

## 西山煤电 (000983.SZ) 焦煤龙头根基稳健, 山西国改核心受益者

2020年06月05日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

任金星 (联系人)

zhangxucheng@kysec.cn

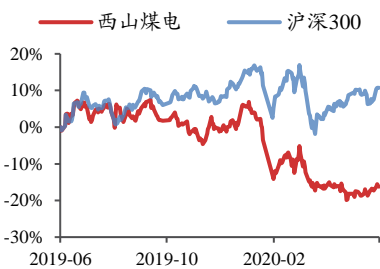
renjinxing@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790120060011

日期	2020/6/5
当前股价(元)	4.83
一年最高最低(元)	6.56/4.61
总市值(亿元)	152.20
流通市值(亿元)	152.20
总股本(亿股)	31.51
流通股本(亿股)	31.51
近3个月换手率(%)	27.77

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 焦煤龙头根基稳健, 山西国改核心受益者。首次覆盖, 给予“买入”评级

公司作为国内炼焦煤龙头——山西焦煤集团旗下核心煤炭上市平台, 以煤炭主业为基础, 发展出“煤焦电”三位一体的多元化经营格局。煤炭主业方面, 公司炼焦煤资源储备丰富, 煤炭产销量整体稳健。同时高售价低成本使公司煤炭业务毛利率业内遥遥领先, 从而稳固了公司的盈利根基。“焦电”辅业则整体稳定, 基本面有所改善。山西焦煤集团与山煤集团的合并重组有望为公司焦煤主业硬实力的提升提供强劲动力。综合来看, 看好公司在炼焦煤主业上的长足发展。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 15.5/17.1/18.7 亿元, 同比变化 -9.6%/10.3%/9.4%; EPS 分别为 0.49/0.54/0.59 元, 对应当前股价, PE 分别为 9.8x/8.9x/8.2x。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 煤炭主业: 尽显焦煤资源优势, 盈利能力行业领先

坐镇山西焦煤主产地, 资源丰富产能领先。公司所处煤田煤层赋存稳定, 涵盖焦煤、肥煤等各类高质量煤种, 焦煤资源丰富, 主要煤矿斜沟矿产能达 1500 万吨。高售价&低成本, 吨煤盈利性行业领先。一方面, 公司凭借优秀煤质及高洗选率, 打造出以优质冶炼精煤为主的产品结构, 具备价格优势; 另一方面, 受益于易开采的煤层赋存条件及高机械化开采率, 吨煤成本业内最低。高售价&低成本使公司吨煤毛利及毛利率在行业中处于领先地位。

### ● 山焦&山煤集团合并, 三动力提升公司焦煤硬实力

山西焦煤集团与山煤集团的合并重组有望为公司焦煤主业硬实力的提升提供强劲动力: 动力一, 山西国改注重省内煤炭资源专业化整合, 或将扩大集团公司龙头规模优势; 动力二, 集团仍有大量优质煤炭产能为实现证券化, 低资产证券率为优质资产注入提供了资本运作空间; 动力三, 山煤国际存在新能源转型预期, 集团在解决同业竞争问题上或更多可能地将煤炭资源向公司整合, 有望进一步拓宽公司焦煤主业的空間。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期; 可再生能源加速替代; 集团重组不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,271	32,955	30,741	31,859	32,787
YOY(%)	12.6	2.1	-6.7	3.6	2.9
归母净利润(百万元)	1,802	1,710	1,546	1,705	1,866
YOY(%)	14.9	-5.1	-9.6	10.3	9.4
毛利率(%)	31.8	31.9	31.5	31.8	32.3
净利率(%)	5.6	5.2	5.0	5.4	5.7
ROE(%)	9.2	8.7	7.4	7.6	7.6
EPS(摊薄/元)	0.57	0.54	0.49	0.54	0.59
P/E(倍)	8.4	8.9	9.8	8.9	8.2
P/B(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 焦煤龙头国企，“煤焦电”三位一体.....	4
1.1、 山西焦煤旗下煤炭上市平台，国内焦煤龙头.....	4
1.2、 煤炭为基稳业绩，“煤焦电”多元布局.....	4
2、 煤炭主业：尽显焦煤资源优势，盈利能力行业领先.....	6
2.1、 坐镇山西焦煤主产地，资源丰富产能领先.....	6
2.2、 煤炭产销整体稳健，优质焦煤是主力产品.....	7
2.3、 高售价&低成本，吨煤盈利性行业领先.....	8
2.4、 辐射华北工业区，炼焦煤长协作的领路者.....	9
3、 焦电辅业：基本面有所改善，关注未来协同效应.....	11
3.1、 焦化业务：积极响应环保改造，产销量整体稳定.....	11
3.2、 发电业务：古交三期项目扭亏为盈，关注煤电协同情况.....	12
4、 山焦&山煤集团合并，三动力提升公司焦煤硬实力.....	13
4.1、 动力一：山西国改注重专业化整合，焦煤龙头再启航.....	13
4.2、 动力二：集团资产证券化率低，优质焦煤资产存在注入空间.....	14
4.3、 动力三：山煤国际新能源转型，有望拓宽公司焦煤主业空间.....	16
5、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	17
5.1、 关键假设.....	17
5.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	19
6、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

## 图表目录

图 1： 背靠山西焦煤集团，“煤焦电”多元发展.....	4
图 2： 2016年后，营收规模逐年攀升.....	5
图 3： 2016年后，总毛利平稳增长.....	5
图 4： 2016年后，归母净利润在15亿元以上水平保持稳定.....	5
图 5： 煤炭、焦炭、电力三大业务贡献主要营收.....	5
图 6： 煤炭业务贡献绝大部分毛利.....	5
图 7： 近年来煤炭业务毛利率在高位保持稳定.....	6
图 8： 2016年后，公司煤炭产销量整体稳健.....	7
图 9： 公司精煤产量及洗选率保持稳定.....	8
图 10： 公司煤炭销量中，冶炼精煤占比近半数.....	8
图 11： 冶炼精煤吨煤价格远高于其他煤种（元/吨）.....	8
图 12： 冶炼精煤贡献主要煤炭收入.....	8
图 13： 公司吨煤售价处于行业平均水平（元/吨）.....	9
图 14： 公司吨煤成本在同类上市公司中最低（元/吨）.....	9
图 15： 公司吨煤毛利处于行业领先水平（元/吨）.....	9
图 16： 公司煤炭业务毛利率在行业内优势明显.....	9
图 17： 2018年前五大客户销售额占比达46.2%.....	10
图 18： 2019年前五大客户销售额占比达44.9%.....	10
图 19： 2019年焦炭产量同比下降3.3%.....	11

