

证券研究报告

公司研究——中报点评

西山煤电 (000983.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.04.26

郭荆璞 能源行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

左前明 煤炭行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 研究助理

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 研究助理

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

相关研究

《西山煤电 (000983) 年报点评: 焦煤龙头业绩稳健增长, 资源优势利好长期发展》2018.04.26

《西山煤电 (000983) 季报点评: 焦煤龙头业绩持续改善, 山西国改核心受益标的》2017.10.30

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

焦煤龙头业绩稳健增长, 公司经营指标逐步向好

2018年08月03日

事件: 2018年7月31日西山煤电发布2018年半年报, 报告期内公司原煤产量同比增2.53%至1337万吨, 商品煤销量同比增6.01%至1218万吨。实现营业收入152.56亿元, 同比增11.90%; 其中主营煤炭业务收入81.46亿元, 同比增7.88%。利润总额17.85亿元, 同比增19.32%; 归母净利润11.15亿元, 同比增21.59%; 扣除非经常性损益后的净利润为11.27亿元, 同比增26.78%; 经营活动产生的现金流净额为37.44亿元, 同比增249.71%; 基本每股收益0.35元, 同比增21.61%。

公司2018年二季度实现营业收入79.56亿元, 同比增18.39%, 环比增9.00%; 利润总额9.41亿元, 同比增30.69%, 环比增11.37%; 归母净利润6.02亿元, 同比增33.06%, 环比增17.26%; 扣非后归母净利润6.08亿元, 同比增47.29%, 环比增17.10%; 经营活动产生的现金流净额17.76亿元, 同比增157.99%, 环比降9.81%; 基本每股收益0.19元, 同比增18.75%, 环比增35.71%。

点评:

- **公司上半年费用明显降低, 盈利能力提升, 关键经营指标持续改善。** 公司上半年ROE6.01%, 同比提高0.62个pct, 盈利能力继续提高, 这主要得益于公司提高长协比例、降低负债率带来的公司费用的降低。上半年公司三费总额24.93亿元, 同比下降11.06%, 其中销售费用10.86亿元, 同比降23.14%, 财务费用3.88亿元, 同比降21.77%, 管理费用10.19亿元, 同比增13.98%。报告期内, 公司负债率61.40%, 较去年同期下降2.33个pct, 环比一季度末下降1.33个pct, 资产负债表不断优化。现金流量利息保障倍数9.19倍, 较去年同期的2.24倍和17年底的5.86倍, 偿债能力不断提升。公司营业周期(存货周转天数+营收账款周转天数)90.15天, 连续8个季度下降, 营运能力持续提升。
- **煤炭板块盈利能力可观, 对公司利润贡献绝对高位。** 2018年上半年公司原煤产量同比增长2.53%至1337万吨; 其中洗精煤产量591万吨, 同比增10.88%, 占比44.2%, 同比增3.33个pct。商品煤销量同比增长6.01%至1218万吨, 其中洗精煤销量576万吨, 同比增14.06%, 占比47.29%, 同比增3.34个pct, 焦精煤销量及占比同略有所下降。上半年公司平均煤炭销售价格668.81元/吨, 同比增1.76%, 较2017年全年均价增0.84%; 公司吨煤生产成本281.28元/吨, 同比增37.59元/吨, 与2017年吨煤生产成本持平, 吨煤毛利387.53元/吨。上半年煤炭板块实现销售收入81.46亿元, 同比增7.88%, 占比53.4%; 板块毛利率57.94%, 同比降4.98个pct; 毛利占比96.88%, 同比降0.8个百分点。板块盈利能力依然可观, 对公司利润的贡献保持绝对高位。
- **焦化业务盈利能力基本稳定, 电力业务依然亏损。** 报告期内, 公司焦炭产量224万吨, 同比增8.7%; 销量220万吨,

同比增 5.3%。公司焦化业务收入 37.11 亿元，同比增 13.07%。占总收入 24.31%，同比提高 0.25 个 pct；毛利 1.8 亿元，同比降 1.10%；毛利率 4.85%，同比降 0.69 个 pct。报告期内，公司发电 72 亿度，同比增 20.00%，售电 64 亿度，同比增 18.52%。电力热力业务收入 20.12 亿元，同比增 30.31%，占总收入 13.19%，同比增 1.86 个 pct。毛利-2.02 亿元，亏损幅度同比降低 0.2 亿元。

