

# 西山煤电 (000983)

证券研究报告

2019年04月24日

## 分红大超预期，坚定看好国改标的

**事件：**公司2018年实现营收322.7亿元，同比增加12.6%，归母净利润18.02亿元，同比增加14.87%。2018年Q4营收88.99亿元，同比增加16.75%，环比增加9.64%；归母净利润2.80亿元，同比增加43.03%，环比减少31.32%。2019年Q1营收85.10亿元，同比增加16.59%，归母净利润5.94亿元，同比增加15.79%。

**点评：**

### 1、2018年煤炭板块毛利率小幅下滑，产销量增长总体板块利润增厚。

2018年公司实现原煤产量2745万吨，同比增加9.89%；洗精煤产量1170万吨，同比增加6.36%。从销量上看，2018年公司商品煤销量2561万吨，同比增加7.38%，瘦精煤、原煤同比增幅最大，分别为24.53%、49.32%；洗混煤1040万吨，同比减少1.42%。从售价来看，2018年公司商品煤综合售价674.68元/吨，同比增加1.73%，除气精煤、原煤小跌外，其余煤种售价不同幅度上涨，焦精煤、瘦精煤涨幅最大（除煤泥），对应涨幅分别为6.45%、5.26%。综合来看，煤炭业务量价齐增，全年实现营收172.79亿元，同比增长9.26%，不过成本增幅相对较大，毛利率同比下降2.02个百分点至55.61%，煤炭板块毛利润96.08亿，同比增长5.4%。

### 2.2018年每10股派3元，分红大超预期，关注集团国企改革进展。

公司拟以31.512亿股为基础派发2018年度末期股息现金人民币0.3元/股（含税），共计9.45亿元（含税），为公司归母净利润的52.45%，分红大超预期。2017年上市公司层面煤炭产量2498万吨，集团总产量9610万吨，上市公司产量仅占集团的26%，焦煤集团资产证券化率仅24%，集团优质资产有望证券化，关注国企改革进展。

### 3、2018年焦炭板块量价齐升，电力业务亏损依旧。

2018年公司焦炭产量438万吨，同比增加1.62%；焦炭销量448万吨，同比增加5.66%。2018年公司吨焦售价1756.86元/吨，同比增加95.73元/吨；吨焦生产成本1655.14元/吨，同比增长91.67元/吨，吨焦毛利101.72元/吨，同比增加4.06元/吨，焦炭板块毛利率同比小降0.09个百分点至5.79%。2018年公司发电量159亿度，同比增长21.37%，售电量143亿度，同比增长22.22%。2018年电力、热力板块毛利率同比上升3.11个百分点，但仍亏损。

### 4.经营效率提升，研发费用增加。

2018年公司期间费用率17.65%，同比下降0.78个百分点，其中销售费用率、财务费用率同比分别下降0.96、0.4个百分点至7.56%、2.78%；管理费用率、研发费用率同比分别上升0.54、0.04个百分点至6.52%、0.79%。2018年研发投入2.56亿元，为西山晋兴能源重点科研项目“斜沟选煤厂智能化改造”。综合来看2018年全年实现归母净利润18.02亿元，其中Q4实现2.80亿元（计提资产减值损失1.47亿），2019年Q1公司毛利环比下降3.81亿元，而费用控制较好，环比下降5.26亿元，致归母净利润增加至5.94亿元。

**投资建议：**由于公司吨煤成本增加，我们向下调整对公司的盈利预测，2019-2020年净利润由21.03亿、22.23亿下调至19.56亿、20.11亿；预计2021年净利润为18.83亿元，此处暂不考虑集团资产证券化率的提高，我们认为公司有望受益国改，维持“买入”评级。

**风险提示：**山西国改进程不及预期，宏观经济大幅下滑，煤价大幅下跌

### 投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.29元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,151.20
流通A股股本(百万股)	3,151.20
A股总市值(百万元)	22,972.25
流通A股市值(百万元)	22,972.23
每股净资产(元)	6.54
资产负债率(%)	62.46
一年内最高/最低(元)	8.54/5.22

### 作者

**彭鑫** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518110002  
pengxin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《西山煤电-公司点评:三大费用率齐降，中报业绩靓丽》2018-07-31
- 《西山煤电-年报点评报告:产能置换促进18年产量增长，集团全面混改启动》2018-04-24
- 《西山煤电-季报点评:焦煤稀缺龙头业绩稳健高位，山西国改核心标的》2017-10-25

