

证券研究报告

公司研究——年报点评

西山煤电 (000983.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2016.04.26

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

左前明 研究助理

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705

邮箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《西山煤电 (000983) 事件点评: 产业链优化保障煤产销, 整体维持微利》2016.4.26

《西山煤电 (000983) 2014 年中报点评: 税费减免不敌煤价大跌, 业绩低于预期》2014.7.29

《西山煤电 (000983) 2013 年年报点评: 业务量保持增长, 业绩低于预期》2014.4.1

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

16 年业绩同比大幅增加, 国企改革核心受益标的

2017 年 03 月 21 日

事件:

公司发布 2016 年年报, 2016 年, 公司实现营收 196.1 亿元, 同比增加 5.11%, 归母净利润 4.34 亿元, 同比增加 207.75%, 扣非归母净利润 4.18 亿元, 同比增加 237.61%, 基本每股收益 0.1377 元, 同比增加 207.37%。公司拟以 31.512 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.11 元 (含税)。

点评:

- **商品煤价格上涨推动公司业绩同比大幅增加。**公司 16 年原煤产量 2428 万吨, 同比减少 360 万吨, 减幅 12.91%; 洗精煤产量 1116 万吨, 同比减少 174 万吨, 减幅 13.49%; 焦炭产量 421 万吨, 同比减少 27 万吨, 减幅 6.03%; 发电总量 126.33 亿度, 同比增加 7.90 亿度, 增幅 6.67%; 商品煤销量 2361 万吨, 同比减少 167 万吨, 减幅 6.61%; 商品煤综合售价 407.29 元/吨, 同比增加 46.43 元, 增幅 12.87%; 受益于供给侧改革叠加煤炭产能自然出清, 2016 年商品煤价格出现恢复性上涨, 公司平均商品煤售价 407.29 元/吨, 同比增加 46.43 元/吨或 12.87%, 加之公司优化产品结构, 严格控制成本费用, 致使业绩同比大幅增长。
- **山西国企改革持续发酵, 公司为核心受益标的。**近期, 在山西省委省政府的部署下, 山西焦煤集团正加紧研究国企改革方案, 按照资源资产化、资产资本化、资本证券化的思路, 剥离相关社会包袱, 推动焦煤主业整体上市, 目标是做强做优主业, 做出效益, 改革力度和目标或超市场预期。焦煤集团是国内最大的炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商, 是煤炭产能过亿吨的特大型能源集团, 下有西山煤电、汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤等 22 个子分公司和西山煤电、山西焦化、南风化工 3 个 A 股上市公司。近期山西省相关领导多次到访山西焦煤集团调研, 近日山西省副省长王一新在焦煤集团调研时表示, 将把西山煤电打造为“全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大”, 公司是煤炭国企改革核心受益标的。
- **公司是炼焦煤生产龙头企业, 资源优势明显。**西山煤电拥有优质主焦煤, 可采储量 11.2 亿吨, 现拥有原煤产量 3000 万吨, 电力装机容量 316.2 万千瓦时, 焦炭产能 5402 万吨。公司股东焦煤集团资源丰富, 未来注矿预期较高。焦煤集团拥有炼焦煤储量 190 亿吨, 规划总产能 1.95 亿吨/年, 设计焦炭产能 1180 万吨。生产焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等全品种炼焦煤产品, 其中强粘焦煤和肥煤为世界特别稀缺资源, 是大钢厂大高炉不可或缺的骨架原料。2015 年原煤产量 1 亿吨, 炼焦精煤产量 4589 万吨, 焦炭产量 960 万吨, 商品煤总销量 1.1 亿吨, 炼焦煤供应约占中国市场总

量的 8%，是中国炼焦煤行业领先的力量。作为集团下唯一的煤炭上市公司，西山煤电是集团及其煤炭业务实现整体上市的最佳平台。

- **坚持以煤为基、循环多元发展方向，产业结构持续优化。**在国内经济下行压力加大、煤焦产品价格持续走低的大环境下，公司充分利用“煤—电—材、煤—焦—化”两条产业链的规模优势，提高了抗风险能力。**电力产业方面**，公司充分利用山西省综改试验区和国家鼓励煤电一体化产业发展等政策，持续产业扩张，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，有序推进；**焦化产业方面**，公司不断优化配煤结构，降低原料煤成本，提高精细化管理、精准控制能力，实现化工产品效益最大化。在“煤—电—材、煤—焦—化”两条产业链的支持下，公司在一定程度上抵御了煤炭行业下行带来的风险，基本保持了生产经营的稳定。
- **盈利预测及评级：**考虑到未来随着基建项目陆续开工，对焦煤市场形成利好支撑，焦煤市场有望企稳回暖，我们预计 17 年公司煤炭平均售价将大概率处于 650-850 元/吨区间，预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.89 元、0.89 元、0.91 元，对应市盈率（3 月 20 日收盘价）分别为 11、10 和 10 倍。考虑到公司资源优势 and 国企改革预期，给予公司 15 倍的估值，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**经济增长超预期；煤炭行业供给侧改革超预期；公司国企改革进程超预期。
- **风险因素：**经济继续下行，需求低迷；矿难风险。

公司报告首页财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,658.27	19,610.94	27,746.54	28,823.04	31,847.59
增长率 YoY %	-23.50%	5.11%	41.48%	3.88%	10.49%
归属母公司净利润(百万元)	141.05	434.08	2,797.51	2,808.90	2,870.42
增长率 YoY%	-48.37%	207.75%	544.48%	0.41%	2.19%
毛利率%	32.36%	31.45%	42.64%	40.45%	38.87%
净资产收益率 ROE%	0.88%	2.67%	15.71%	13.64%	12.25%
每股收益 EPS(元)	0.04	0.14	0.89	0.89	0.91
市盈率 P/E(倍)	208	68	11	10	10
市净率 P/B(倍)	1.83	1.79	1.53	1.34	1.18