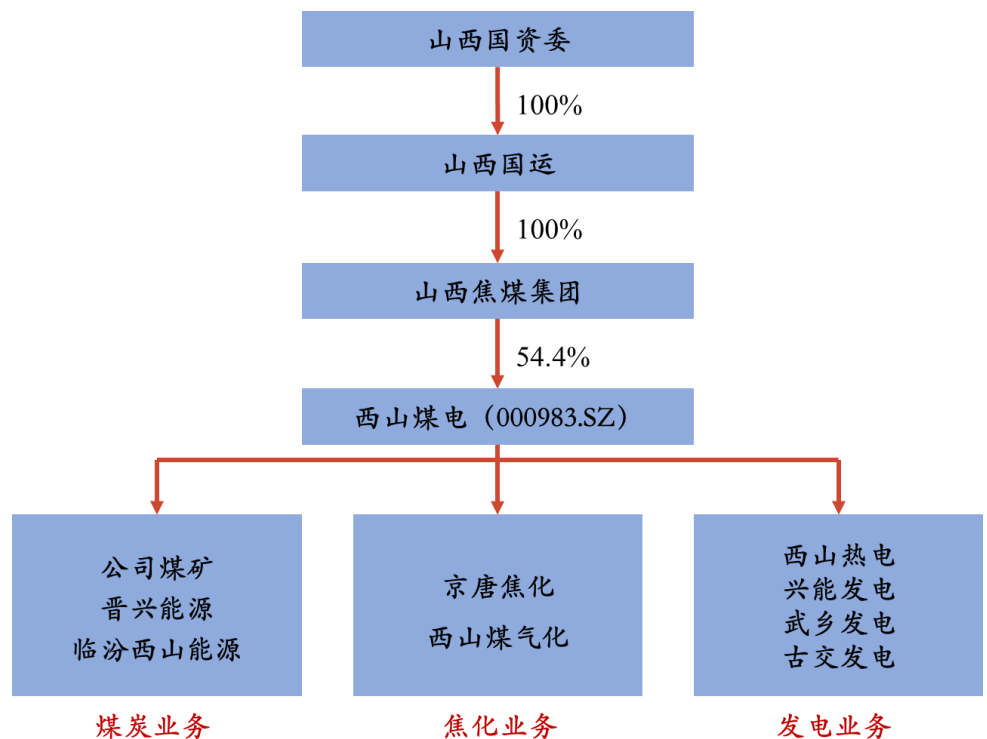
图 20: 2019 年公司焦炭销量同比下降 1.4% .....	11
图 21: 京唐焦化营收平稳增长 .....	12
图 22: 京唐焦化净利润 2019 年同比增长 15% .....	12
图 23: 2019 年公司电力产销量均实现大幅增长 .....	13
图 24: 2019 年发电业务营收大幅增长 .....	13
图 25: 2019 年古交发电净利润扭亏为盈 (百万元) .....	13
图 26: 2019 年发电业务毛利重回正值 .....	13
图 27: 山西七大煤企主要经营业务存在重合 (业务分部以营收占比排序) .....	14
图 28: 焦煤集团与山煤集团产量合计突破亿吨 (万吨) .....	14
图 29: 2020Q1 山西焦煤集团资产证券化率仅 25.4% .....	15
图 30: 山西焦煤集团仍有大量煤炭产能未证券化 .....	15
表 1: 公司煤炭资源储备丰富, 在产煤矿产能合计达 3080 万吨 .....	6
表 2: 近年来, 公司控股股东山西焦煤集团持续深化长协合作 .....	10
表 3: 公司焦炭总产能达 540 万吨 .....	11
表 4: 截至 2019 年末, 公司在产总装机容量为 4350 兆瓦 .....	12
表 5: 山西焦煤集团仍有大量优质煤炭产能未证券化 .....	15
表 6: 山煤国际总产能 3180 万吨, 与公司存在同业竞争 .....	16
表 7: 公司各业务关键假设 .....	18
表 8: 可比公司盈利预测与估值 .....	20

## 1、焦煤龙头国企，“煤焦电”三位一体

### 1.1、山西焦煤旗下煤炭上市平台，国内焦煤龙头

山西西山煤电股份有限公司（以下简称“公司”或“西山煤电”）是我国最大的炼焦煤生产基地，于1999年4月在山西省成立，最早可追溯到1956年成立的西山矿务局，公司于2000年7月在深圳证券交易所上市。公司早期以煤炭开采为核心业务，主要产品为肥煤、焦煤等稀缺炼焦煤种，随着公司不断拓宽煤炭相关产业布局，已发展形成“煤炭-焦化-电力”三位一体的产业布局。公司控股股东为山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“山西焦煤”或“集团”），系中国炼焦煤生产规模最大的煤炭企业，山西七大国有煤炭集团之一，实际控制人为山西国资委。