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,655.27	32,271.01	32,825.05	32,996.07	33,149.76
增长率(%)	46.12	12.62	1.72	0.52	0.47
EBITDA(百万元)	5,617.65	6,563.23	5,805.73	5,924.28	5,761.52
净利润(百万元)	1,569.11	1,802.42	1,956.34	2,010.99	1,883.35
增长率(%)	261.48	14.87	8.54	2.79	(6.35)
EPS(元/股)	0.50	0.57	0.62	0.64	0.60
市盈率(P/E)	14.60	12.71	11.71	11.39	12.16
市净率(P/B)	1.28	1.16	1.15	1.08	1.03
市销率(P/S)	0.80	0.71	0.70	0.69	0.69
EV/EBITDA	8.64	5.00	6.95	5.59	6.44

资料来源：wind，天风证券研究所



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,109.72	6,145.17	2,626.00	7,660.18	2,927.09
应收票据及应收账款	7,804.42	6,089.48	10,986.94	3,042.66	11,052.29
预付账款	404.26	450.72	638.09	320.48	671.32
存货	3,294.23	3,213.29	4,915.44	2,592.73	5,580.17
其他	912.56	884.86	1,413.66	622.57	1,442.12
<b>流动资产合计</b>	<b>16,525.18</b>	<b>16,783.52</b>	<b>20,580.13</b>	<b>14,238.62</b>	<b>21,672.99</b>
长期股权投资	2,152.17	2,544.89	2,544.89	2,544.89	2,544.89
固定资产	23,869.51	28,017.24	29,298.00	29,489.23	29,013.76
在建工程	7,636.14	6,451.13	3,906.68	2,392.01	1,465.20
无形资产	3,362.16	8,286.17	8,098.35	7,910.52	7,722.70
其他	4,311.22	2,973.41	3,763.94	3,605.46	3,438.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>41,331.20</b>	<b>48,272.84</b>	<b>47,611.85</b>	<b>45,942.11</b>	<b>44,185.35</b>
<b>资产总计</b>	<b>57,856.38</b>	<b>65,056.36</b>	<b>68,191.98</b>	<b>60,180.73</b>	<b>65,858.33</b>
短期借款	4,285.00	4,678.60	6,969.69	4,326.77	3,875.24
应付票据及应付账款	10,263.80	12,241.70	15,109.61	10,057.67	15,581.23
其他	9,266.56	6,603.68	11,296.59	9,034.47	8,040.39
<b>流动负债合计</b>	<b>23,815.36</b>	<b>23,523.98</b>	<b>33,375.89</b>	<b>23,418.91</b>	<b>27,496.85</b>
长期借款	9,479.67	9,609.91	5,802.02	5,632.14	5,013.28
应付债券	2,993.19	2,995.80	2,995.73	2,994.91	2,995.48
其他	375.09	5,513.77	2,103.11	2,663.99	3,426.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,847.95</b>	<b>18,119.47</b>	<b>10,900.86</b>	<b>11,291.04</b>	<b>11,435.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>36,663.31</b>	<b>41,643.45</b>	<b>44,276.75</b>	<b>34,709.95</b>	<b>38,932.57</b>
少数股东权益	3,275.74	3,618.73	3,946.70	4,295.67	4,620.64
股本	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20
资本公积	932.11	1,104.14	1,104.14	1,104.14	1,104.14
留存收益	14,038.68	15,887.08	16,817.32	18,023.92	19,153.93
其他	(204.67)	(348.24)	(1,104.14)	(1,104.14)	(1,104.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>21,193.07</b>	<b>23,412.91</b>	<b>23,915.23</b>	<b>25,470.78</b>	<b>26,925.77</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>57,856.38</b>	<b>65,056.36</b>	<b>68,191.98</b>	<b>60,180.73</b>	<b>65,858.33</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,837.67	2,149.08	1,956.34	2,010.99	1,883.35
折旧摊销	2,016.82	2,272.94	1,511.52	1,591.26	1,640.10
财务费用	879.35	840.36	869.86	824.90	828.74
投资损失	(90.42)	(186.86)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	551.19	8,227.70	(4,334.28)	4,694.38	(6,524.57)
其它	240.10	(6,147.28)	345.21	354.89	332.36
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,434.72</b>	<b>7,155.93</b>	<b>198.66</b>	<b>9,326.41</b>	<b>(1,990.02)</b>
资本支出	3,843.77	5,205.29	3,470.66	(480.88)	(712.97)
长期投资	282.40	392.72	0.00	0.00	0.00
其他	(6,612.63)	(8,652.54)	(3,380.60)	550.87	812.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,486.46)</b>	<b>(3,054.53)</b>	<b>90.06</b>	<b>69.98</b>	<b>99.99</b>
债权融资	20,405.45	19,915.84	18,777.08	16,050.07	14,796.48
股权融资	(957.77)	(695.10)	(1,625.76)	(824.90)	(828.74)
其他	(21,707.11)	(20,443.15)	(20,959.20)	(19,587.39)	(16,810.80)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,259.43)</b>	<b>(1,222.41)</b>	<b>(3,807.89)</b>	<b>(4,362.22)</b>	<b>(2,843.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>688.83</b>	<b>2,878.99</b>	<b>(3,519.16)</b>	<b>5,034.18</b>	<b>(4,733.09)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>28,655.27</b>	<b>32,271.01</b>	<b>32,825.05</b>	<b>32,996.07</b>	<b>33,149.76</b>
营业成本	19,069.45	22,015.41	22,396.88	22,562.79	22,899.34
营业税金及附加	1,308.56	1,402.87	1,345.83	1,352.84	1,359.14
营业费用	2,442.14	2,441.26	2,461.88	2,408.71	2,419.93
管理费用	1,928.17	2,104.01	2,133.63	2,144.74	2,154.73
研发费用	0.00	255.53	262.60	263.97	265.20
财务费用	911.85	895.59	869.86	824.90	828.74
资产减值损失	391.63	199.12	80.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	0.01	0.00	(0.03)	0.01	0.00
投资净收益	90.42	186.86	150.00	150.00	150.00
其他	(231.11)	(477.89)	(299.94)	(300.02)	(300.01)
<b>营业利润</b>	<b>2,744.14</b>	<b>3,248.25</b>	<b>3,424.34</b>	<b>3,508.12</b>	<b>3,292.68</b>
营业外收入	51.08	28.56	39.82	34.19	37.01
营业外支出	112.26	46.70	79.48	63.09	71.29
<b>利润总额</b>	<b>2,682.97</b>	<b>3,230.10</b>	<b>3,384.68</b>	<b>3,479.22</b>	<b>3,258.40</b>
所得税	845.30	1,081.02	1,083.10	1,113.35	1,042.69
<b>净利润</b>	<b>1,837.67</b>	<b>2,149.08</b>	<b>2,301.58</b>	<b>2,365.87</b>	<b>2,215.71</b>
少数股东损益	268.56	346.66	345.24	354.88	332.36
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,569.11</b>	<b>1,802.42</b>	<b>1,956.34</b>	<b>2,010.99</b>	<b>1,883.35</b>
每股收益(元)	0.50	0.57	0.62	0.64	0.60

