

西山煤电(000983)/

煤炭业务量价皆微升, 业绩稳定性较强

评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qizq.com.cn

分析师: 赵坤

执业证书编号: S0740516080002

Email: zhaokun@r.qizq.com.cn

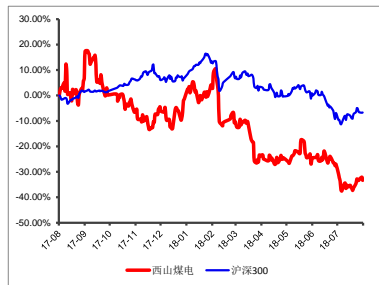
联系人: 陈晨

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

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)	6.86
市值(百万元)	21,617.2
流通市值(百万元)	21,617.2

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 西山煤电 2017 年报及 2018 一季报点评: 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
- 2 西山煤电三季报点评: 低估值焦煤龙头, 业绩释放符合预期
- 3 低估值焦煤龙头, 业绩弹性大

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	2,081.8	2,261.2	2,323.8
增长率 yoy%	207.8%	261.5%	32.7%	8.6%	2.8%
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	2.45	1.45	2.63
净资产收益率	2.6%	8.8%	10.9%	10.7%	10.1%
P/E	49.8	13.8	10.4	9.6	9.3
PEG	0.6	1.0	0.1	0.1	0.7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

备注:

