

西山煤电(000983)/煤炭开采

电力亏损及资产减值损失拖累 2017 下半年业绩, 2018 一季度业绩同环比改善明显

评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

电话:

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

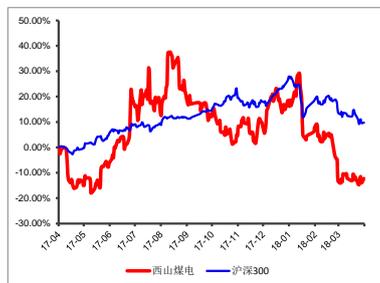
联系人: 陈晨

电话:

Email:

基本状况

总股本(百万股)	3,151.2
流通股本(百万股)	3,151.2
市价(元)	7.72
市值(百万元)	24,327.3
流通市值(百万元)	24,327.2

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 西山煤电三季报点评: 低估值焦煤龙头, 业绩释放符合预期
- 2 低估值焦煤龙头, 业绩弹性大
- 3 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

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,610.9	28,655.3	31,034.7	32,055.8	33,109.6
增长率 yoy%	5.1%	46.1%	8.3%	3.3%	3.3%
净利润	434.1	1,569.1	1,081.3	2,259.8	2,321.3
增长率 yoy%	207.8%	261.5%	32.6%	8.6%	2.7%
每股收益(元)	0.14	0.50	0.66	0.72	0.74
每股现金流量	0.83	1.72	2.41	1.40	2.58
净资产收益率	2.6%	8.8%	10.9%	10.7%	10.1%
P/E	56.0	15.5	11.7	10.8	10.5
PEG	0.7	1.1	0.1	0.1	0.7
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

备注:

投资要点

- **公司披露 2017 年度报告以及 2018 年 1 季度报告:** 2017 年实现营业收入 286.6 亿元(+46.12%), 归属于上市公司股东净利润 15.7 亿元(+261.5%), 其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为 4.6、4.5、4.6、2.0 亿元, 扣非后为 15.7 亿元(+276%), EPS 为 0.498 元/股(+262%), 拟每股派发现金红利 0.04 元(含税), 分红率 8.03%。2018 年 1 季度公司实现营业收入 73 亿元(+5.6%), 归属于上市公司股东净利润 5.13 亿元(+10.42%), 扣非后为 5.19 亿元(+9%), 折合 EPS 为 0.163 元(+10.4%)。
- **煤炭业务高盈利能力突出。** 2017 年, 公司第一大收入来源(收入占比 55%)煤炭产销量分别为 2498 万吨(+2.9%)、2385 万吨(+1.0%), 其中精煤产销量分别为 1100 万吨(-1.4%)、1107 万吨(-5.9%), 煤炭综合售价 663 元/吨(+63%), 吨煤成本 281 元/吨(+52%), 吨煤毛利为 382 元/吨(+72%)。根据我们测算, 斜沟煤矿贡献归母净利润 10.7 亿元, 本部煤矿贡献 9.2 亿元, 合计约 20 亿元, 且上下半年都约为 10 亿元, 长协煤占比较高, 使得公司煤炭利润贡献较为平稳。
- **焦化业务盈利改善明显。** 2017 年, 第二大收入来源(收入占比 25%)焦炭产/销量 431/424 万吨, 同比+2.4%/-0.2%, 吨焦价格 1661 元/吨(+56%), 吨焦成本 1563 元/吨(+60%)。合并报表的两家焦化企业净利润合计 6163 万元(+1.26 亿元), 吨焦净利润达到 15 元/吨(+30 元/吨)。
- **电力业务下半年亏损加剧。** 第三大收入来源(收入占比 11%)电力业务发/售电量分别为 131/117 亿千瓦时, 同比+4.0%/+3.5%, 度电售价 0.28 元(+6%), 度电成本 0.30 元(+28%), 度电亏损约 5 分钱, 煤价上涨背景下电力业务经营压力较大, 合并报表的四家电力公司合计亏损 5.8 亿元, 上下半年分别亏损 1.5、4.3 亿元, 下半年电力业务亏损加剧也是导致下半年业绩环比下滑的一大原因。
- **销售费用上涨明显, 期间费用率整体下降, 第 4 季度加大资产减值损失计提。** 2017 年, 公司销售费用 24.4 亿元(+28.9%), 主要是因为运费上涨和港口运杂费增加所致。管理费用 19.3 亿元(+10.7%), 财务费用 9.1 亿元(-6.9%), 三项期间费用合计 52.8 亿元, 期间费用率 18%, 同比下降 5 个 pct。2017 年全年公司计提资产减值损失 3.9 亿元, 同比增加 96%, 主要体现在坏账损失和商誉减值损失上, 其中第四单季计提 3.04 亿元, 这也是第 4 单季业绩环比大幅下滑的一大原因。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2018/19/20 年实现归属于母公司股东的净利润分别为 20.8/22.6/23.2 亿元, 折合 EPS 分别是 0.66/0.72/0.74 元, 当前 7.72 元的股价, 对应 PE 分别为 11.7X/10.8X/10.5X, 维持公司“买入”评级。
- **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

