2019 年 04 月 22 日

公司研究●证券研究报告

西山煤电（000983.SZ）

公司快报

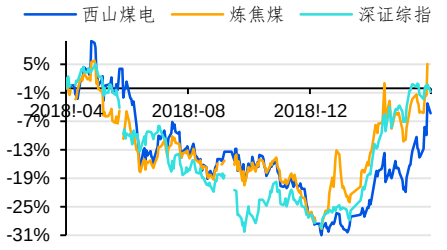
煤炭 | 炼焦煤 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2019-04-22)	7.27 元

交易数据

总市值（百万元）	22,909.22
流通市值（百万元）	22,909.21
总股本（百万股）	3,151.20
流通股本（百万股）	3,151.20
12 个月价格区间	5.22/8.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.01	0.72	-3.63
绝对收益	15.21	32.42	-3.37

分析师 杨立宏
SAC 执业证书编号：S0910518030001
yanglihong@huajinsc.cn

相关报告

西山煤电：有望受益山西国企改革 2018-04-24

产量增长与费用控制提升盈利

投资要点

- **2018 年净利润增长 14.48%：**2018 年公司实现收入 322.71 亿元，同比增长 12.62%，实现归属股东净利润 18.02 亿元，同比增长 14.48%；毛利率为 12.62%，同比下降 1.67 个百分点，利润率为 5.59%，同比微升 0.11 个百分点；EPS 为 0.572 元，分配方案为每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税），分红率 52.45%，以报告日收盘价计算，股息率为 4.13%。

- **2018 年煤价涨幅放缓，产、销量的增长贡献盈利增长：** 2018 公司煤炭产量、销量分别为 2745 万吨和 2661 万吨，同比分别增长 9.89%和 11.57%，增量品种主要来自瘦精煤和原煤，同比分别增长 24.53%和 49.32%。2019 年煤炭销售均价为 675 元/吨，同比上涨 1.81%，其中洗混煤价格涨幅最大，为 24.99%；吨煤销售成本为 288 元，同比上涨 2.49%，吨煤毛利 387 元，同比上涨 1.31%。煤炭板块公司收入和毛利的比重分别为 53.53%和 93.69%。此外，公司费用控制较好，销售费率和管理费用率分别较 2017 年下降 0.96 和 0.21 个百分点，为盈利增长做出贡献。

- **跷跷板效应体现，焦化、电力板块增收不增利：**2018 年合并抵消前公司电力、焦化板块分别实现收入 93.82 亿元和 49.88 亿元，同比分别增长 13.59%和 48.69%，焦炭板块实现净利润 6251.45 万元，同比增长 1.44%，电力板块则亏损-6.18 亿元，体现了煤炭与下游的跷跷板效应。

- **2019 年 Q1 净利润增长 15.79%：**2019 年 Q1 公司实现收入 85.10 亿元，同比增长 16.59%，环比下降 4.36%，实现归属股东净利 5.95 亿元，同比增长 15.79%，环比增长 112.52%。毛利率为 28.96%，同比下降 2.27 个百分点，环比下降 3.00 个百分点；净利率为 6.99%，同比微降 0.5 个百分点，环比提升 3.84 个百分点。Q1 实现 EPS 为 0.19 元。

- **山西国企改革推进，公司外延扩张空间大：**山西省政府于 2017 年 5 月通过了《关于深化国企国资改革的指导意见》以及三个配套意见，2018 年山西国企占全国 1/10 任务量的“三供一业”100%完成移交，4 月 15 日山西省国资系统会议再次加压国企改革，年内有望进一步推动重点公司资产整合。公司股东山西焦煤集团是省国有独资企业，拥有 6 大矿区，下辖 100 座煤矿，产能 1.74 亿吨/年，其中西山煤电是唯一以优质焦煤为主业的上市平台，目前公司煤炭储量、产能、产量仅占集团公司比重不足 30%。按照山西省国企整合思路，可能成为集团整合旗下优质焦煤资源的平台。

- **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年的每股收益分别为 0.53、0.59 和 0.62 元。净资产收益率分别为 8.1%、8.3%和 8.1%，我们判断 2019 年煤价前高后低，公司业绩有下行压力，但考虑到山西国改的推进和公司外延扩张潜力，仍对公司维持增持-A 建议。