图1：背靠山西焦煤集团，“煤焦电”多元发展

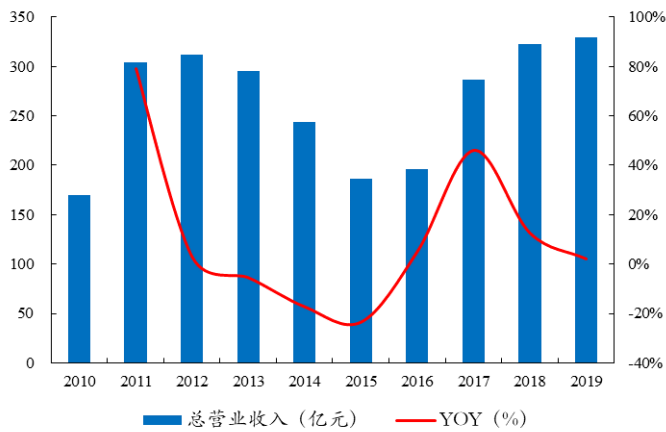


资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、煤炭为基稳业绩，“煤焦电”多元布局

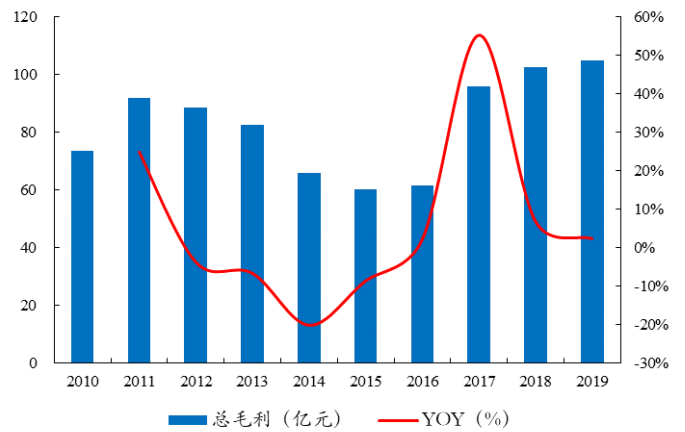
**受益行业供改，连续三年稳定盈利。**2016年后，受益于煤炭行业供给侧改革，行业落后产能有序退出，公司优质焦煤产能优势愈发凸显。随着煤炭市场景气回升，公司在2016年后业绩基本面大幅改善，并连续三年实现营收、毛利规模平稳增长，归母净利润则在15亿元以上保持相对稳定。2019年公司实现总营收330亿元，同比增长2.1%；实现总毛利105亿元，同比增长2.4%；实现归母净利润17.1亿元，同比下降5.1%（业绩小幅下降主要源于非煤业务减值损失：西山煤气化部分焦化资产政策性关停导致资产减值&武乡发电商誉减值）。

图2: 2016年后, 营收规模逐年攀升



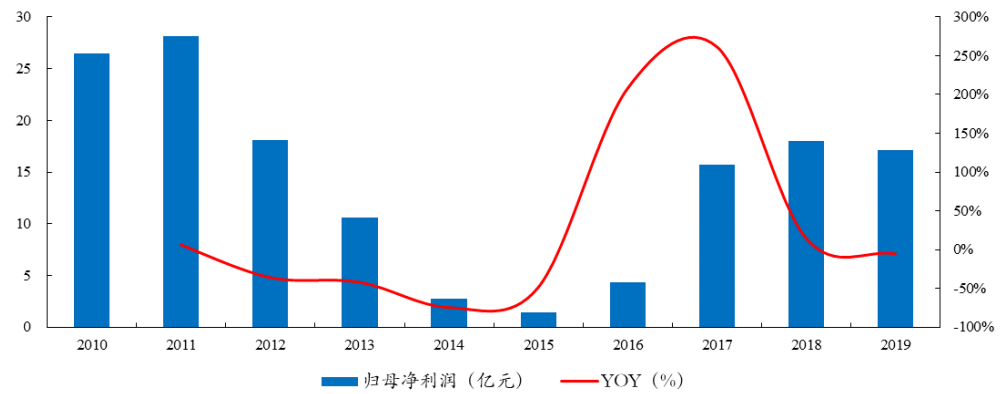
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2016年后, 总毛利平稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

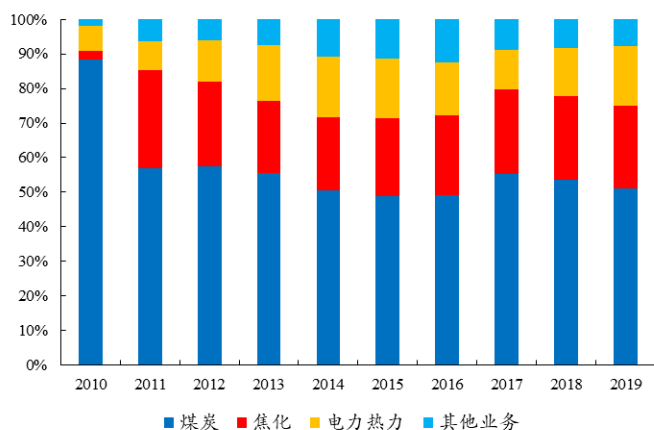
图4: 2016年后, 归母净利润在15亿元以上水平保持稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

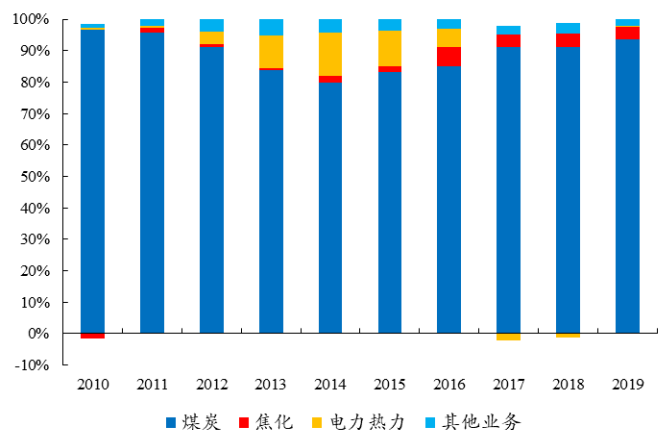
“煤焦电”协同发展，煤炭仍是盈利根基。公司在煤炭主业基础上纵向延伸，协同发展焦化与发电业务，打造出“煤焦电”三位一体的产业布局。营收结构方面，“煤焦电”三业务贡献主要营收，2019年分别占比51%、24%、17%；毛利结构方面，煤炭业务则贡献绝大部分毛利，是公司的盈利根基，2019年煤炭毛利占比达94%；同时，煤炭业务毛利率在行业供改以后保持50%以上高位稳定，2019年达58%。

