

## 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, 2019.04.25

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: zhujie@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: 公司经营稳健, 国改加速可期》2019.04.25

《西山煤电 (000983) 季报点评: 三季度业绩下滑, 四季度有望好转》2018.11.05

《西山煤电 (000983) 中报点评: 焦煤龙头业绩稳健增长, 公司经营指标逐步向好》2018.08.03

《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

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

## 煤炭主业量价齐升, 上半年公司业绩向好

2019年08月06日

**事件:** 2019年8月5日西山煤电发布2019年中报, 2019年上半年公司实现营业收入169.33亿元, 同比增加10.99%; 利润总额19.46亿元, 同比增加9.02%; 归母净利润12.68亿元, 同比增加13.72%; 扣除非经常性损益后的净利润12.80亿元, 同比增加13.61%; 经营活动产生的现金流量净额36.39亿元, 同比降2.80%; 基本每股收益0.40元。

#### 点评:

- **煤炭业务量价齐升, 带动公司2019年上半年业绩增长。**2019年上半年公司煤炭产销量明显提高, 上半年生产原煤1482万吨, 同比增145万吨(10.85%); 销售商品煤1302万吨, 同比增84万吨(6.90%)。实现平均煤炭销售价格679.47元/吨, 同比增10.66元/吨(1.59%)。从商品煤产品结构上看, 公司焦精煤占比8.99%(同比增1.6个pct), 肥精煤占比14.52%(同比降0.92个pct), 瘦精煤占比7.83%(同比降0.05个pct), 气精煤占比14.44%(同比降2.15个pct), 原煤占比8.91%(同比增1.85个pct), 洗混煤占比43.93%(同比增1.49个pct)。2019年上半年公司煤炭板块实现营业收入88.45亿元, 同比增7.01亿元(8.58%); 毛利51.22亿元, 同比增4.02亿元(8.52%), 毛利占比92.01%; 毛利率57.91%, 同比持平。总体看公司煤炭业务量价齐升, 煤炭板块盈利的增加带动公司上半年业绩向好。
- **收购晋兴能源10%的股权有望增厚公司利润。**2019年6月公司公告拟竞买晋兴能源10%的股权, 根据挂牌价测算收购估值约为7.7倍PE(静态)和1.2倍PB, 价格较低。此外晋兴能源是西山煤电重要的盈利来源, 当前持股80%, 其下属斜沟矿产能1500万吨/年, 收购10%股权后控股比例达到90%, 权益产能增加150万吨/年, 占公司在产总产能2590万吨的5.7%。2019年上半年晋兴能源实现净利润8.62亿元, 股权增厚10%对应利润理论增加0.86亿元, 增幅约5.93%。2019年8月2日公司就收购晋兴能源10%的股权事宜签订了《产权交易合同》, 若下半年完成交易, 将增厚公司全年利润。
- **炼焦煤资源稀缺利好公司长期发展。**我国主产炼焦煤的煤矿多为生产条件较差、产能较小, 在2016年以来的供给侧改革中大量出清, 而新建煤矿的产品以动力煤为主, 中长期看炼焦煤的供给有紧缩的趋势; 同时随着焦煤矿开采往深部转移, 生产难度也趋势性提升, 因此我们认为炼焦煤, 特别是优质焦煤的价格将长期保持中高位。2019年上半年公司煤炭业务毛利占比92.01%, 炼焦煤销量占比45.78%, 公司主产区所在古交矿区的主焦煤、肥煤具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点, 公司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, 因此炼焦煤的稀缺将极大的利好公司发展。

- **山西国企改革箭在弦上，公司将为核心受益标的。**山西国资委将 2019 年明确为山西省国资国企改革“决胜年”，提出山西今年要大力实施“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。当前山西焦煤集团的资产证券化率约为 24%，公司作为山西焦煤集团旗下唯一的煤炭上市公司，煤炭产量占比仅为 26%，是集团及其煤炭业务实现整体上市的最佳平台。
- **盈利预测及评级：**暂不考虑收购晋兴能源 10%的股权，我们预计公司 2019-2021 年的摊薄 EPS 分别为 0.63 元、0.65 元、0.67 元，当前股价 5.90 元（8 月 5 日收盘价），对应市盈率分别为 9、9 和 9 倍。考虑到公司资源优势 and 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：**经济下行，需求低迷；安全事故风险。

重要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	28,655.27	32,271.01	32,679.53	32,759.36	32,864.48
增长率 YoY %	46.12%	12.62%	1.27%	0.24%	0.32%
归属母公司净利润(百万元)	1,569.11	1,802.42	1,979.75	2,061.41	2,113.00
增长率 YoY%	261.48%	14.87%	9.84%	4.13%	2.50%
毛利率%	33.45%	31.78%	32.10%	32.32%	32.52%
净资产收益率 ROE%	9.14%	9.56%	9.47%	8.95%	8.41%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.57	0.63	0.65	0.67
市盈率 P/E(倍)	12	10	9	9	9
市净率 P/B(倍)	1.04	0.94	0.84	0.77	0.71