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015H	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018E	2019E	2019E
煤炭													
营业收入(百万元)	17,253.5	17,940.7	16,404.2	12,322.8	4,743.9	9,121.7	4,280.6	9,614.2	7,550.8	15,814.7	17,120.9	17,461.3	17,791.4
营业成本(百万元)	8,462.7	9,868.0	9,483.1	7,043.5	2,442.8	4,106.2	2,387.6	4,375.7	2,799.8	6,700.9	7,321.9	7,618.4	7,891.8
毛利(百万元)	8,791	8,073	6,921	5,279	2,301	5,015	1,893	5,239	4,751	9,114	9,799	9,843	9,900
销量(万吨)	2132	2544	2837	2686	1193	2597	1303	2361	1149	2385	2530	2607	2673
单价(元/吨)	809	705	578	459	398	351	329	407	657	663	677	670	666
单位成本(元/吨)	397	388	334	262	205	158	183	185	244	281	289	292	295
毛利率	50.95%	45.00%	42.19%	42.84%	48.51%	54.98%	44.22%	54.49%	62.92%	57.63%	57.23%	56.37%	55.64%
电力热力													
营业收入(百万元)	2,540.44	3,774.10	4,770.31	4,246.07	1,551.64	3,227.90	1,527.01	3,003.45	1,543.97	3,282	3,473	3,647	3,829
营业成本(百万元)	2,461.13	3,421.36	3,911.39	3,329.09	1,273.04	2,544.94	1,247.30	2,640.08	1,771.02	3,489	3,838	3,900	4,095
毛利(百万元)	79.31	352.74	858.91	916.97	278.60	682.96	279.71	363.37	-227.06	-206.51	-364.66	-252.91	-265.56
发电量(亿千瓦时)	95.41	124.03	159.00	146.00	57.00	118.00	62.00	126.00	60.00	131.0	138	144	152
售电量(亿千瓦时)	82.31	110.63	145.00	132.00	51.00	106.00	55.00	113.00	54.00	117.0	124	130	136
产销率	86%	89%	91%	90%	89%	90%	89%	90%	90%	89%	90%	90%	90%
供热(万GJ)	223.13	226.60	264.00	344.00	187.00	442.00	375.00	955.00	895.00	-	-	-	-
售价(元/千瓦时)	0.31	0.34	0.33	0.32	0.30	0.30	0.28	0.27	0.29	0.28	0.28	0.28	0.28
单位成本(元/千瓦时)	0.30	0.31	0.27	0.25	0.25	0.24	0.23	0.23	0.33	0.30	0.31	0.30	0.30
毛利率	3.12%	9.35%	18.01%	21.60%	17.96%	21.16%	18.32%	12.10%	-14.71%	-6.29%	-10.50%	-6.94%	-6.94%
焦炭													
营业收入(百万元)	8683	7634	6165	5192	2297	4207	1815	4529	3282	7,043	7,674	7,905	8,142
营业成本(百万元)	8540	7560	6101	5063	2159	4085	1715	4151	3100	6,629	7,223	7,440	7,663
毛利(百万元)	144	74	64	129	138	122	100	378	182	414	451	465	479
产量(万吨)	438	417	446	470	229	448	207	421	206	431	440	440	440
销量(万吨)	438	417.91	439	463	231	450	212	425	209	424	440	440	440
产销率	100%	100%	98%	99%	101%	100%	102%	101%	101%	98%	100%	100%	100%
吨焦价格(元/吨)	1983	1827	1404	1121	994	935	856	1066	1570	1661	1744	1797	1850
yoy		-8%	-23%	-20%	-16.6%	-13.9%	14.0%	83.5%	55.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
吨焦成本(元/吨)	1950	1809	1390	1094	935	908	809	977	1483	1563	1642	1691	1742
yoy		-7%	-23%	-21%	-17.0%	-13.5%	7.6%	83.4%	60.1%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	1.65%	0.97%	1.04%	2.49%	6.00%	2.90%	5.50%	8.34%	5.54%	5.88%	5.88%	5.88%	5.88%
焦油													
营业收入(百万元)	327	263	301	264	90	167	73	150					
营业成本(百万元)	356	249	264	245	87	165	67	156					
毛利(百万元)	(28)	15	38	19	4	2	7	(6)					
产量(万吨)	13	12	13	12	6	11	-	12					
毛利率	-8.63%	5.59%	12.49%	7.18%	4.19%	1.21%	8.93%	-3.77%					
煤气													
营业收入(百万元)	578	566	587	585	270	536	246	490					
营业成本(百万元)	567	516	516	510	244	468	229	529					
毛利(百万元)	11	50	71	75	26	68	17	(38)					
产量(万立方米)	143668	140735	146079	145463	67301	133234	-	121,990					
毛利率	1.90%	8.85%	12.05%	12.82%	9.74%	12.63%	7.09%	-7.81%					
其他合计													
营业收入(百万元)	990	1050	1272	1781	327	1399	642	1824	1256	2515	2766	3043	3347
营业成本(百万元)	794	763	957	1598	288	1252	540	1591	1098	2251	2476	2723	2996
毛利(百万元)	196	288	315	184	39	147	102	232	158	264	291	320	352
毛利率	19.77%	27.38%	24.78%	10.30%	11.87%	10.52%	15.90%	12.74%	12.56%	10.51%	10.51%	10.51%	10.51%
总计													
收入(百万元)	30,372	31,229	29,500	24,391	9,280	18,658	8,584	19,611	13,633	28,655	31,035	32,056	33,110
yoy		3%	-6%	-17%		-24%	-8%	5%	59%	46%	8%	3%	3%
成本(百万元)	21,180	22,377	21,233	17,788	6,494	12,621	6,185	13,443	8,769	19,069	20,858	21,681	22,645
yoy		6%	-5%	-16%		-29%	-5%	7%	42%	42%	9%	4%	4%
毛利(百万元)	9,192	8,852	8,268	6,603	2,786	6,037	2,399	6,168	4,864	9,586	10,176	10,375	10,465
毛利率	30.27%	28.35%	28.03%	27.07%	30.02%	32.36%	27.95%	31.45%	35.68%	33.45%	32.79%	32.36%	31.61%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 三张报表摘要