图5: 煤炭、焦炭、电力三大业务贡献主要营收

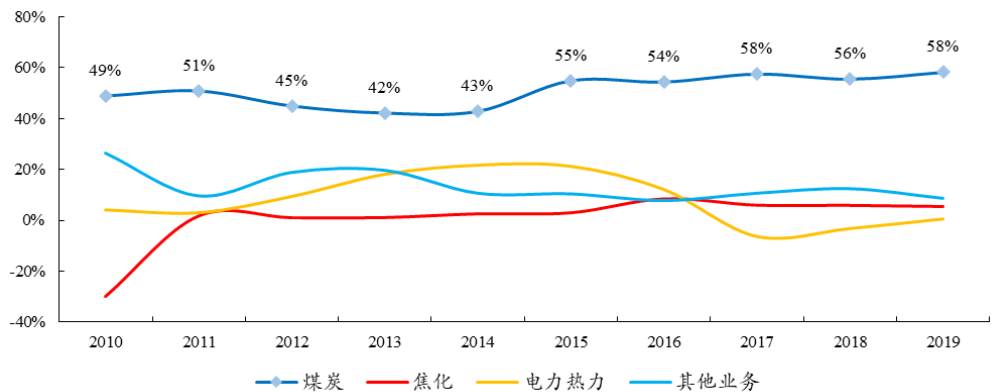


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 煤炭业务贡献绝大部分毛利



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图7：近年来煤炭业务毛利率在高位保持稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、煤炭主业：尽显焦煤资源优势，盈利能力行业领先

### 2.1、坐镇山西焦煤主产地，资源丰富产能领先

公司所属矿区主要分布于山西省六大煤田中主产炼焦煤的西山、河东、霍西煤田，煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，开采难度相对较低。同时涵盖各类高质量煤种，包括焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤等稀缺炼焦煤品种。截至2019年末，公司煤炭资源保有储量达46亿吨，可采储量达26.5亿吨。公司共有9处在产煤矿，核定产能总计达3080万吨。其中斜沟矿是国家煤炭工业“十一五”规划建设项目和重点建设的10个千万吨矿井之一，单矿核定产能达1500万吨，占比48.7%。由于2019年公司增持晋兴能源10%股份，斜沟矿权益产能提升至1350万吨，其对公司权益产能及业绩贡献进一步提升。

**表1：公司煤炭资源储备丰富，在产煤矿产能合计达3080万吨**

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
西曲矿	公司本部	山西太原古交市	焦煤	100%	31,822	16,968	400	400	在产
镇城底矿	公司本部	山西太原古交市	肥煤	100%	26,910	15,205	190	190	在产
马兰矿	公司本部	山西太原古交市	肥煤	100%	109,634	61,108	360	360	在产
西铭矿	公司本部	山西太原	瘦煤	100%	20,854	12,351	360	360	在产
斜沟矿	晋兴能源	山西吕梁兴县	气煤	90%	213,859	121,571	1,500	1,350	在产*
生辉煤业	临汾西山能源	山西临汾	瘦煤	55%	6,337	2,591	90	50	在产（整合矿）
义城煤业	义城煤业	山西太原古交市	肥煤	51%	1,272	700	60	31	在产（整合矿）
鸿兴煤业	临汾西山能源	山西临汾	焦煤	100%	1,644	1,174	60	60	试生产（整合矿）
登福康煤业	临汾西山能源	山西临汾	焦煤	90%	3,450	2,572	60	54	试生产（整合矿）
圪堆煤业	临汾西山能源	山西临汾	焦煤	51%	882	579	60	31	在建（整合矿）
光道煤业	临汾西山能源	山西临汾	1/3焦煤	51%	3,487	2,382	120	61	在建（整合矿）
唐城煤矿	永鑫煤炭	山西临汾安泽县	主焦煤	60%	10,000	7,000	200	120	未开工
冀氏煤矿	永鑫煤炭	山西临汾安泽县	瘦贫煤	60%	30,000	21,000	500	300	未开工



矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
在产-合计				93%	415,782	234,240	3,080	2,854	
在建-合计				51%	4,369	2,961	180	92	
总合计				85%	460,151	265,201	3,960	3,366	

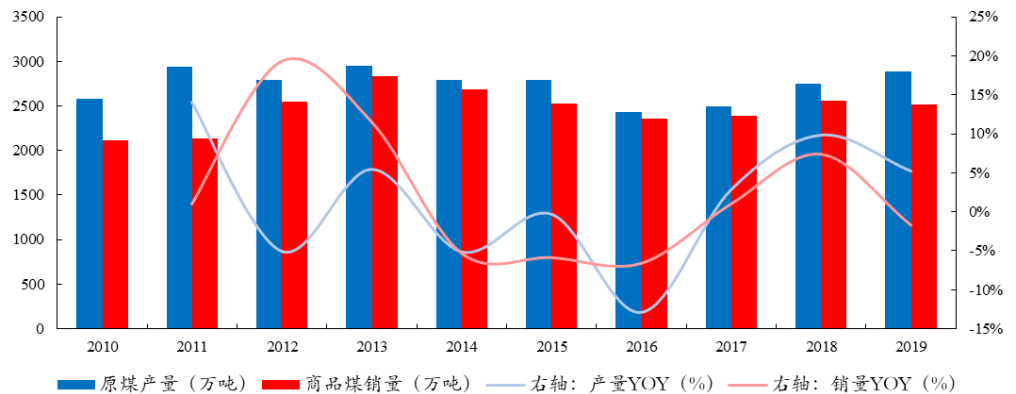
资料来源：国家能源局、山西焦煤集团公告、公司公告、开源证券研究所

\*注：斜沟矿虽列示在国家能源局所公示的在建煤矿名单中，但实际已经处于在产状态。

## 2.2、煤炭产销整体稳健，优质焦煤是主力产品

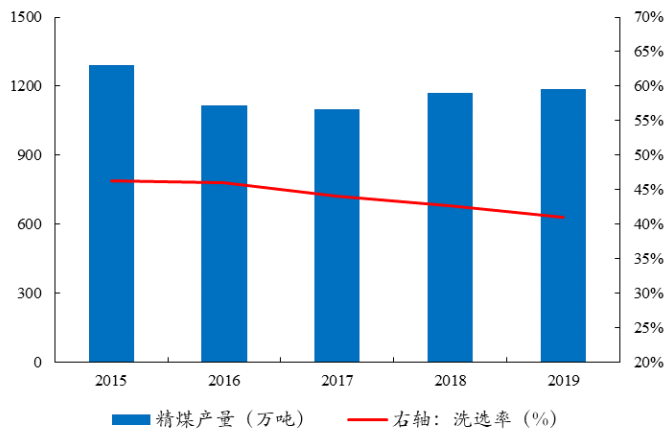
**煤炭产销量平稳增长。**2016年后，受益于斜沟矿产能减量置换，及资源整合矿的产量贡献，公司原煤产量及商品煤销量在近年内整体稳健。2019年，公司实现原煤产量2889万吨，同比增长5.2%，商品煤销量2517万吨，同比下降1.7%，产销率为87%。

