

2019年04月23日

西山煤电 (000983.SZ)

一季报超预期，业绩有望持续改善

■事件：2019年4月22日，公司发布2018年年报和2019年一季报，2018年实现归属于上市公司股东的净利润18.02亿元，同比增长14.87%。2019年一季度实现归属于母公司所有者的净利润为5.94亿元，较上年同期增15.79%

点评

■四季度实现净利润2.8亿元，全年业绩符合预期：根据年报测算，四季度公司实现归母净利润2.8亿元，同比增长43.03%，环比下降31.32%。业绩环比大幅下降的主要原因是1)三费环比增加4.07亿元或28.01%；2)计提资产减值损失1.47亿元。

■煤炭业务量价齐升：煤炭业务产销两旺，2018年原煤产量2745万吨，同比增长9.88%，其中洗精煤1170万吨，同比增加6.36%，测算精煤洗出率为42.62%，较2017年下滑1.41个百分点。公司销售商品煤2561万吨，同比增长7.38%。公司煤炭综合售价同比提高1.73%至674.68元/吨，吨煤销售成本299.51元/吨，同比上涨6.6%。由于成本增速较高，2018年煤炭业务毛利率下降2.02个百分点至55.61%。

■焦化业务盈利保持平稳，电力业务仍拖累业绩：而由于煤价上涨，电力业务与焦炭业务盈利能力下滑。公司焦炭产销量基本保持平稳，分别为438/448万吨，焦炭业务毛利率为5.79%，下滑0.09个百分点。电力业务方面，公司2018年累计供电143亿度，同比增长22.2%。但由于煤价上涨，电力业务毛利率为-3.18%，仍处于亏损状态。

■一季度业绩超预期：公司一季度实现营业收入为85.1亿元，较上年同期增16.59%；归属于母公司所有者的净利润为5.94亿元，较上年同期增15.79%，超出市场预期。公司业绩同比改善的主要原因是焦煤价格上涨，据Wind数据，京唐港主焦煤一季度均价为1867元/吨，同比增长6.75%。由于公司长协煤比例高，一定程度上限制了公司的业绩弹性，但增值税下降利好公司业绩释放。近年来公司并无大型新建产能投产，预计产销量保持平稳。由于焦煤本身的稀缺性以及进口收紧，焦煤价格有望保持高位，公司业绩有望持续改善。

■山西国改有望加速：据山西日报报道，4月15日山西省深化国有企业改革大会召开，山西省委书记骆惠宁强调，“要善于用好用活上市公司，今年要大力实施“上市公司+”战略，力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”，现有上市公司要加强市值管理，逐步提升资产

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

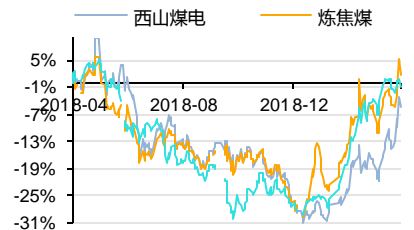
投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**8.76元**
股价(2019-04-22) **7.27元**

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 22,909.22 |
| 流通市值(百万元) | 22,909.21 |
| 总股本(百万股) | 3,151.20 |
| 流通股本(百万股) | 3,151.20 |
| 12个月价格区间 | 5.30/8.49元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 12.22 | -0.84 | -3.63 |
| 绝对收益 | 15.21 | 32.42 | -3.37 |

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-----------------------------|------------|
| 西山煤电：所得税大幅增加，关注焦煤价格上涨/周泰 | 2018-10-29 |
| 西山煤电：半年报业绩同比增长22%，超出市场预期/周泰 | 2018-07-31 |
| 西山煤电：一季报业绩符合预期，公司基本面向好/周泰 | 2018-04-24 |
| 西山煤电：17年业绩预增，关注焦煤价格上涨/周泰 | 2018-01-31 |

证券化率”。公司做为焦煤集团唯一煤炭上市公司，有望受益于山西国改。

■**投资建议：**预计 2019-2021 年公司归母净利为 22.99/24.31/24.99 亿元，折合 EPS 分别为 0.73/0.77/0.79。考虑煤炭板块整体景气回升，公司目前估值处于低位，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 8.76 元。

