

## 西山煤电(000983)/煤炭开采

## 2018年煤炭量价齐升, 2019年业绩继续增长

评级: 买入(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

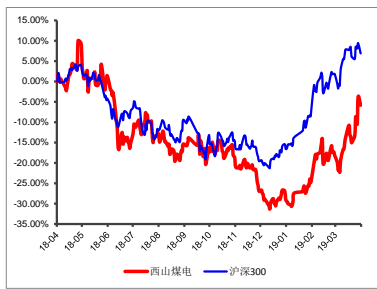
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.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)	7.27
市值(百万元)	22,909.2
流通市值(百万元)	22,909.2

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1 西山煤电 2018 半年报点评: 煤炭业务量价皆微升, 业绩稳定性较强
- 2 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
- 3 西山煤电三季报点评: 低估值焦煤龙头, 业绩释放符合预期

## 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,655	32,271	32,691	33,307	33,755
增长率 yoy%	46.12%	12.62%	1.30%	1.88%	1.34%
净利润	1,569	1,802	2,029	2,242	2,425
增长率 yoy%	261.48%	14.87%	12.57%	10.50%	8.15%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.64	0.71	0.77
每股现金流量	1.72	2.27	0.79	2.30	1.02
净资产收益率	8.76%	9.11%	9.72%	9.80%	9.67%
P/E	14.64	12.75	11.32	10.25	9.47
PEG	1.11	1.23	0.15	0.77	0.92
P/B	1.28	1.16	1.10	1.00	0.92

备注:

## 投资要点

- **公司披露 2018 年度报告:** 实现营业收入 322.71 亿元 (+12.62%), 归属于上市公司股东净利润 18.02 亿元 (+14.87%), 其中 Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别为 5.13、6.02、4.07 和 2.80 亿元, 扣非后归属于上市公司股东净利润为 17.40 亿元 (+10.72%), 基本每股收益为 0.57 元/股 (+14.88%), 加权平均 ROE 达到 9.54% (+0.4%)
- **煤炭产销量有所增长, 单位价格、成本皆上升, 单位毛利下降, 吨煤利润约。** 报告期内, 公司第一大收入来源(收入占比 54%)煤炭产销量分别为 2745 万吨 (+9.89%)、2561 万吨 (+7.38%), 其中精煤产销量分别为 1170 万吨 (+6.36%)、1198 万吨 (+8.22%), 煤炭综合售价 675 元/吨 (+2%), 略高于 2017 全年的 663 元/吨, 吨煤成本 300 元/吨 (+7%), 吨煤毛利为 375 元/吨 (-1.82%), 低于 2017 全年的 382 元/吨。其中, 晋兴能源(即为 1500 万吨/年斜沟矿)实现净利润 16.7 亿元, 权益净利润 13.3 亿元, 占公司比重高达 73.5%。
- **焦化业务产销量同比增长, 盈利总额增加。** 报告期内, 第二大收入来源(收入占比 24%)焦炭产/销量 438/448 万吨, 同比+1.62%/+5.66%, 吨焦价格 1757 元/吨 (+5.8%), 吨焦成本 1655 元/吨 (+5.9%)。合并报表的两家焦化企业净利润合计 6251 万元(+1.44%), 吨焦净利润达到 14 元/吨(同比下降 1 元/吨)。
- **电力业务发电量大幅上升, 受燃料价格上涨影响仍亏损。** 第三大收入来源(收入占比 14%)电力业务发/售电量分别为 164/148 亿千瓦时, 同比+25.19%/+26.50%, 古交电厂三期正式投产运营, 担负起省城供热任务, 经济及社会效益凸显。度电售价 0.30 元(+6.53%), 度电成本 0.31 元(+3.42%), 系燃料价格同比上涨所致。合并报表的四家电力公司合计亏损 3.18 亿元(同比减少 2.60 亿元), 度电约亏 2 分钱。
- **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, 有助于增厚公司业绩。2019 年 4 月 15 日, 山西省再度召开深化国有企业改革大会, 省委书记强调要以“非常之力、恒久之功”推动山西国资国企改革整体进入全国第一方阵, 特别提到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，逐步提升资产证券化率。截至 2017 年底，西山煤电资产总额 578.56 亿元，原煤产量 2498 万吨，而同期山西焦煤集团分别为 2956.73 亿元、9610 万吨，前者占后者比重分别为 19.6%、26.0%，集团外非上市资产规模较大。