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 5 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	16,525.18	16,783.52	17,192.01	18,399.53	19,425.86
货币资金	4,109.72	6,145.17	6,447.72	7,643.09	8,648.52
应收票据	5,195.19	4,235.41	4,289.03	4,299.51	4,313.30
应收账款	2,609.23	1,854.07	1,877.54	1,882.13	1,888.17
预付账款	404.26	450.72	454.27	453.91	454.04
存货	3,294.23	3,213.29	3,238.59	3,236.03	3,236.97
其他	912.56	884.86	884.86	884.86	884.86
<b>非流动资产</b>	41,331.20	48,272.84	50,580.47	51,826.62	53,330.52
长期股权投资	2,152.17	2,544.89	2,544.89	2,544.89	2,544.89
固定资产(合计)	23,869.51	28,017.24	30,707.61	35,119.26	36,484.29
无形资产	3,362.16	8,286.17	8,084.69	7,896.05	7,722.00
其他	11,947.36	9,424.53	9,243.29	6,266.43	6,579.34
<b>资产总计</b>	57,856.38	65,056.36	67,772.48	70,226.15	72,756.38
<b>流动负债</b>	23,815.36	23,523.98	23,648.67	23,644.45	23,655.29
短期借款	4,285.00	4,678.60	4,678.60	4,678.60	4,678.60
应付票据	1,337.34	2,568.56	2,588.79	2,586.74	2,587.49
应付账款	8,926.46	9,673.14	9,749.31	9,741.61	9,744.42
其他	9,266.56	6,603.68	6,631.97	6,637.50	6,644.78
<b>非流动负债</b>	12,847.95	18,119.47	18,119.47	18,119.47	18,119.47
长期借款	9,479.67	9,609.91	9,609.91	9,609.91	9,609.91
其他	3,368.29	8,509.57	8,509.57	8,509.57	8,509.57
<b>负债合计</b>	36,663.31	41,643.45	41,768.14	41,763.92	41,774.76
少数股东权益	3,275.74	3,618.73	3,999.49	4,395.96	4,802.35
归属母公司股东权益	17,917.32	19,794.18	22,004.85	24,066.27	26,179.27
<b>负债和股东权益</b>	57,856.38	65,056.36	67,772.48	70,226.15	72,756.38

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	28,655.27	32,271.01	32,679.53	32,759.36	32,864.48
同比(%)	46.12%	12.62%	1.27%	0.24%	0.32%
归属母公司净利润	1,569.11	1,802.42	1,979.75	2,061.41	2,113.00
同比(%)	261.48%	14.87%	9.84%	4.13%	2.50%
毛利率(%)	33.45%	31.78%	32.10%	32.32%	32.52%
ROE%	9.14%	9.56%	9.47%	8.95%	8.41%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.57	0.63	0.65	0.67
P/E	12	10	9	9	9
P/B	1.04	0.94	0.84	0.77	0.71
EV/EBITDA	6.99	6.07	5.70	5.42	5.17

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	28,655.27	32,271.01	32,679.53	32,759.36	32,864.48
营业成本	19,069.45	22,015.41	22,188.78	22,171.26	22,177.65
营业税金及附加	1,308.56	1,402.87	1,420.63	1,424.10	1,428.67
销售费用	2,442.14	2,441.26	2,472.16	2,478.20	2,486.15
管理费用	1,928.17	2,104.01	2,130.64	2,135.85	2,142.70
研发费用	0.00	255.53	258.76	259.39	260.23
财务费用	911.85	895.59	626.10	611.91	607.10
减值损失合计	391.63	199.12	189.75	224.95	206.42
投资净收益	90.42	186.86	123.20	133.50	147.85
其他	50.26	104.15	76.68	89.89	83.28
<b>营业利润</b>	2,744.14	3,248.25	3,592.59	3,677.10	3,786.69
营业外收支	-61.17	-18.14	-36.54	-16.02	-8.52
<b>利润总额</b>	2,682.97	3,230.10	3,556.04	3,661.07	3,778.17
所得税	845.30	1,081.02	1,195.53	1,203.19	1,258.78
<b>净利润</b>	1,837.67	2,149.08	2,360.51	2,457.89	2,519.39
少数股东损益	268.56	346.66	380.76	396.47	406.39
<b>归属母公司净利润</b>	1,569.11	1,802.42	1,979.75	2,061.41	2,113.00
EBITDA	5,579.14	6,343.40	6,759.98	7,100.52	7,451.62
EPS(当年)(元)	0.50	0.57	0.63	0.65	0.67

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	5,434.72	7,155.93	5,396.20	5,673.55	5,966.16
净利润	1,837.67	2,149.08	2,360.51	2,457.89	2,519.39
折旧摊销	2,016.82	2,272.94	2,543.88	2,791.40	3,019.41
财务费用	879.35	840.36	660.05	648.05	654.05
投资损失	-90.42	-186.86	-123.20	-133.50	-147.85
营运资金变动	374.88	1,785.80	-171.00	-241.31	-216.49
其它	416.42	294.62	125.96	151.02	137.65
<b>投资活动现金流</b>	-2,486.46	-3,054.53	-3,488.24	-3,830.13	-4,306.67
资本支出	-2,303.63	-3,029.10	-3,611.44	-3,963.62	-4,454.53
长期投资	22.57	47.74	123.20	133.50	147.85
其他	-205.40	-73.18	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-2,259.43	-1,222.41	-1,605.41	-648.05	-654.05
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-2,528.96	758.70	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,031.81	1,131.41	1,605.41	648.05	654.05
<b>现金流净增加额</b>	688.83	2,878.99	302.55	1,195.38	1,005.43

## 研究团队简介

**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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。