■**风险提示：**煤炭价格大幅下跌，国企改革进度低于预期

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 28,655.3 | 32,271.0 | 35,359.5 | 36,808.2 | 37,892.6 |
| 净利润 | 1,569.1 | 1,802.4 | 2,299.0 | 2,431.5 | 2,499.8 |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.57 | 0.73 | 0.77 | 0.79 |
| 每股净资产(元) | 5.69 | 6.28 | 6.77 | 7.54 | 8.34 |
| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 市盈率(倍) | 14.6 | 12.7 | 10.0 | 9.4 | 9.2 |
| 市净率(倍) | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 净利润率 | 5.5% | 5.6% | 6.5% | 6.6% | 6.6% |
| 净资产收益率 | 8.8% | 9.1% | 10.8% | 10.2% | 9.5% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 8.1% | 8.0% | 386.9% | -181.0% | -620.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------|-----------|----------|----------|-----------|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 28,655.3 | 32,271.0 | 35,359.5 | 36,808.2 | 37,892.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 19,069.5 | 22,015.4 | 23,061.5 | 24,006.3 | 24,713.6 | 营业收入增长率 | 46.1% | 12.6% | 9.6% | 4.1% | 2.9% |
| 营业税费 | 1,308.6 | 1,402.9 | 1,414.4 | 1,472.3 | 1,515.7 | 营业利润增长率 | 274.0% | 18.4% | 23.2% | 5.7% | 2.8% |
| 销售费用 | 2,442.1 | 2,441.3 | 2,758.0 | 2,871.0 | 2,993.5 | 净利润增长率 | 261.5% | 14.9% | 27.6% | 5.8% | 2.8% |
| 管理费用 | 1,928.2 | 2,104.0 | 3,200.0 | 3,312.7 | 3,410.3 | EBITDA 增长率 | 55.2% | 16.8% | 43.0% | 2.3% | 1.2% |
| 财务费用 | 911.9 | 895.6 | 923.0 | 914.0 | 909.6 | EBIT 增长率 | 110.5% | 19.1% | 14.7% | 4.5% | 2.2% |
| 资产减值损失 | 391.6 | 199.1 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | NOPLAT 增长率 | 128.1% | 10.1% | 21.5% | 4.5% | 2.2% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 11.0% | -97.5% | -323.3% | -70.2% | 2329.7% |
| 投资和汇兑收益 | 90.4 | 186.9 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 净资产增长率 | 9.3% | 10.5% | 8.3% | 11.3% | 10.4% |
| 营业利润 | 2,744.1 | 3,248.2 | 4,002.6 | 4,231.8 | 4,349.9 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -61.2 | -18.1 | -25.0 | -25.0 | -25.0 | 毛利率 | 33.5% | 31.8% | 34.8% | 34.8% | 34.8% |
| 利润总额 | 2,683.0 | 3,230.1 | 3,977.6 | 4,206.8 | 4,324.9 | 营业利润率 | 9.6% | 10.1% | 11.3% | 11.5% | 11.5% |
| 减:所得税 | 845.3 | 1,081.0 | 1,272.8 | 1,346.2 | 1,384.0 | 净利润率 | 5.5% | 5.6% | 6.5% | 6.6% | 6.6% |
| 净利润 | 1,569.1 | 1,802.4 | 2,299.0 | 2,431.5 | 2,499.8 | EBITDA/营业收入 | 19.6% | 20.3% | 26.5% | 26.1% | 25.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 12.6% | 13.3% | 13.9% | 14.0% | 13.9% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 固定资产周转天数 | 293 | 133 | -22 | -63 | -101 |
| 货币资金 | 4,109.7 | 6,145.2 | 34,170.7 | 32,089.1 | 43,337.3 | 流动营业资本周转天数 | -53 | -50 | -65 | -38 | -43 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产周转天数 | 193 | 186 | 323 | 435 | 465 |
| 应收账款 | 3,248.9 | 1,854.1 | 3,057.0 | 1,850.8 | 2,991.1 | 应收帐款周转天数 | 53 | 28 | 25 | 24 | 23 |
| 应收票据 | 5,195.2 | 4,235.4 | 5,586.7 | 4,228.8 | 5,665.3 | 存货周转天数 | 41 | 36 | 33 | 31 | 29 |
| 预付帐款 | 404.3 | 450.7 | 318.0 | 348.8 | 200.3 | 总资产周转天数 | 702 | 686 | 679 | 642 | 665 |
| 存货 | 3,294.2 | 3,213.3 | 3,192.7 | 3,075.6 | 2,965.5 | 投资资本周转天数 | 412 | 197 | -5 | -12 | -69 |
| 其他流动资产 | 272.8 | 884.8 | 425.2 | 527.6 | 612.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | ROE | 8.8% | 9.1% | 10.8% | 10.2% | 9.5% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 3.2% | 3.3% | 4.0% | 4.5% | 3.8% |
