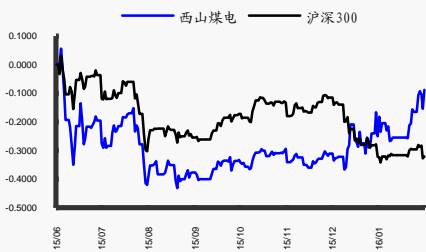


研究所  
证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
联系人：傅鸿浩 S0350115080013  
15802035600 fuhh@ghzq.com.cn

转岗分流深挖降本潜能，对冲煤价下行巩固剩者地位

——西山煤电（000983）点评

最近一年走势



事件：

国际煤炭网报道，山西焦煤集团近期已出台“转岗分流考核指标”，山西焦煤集团在册人数 8.3 万人，转岗分流考核平均比例约 15%。西山煤电西曲、马兰等矿均被纳入。

点评：

1、公司前期成本下降主要源于费用控制、生产优化、降薪、会计变更等因素，未来主要降本空间主要来源于减少人员。

煤价持续低迷，公司采取多种方式控制成本，以减少利润下降幅度。在原煤产量和商品煤销量基本保持稳定的情况下，实现吨商品煤生产成本持续下降，自 2012 年的 388 元/吨下降至 2015 年上半年的 205 元/吨，主要方式为优化生产、降低材料费用、电耗、按规定调整安全储备计提和折旧等。

市场数据 2016/2/26

当前价格（元）	8.18
52 周价格区间（元）	5.01-11.99
总市值（百万）	25776.82
流通市值（百万）	25776.60
总股本（万股）	315120.00
流通股（万股）	315117.32
日均成交额（百万）	581.75
近一月换手（%）	66.42

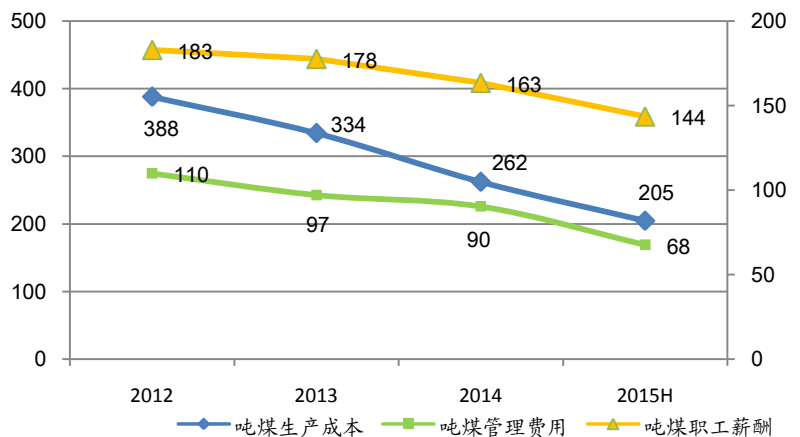
相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
西山煤电	21.5	38.4	4.3
沪深 300	0.3	-23.2	-18.1

相关报告

《焦煤龙头手握优质资源，有望受益产能出清弹性巨大（增持）》2016.1.29

图 1、公司吨商品煤成本和费用持续下降（元/吨）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

同时，公司持续缩减日常费用支出，管理费用自 2012 年的 110 元/吨下降至 68 元/吨。以每年新增的应付职工薪酬作为基数计算吨煤职工薪酬，结果也呈下降趋势，自 2012 年的 183 元/

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

吨下降至 144 元/吨，但至 2014 年底，公司职工人数一直维持在 2.9 万左右，未出现明显下降，职工薪酬下降的主要原因是降薪引起的人均工资水平下降。

因此，经过多年的成本和费用控制，使用控制生产、办公经费等措施降低成本的空间已不大，人员工资和职工人数的下降预计成为公司未来成本下降的主要空间。

**2、通过转岗分流降低的成本，可对冲煤价下降 20-30 元/吨导致的盈利下降风险。**

据媒体披露的山西焦煤集团 2016 年转岗分流方案，山西焦煤集团在册人数 8.3 万人，转岗分流考核平均比例约 15%。公司马兰、西曲等矿也分配了分流考核指标。按照平均分流比例计算，公司 2.9 万人需分流 4400 万人。假设 2015 年平均工资已在 2014 年约 15 万元/人的基础上下降至 12 万元/人，则 2016 年公司若完成转岗分流目标，节约人工成本 5.28 亿元，可对冲煤价继续下降 20-30 元/吨带来的盈利下降风险。

表 1、公司主力矿井 2016 年转岗分流计划

单位名称	年末在册人数(人)	转岗分流比例	转岗分流指标(含离退休)(人)
山西焦煤集团合计	80394	15%	12517
西铭矿	5543	15%	831
马兰矿	4965	14%	695
镇城底矿	3413	14%	478
西曲矿	5066	14%	709
其他	...	...	...