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	46.12%	12.62%	1.72%	0.52%	0.47%
营业利润	274.03%	18.37%	5.42%	2.45%	-6.14%
归属于母公司净利润	261.48%	14.87%	8.54%	2.79%	-6.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.45%	31.78%	31.77%	31.62%	30.92%
净利率	5.48%	5.59%	5.96%	6.09%	5.68%
ROE	8.76%	9.11%	9.80%	9.50%	8.44%
ROIC	8.05%	7.99%	8.26%	7.87%	8.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.37%	64.01%	64.93%	57.68%	59.12%
净负债率	76.89%	58.82%	67.53%	32.94%	44.08%
流动比率	0.69	0.71	0.62	0.61	0.79
速动比率	0.56	0.58	0.47	0.50	0.59
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.07	4.65	3.84	4.70	4.70
存货周转率	8.85	9.92	8.08	8.79	8.11
总资产周转率	0.51	0.53	0.49	0.51	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.50	0.57	0.62	0.64	0.60
每股经营现金流	1.72	2.27	0.06	2.96	-0.63
每股净资产	5.69	6.28	6.34	6.72	7.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	14.60	12.71	11.71	11.39	12.16
市净率	1.28	1.16	1.15	1.08	1.03
EV/EBITDA	8.64	5.00	6.95	5.59	6.44
EV/EBIT	13.46	7.65	9.40	7.64	9.00

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com