

2019年08月07日

罗健  
H70406@capital.com.tw  
目标价(人民币/港元)

7.2

公司基本信息

產業別	采掘
A 股价(2019/8/6)	5.77
深证成指(2019/8/6)	8859.47
股價 12 個月高/低	7.23/4.98
總發行股數(百萬)	3151.20
A 股數(百萬)	3151.20
A 市值(億元)	181.82
主要股東	山西焦煤集团 有限责任公司 (54.40%)
每股淨值(元)	6.50
股價/賬面淨值	0.89
股價漲跌(%)	一个月 三个月 一年 -2.7 -4.9 -12.9

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

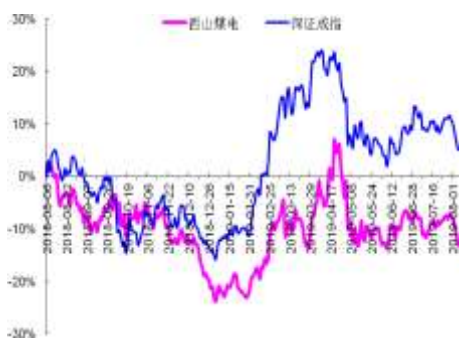
產品組合

煤炭	54.52%
電力熱力	13.96%
焦炭	24.84%
其他	6.68%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	7.0%
一般法人	58.5%

股價相對大盤走勢



西山煤电 (000983.SZ)

Buy 买入

煤炭量价齐升，上半年业绩同比增 13.7%

结论与建议:

公司发布19年上半年业绩公告，上半年实现营收169.33亿元，yoy+11.0%，录得归母净利润12.68亿元，yoy+13.7%，折合每股收益0.403元，其中二季度实现营收84.22亿元，yoy+5.86%，录得归母净利润6.74亿元，yoy+12.0%，业绩符合预期。受供给侧改革、煤矿生产安全检查常态化以及持续环保高压影响，煤炭价格有望长期延续高位震荡，公司层面，近年新产能投产，叠加收购晋兴能源10%股权，公司煤炭权益产能进一步提升，伴随着山西国企改革持续推进，集团资产注入有望提升公司估值，看好公司业绩持续增长和估值提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **煤炭业务量价齐升，推动业绩同比增长：**上半年原煤产量1482万吨，同比增加10.85%，商品煤销量1302万吨，同比增加16.90%，上半年煤炭产销增加预计因斜沟矿的产量释放引起。价格方面，商品煤综合售价679.47元/吨（不含税），同比上涨11.59%。量价齐升带动煤炭业务实现营业收入88.45亿元，同比增长18.58%，受成本上升影响，煤炭业务毛利率同比微降0.03个百分点至57.91%。煤炭业务实现毛利51.22亿元，同比增加8.52%，占公司整体毛利的92.0%，煤炭业务盈利增加推动公司业绩同比增长。

■ **电力、热力扭亏为盈，焦炭业务同比稳增长：**电力、热力方面，上半年电力销售为90亿度，同比增加40.63%，供热量1992万GJ，同比增加40.63%，由于古交西山发电公司18年9月投入生产并网发电，为上半年发电量、供热量带来同比增量。电力、热力合计实现营业收入30.08亿元，yoy+49.49%，获得毛利989万元，上年同期为亏损2.02亿元，实现扭亏为盈。焦炭业务方面，上半年焦炭销售量为213万吨，同比下降3.18%，受益于焦炭价格上涨，焦炭上半年实现营业收入38.52亿元，yoy+3.79%，毛利率同比提高1.26个百分点至6.10%。

■ **收购晋兴能源 10%股权，将增厚公司业绩：**公司公告，拟竞买晋兴能源10%股权，转让方为华能国际电力有限公司，该股权挂牌价12.8亿元。公司原拥有晋兴能源80%股权，晋兴能源是公司重要盈利来源，其下属斜沟矿产能1500万吨/年，收购成功后股权达90%，公司煤矿权益产能增加150万吨/年，增幅为5.7%。晋兴能源2018年实现净利润16.57亿元，截止18年底净资产为105.37亿元，收购价对应的静态PE为7.7倍，PB为1.2倍，收购价格较为便宜。19年上半年晋兴能源实现净利润8.62亿元，股权增加10%后公司利润理论增厚0.86亿元，增幅为5.93%。8月2日公司已签订相关《产权交易合同》，若下半年顺利完成交易，公司全年业绩将得到增厚。