- **风险提示：**煤价下跌幅度超预期、环保政策变动、重大安全事故、国改推进进度不

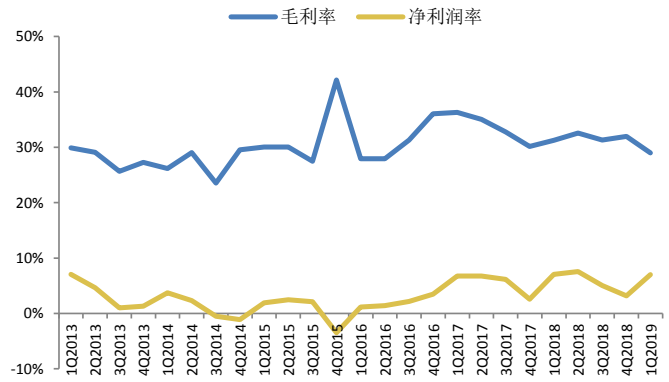
及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	28,655.3	32,271.0	31,197.9	32,065.9	32,852.9
同比增长(%)	46.1%	12.6%	-3.3%	2.8%	2.5%
营业利润(百万元)	2,744.1	3,248.2	3,123.9	3,382.1	3,575.9
同比增长(%)	274.0%	18.4%	-3.8%	8.3%	5.7%
净利润(百万元)	1,569.1	1,802.4	1,675.7	1,852.5	1,960.0
同比增长(%)	261.5%	14.9%	-7.0%	10.6%	5.8%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.53	0.59	0.62
PE	14.6	12.7	13.7	12.4	11.7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

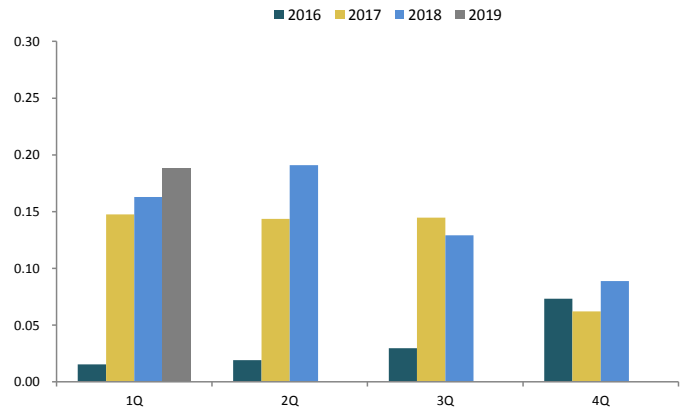
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1：2013-2019 年 Q1 公司分季度毛利率和利润率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2016-2019 年 Q1 单季度 EPS 单位：元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：2013-2018 年公司煤炭产量、销量

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量	2947	2796	2788	2428	2498	2745
产量 YoY	***5.48%***	***-5.12%***	***-0.29%***	***-12.91%***	***2.86%***	***9.89%***
商品煤销量	2837	2686	2528	2361	2385	2661
销量 YoY	***11.53%***	***-5.32%***	***-5.88%***	***-6.61%***	***1.02%***	***11.57%***
焦精煤	223	205	233	251	231	240
肥精煤	371	374	318	373	357	388
瘦精煤	254	207	187	186	159	198
电精煤	129	125	37			
气精煤	317	336	365	367	360	372
原煤	162	216	81	129	148	221
洗混煤	1277	1153	1234	979	1055	1040
煤泥	104	70	73	76	75	102

资料来源：公司公告，华金证券研究所

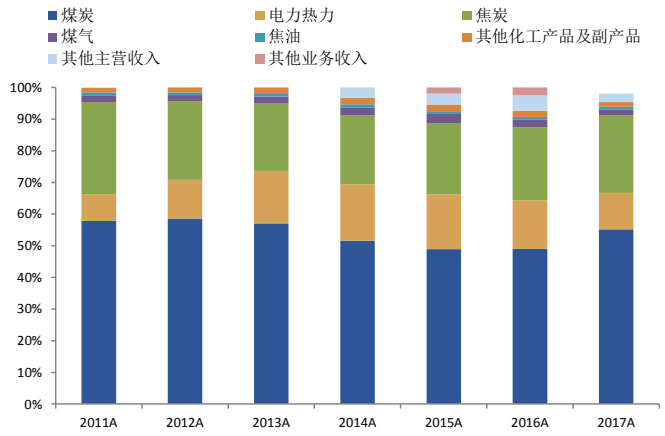
表 2：公司煤炭单位价格及成本 单位：元/吨

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
商品煤均价	578	463	361	407	663	675
价格 YoY	***-18.02%***	***-19.90%***	***-22.08%***	***12.87%***	***62.84%***	***1.81%***
焦精煤	905	738	492	599	1028	1095
肥精煤	971	785	640	664	1166	1170
瘦精煤	727	530	452	438	758	798
电精煤	508	417	358			
气精煤	681	476	355	399	659	663
原煤	366	231	166	179	306	293
洗混煤	424	366	282	310	487	609
煤泥	115	83	68	120	145	163
吨煤成本	334	262	162	185	281	288

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
成本 YoY	*-13.83%*	*-21.55%*	*-38.06%*	*14.10%*	*51.60%*	*2.49%*
吨煤毛利	244	201	198	222	382	387
毛利 YoY	*-23.14%*	*-17.63%*	*-1.23%*	*11.86%*	*72.23%*	*1.31%*