- **公司有望受益山西国改，稀缺焦煤资源构筑企业护城河。** 公司拥有优质焦煤资源，可采储量 23.16 亿吨，煤炭产能 2960 万吨，电力装机容量 3150 兆，焦炭产能 540 万吨。焦煤集团拥有炼焦煤地质储量 211.03 亿吨，可采储量 114.31 亿吨，规划总产能 1.74 亿吨/年；此外集团设计焦炭产能 1180 万吨/年。西山煤电作为集团下唯一的煤炭上市公司，是集团及其煤炭业务实现整体上市的最佳平台。公司的主要产品为焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等，所属古交矿区的主焦煤、肥煤是稀缺、保护性开采煤种，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，在国内炼焦精煤特别是优质炼焦精煤的供给方面位于重要地位，资源优势使得公司抗风险能力强，发展有较好预期前景。
- **盈利预测及评级：**基于行业基本面向好，公司费用控制能力增强，我们上调了公司的盈利预测，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64 元、0.74 元、0.82 元，当前股价 6.71 元（8 月 2 日收盘价），对应市盈率分别为 10、9 和 8 倍。考虑到公司资源优势和国企改革预期，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：**宏观经济大幅失速下滑；安全事故风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,610.94	28,655.27	31,040.35	31,707.23	32,124.72
增长率 YoY %	5.11%	46.12%	8.32%	2.15%	1.32%
归属母公司净利润(百万元)	434.08	1,569.11	2,031.35	2,337.42	2,588.89
增长率 YoY%	207.75%	261.48%	29.46%	15.07%	10.76%
毛利率%	31.45%	33.45%	32.50%	33.16%	33.62%
净资产收益率 ROE%	2.67%	9.14%	10.78%	11.17%	11.06%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.50	0.64	0.74	0.82
市盈率 P/E(倍)	49	13	10	9	8
市净率 P/B(倍)	1.29	1.18	1.07	0.96	0.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 8 月 2 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	14,201.32	16,525.18	19,806.87	22,547.34	25,383.41
货币资金	3,529.95	4,109.72	6,376.92	8,888.68	11,585.51
应收票据	1,895.17	5,195.19	5,627.60	5,748.51	5,824.20
应收账款	4,383.72	2,609.23	2,826.40	2,887.13	2,925.14
预付账款	358.59	404.26	444.14	449.29	452.08
存货	3,185.06	3,294.23	3,619.24	3,661.18	3,683.92
其他	848.81	912.56	912.56	912.56	912.56
非流动资产	39,680.86	41,331.20	41,418.52	41,590.94	41,885.71
长期投资	1,869.77	2,152.17	2,152.17	2,152.17	2,152.17
固定资产	22,752.68	23,869.51	27,444.02	31,447.16	31,751.38
无形资产	2,890.18	3,362.16	3,238.51	3,114.86	2,991.21
其他	12,168.23	11,947.36	8,583.82	4,876.74	4,990.94
资产总计	53,882.18	57,856.38	61,225.39	64,138.28	67,269.12
流动负债	22,068.74	23,815.36	24,987.93	25,163.34	25,262.18
短期借款	3,605.00	4,285.00	4,285.00	4,285.00	4,285.00
应付账款	8,221.52	8,926.46	9,807.13	9,920.79	9,982.40
其他	10,242.22	10,603.91	10,895.80	10,957.55	10,994.78
非流动负债	12,431.93	12,847.95	12,847.95	12,847.95	12,847.95
长期借款	9,013.26	9,479.67	9,479.67	9,479.67	9,479.67
其他	3,418.67	3,368.29	3,368.29	3,368.29	3,368.29
负债合计	34,500.67	36,663.31	37,835.89	38,011.29	38,110.13
少数股东权益	2,952.71	3,275.74	3,623.42	4,023.49	4,466.60
归属母公司股东权益	16,428.80	17,917.32	19,766.08	22,103.50	24,692.39
负债和股东权益	53882.18	57856.38	61225.39	64138.28	67269.12

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,610.94	28,655.27	31,040.35	31,707.23	32,124.72
同比	5.11%	46.12%	8.32%	2.15%	1.32%
归属母公司净利润	434.08	1,569.11	2,031.35	2,337.42	2,588.89
同比	207.75%	261.48%	29.46%	15.07%	10.76%
毛利率	31.45%	33.45%	32.50%	33.16%	33.62%
ROE	2.67%	9.14%	10.78%	11.17%	11.06%
每股收益(元)	0.14	0.50	0.64	0.74	0.82
P/E	49	13	10	9	8
P/B	1.29	1.18	1.07	0.96	0.86
EV/EBITDA	10.96	7.45	6.93	6.19	5.69

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,610.94	28,655.27	31,040.35	31,707.23	32,124.72
营业成本	13,442.88	19,069.45	20,950.83	21,193.63	21,325.26
营业税金及附加	711.30	1,308.56	1,417.48	1,447.93	1,467.00
营业费用	1,894.33	2,442.14	2,645.40	2,543.70	2,416.57
管理费用	1,741.81	1,928.17	2,088.66	2,133.54	2,161.63
财务费用	978.94	911.85	608.55	569.00	550.31
资产减值损失	200.32	391.63	203.39	207.76	210.50
公允价值变动收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	92.32	90.42	68.19	83.64	80.75
营业利润	733.67	2,744.14	3,194.22	3,695.31	4,074.21
营业外收入	141.50	51.08	85.13	85.13	85.13
营业外支出	171.82	112.26	107.30	130.46	116.67
利润总额	703.36	2,682.97	3,172.05	3,649.98	4,042.66
所得税	252.41	845.30	793.01	912.50	1,010.67
净利润	450.95	1,837.67	2,379.03	2,737.49	3,032.00
少数股东损益	16.87	268.56	347.68	400.07	443.11
归属母公司净利润	434.08	1,569.11	2,031.35	2,337.42	2,588.89
EBITDA	3,606.61	5,579.14	5,997.28	6,711.25	7,308.07
EPS	0.14	0.50	0.64	0.74	0.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,622.47	5,434.72	5,243.33	5,609.86	6,123.64
净利润	450.95	1,837.67	2,379.03	2,737.49	3,032.00
折旧摊销	1,921.22	2,016.82	2,196.17	2,450.97	2,645.72
财务费用	982.04	879.35	629.07	610.30	619.69
投资损失	-92.32	-90.42	-68.19	-83.64	-80.75
营运资金变动	-1,044.41	374.88	-45.30	-261.08	-250.89
其它	404.99	416.42	152.54	155.82	157.87
投资活动现金流	-2,409.27	-2,486.46	-2,221.01	-2,487.80	-2,807.12
资本支出	-2,599.58	-2,303.63	-2,289.20	-2,571.44	-2,887.87
长期投资	16.45	22.57	68.19	83.64	80.75
其他	173.85	-205.40	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,573.52	-2,259.43	-755.12	-610.30	-619.69
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	43.48	-2,528.96	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	982.28	1,031.81	755.12	610.30	619.69
现金净增加额	-1360.32	688.83	2267.20	2511.76	2696.83

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，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，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，负责煤炭行业研究。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@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。