- **管理费用大幅增长，销售费用和财务费用微降。**报告期内，公司销售费用 24.41 亿元 (-0.04%)，与去年基本持平。管理费用 21.04 亿元 (+22.83%)，系职工薪酬、租赁费和无形资产摊销增加所致。财务费用 8.96 亿元 (-1.78%)，系利息收入增加所致。三项期间费用合计 54.41 亿元 (+7.38%)，期间费用率为 16.86%，同比下滑 0.82 个 pct。
- **2019Q1 业绩增长 15.79%。**2019 年一季度，公司实现收入 85.1 亿元，同比增加 16.6%，归属于上市公司股东净利润 5.94 亿元，同比增加 15.8%，我们判断公司业绩增长主要是因为一季度焦煤价格上涨所致。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 20.3/22.4/24.3 亿元，折合 EPS 分别是 0.64/0.71/0.77 元/股，当前 7.27 元股价对应 PE 分别为 11.3X、10.2X、9.5X，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: 公司煤炭业务拆分详细**

项目	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
原煤产量	2943	2794	2947	2796	2,788	2428	2498	2745
洗精煤(万吨)产量	1401	1342	1379	1315	1290	1116	1100	1170
精洗率(%)	48%	48%	47%	47%	46%	46%	44%	43%
商品煤销量	2132	2544	2837	2686	2597	2361	2385	2561
产销率(%)	72%	91%	96%	96%	93%	97%	95%	93%
焦精煤	208	208	223	205	233	251	231	240
肥精煤	341	351	371	374	318	373	357	388
瘦精煤	248	255	254	207	187	186	159	198
气精煤	238	319	317	336	365	367	360	372
电精煤	163	143	129	125	37	0	0	0
原煤	211	52	162	216	81	129	148	221
洗混煤	661	1143	1277	1153	1234	979	1055	1040
煤泥	62	73	104	70	73	76	75	102
<b>煤炭销售价格 (不含税)元/吨</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>
商品煤综合	809	705	578	463	361	407	663	675
yoy	12%	-13%	-18%	-20%	-24%	12.8%	62.9%	1.7%
焦精煤	1266	1150	905	738	492	599	1028	1095
肥精煤	1384	1206	971	785	640	664	1166	1170
瘦精煤	993	851	727	530	452	438	758	798
气精煤	911	809	681	476	355	399	659	653
电精煤	639	613	508	417	358			
原煤	332	232	366	231	166	179	306	293
洗混煤	521	476	424	366	282	310	487	509
煤泥	139	176	115	83	68	120	145	153