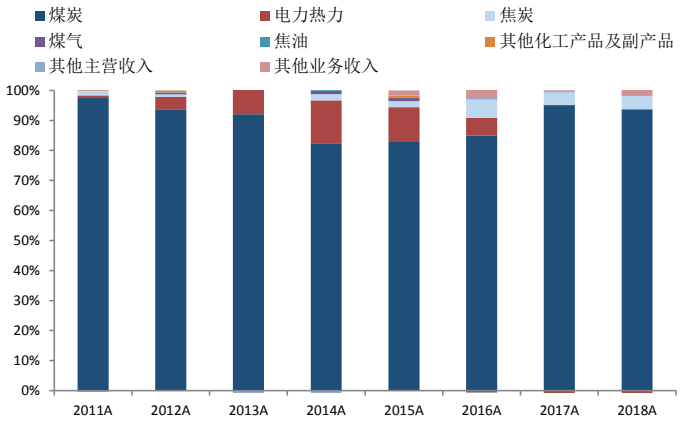
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2011-2018 年公司营业收入构成



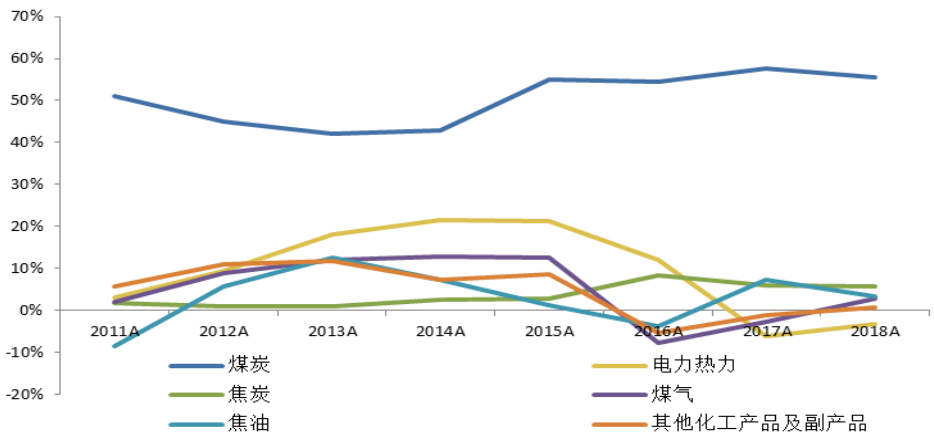
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：2011-2018 年公司毛利构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2011-2018 年分板块毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,655.3	32,271.0	31,197.9	32,065.9	32,852.9
减:营业成本	19,069.5	22,015.4	21,358.8	21,776.8	22,305.6
营业税费	1,308.6	1,402.9	1,357.1	1,417.7	1,436.6
销售费用	2,442.1	2,441.3	2,330.5	2,385.7	2,461.2
管理费用	1,928.2	2,104.0	2,052.8	2,071.5	2,142.0
财务费用	911.9	895.6	834.3	880.9	830.3
资产减值损失	391.6	199.1	263.7	284.8	249.2
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
投资和汇兑收益	90.4	186.9	123.2	133.5	147.9
营业利润	2,744.1	3,248.2	3,123.9	3,382.1	3,575.9
加:营业外净收支	-61.2	-18.1	-36.5	-38.6	-31.1
利润总额	2,683.0	3,230.1	3,087.3	3,343.4	3,544.8
减:所得税	845.3	1,081.0	1,018.8	1,103.3	1,169.8
净利润	1,569.1	1,802.4	1,675.7	1,852.5	1,960.0

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,109.7	6,145.2	2,495.8	4,859.9	12,749.8
交易性金融资产	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
应收帐款	3,248.9	1,854.1	8,285.8	4,141.9	3,978.1
应收票据	5,195.2	4,235.4	3,393.8	4,988.3	3,752.5
预付帐款	404.3	450.7	587.6	337.6	628.5
存货	3,294.2	3,213.3	4,538.7	2,707.9	4,662.5
其他流动资产	272.8	884.8	425.2	527.6	612.5
可供出售金融资产	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,152.2	2,544.9	2,544.9	2,544.9	2,544.9
投资性房地产	34.6	32.9	32.9	32.9	32.9
固定资产	23,869.5	28,017.2	26,425.9	24,834.6	23,243.3
在建工程	7,627.1	6,451.1	6,451.1	6,451.1	6,451.1
无形资产	3,362.2	8,286.2	7,457.6	6,628.9	5,800.3
其他非流动资产	4,135.6	2,790.5	3,581.2	3,422.9	3,256.4
资产总额	57,856.4	65,056.4	66,370.6	61,628.7	67,863.0
短期债务	4,285.0	4,678.6	1,542.1	-	-
应付帐款	11,532.8	9,673.1	17,100.4	10,979.7	13,926.3
应付票据	1,337.3	2,568.6	2,601.0	1,921.6	2,741.2
其他流动负债	6,660.2	6,603.7	5,802.0	6,691.1	6,093.9
长期借款	9,479.7	9,609.9	9,609.9	9,609.9	9,609.9
其他非流动负债	3,368.3	8,509.6	5,098.8	5,658.9	6,422.4
负债总额	36,663.3	41,643.5	41,754.2	34,861.3	38,793.8
少数股东权益	3,275.7	3,618.7	3,991.9	4,373.0	4,778.8
股本	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2
留存收益	14,038.7	15,887.1	17,473.3	19,243.3	21,139.2
股东权益	21,193.1	23,412.9	24,616.4	26,767.5	29,069.2