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,610.9	28,655.3	31,034.7	32,055.8	33,109.6	成长性					
减: 营业成本	13,442.9	19,069.5	20,858.4	21,681.0	22,645.0	营业收入增长率	5.1%	46.1%	8.3%	3.3%	3.3%
营业税费	711.3	1,308.6	1,396.6	1,442.5	1,489.9	营业利润增长率	156.5%	274.0%	21.2%	8.4%	2.4%
销售费用	1,894.3	2,442.1	2,544.8	2,564.5	2,615.7	净利润增长率	207.8%	261.5%	32.6%	8.6%	2.7%
管理费用	1,741.8	1,928.2	2,017.3	2,019.5	2,052.8	EBITDA增长率	10.4%	-0.4%	73.1%	5.2%	1.2%
财务费用	978.9	911.9	882.8	783.5	654.9	EBIT增长率	23.3%	110.5%	16.7%	4.3%	-1.0%
资产减值损失	200.3	391.6	100.0	50.0	50.0	NOPLAT增长率	16.7%	128.1%	26.0%	4.3%	-1.0%
加: 公允价值变动收益	-	0.0	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	11.0%	-8.7%	0.8%	-11.1%
投资和汇兑收益	92.3	90.4	90.0	90.0	90.0	净资产增长率	2.1%	9.3%	7.1%	10.5%	9.5%
营业利润	733.7	2,744.1	3,324.8	3,604.7	3,691.2	利润率					
加: 营业外净收支	-30.3	-61.2	-60.0	-60.0	-50.0	毛利率	31.5%	33.5%	32.8%	32.4%	31.6%
利润总额	703.4	2,683.0	3,264.8	3,544.7	3,641.2	营业利润率	3.7%	9.6%	10.7%	11.2%	11.1%
减: 所得税	252.4	845.3	816.2	886.2	910.3	净利率	2.2%	5.5%	6.7%	7.0%	7.0%
净利润	434.1	1,569.1	2,081.3	2,259.8	2,321.3	EBITDA/营业收入	18.5%	12.6%	20.1%	20.5%	20.1%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	8.7%	12.6%	13.6%	13.7%	13.1%
货币资金	3,530.0	4,109.7	7,633.7	8,037.9	12,242.6	运营效率					
交易性金融资产	-	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资本周转天数	415	293	281	277	267
应收账款	5,114.5	3,248.9	5,371.8	2,642.1	4,715.6	流动资本周转天数	-80	-53	-52	-55	-58
应收票据	1,895.2	5,195.2	1,701.4	4,531.6	986.6	流动资产周转天数	265	193	206	213	222
预付账款	358.6	404.3	406.9	376.0	378.8	应收账款周转天数	95	53	50	45	40
存货	3,185.1	3,294.2	3,658.6	2,966.2	3,324.1	存货周转天数	56	41	40	37	34
其他流动资产	118.0	272.8	300.1	330.1	363.1	总资产周转天数	974	702	679	656	635
可供出售金融资产	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	投资资本周转天数	560	412	383	355	326
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,869.8	2,152.2	2,352.2	2,552.2	2,752.2	ROE	2.6%	8.8%	10.9%	10.7%	10.1%
投资性房地产	36.4	34.6	32.9	31.2	29.4	ROA	0.8%	3.2%	4.1%	4.6%	4.6%
固定资产	22,752.7	23,869.5	24,626.8	24,726.6	24,329.2	ROIC	3.7%	8.1%	9.1%	10.5%	10.3%