资料来源：网站收集，国海证券研究所

**3、公司为焦煤龙头，手握优质主焦煤资源，成本优势明显，煤炭业务目前处于盈利状态，2016 年有望保持正经营现金流，无煤矿被迫关停之忧。在手现金充裕。**

公司本部四矿及子公司晋兴能源均为焦煤，且富含主焦煤，价格优势显著。2015 年上半年公司商品煤平均售价 409.98 元/吨，吨煤成本低至 204.8 元/吨，除使用多种手段内部挖潜降本之外，公司矿井具有规模优势、产量大是关键。

公司吨煤折旧摊销 30-50 元/吨，2015 年上半年煤价距公司现金流成本还具 40-60 元/吨下降空间。我们认为 2016 年煤炭市场供需差距将有所收窄，停产矿井增多，煤价下降幅度将大幅收窄，加上人工及其他成本的下降，公司较大程度可保持正经营现金流。

公司目前运营电力装机 315 万千瓦，可稳定提供现金流。新建机组投产后将使公司现金流进一步充裕。此外，截至 2015 年三季度，公司在手现金多达 42 亿元。

**4、山西预计为去产能重点区域，产能出清后剩者受益，公司煤炭毛利占比大，业绩相对煤价弹性大，提升空间巨大。**

山西省作为煤炭大省，预计将成为去产能的重点区域。公司有望凭借相对较强的抵御煤价下行风险的能力，静待区域产能出清。经过逐步去产能，煤价企稳或上涨后，公司将率先受益。目前公司煤炭业务毛利占公司整体毛利的 85%，暂不考虑人员分流转岗的影响，若未来去产能后，煤价上涨 10 元/吨，公司全年毛利可增加 2.2 亿元，约可提升公司净利润超过 60%。因此，公司在未来煤炭市场有所好转时，业绩弹性巨大。

**5、维持“增持”评级。**考虑到煤价将进一步下降，我们调低公司 2015-2017 年 EPS 预测至 0.12 元，0.01 元，0.06 元。我们看好公司短期抵御煤价下行风险的能力、充足的现金流、以及供给侧改革带来区域煤炭产能出清后，公司业绩的高弹性。维持公司“增持”评级。

**6、风险提示：**煤价下行幅度超过预期，供给侧政策推进进度低于预期，煤炭去产能进度低于预期，煤矿安全风险，公司人员分流进度低于预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	24391	19715	17072	17398
增长率(%)	-17%	-19%	-13%	2%
净利润（百万元）	273	364	37	176
增长率(%)	-74%	33%	-90%	371%
摊薄每股收益（元）	0.09	0.12	0.01	0.06
ROE(%)	1.46%	2.03%	0.21%	1.01%

表 2、公司盈利预测

证券代码:	000983.sz				股票价格:	7.59	投资评级:	增持		日期:	2016/2/26
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	1%	2%	0%	1%	EPS	0.09	0.12	0.01	0.06		
毛利率	27%	27%	26%	27%	BVPS	5.03	4.75	4.72	4.59		
期间费率	25%	24%	25%	25%	<b>估值</b>						
销售净利率	1%	2%	0%	1%	P/E	87.55	65.78	638.94	135.79		
<b>成长能力</b>					P/B	1.51	1.60	1.61	1.65		
收入增长率	-17%	-19%	-13%	2%	P/S	0.98	1.21	1.40	1.37		
利润增长率	-74%	33%	-90%	371%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
总资产周转率	0.51	0.43	0.38	0.39	营业收入	24391	19715	17072	17398		
应收账款周转率	3.73	3.73	3.73	3.73	营业成本	17788	14390	12647	12689		
存货周转率	7.20	7.20	7.20	7.20	营业税金及附加	316	255	221	225		
<b>偿债能力</b>					销售费用	2394	1380	1195	1218		
资产负债率	61%	61%	60%	61%	管理费用	2427	1893	1789	1823		
流动比	0.79	0.86	1.01	1.13	财务费用	1056	1176	1156	1142		
速动比	0.64	0.72	0.87	0.99	其他费用/(-收入)	31	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	442	621	64	301		
现金及现金等价物	3053	4603	6864	8420	营业外净收支	24	0	0	0		
应收款项	6542	5288	4579	4667	利润总额	467	621	64	301		
存货净额	2469	2033	1786	1793	所得税费用	117	155	16	75		
其他流动资产	548	443	384	391	净利润	350	466	48	226		
流动资产合计	12613	12367	13613	15270	少数股东损益	77	102	11	50		
固定资产	21543	19388	17480	15752	归属于母公司净利润	273	364	37	176		
在建工程	5104	5184	5174	5174	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
无形资产及其他	2793	2793	2514	2234	经营活动现金流	934	6339	4164	2147		
长期股权投资	1562	1562	1562	1562	净利润	350	466	48	226		
资产总计	48197	45877	44924	44574	少数股东权益	77	102	11	50		
短期借款	2134	2134	2134	2134	折旧摊销	2132	2434	2218	1999		
应付款项	8335	6862	6030	6051	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	365	295	255	260	营运资金变动	(1625)	3338	1888	(128)		
其他流动负债	5101	5101	5101	5101	投资活动现金流	(1786)	2074	1919	1728		
流动负债合计	15935	14393	13520	13547	资本支出	(1275)	2074	1919	1728		
长期借款及应付债券	13084	13084	13084	13084	长期投资	14	0	0	0		
其他长期负债	470	470	470	470	其他	(525)	0	0	0		
长期负债合计	13554	13554	13554	13554	筹资活动现金流	2401	(1243)	(128)	(602)		
负债合计	29489	27947	27074	27101	债务融资	4930	0	0	0		
股本	3151	3151	3151	3151	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	18708	17930	17850	17473	其它	(2529)	(1243)	(128)	(602)		
负债和股东权益总计	48197	45877	44924	44574	现金净增加额	1550	7170	5955	3272		

资料来源: 国海证券研究所

## 【电力设备与新能源小组及公用事业环保小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年煤炭、发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事煤炭、电力、天然气行业及上市公司研究。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，1年证券行业研究经验，2015年进入国海证券，主要负责新能源汽车、工控、储能细分行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

### 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。