■ **多因素共振，看好公司业绩增长：**基于以下几点原因看好公司业绩持续增长：一、公司2019年新增煤矿权益产能144.6万吨，增幅5.58%，2021年新增煤矿权益产能61.2万吨，增幅2.24%，新产能投产为公司带来产销增量；二、受益于供给侧改革、煤矿生产安全检查常态化以及持续环保高压，煤炭价格有望长期延续高位震荡；三、公司国内炼焦煤龙头企业，18年中国从澳大利亚进口炼焦煤2825.78万吨，市场份额达44%，占比第一，是我国优质炼焦煤进口主要来源国，19年来沿海港口屡传澳大利亚煤炭进口禁令，炼焦煤进口收紧支撑国内炼焦煤景气向上；四、公司是山西焦煤下属炼焦煤资产上市平台，山西焦煤集团是全国最大的炼焦煤生产加工企业及供应商，公司17年焦精煤产量占集团产量仅5.11%，商品煤销量占比26.2%，随着山西国改（加强上市公司市值管理，

提升资产证券化率)的持续推进,集团优质资产有望加速重组,注入上市公司,提升公司成长空间;五、收购晋兴能源 10%股权,增加权益产能,增厚公司全年业绩;六、公司电力、热力业务上半年实现扭亏为盈,但毛利率仅为 0.33%,考虑到高煤价因素,毛利率仍存在较大提升空间。

■ **盈利预测:** 暂不考虑收购股权的背景下,我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 19.7/21.3/22.9 亿元, yoy+9.1%/+8.1%/+7.8%, 折合 EPS 为 0.62/0.67/0.73 元,目前 A 股股价对应的 PE 为 9.2、8.6、7.9 倍,18 年 PB 为 0.92 倍。公司盈利能力稳定,估值较低,首次覆盖,给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 1、煤炭价格大幅下跌; 2、公司新产能投产不及预期。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1569	1802	1967	2127	2293
同比增减	%	261.48%	14.87%	9.14%	8.12%	7.83%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.50	0.57	0.62	0.67	0.73
同比增减	%	261.48%	14.87%	9.14%	8.12%	7.83%
A 股市盈率(P/E)	X	11.59	10.09	9.24	8.55	7.93
股利 (DPS)	RMB 元	0.04	0.30	0.31	0.32	0.33
股息率 (Yield)	%	0.69%	5.20%	5.37%	5.55%	5.72%

预期报酬(Expected Return: ER)为准,说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

**附一：合并损益表**

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28655.27	32271.01	33166.50	34088.84	35023.28
经营成本	19069.45	22015.41	22491.91	22931.37	23368.30
研发费用		255.53	262.62	269.92	277.32
营业税金及附加	1308.56	1402.87	1441.80	1481.89	1522.52
销售费用	2442.14	2441.26	2509.00	2578.78	2649.47
管理费用	1928.17	2104.01	2162.39	2222.53	2283.45
财务费用	911.85	895.59	920.44	946.04	971.97
资产减值损失	391.63	199.12	169.25	174.33	179.56
投资收益	90.42	186.86	192.47	198.24	204.19
营业利润	2744.14	3248.25	3508.82	3792.72	4088.69
营业外收入	51.08	28.56	29.42	30.30	31.21
营业外支出	112.26	46.70	48.10	49.54	51.03
利润总额	2682.97	3230.10	3490.13	3773.47	4068.87
所得税	845.30	1081.02	1144.68	1237.61	1334.50
少数股东损益	268.56	346.66	378.34	409.05	441.07
归属于母公司股东权益	1569.11	1802.42	1967.11	2126.81	2293.30

**附二：合并资产负债表**

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4109.72	6145.17	6406.39	7214.69	8346.28
应收账款	2609.23	1854.07	2002.40	2102.52	2165.59
存货	3294.23	3213.29	3470.35	3643.87	3753.19
流动资产合计	16525.18	16783.52	17774.02	19150.70	20640.37
长期股权投资	2152.17	2544.89	2748.48	2885.91	2972.48
固定资产	23869.51	28017.24	30759.22	32005.66	32858.03
在建工程	7627.13	6451.13	6967.22	7315.58	7535.05
非流动资产合计	41331.20	48272.83	51385.96	53663.73	55165.85
资产总计	57856.38	65056.35	69159.98	72814.43	75806.22
流动负债合计	23815.36	23523.98	24898.29	26143.20	26927.50
非流动负债合计	12847.95	18119.48	19569.04	20547.49	21163.92
负债合计	36663.31	41643.46	44467.33	46690.69	48091.42
少数股东权益	3275.74	3618.73	3908.23	4220.89	4558.56
股东权益合计	21193.07	23412.91	24692.65	26123.73	27714.81
负债及股东权益合计	57856.38	65056.36	69159.98	72814.43	75806.22

**附三：合并现金流量表**

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	5434.72	7155.93	4293.56	5152.27	5667.50
投资活动产生的现金流量净额	-2486.46	-3054.53	-3298.89	-3463.84	-3567.75
筹资活动产生的现金流量净额	-2259.43	-1222.41	-733.45	-880.14	-968.15
现金及现金等价物净增加额	688.83	2878.99	261.22	808.30	1131.60

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。