在建工程	7,570.6	7,627.1	5,795.3	4,496.5	3,597.4	费用率					
无形资产	2,890.2	3,362.2	3,205.9	3,029.7	2,833.5	销售费用率	9.7%	8.5%	8.2%	8.0%	7.9%
其他非流动资产	4,411.3	4,135.6	3,916.3	3,725.2	3,588.9	管理费用率	8.9%	6.7%	6.5%	6.3%	6.2%
资产总额	53,882.2	57,856.4	59,152.0	57,595.4	59,261.3	财务费用率	5.0%	3.2%	2.8%	2.4%	2.0%
短期债务	3,605.0	4,285.0	4,000.0	3,000.0	2,000.0	三费/营业收入	23.5%	18.4%	17.5%	16.7%	16.1%
应付账款	11,012.3	11,532.8	11,643.2	10,640.1	10,746.9	偿债能力					
应付票据	2,545.0	1,337.3	2,718.5	1,135.9	2,638.2	资产负债率	64.0%	63.4%	61.6%	56.5%	53.7%
其他流动负债	4,906.4	6,660.2	5,903.1	6,231.9	5,571.6	负债权益比	178.0%	173.0%	160.5%	129.6%	115.8%
长期借款	9,013.3	9,479.7	9,000.0	8,500.0	8,000.0	流动比率	0.64	0.69	0.79	0.90	1.05
其他非流动负债	3,418.7	3,368.3	3,181.1	3,005.2	2,839.7	速动比率	0.50	0.56	0.64	0.76	0.89
负债总额	34,500.7	36,663.3	36,445.9	32,513.1	31,796.4	利息保障倍数	1.75	3.95	4.77	5.60	6.64
少数股东权益	2,952.7	3,275.7	3,643.0	4,041.8	4,451.5	分红指标					
股本	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	DPS(元)	0.01	-	0.07	0.09	0.11
留存收益	12,504.2	14,038.7	15,911.9	17,889.2	19,862.3	分红比率	8.0%	0.0%	10.0%	12.5%	15.0%
股东权益	19,381.5	21,193.1	22,706.1	25,082.2	27,464.9	股息收益率	0.1%	0.0%	0.9%	1.2%	1.4%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	451.0	-	2,081.3	2,259.8	2,321.3	EPS(元)	0.14	0.50	0.66	0.72	0.74
加: 折旧和摊销	1,921.2	-	2,035.5	2,182.6	2,303.2	BVPS(元)	5.21	5.69	6.05	6.68	7.30
资产减值准备	200.3	-	-	-	-	PE(X)	56.0	15.5	11.7	10.8	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
财务费用	982.0	-	882.8	783.5	654.9	P/FCF	-28.6	120.9	6.4	651.3	6.2
投资收益	-92.3	-	-90.0	-90.0	-90.0	P/S	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	16.9	268.6	367.3	398.8	409.6	EV/EBITDA	10.8	11.3	5.9	5.3	4.4
营运资金的变动	-108.0	182.4	2,311.6	-1,120.7	2,517.5	CAGR(%)	80.7%	14.1%	126.5%	80.7%	14.1%
经营活动产生现金	2,622.5	5,434.7	7,588.6	4,413.9	8,116.6	PEG	0.7	1.1	0.1	0.1	0.7
投资活动产生现金	-2,409.3	-2,486.5	-968.3	-973.3	-978.3	ROIC/WACC	0.4	1.0	1.1	1.3	1.3
融资活动产生现金	-1,573.5	-2,259.4	-3,096.3	-3,036.4	-2,933.6	REP	2.8	1.2	1.0	0.9	0.8

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。