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 3 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,657.67	14,201.32	19,629.72	23,877.90	29,003.66
货币资金	3,924.21	3,529.95	5,701.98	9,276.27	12,826.16
应收票据	1,908.55	1,895.17	2,681.38	2,785.42	3,077.70
应收账款	4,337.36	4,383.72	6,202.31	6,442.95	7,119.04
预付账款	542.12	358.59	424.53	457.85	519.32
存货	2,910.71	3,185.06	3,770.69	4,066.61	4,612.62
其他	1,034.71	848.81	848.81	848.81	848.81
非流动资产	37,573.38	39,680.86	40,094.68	40,350.66	40,762.27
长期投资	1,517.87	1,869.77	1,869.77	1,869.77	1,869.77
固定资产	22,510.89	22,752.68	26,175.89	30,202.47	30,581.68
无形资产	2,796.22	2,890.18	2,877.81	2,771.76	2,665.71
其他	10,748.41	12,168.23	9,171.22	5,506.66	5,645.10
资产总计	52,231.05	53,882.18	59,724.40	64,228.56	69,765.93
流动负债	20,833.75	22,068.74	24,517.82	25,580.22	27,600.46
短期借款	3,488.76	3,605.00	3,605.00	3,605.00	3,605.00
应付账款	7,821.85	8,221.52	9,733.21	10,497.04	11,906.46
其他	9,523.14	10,242.22	11,179.61	11,478.18	12,089.00
非流动负债	12,412.48	12,431.93	12,431.93	12,431.93	12,431.93
长期借款	8,972.15	9,013.26	9,013.26	9,013.26	9,013.26
其他	3,440.33	3,418.67	3,418.67	3,418.67	3,418.67
负债合计	33,246.23	34,500.67	36,949.76	38,012.15	40,032.39
少数股东权益	2,933.53	2,952.71	3,583.00	4,215.85	4,862.57
归属母公司股东权益	16,051.30	16,428.80	19,191.65	22,000.55	24,870.97
负债和股东权益	52,231.05	53,882.18	59,724.40	64,228.56	69,765.93

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,658.27	19,610.94	27,746.54	28,823.04	31,847.59
同比	-23.50%	5.11%	41.48%	3.88%	10.49%
归属母公司净利润	141.05	434.08	2,797.51	2,808.90	2,870.42
同比	-48.37%	207.75%	544.48%	0.41%	2.19%
毛利率	32.36%	31.45%	42.64%	40.45%	38.87%
ROE	0.88%	2.67%	15.71%	13.64%	12.25%
每股收益(元)	0.04	0.14	0.89	0.89	0.91
P/E	208	68	11	10	10
P/B	1.83	1.79	1.53	1.34	1.18
EV/EBITDA	14.53	13.24	5.96	5.72	5.49

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,658.27	19,610.94	27,746.54	28,823.04	31,847.59
营业成本	12,621.03	13,442.88	15,914.62	17,163.55	19,468.07
营业税金及附加	693.12	711.30	832.40	864.69	955.43
营业费用	2,120.85	1,894.33	2,774.65	2,594.07	2,866.28
管理费用	1,768.92	1,741.81	2,635.92	2,594.07	2,866.28
财务费用	1,102.96	978.94	995.58	968.45	925.00
资产减值损失	87.15	200.32	132.91	139.75	155.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.83	92.32	57.19	74.75	65.97
营业利润	286.07	733.67	4,517.65	4,573.21	4,676.76
营业外收入	62.80	141.50	85.33	96.54	107.79
营业外支出	37.84	171.82	32.58	80.74	95.05
利润总额	311.02	703.36	4,570.41	4,589.01	4,689.51
所得税	100.40	252.41	1,142.60	1,147.25	1,172.38
净利润	210.62	450.95	3,427.81	3,441.76	3,517.13
少数股东损益	69.58	16.87	630.29	632.86	646.72
归属母公司净利润	141.05	434.08	2,797.51	2,808.90	2,870.42
EBITDA	3,292.00	3,606.61	8,018.82	8,347.76	8,696.47
EPS (摊薄)	0.04	0.14	0.89	0.89	0.91

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	944.40	2,622.47	5,783.55	7,527.79	7,927.36
净利润	210.62	450.95	3,427.81	3,441.76	3,517.13
折旧摊销	1,889.72	1,921.22	2,433.52	2,743.86	2,992.06
财务费用	1,091.27	982.04	1,014.90	1,014.90	1,014.90
投资损失	-21.83	-92.32	-57.19	-74.75	-65.97
营运资金变动	-2,332.78	-1,044.41	-940.20	248.76	288.62
其它	107.40	404.99	-95.28	153.28	180.63
投资活动现金流	-2,367.80	-2,409.27	-2,561.96	-2,938.61	-3,362.58
资本支出	-2,267.14	-2,599.58	-2,619.15	-3,013.36	-3,428.55
长期投资	49.34	16.45	57.19	74.75	65.97
其他	-150.00	173.85	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,187.51	-1,573.52	-1,049.56	-1,014.90	-1,014.90
吸收投资	4.90	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	2,000.13	43.48	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,081.64	982.28	1,049.56	1,014.90	1,014.90
现金净增加额	764.11	-1360.32	2172.03	3574.29	3549.89

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

左前明，中国矿业大学（北京）博士，高级工程师，注册咨询（投资）工程师，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订以及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，主要负责煤炭行业研究。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。