| 长期股权投资 | 2,152.2 | 2,544.9 | 2,544.9 | 2,544.9 | 2,544.9 | ROIC | 8.1% | 8.0% | 386.9% | -181.0% | -620.4% |
| 投资性房地产 | 34.6 | 32.9 | 32.9 | 32.9 | 32.9 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 23,869.5 | - | -4,272.0 | -8,544.0 | -12,816.0 | 销售费用率 | 8.5% | 7.6% | 7.8% | 7.8% | 7.9% |
| 在建工程 | 7,627.1 | - | - | - | - | 管理费用率 | 6.7% | 6.5% | 9.1% | 9.0% | 9.0% |
| 无形资产 | 3,362.2 | 8,286.2 | 8,098.3 | 7,910.5 | 7,722.7 | 财务费用率 | 3.2% | 2.8% | 2.6% | 2.5% | 2.4% |
| 其他非流动资产 | 4,135.6 | 37,258.9 | 15,070.5 | 18,741.8 | 23,681.6 | 三费/营业收入 | 18.4% | 16.9% | 19.5% | 19.3% | 19.3% |
| 资产总额 | 57,856.4 | 65,056.4 | 68,374.9 | 62,957.0 | 77,088.2 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 4,285.0 | 4,678.6 | 5,000.0 | 5,000.0 | 5,000.0 | 资产负债率 | 63.4% | 64.0% | 62.8% | 54.9% | 59.3% |
| 应付帐款 | 11,532.8 | - | 11,530.7 | 1,367.7 | 10,165.3 | 负权益比 | 173.0% | 177.9% | 168.8% | 121.7% | 145.4% |
| 应付票据 | 1,337.3 | - | 1,025.0 | 466.8 | 357.0 | 流动比率 | 0.69 | 0.71 | 1.69 | 2.26 | 1.93 |
| 其他流动负债 | 6,660.2 | 18,845.4 | 10,158.6 | 11,841.2 | 13,380.2 | 速动比率 | 0.56 | 0.58 | 1.57 | 2.09 | 1.83 |
| 长期借款 | 9,479.7 | 9,609.9 | 10,000.0 | 10,000.0 | 10,000.0 | 利息保障倍数 | 3.95 | 4.80 | 5.34 | 5.63 | 5.78 |
| 其他非流动负债 | 3,368.3 | 8,509.6 | 5,098.8 | 5,658.9 | 6,422.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 36,663.3 | 41,643.5 | 42,813.2 | 34,334.6 | 45,324.9 | DPS(元) | 0.04 | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 3,275.7 | 3,618.7 | 4,024.4 | 4,453.5 | 4,894.7 | 分红比率 | 8.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 3,151.2 | 3,151.2 | 3,151.2 | 3,151.2 | 3,151.2 | 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 14,038.7 | 15,887.1 | 18,186.1 | 20,617.6 | 23,117.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 21,193.1 | 23,412.9 | 25,361.8 | 28,222.4 | 31,163.3 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | | |
| 净利润 | 1,837.7 | 2,149.1 | 2,299.0 | 2,431.5 | 2,499.8 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 2,016.8 | 2,272.9 | 4,459.8 | 4,459.8 | 4,459.8 | EPS(元) | 0.50 | 0.57 | 0.73 | 0.77 | 0.79 |
| 资产减值准备 | 391.6 | 199.1 | 200.0 | 200.0 | 200.0 | BVPS(元) | 5.69 | 6.28 | 6.77 | 7.54 | 8.34 |
| 公允价值变动损失 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | PE(X) | 14.6 | 12.7 | 10.0 | 9.4 | 9.2 |
| 财务费用 | 879.4 | 840.4 | 923.0 | 914.0 | 909.6 | PB(X) | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 投资损失 | -90.4 | -186.9 | -150.0 | -150.0 | -150.0 | P/FCF | 113.9 | 0.7 | 3.8 | 23.8 | 1.5 |
| 少数股东损益 | 268.6 | 346.7 | 405.7 | 429.1 | 441.1 | P/S | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 营运资金的变动 | 557.3 | -13,890.6 | 20,364.4 | -9,698.8 | 3,825.7 | EV/EBITDA | 8.6 | -0.2 | -0.0 | -0.1 | -1.8 |
| 经营活动产生现金流量 | 5,434.7 | 7,155.9 | 28,501.9 | -1,414.4 | 12,186.0 | CAGR(%) | 15.9% | 11.0% | 81.7% | 15.9% | 11.0% |
| 投资活动产生现金流量 | -2,486.5 | -3,054.5 | 150.1 | 150.0 | 150.0 | PEG | 0.9 | 1.2 | 0.1 | 0.6 | 0.8 |
| 融资活动产生现金流量 | -2,259.4 | -1,222.4 | -626.4 | -817.2 | -1,087.8 | PEG/WACC | 1.5 | 1.5 | 70.6 | -33.0 | -113.3 |
| | | | | | | REP | 1.0 | -1.3 | 0.0 | -0.1 | -0.0 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|---------------|-----------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 苏梦 | | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 杨晔 | 0755-23919631 | yangye@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034