图8：2016年后，公司煤炭产销量整体稳健

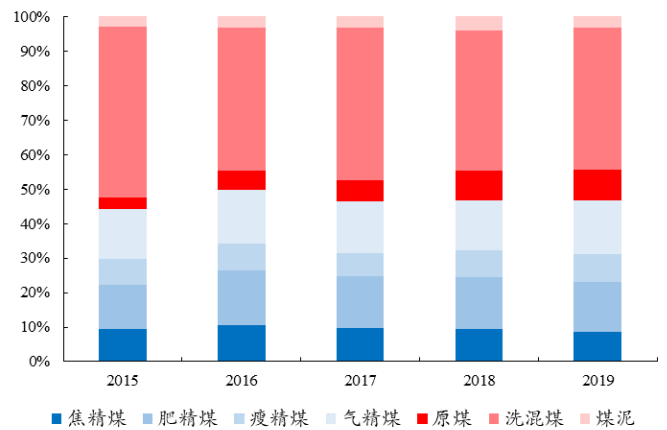


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**优秀煤质&高洗选率，打造优质冶炼精煤产品结构。**由于地处山西炼焦煤主产区，公司具备天然的煤炭品质优势，公司出产的主焦煤、肥煤具备低灰分、低硫分、高粘结性等优秀特质，有助于公司产品品质的打造。另一方面，公司各主要煤矿均配有配套选煤厂，洗选率常年保持40%-50%，精煤产量在1100万吨以上维持稳定。2019年公司实现精煤产量1186万吨，洗选率达41%。公司销售的精煤均为冶炼精煤，包括焦精煤、肥精煤、瘦精煤及气精煤等，其中约半数为焦煤和肥煤。2019年共销售冶炼精煤1175万吨，精煤销量占比达到46.7%，同比基本持平。

**图9: 公司精煤产量及洗选率保持稳定**


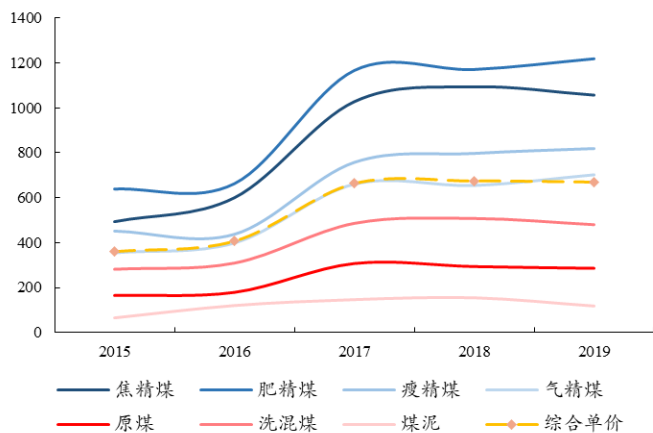
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图10: 公司煤炭销量中, 冶炼精煤占比近半数**


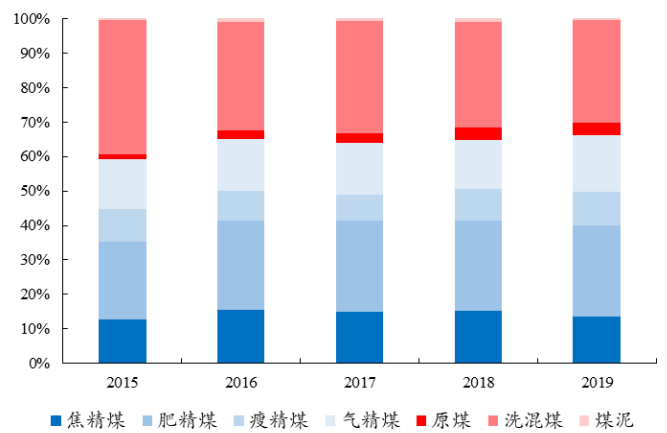
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 2.3、高售价&低成本, 吨煤盈利性行业领先

**冶炼精煤为主带来高售价优势。**在公司所销售的各类煤种中, 焦精煤、肥精煤等冶炼精煤是下游钢铁行业所必须的炼钢质料, 经过洗选后品质优秀, 吨煤价格远高于原煤、混煤及煤泥。同时, 2016年行业供改后, 炼焦煤市场景气度回升, 炼焦煤价格在高位保持相对稳定。因此, 稳定的高精煤比例为较高的煤炭吨煤售价提供了支撑。2019年, 公司所售的焦精煤、肥精煤、瘦精煤、气精煤平均售价分别达1058、1218、819、701元/吨, 商品煤综合售价达到670元/吨。结合稳定的精煤产量, 公司冶炼精煤在煤炭业务中贡献了主要营收, 2019年占比达到66%。

**图11: 冶炼精煤吨煤价格远高于其他煤种 (元/吨)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

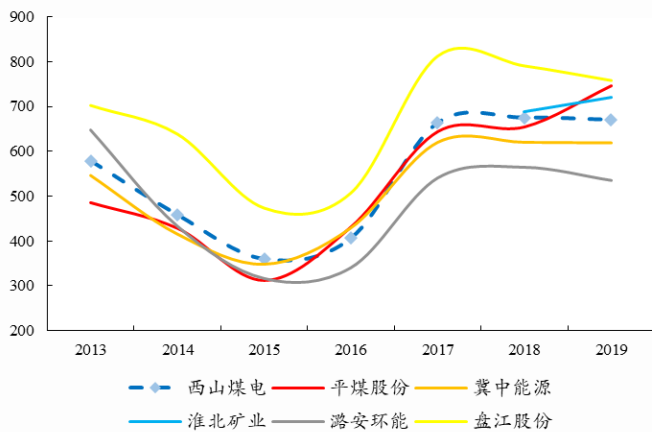
**图12: 冶炼精煤贡献主要煤炭收入**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