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,837.7	-	1,675.7	1,852.5	1,960.0
加:折旧和摊销	2,016.8	-	2,419.9	2,419.9	2,419.9
资产减值准备	391.6	-	-	-	-
公允价值变动损失	-0.0	-	-0.0	0.0	0.0
财务费用	879.4	-	834.3	880.9	830.3
投资损失	-90.4	-	-123.2	-133.5	-147.9
少数股东损益	268.6	346.7	392.8	387.6	415.0
营运资金的变动	557.3	6,550.3	-4,477.2	-761.6	3,346.4
经营活动产生现金流量	5,434.7	7,155.9	722.3	4,645.8	8,823.8
投资活动产生现金流量	-2,486.5	-3,054.5	123.3	133.5	147.8
融资活动产生现金流量	-2,259.4	-1,222.4	-4,494.9	-2,415.2	-1,081.7

财务指标

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	46.1%	12.6%	-3.3%	2.8%	2.5%
营业利润增长率	274.0%	18.4%	-3.8%	8.3%	5.7%
净利润增长率	261.5%	14.9%	-7.0%	10.6%	5.8%
EBITDA 增长率	55.2%	-23.5%	48.5%	4.8%	2.1%
EBIT 增长率	110.5%	19.1%	-7.8%	7.7%	3.4%
NOPLAT 增长率	128.1%	10.1%	-3.8%	7.7%	3.4%
投资资本增长率	11.0%	2.4%	3.7%	-4.1%	-16.0%
净资产增长率	9.3%	10.5%	5.1%	8.7%	8.6%
盈利能力					
毛利率	33.5%	31.8%	31.5%	32.1%	32.1%
营业利润率	9.6%	10.1%	10.0%	10.5%	10.9%
净利润率	5.5%	5.6%	5.4%	5.8%	6.0%
EBITDA/营业收入	19.6%	13.3%	20.4%	20.8%	20.8%
EBIT/营业收入	12.6%	13.3%	12.7%	13.3%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	64.0%	62.9%	56.6%	57.2%
负债权益比	173.0%	177.9%	169.6%	130.2%	133.5%
流动比率	0.69	0.71	0.73	0.90	1.16
速动比率	0.56	0.58	0.56	0.76	0.95
利息保障倍数	3.95	4.80	4.74	4.84	5.31
营运能力					
固定资产周转天数	293	289	314	288	263
流动营业资本周转天数	-53	-50	-63	-51	-55
流动资产周转天数	193	186	211	209	241
应收帐款周转天数	53	28	59	70	44
存货周转天数	41	36	45	41	40
总资产周转天数	702	686	758	719	709
投资资本周转天数	412	390	415	403	354
费用率					
销售费用率	8.5%	7.6%	7.5%	7.4%	7.5%
管理费用率	6.7%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%
财务费用率	3.2%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%
三费/营业收入	18.4%	16.9%	16.7%	16.6%	16.5%
投资回报率					
ROE	8.8%	9.1%	8.1%	8.3%	8.1%
ROA	3.2%	3.3%	3.1%	3.6%	3.5%
ROIC	8.1%	8.0%	7.5%	7.8%	8.4%
分红指标					
DPS(元)	0.04	-	0.03	0.03	0.02
分红比率	8.0%	0.0%	5.3%	4.5%	3.3%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.4%	0.3%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.50	0.57	0.53	0.59	0.62
BVPS(元)	5.69	6.28	6.54	7.11	7.71
PE(X)	14.6	12.7	13.7	12.4	11.7
PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
P/FCF	113.9	47.4	-9.6	12.0	3.1
P/S	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.0	9.0	6.1	5.3	4.1
CAGR(%)	6.8%	3.4%	66.2%	6.8%	3.4%
PEG	2.1	3.8	0.2	1.8	3.4
ROIC/WACC	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn