1,098.43	2,196.87	2,196.87	2,196.87
毛利率	9.58%	18.74%	19.66%	10.55%	10.32%	12.24%	7.64%	12.56%	12.56%	12.56%	12.56%
毛利(百万元)	181.48	352.33	425.08	277.40	216.84	117.69	188.38	157.81	315.63	315.63	315.63
销售收入合计(百万元)	30,372.42	31,228.78	29,500.13	24,390.92	18,658.27	8,583.58	19,610.94	13,632.85	29,832.32	32,877.20	36,174.13
yoy		2.82%	-5.54%	-17.32%	-23.50%		5.11%	58.82%	52.12%	10.21%	10.03%
销售成本合计(百万元)	21,180.14	22,376.64	21,232.54	17,787.87	12,621.03	6,184.88	13,442.88	8,769.24	18,535.13	20,612.11	22,625.18
毛利合计(百万元)	9,192.28	8,852.14	8,267.59	6,603.05	6,037.24	2,398.70	6,168.06	4,863.62	11,297.19	12,265.10	13,548.95
yoy		-3.70%	-6.60%	-20.13%	-8.57%	-60.27%	157.14%	-21.15%	83.16%	8.57%	10.47%
毛利率	30.27%	28.35%	28.03%	27.07%	32.36%	27.95%	31.45%	35.68%	37.87%	37.31%	37.45%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	24,391	18,658	19,611	29,832	32,877	36,174
增长率	-17.32%	-23.5%	5.1%	52.1%	10.2%	10.0%
营业成本	-17,788	-12,621	-13,443	-18,535	-20,612	-22,625
% 销售收入	72.9%	67.6%	68.5%	62.1%	62.7%	62.5%
毛利	6,603	6,037	6,168	11,297	12,265	13,549
% 销售收入	27.1%	32.4%	31.5%	37.9%	37.3%	37.5%
营业税金及附加	-316	-693	-711	-1,193	-1,315	-1,447
% 销售收入	1.3%	3.7%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
营业费用	-2,394	-2,121	-1,894	-2,983	-3,288	-3,798
% 销售收入	9.8%	11.4%	9.7%	10.0%	10.0%	10.5%
管理费用	-2,427	-1,769	-1,742	-2,387	-2,795	-3,256
% 销售收入	9.9%	9.5%	8.9%	8.0%	8.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	1,467	1,454	1,821	4,734	4,868	5,048
% 销售收入	6.0%	7.8%	9.3%	15.9%	14.8%	14.0%
财务费用	-1,056	-1,103	-979	-1,027	-1,246	-1,264
% 销售收入	4.3%	5.9%	5.0%	3.4%	3.8%	3.5%
资产减值损失	-47	-87	-200	-143	-100	-54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	78	22	92	70	70	70
% 税前利润	16.7%	7.0%	13.1%	1.9%	1.9%	1.8%
营业利润	442	286	734	3,634	3,592	3,800
营业利润率	1.8%	1.5%	3.7%	12.2%	10.9%	10.5%
营业外收支	24	25	-30	40	40	40
税前利润	467	311	703	3,674	3,632	3,840
利润率	1.9%	1.7%	3.6%	12.3%	11.0%	10.6%
所得税	-117	-100	-252	-1,102	-1,017	-1,075
所得税率	25.0%	32.3%	35.9%	30.0%	28.0%	28.0%
净利润	350	211	451	2,572	2,615	2,765
少数股东损益	77	70	17	478	454	461
归属于母公司的净利润	273	141	434	2,094	2,161	2,304
净利率	1.1%	0.8%	2.2%	7.0%	6.6%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	350	211	451	2,572	2,615	2,765
少数股东损益	0	0	0	478	454	461
非现金支出	2,179	1,977	2,122	2,159	2,129	2,127
非经营收益	921	1,090	1,094	917	1,136	1,154
营运资金变动	-2,515	-2,333	-1,044	-1,171	-1,941	59
经营活动现金净流	934	944	2,622	4,955	4,393	6,565
资本开支	1,697	2,267	2,600	1,853	1,901	1,941
投资	-14	0	0	0	0	0
其他	-76	-101	190	70	70	70
投资活动现金净流	-1,786	-2,368	-2,409	-1,783	-1,831	-1,871
股权募资	0	5	0	0	0	0
债权募资	1,406	2,000	43	8,227	1,202	-604
其他	-353	182	-1,617	-1,027	-1,939	-2,147
筹资活动现金净流	1,053	2,188	-1,574	7,200	-737	-2,750
现金净流量	202	764	-1,360	10,372	1,824	1,944

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,053	3,924	3,530	13,425	14,795	16,278
应收款项	6,542	7,091	7,010	14,814	13,601	11,967
存货	2,469	2,911	3,185	3,555	3,388	3,099
其他流动资产	548	732	477	1,045	942	797
流动资产	12,613	14,658	14,201	32,838	32,727	32,142
% 总资产	26.2%	28.1%	26.4%	45.4%	45.3%	44.9%
长期投资	1,751	1,706	2,056	2,056	2,056	2,056
固定资产	26,659	28,069	30,324	30,218	30,179	30,128
% 总资产	55.3%	53.7%	56.3%	41.7%	41.8%	42.1%
无形资产	4,380	4,383	4,398	4,381	4,332	4,291
非流动资产	35,584	37,573	39,681	39,558	39,470	39,378
% 总资产	73.8%	71.9%	73.6%	54.6%	54.7%	55.1%
资产总计	48,197	52,231	53,882	72,396	72,197	71,520
短期借款	3,232	6,452	6,355	13,782	14,484	13,380
应付款项	11,266	13,177	14,134	20,197	17,112	15,505
其他流动负债	1,438	1,205	1,580	3,924	3,877	3,654
流动负债	15,935	20,834	22,069	37,904	35,473	32,539
长期贷款	10,091	8,972	9,013	9,813	10,313	10,813
其他长期负债	3,363	3,263	3,168	3,168	3,168	3,168
负债	29,388	33,069	34,250	50,885	48,954	46,520
普通股股东权益	15,951	16,228	16,679	18,080	19,359	20,654
少数股东权益	2,858	2,934	2,953	3,430	3,884	4,345
负债股东权益合计	48,197	52,231	53,882	72,396	72,197	71,520

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.087	0.045	0.138	0.665	0.686	0.731
每股净资产 (元)	5.062	5.150	5.293	5.738	6.143	6.554
每股经营现金净流 (元)	0.297	0.300	0.832	1.421	1.250	1.937
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.011	0.220	0.280	0.320
回报率						
净资产收益率	1.71%	0.87%	2.60%	11.58%	11.16%	11.15%
总资产收益率	0.57%	0.27%	0.81%	2.89%	2.99%	3.22%
投入资本收益率	3.63%	3.08%	3.60%	10.16%	10.25%	10.74%
增长率						
营业总收入增长率	-17.32%	-23.50%	5.11%	52.12%	10.21%	10.03%
EBIT 增长率	-40.76%	-0.87%	25.18%	160.03%	2.82%	3.70%
净利润增长率	-74.13%	-48.37%	207.75%	382.44%	3.19%	6.61%
总资产增长率	4.41%	8.37%	3.16%	34.36%	-0.27%	-0.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.0	86.9	81.2	70.0	60.0	50.0
存货周转天数	51.5	77.8	82.8	70.0	60.0	50.0
应付账款周转天数	148.4	223.7	217.8	170.0	150.0	130.0
固定资产周转天数	316.2	430.9	421.2	270.2	230.0	194.5
偿债能力						
净负债/股东权益	70.51%	75.65%	75.57%	61.22%	55.93%	43.65%
EBIT 利息保障倍数	1.4	1.3	1.9	4.6	3.9	4.0
资产负债率	60.98%	63.31%	63.57%	70.29%	67.81%	65.05%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。