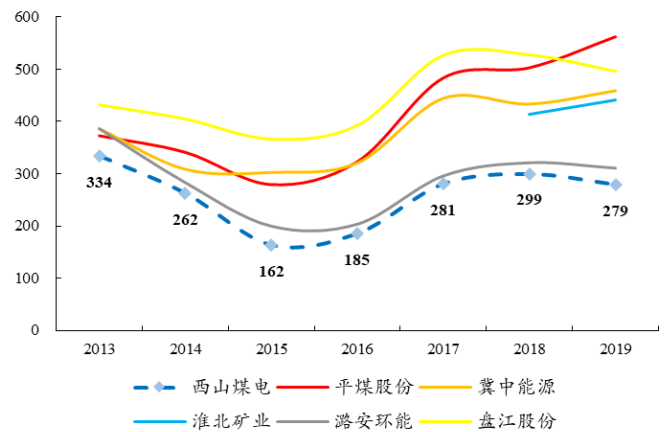
**受益煤炭赋存, 吨煤成本优势显著。**公司所处的西山、河东、霍西等煤田煤炭赋存条件优良且稳定, 整装煤田多、规模大, 便于集群开发, 开采成本相对较低。同时, 公司下属煤矿开采机械化程度高, 结合斜沟矿、西曲矿等高产能煤矿所带来的规模效应, 公司煤炭开采成本得到有效控制。2019年吨煤成本仅279元/吨, 在行业内优势显著, 位于同类炼焦煤生产上市公司中最低成本水平。



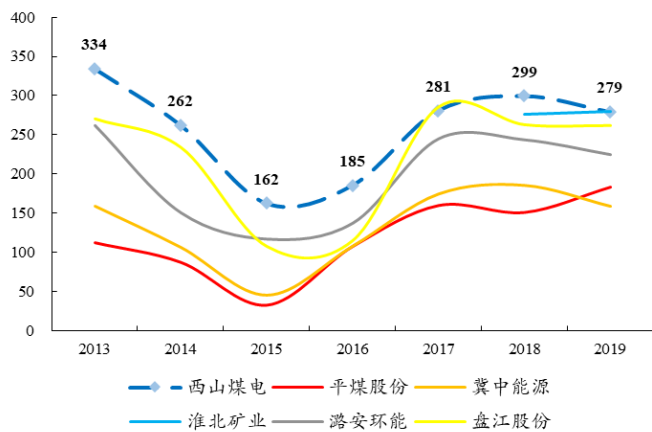
**吨煤盈利性行业领先。**稳定的高吨煤售价和低吨煤成本为公司煤炭业务提供了充足的盈利空间，为公司带来了明显的吨煤盈利优势，吨煤毛利及毛利率在行业中处于领先地位。我们选取行业内主要的炼焦煤生产上市公司（平煤股份、冀中能源、淮北矿业、潞安环能、盘江股份）作为对比，2019年公司实现吨煤毛利299元/吨，毛利率高达56%，均明显高于可比公司水平。

**图13: 公司吨煤售价处于行业平均水平 (元/吨)**


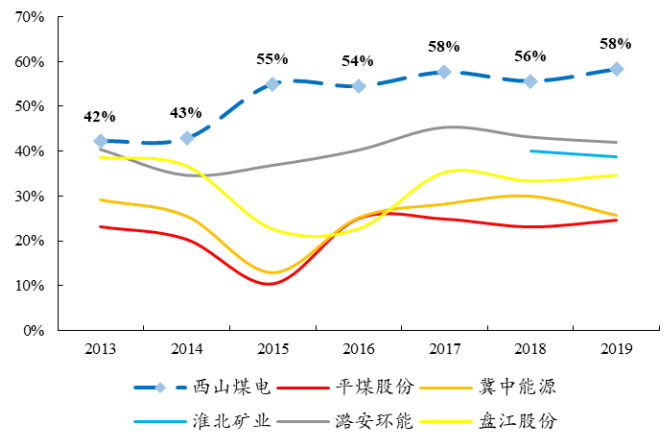
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图14: 公司吨煤成本在同类上市公司中最低 (元/吨)**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图15: 公司吨煤毛利处于行业领先水平 (元/吨)**


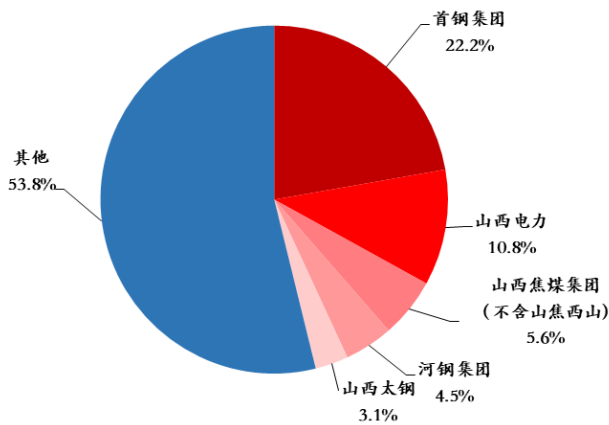
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

**图16: 公司煤炭业务毛利率在行业内优势明显**


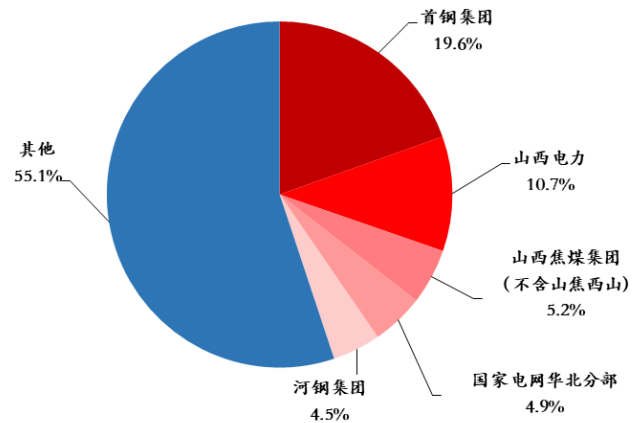
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