投资要点

- **公司披露 2018 半年度报告:** 实现营业收入 152.6 亿元 (+11.9%), 归属于上市公司股东净利润 11.15 亿元 (+21.59%), 其中 Q1、Q2 分别为 5.13 亿、6.02 亿元, 业绩季度环比增长 17.3%, 考虑二季度政府补贴环比增加 0.47 亿元、投资收益环比增加 0.5 亿元、资产减值损失环比增加 0.52 亿元, 主业盈利环比变动较小。折合 EPS 为 0.35 元/股 (+21.61%)。
- **煤炭产销量小幅增长, 单位售价和单位成本与 2017 全年基本持平。** 报告期内, 公司第一大收入来源(收入占比 53%) 煤炭产销量分别为 1337 万吨 (+2.5%)、1218 万吨(+6.0%), 其中精煤产销量分别为 591 万吨(+10.88%)、576 万吨(+14.1%), 煤炭综合售价 669 元/吨(+1.8%), 略高于 2017 全年的 663 元/吨, 吨煤成本 281 元/吨(+15%), 与 2017 全年持平, 吨煤毛利为 388 元/吨(-6.3%), 略高于 2017 全年的 382 元/吨。
- **焦化业务盈利能力仍然稳定。** 报告期内, 第二大收入来源(收入占比 24%) 焦炭产/销量 224/220 万吨, 同比+8.7%/+5.3%, 吨焦价格 1687 元/吨(+7.5%), 吨焦成本 1605 元/吨(+8.2%)。合并报表的两家焦化企业净利润合计 1899 万元(同比基本持平), 吨焦净利润达到 8.6 元/吨(-0.5 元/吨)。
- **电力业务亏损加剧。** 第三大收入来源(收入占比 13%) 电力业务发/售电量分别为 72/64 亿千瓦时, 同比+20%/+19%, 度电售价 0.31 元(+10%), 度电成本 0.35 元(+6%)。合并报表的四家电力公司合计亏损 2.69 亿元(同比增亏 1.2 亿元), 度电约亏 4 分钱, 2018 年上半年煤价高位震荡, 电力业务的成本居高不下, 造成亏损加剧。
- **资源整合矿将贡献产量, 集团资产证券化有望加快。** 2018-2019 年, 公司整合煤矿鸿兴煤业、登福康煤业(合计 120 万吨)有望逐渐投产, 进一步增厚公司业绩。公司控股股东山西焦煤集团是国内最大炼焦煤生产企业, 产能达到上亿吨, 在山西持续推进国企改革背景下, 国有资产证券化有望加快。
- **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/股, 当前 6.86 元股价对应 PE 分别为 10.4X、9.6X、9.3X, 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	2013A	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H	2018E	2019E	2020E
煤炭											
营业收入 (百万元)	16,404.2	12,322.8	9,121.7	4,280.6	9,614.2	7,550.8	15,814.7	8,145.9	17,120.9	17,461.3	17,791.4
yoy		-25%	-26%		5%	76%	64%	8%	8%	2%	2%
营业成本 (百万元)	9,483.1	7,043.5	4,106.2	2,387.6	4,375.7	2,799.8	6,700.9	3,426.1	7,321.9	7,618.4	7,891.8
yoy		-26%	-42%		7%	17%	53%	22%	9%	4%	4%
毛利 (百万元)	6,921	5,279	5,015	1,893	5,239	4,751	9,114	4,720	9,799	9,843	9,900
销量 (万吨)	2837	2686	2597	1303	2361	1149	2385	1218	2530	2607	2673
单价 (元/吨)	578	459	351	329	407	657	663	669	677	670	666
yoy		-21%	-23%		16%	100%	63%	2%	2%	-1%	-1%
单位成本 (元/吨)	334	262	158	183	185	244	281	281	289	292	295
yoy		-22%	-40%		17%	33%	52%	15%	3%	1%	1%
单位毛利 (元/吨)	244	197	193	145	222	413	382	388	387	378	370
毛利率	42.19%	42.84%	54.98%	44.22%	54.49%	62.92%	57.63%	57.94%	57.23%	56.37%	55.64%
电力热力											
营业收入 (百万元)	4,770.31	4,246.07	3,227.90	1,527.01	3,003.45	1,543.97	3,282	2,012	3,473	3,647	3,829
营业成本 (百万元)	3,911.39	3,329.09	2,544.94	1,247.30	2,640.08	1,771.02	3,489	2,215	3,838	3,900	4,095
毛利 (百万元)	858.91	916.97	682.96	279.71	363.37	-227.06	-206.51	-202.49	-364.66	-252.91	-265.56
发电量 (亿千瓦时)	159.00	146.00	118.00	62.00	126.00	60.00	131.00	72.00	138	144	152
售电量 (亿千瓦时)	145.00	132.00	106.00	55.00	113.00	54.00	117.00	64.00	124	130	136
产销率	91%	90%	90%	89%	90%	90%	89%	89%	90%	90%	90%
售价 (元/千瓦时)	0.33	0.32	0.30	0.28	0.27	0.29	0.28	0.31	0.28	0.28	0.28
单位成本 (元/千瓦时)	0.27	0.25	0.24	0.23	0.23	0.33	0.30	0.35	0.31	0.30	0.30
毛利率	18.01%	21.60%	21.16%	18.32%	12.10%	-14.71%	-6.29%	-10.06%	-10.50%	-6.94%	-6.94%
焦炭											
营业收入 (百万元)	6165	5192	4207	1815	4529	3282	7,043	3,712	7,674	7,905	8,142
营业成本 (百万元)	6101	5063	4085	1715	4151	3100	6,629	3,532	7,223	7,440	7,663
毛利 (百万元)	64	129	122	100	378	182	414	180	451	465	479
产量 (万吨)	446	470	448	207	421	206	431	224	440	440	440
销量 (万吨)	439	463	450	212	425	209	424	220	440	440	440
产销率%	98%	99%	100%	102%	101%	101%	98%	98%	100%	100%	100%
吨焦价格 (元/吨)	1404	1121	935	856	1066	1570	1661	1687	1744	1797	1850
yoy	-23%	-20%	-16.6%	-13.9%	14.0%	83.5%	55.9%	7.5%	3.0%	3.0%	3.0%
吨焦成本 (元/吨)	1390	1094	908	809	977	1483	1563	1605	1642	1691	1742
yoy	-23%	-21%	-17.0%	-13.5%	7.6%	83.4%	60.1%	8.2%	5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	1.04%	2.49%	2.90%	5.50%	8.34%	5.54%	5.88%	4.85%	5.88%	5.88%	5.88%
焦油											
营业收入 (百万元)	301	264	167	73	150						
营业成本 (百万元)	264	245	165	67	156						
毛利 (百万元)	38	19	2	7	(6)						
产量 (万吨)	13	12	11	-	12						
毛利率	12.49%	7.18%	1.21%	8.93%	-3.77%						
煤气											
营业收入 (百万元)	587	585	536	246	490						
营业成本 (百万元)	516	510	468	229	529						
毛利 (百万元)	71	75	68	17	(38)						
产量 (万立方米)	146079	145463	133234	-	121,990						
毛利率	12.05%	12.82%	12.63%	7.09%	-7.81%						
其他合计											
营业收入 (百万元)	1272	1781	1399	642	1824	1256	2515	1386	2766	3043	3347
营业成本 (百万元)	957	1598	1252	540	1591	1098	2251	1211	2476	2723	2996
毛利 (百万元)	315	184	147	102	232	158	264	175	291	320	352
毛利率	24.78%	10.30%	10.52%	15.90%	12.74%	12.56%	10.51%	12.60%	10.51%	10.51%	10.51%
总计											
收入 (百万元)	29,500	24,391	18,658	8,584	19,611	13,633	28,655	15,256	31,035	32,056	33,110
yoy	-6%	-17%	-24%	-8%	5%	59%	46%	12%	8.30%	3.29%	3.29%
成本 (百万元)	21,233	17,788	12,621	6,185	13,443	8,769	19,069	10,384	20,858	21,681	22,645
yoy	-5%	-16%	-29%	-5%	7%	42%	42%	18%	9.38%	3.94%	4.45%
毛利 (百万元)	8,268	6,603	6,037	2,399	6,168	4,864	9,586	4,872	10,176	10,375	10,465
毛利率	28.03%	27.07%	32.36%	27.95%	31.45%	35.68%	33.45%	31.93%	32.79%	32.36%	31.61%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 三张报表摘要