来源: 中泰证券研究所

**图表 2: 三张报表摘要**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>28,655</b>	<b>32,271</b>	<b>32,691</b>	<b>33,307</b>	<b>33,755</b>	货币资金	4,110	6,145	6,225	6,343	6,428
增长率	46.1%	12.6%	1.3%	1.9%	1.3%	应收款项	8,444	6,752	7,103	5,602	5,986
营业成本	-19,069	-22,015	-22,187	-22,440	-22,613	存货	3,294	3,213	2,689	2,684	2,189
%销售收入	66.5%	68.2%	67.9%	67.4%	67.0%	其他流动资产	677	673	558	626	516
毛利	9,586	10,256	10,504	10,868	11,142	流动资产	16,525	16,784	16,575	15,254	15,119
%销售收入	33.5%	31.8%	32.1%	32.6%	33.0%	%总资产	28.6%	25.8%	26.1%	25.1%	25.6%
营业税金及附加	-1,309	-1,403	-1,471	-1,499	-1,519	长期投资	2,337	2,728	2,726	2,724	2,723
%销售收入	4.6%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	固定资产	23,870	28,017	27,736	27,100	26,169
营业费用	-2,442	-2,441	-2,473	-2,520	-2,554	%总资产	41.3%	43.1%	43.7%	44.6%	44.3%
%销售收入	8.5%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	无形资产	3,362	8,286	8,294	8,297	8,295
管理费用	-1,928	-2,104	-2,125	-2,165	-2,194	非流动资产	41,331	48,273	46,945	45,488	43,918
%销售收入	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	71.4%	74.2%	73.9%	74.9%	74.4%
息税前利润 (EBIT)	3,907	4,307	4,435	4,684	4,875	<b>资产总计</b>	<b>57,856</b>	<b>65,056</b>	<b>63,520</b>	<b>60,742</b>	<b>59,037</b>
%销售收入	13.6%	13.3%	13.6%	14.1%	14.4%	短期借款	4,285	4,679	6,669	7,868	8,092
财务费用	-912	-896	-900	-850	-800	应付款项	14,021	14,177	11,409	11,895	9,251
%销售收入	3.2%	2.8%	2.8%	2.6%	2.4%	其他流动负债	5,510	4,668	4,438	4,220	4,012
资产减值损失	392	199	100	50	0	流动负债	23,815	23,524	22,516	23,983	21,355
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	9,480	9,610	7,900	1,473	0
投资收益	90	187	190	190	190	其他长期负债	3,368	8,510	8,234	7,972	7,723
%税前利润	2.6%	4.9%	5.0%	4.7%	4.5%	<b>负债</b>	<b>36,663</b>	<b>41,643</b>	<b>38,650</b>	<b>33,428</b>	<b>29,078</b>
营业利润	3,477	3,798	3,825	4,074	4,265	<b>普通股股东权益</b>	<b>17,917</b>	<b>19,794</b>	<b>20,864</b>	<b>22,882</b>	<b>25,065</b>
营业利润率	12.1%	11.8%	11.7%	12.2%	12.6%	少数股东权益	3,276	3,619	4,005	4,432	4,894
营业外收支	-61	-18	-20	-20	-20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>57,856</b>	<b>65,056</b>	<b>63,520</b>	<b>60,742</b>	<b>59,037</b>
税前利润	<b>3,416</b>	<b>3,780</b>	<b>3,805</b>	<b>4,054</b>	<b>4,245</b>						
利润率	11.9%	11.7%	11.6%	12.2%	12.6%	<b>比率分析</b>					
所得税	-845	-1,081	-1,190	-1,285	-1,358		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	24.7%	28.6%	31.3%	31.7%	32.0%	<b>每股指标</b>					
净利润	1,838	2,149	2,415	2,669	2,887	每股收益 (元)	0.50	0.57	0.64	0.71	0.77
少数股东损益	269	347	386	427	462	每股净资产 (元)	5.69	6.28	6.62	7.26	7.95
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,569</b>	<b>1,802</b>	<b>2,029</b>	<b>2,242</b>	<b>2,425</b>	每股经营现金流 (元)	1.72	2.27	0.79	2.30	1.02
净利率	5.5%	5.6%	6.2%	6.7%	7.2%	每股股利 (元)	0.04	0.04	0.06	0.07	0.08
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	8.76%	9.11%	9.72%	9.80%	9.67%
净利润	1,838	2,149	2,415	2,669	2,887	总资产收益率	3.18%	3.30%	3.80%	4.39%	4.89%
加: 折旧和摊销	2,017	2,273	2,304	2,437	2,555	投入资本收益率	8.05%	7.99%	8.58%	8.85%	10.23%
资产减值准备	392	199	0	0	0	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	46.12%	12.62%	1.30%	1.88%	1.34%
财务费用	879	840	900	850	800	EBIT增长率	110.54%	19.12%	5.35%	6.61%	4.99%
投资收益	-90	-187	-190	-190	-190	净利润增长率	261.48%	14.87%	12.57%	10.50%	8.15%
少数股东损益	269	347	386	427	462	总资产增长率	7.38%	12.44%	-2.36%	-4.37%	-2.81%
营运资金的变动	557	8,236	-2,931	1,487	-2,848	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>5,435</b>	<b>7,156</b>	<b>2,498</b>	<b>7,253</b>	<b>3,204</b>	应收账款周转天数	52.5	32.2	28.9	26.0	23.4
固定资本投资	-1,182	-2,963	-700	-700	-700	存货周转天数	40.7	36.3	32.5	29.0	26.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,486</b>	<b>-3,055</b>	<b>-708</b>	<b>-708</b>	<b>-708</b>	应付账款周转天数	161.9	152.1	136.9	123.2	110.9
股利分配	-126	-126	-203	-224	-242	固定资产周转天数	292.9	289.4	307.0	296.3	284.1
其他	-2,133	-1,096	-1,507	-6,203	-2,168	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,259</b>	<b>-1,222</b>	<b>-1,710</b>	<b>-6,427</b>	<b>-2,410</b>	净负债/股东权益	67.29%	58.47%	55.18%	30.33%	22.66%
<b>现金净流量</b>	<b>689</b>	<b>2,879</b>	<b>80</b>	<b>117</b>	<b>85</b>	EBIT利息保障倍数	4.0	4.8	5.0	5.7	6.3
						资产负债率	63.37%	64.01%	60.85%	55.03%	49.25%

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。