## 2.4、辐射华北工业区，炼焦煤长协作的领路者

**辐射华北大型钢电厂，销售额集中稳定。**由于地处山西，公司对华北地区各大型电厂、钢厂形成了广泛的辐射，主要客户包括首钢、河钢、太钢等华北地区重点钢企及山西电力等周边大型电厂，下游市场销路持续稳定。近年来公司前五大客户销售额集中度较高，占比均保持在40%以上，其中首钢位列第一大客户，销售额占比约20%。

**图17: 2018年前五大客户销售额占比达46.2%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图18: 2019年前五大客户销售额占比达44.9%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**煤钢合作持续深化, 炼焦煤长协合作的领路者。**为解决2016年前炼焦煤市场波动性影响, 在国家发改委的倡导下, 公司控股股东山西焦煤集团于2016年11月与河钢、首钢、鞍钢、宝钢、马钢、华菱钢六大钢铁集团签订了国内首份炼焦煤长协合同, 拉开了煤钢企业间炼焦煤长协合作的序幕, 对煤钢协同发展起到了示范作用, 后续也陆续推广至其他煤企。近年来, 集团持续深化长协合作, 签约长协的企业数量不断增加, 对公司销量的稳固作用愈发明显。同时, 目前长协合同主要执行季度定价模式, 调价周期内受市场价格波动影响较小, 而山西焦煤集团作为国内炼焦煤龙头, 同时也是焦煤品牌集群的重要参与者, 在煤钢产业间享有一定话语权, 因此掌握调价主动权, 也促使长协煤价在相对高位保持稳定。总体来看, 炼焦煤长协体系对于煤钢企业合作产生了积极作用, 有利于煤钢产业之间共担风险, 发挥集群作用; 同时在量价两方面助力公司稳固炼焦煤的盈利水平, 实现煤炭业绩稳定。

**表2: 近年来, 公司控股股东山西焦煤集团持续深化长协合作**

时间	主要内容
2016年11月	山西焦煤集团与河钢、首钢、鞍钢、宝钢、马钢、华菱钢六大钢铁集团在北京签订了2017年炼焦煤中长期合同。
2017年11月	山西焦煤集团在秦皇岛举办2018年度长协客户座谈会暨中长期战略合作客户签约仪式, 与20余家客户签订了中长期战略合作协议。2017年长协合同兑现率达92%, 2018年将新增3家长协钢厂客户, 长协销量比例达到85%。
2018年12月	山西焦煤等8家中国焦煤品牌集群成员单位, 与全国钢铁、焦炭共50余家企业签订炼焦煤中长期合同量8900万吨, 占全国炼焦煤供需合同量的60%, 是煤钢焦长协合作以来的历史最佳水平。
2019年11月	山西焦煤共签订合同总量6855万吨。在炼焦煤合同5774万吨, 其中铁路5206万吨, 公路568万吨; 长协3662万吨, 准长协1578万吨, 内部企业293万吨, 市场客户241万吨。在动力煤合同方面, 与华电集团、国电集团、大唐电力集团等企业共签订合同1081万吨, 其中直达691万吨, 下水390万吨。

资料来源: 中国煤炭新闻网、中国煤炭网、开源证券研究所

### 3、焦电辅业：基本面有所改善，关注未来协同效应

#### 3.1、焦化业务：积极响应环保改造，产销量整体稳定

焦化产业是公司股东山西焦煤集团推进“煤焦”循环经济产业链中的重要一环，但由于公司现有焦化业务与山西焦化（山西焦煤集团旗下煤焦化上市平台）存在同业竞争，因此公司焦化业务规模有限。目前公司焦化板块中包括京唐焦化和西山煤气化两家子公司，共配备2台5.5m、4台7.63m焦炉，均已达到国家环保改造要求，属先进产能，产能合计540万吨，公司权益产能330万吨。

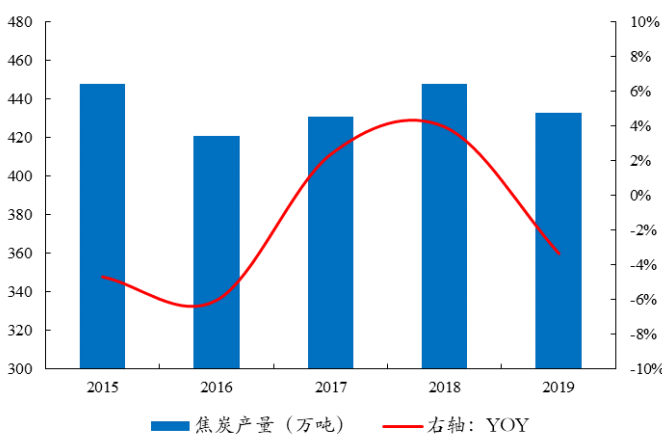
表3：公司焦炭总产能达540万吨

公司	股权	核定产能（万吨）	权益产能（万吨）	生产状态
西山煤气化	100%	120	120	在产
京唐焦化	50%	420	210	在产
<b>合计</b>		<b>540</b>	<b>330</b>	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

产销量整体稳定，京唐焦化基本面向好。公司两家下属企业积极配合国家政策指导，西山煤气化圆满完成重点环保工程升级改造，京唐焦化通过市环保组织的超低排放验收，在2018年秋冬季错峰生产绩效评价中被评为A类级别，积极地响应政策保障了公司的正常生产。公司焦炭产销量整体稳定，2019年公司实现焦炭产量433万吨，同比下降3.3%，实现销量432万吨，同比下降1.4%。京唐焦化作为公司焦化业务的核心主体，近年来在营收及净利润上均实现平稳增长。