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利润表						成长性					
营业收入	19,610.9	28,655.3	31,034.7	32,055.8	33,109.6	营业收入增长率	5.1%	46.1%	8.3%	3.3%	3.3%
减: 营业成本	13,442.9	19,069.5	20,858.4	21,681.0	22,645.0	营业利润增长率	156.5%	274.0%	21.2%	8.5%	2.4%
营业税金及附加	711.3	1,308.6	1,396.6	1,442.5	1,489.9	净利润增长率	207.8%	261.5%	32.7%	5.4%	2.8%
销售费用	1,894.3	2,442.1	2,544.8	2,564.5	2,615.7	EBITDA增长率	10.4%	55.2%	13.7%	5.4%	1.3%
管理费用	1,741.8	1,928.2	2,017.3	2,019.5	2,052.8	EBIT增长率	23.3%	110.5%	16.7%	4.3%	-1.0%
财务费用	978.9	911.9	882.1	781.3	651.0	NOPLAT增长率	16.7%	128.1%	26.0%	4.3%	-1.0%
资产减值损失	200.3	391.6	100.0	50.0	50.0	投资资本增长率	4.1%	11.0%	-9.2%	0.3%	-11.8%
加: 公允价值变动收益	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%
投资及汇兑收益	733.7	2,744.1	3,325.6	3,607.0	3,695.1	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%
营业利润	703.4	2,683.0	3,265.6	3,547.0	3,645.1	营业利润率	3.7%	9.6%	10.7%	11.3%	11.2%
减: 所得税	252.4	845.3	816.4	886.7	911.3	净利率	2.2%	5.5%	6.7%	7.1%	7.0%
净利润	434.1	1,569.1	2,081.8	2,261.2	2,323.8	EBITDA/营业收入	18.5%	19.6%	20.6%	21.0%	20.6%
资产负债表						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	7,777.9	8,342.5	12,718.0	运营效率					
交易性金融资产	-	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资产周转天数	415	293	279	271	256
应收账款	5,114.5	3,248.9	5,371.8	2,642.1	4,715.6	流动营业资本周转天数	-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	207	216	227
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	382	353	322
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	24,244.8	23,933.7	23,102.5	ROIC	3.7%	8.1%	9.1%	10.5%	10.4%
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	3,443.3	3,517.7	3,585.5	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	3,917.3	3,727.4	3,562.6	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	59,152.5	57,597.3	59,265.9	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%	56.4%	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	0.91	1.07
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	0.77	0.91
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	5.62	6.68
少数股东权益	2,952.7	3,275.7	3,643.1	4,042.2	4,452.2	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	0.04	0.07	0.09	0.11
留存收益	12,504.2	14,038.7	15,912.3	17,890.8	19,866.1	分红比率	8.0%	8.0%	10.0%	12.5%	15.0%
股东权益	19,381.5	21,193.1	22,706.6	25,084.2	27,469.5	股息收益率	0.2%	0.6%	1.0%	1.3%	1.6%
现金流量表						业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	451.0	1,837.7	2,081.8	2,261.2	2,323.8	EPS(元)	0.14	0.50	0.66	0.72	0.74
加: 折旧和摊销	1,921.2	2,016.8	2,180.1	2,342.8	2,473.0	BVPS(元)	5.21	5.69	6.05	6.68	7.30
资产减值准备	200.3	391.6	-	-	-	PE(X)	49.8	13.8	10.4	9.6	9.3
公允价值变动损失	-	-0.0	-	-	-	PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
财务费用	982.0	879.4	882.1	781.3	651.0	P/FCF	-25.4	107.5	5.5	108.6	5.3
投资收益	-92.3	-90.4	-90.0	-90.0	-90.0	P/S	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
少数股东损益	16.9	268.6	367.4	399.0	410.1	EV/EBITDA	10.0	6.8	5.3	4.8	3.9
营运资金的变动	-108.0	557.3	2,310.7	-1,122.0	2,516.0	CAGR(%)	80.7%	14.2%	126.6%	80.7%	14.2%
经营活动产生现金	2,622.5	5,434.7	7,732.1	4,572.3	8,283.9	PEG	0.6	1.0	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	0.5	1.0	1.1	1.3	1.3
融资活动产生现金	-1,573.5	-2,259.4	-3,095.7	-3,034.4	-2,930.1	REP	2.6	1.1	1.0	0.8	0.7

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。