图19：2019年焦炭产量同比下降3.3%

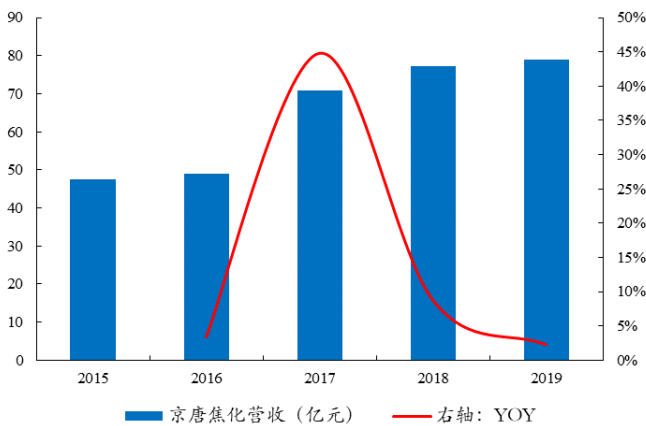


数据来源：公司公告、开源证券研究所

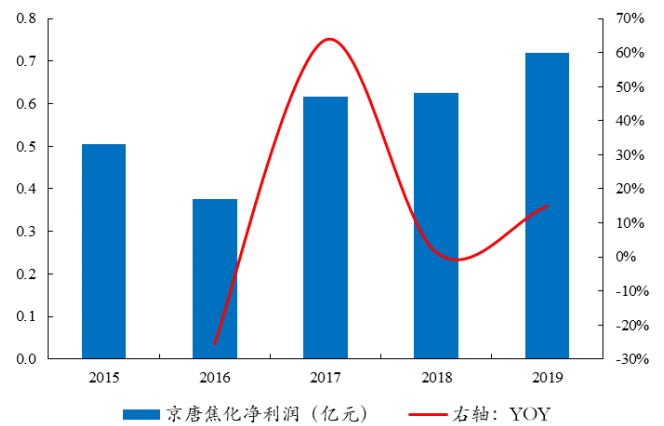
图20：2019年公司焦炭销量同比下降1.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图21: 京唐焦化营收平稳增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图22: 京唐焦化净利润 2019 年同比增长 15%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

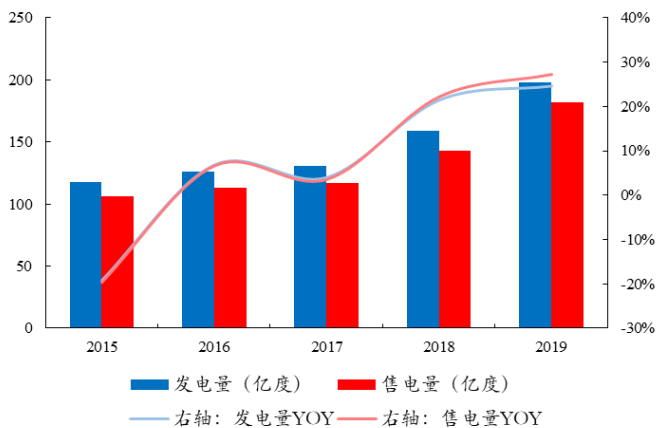
### 3.2、发电业务: 古交三期项目扭亏为盈, 关注煤电协同情况

公司于2012年响应国家鼓励煤电一体化产业发展的政策, 通过收购武乡发电正式布局电力业务。截至2019年末, 公司电力板块共有兴能发电、古交发电、武乡发电、西山热电等4个子公司, 在产装机容量达4350兆瓦。随着2018年古交发电下属的古交电厂三期项目的正式投运, 公司承担起山西省省会太原市的电热供应, 电力产销规模也呈快速增涨趋势。2019年公司实现发电量198亿千瓦时, 同比增长24.5%, 实现售电量182亿千瓦时, 同比增长27.3%。同时, 发电业务营收也实现快速增长, 2019年实现营收56.7亿元, 同比增长28.2%。盈利方面, 受2016年后煤价上涨影响, 兴能发电、武乡发电、西山热电基本处于亏损状态, 2019年合计亏损约4.5亿元; 而古交电厂三期项目的投运有望改善这一情况, 古交发电于2019年实现1740万元的毛利, 带动发电业务整体毛利重回正值。由于公司发电业务对于动力煤价格敏感性较强, 因此该板块业绩改善的重心应在控制成本, 关注公司煤电业务进一步协同降本增效情况。

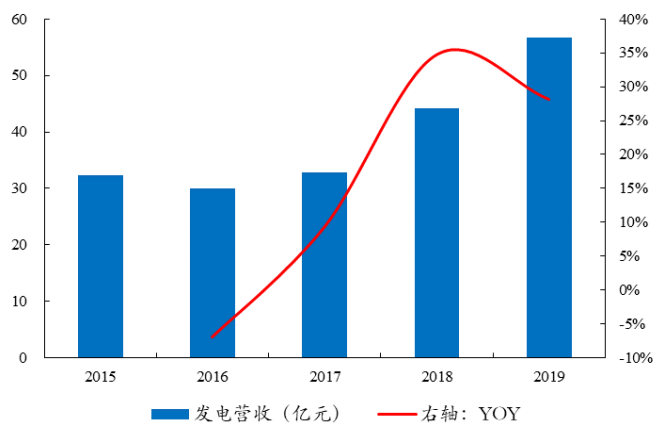
**表4: 截至2019年末, 公司在产总装机容量为4350兆瓦**

项目名称	所属公司	权益占比	装机容量 (兆瓦)	权益装机容量 (兆瓦)	状态
古交一期	兴能发电	80%	600	480	在产
古交二期	兴能发电	80%	1200	960	在产
古交三期	古交发电	100%	1200	1200	在产
武乡一期	武乡发电	100%	1200	1200	在产
西山热电	西山热电	92%	150	137	在产
武乡二期	武乡发电	100%	2000	2000	筹建
<b>在产合计</b>			<b>4350</b>	<b>3977</b>	
<b>总计</b>			<b>6362</b>	<b>5988</b>	

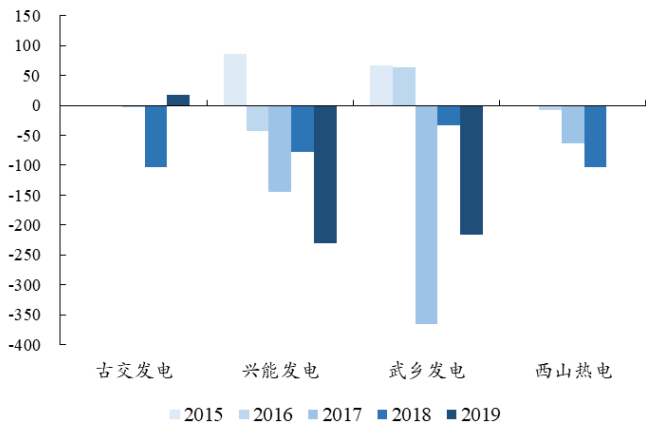
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**图23: 2019年公司电力产销量均实现大幅增长**


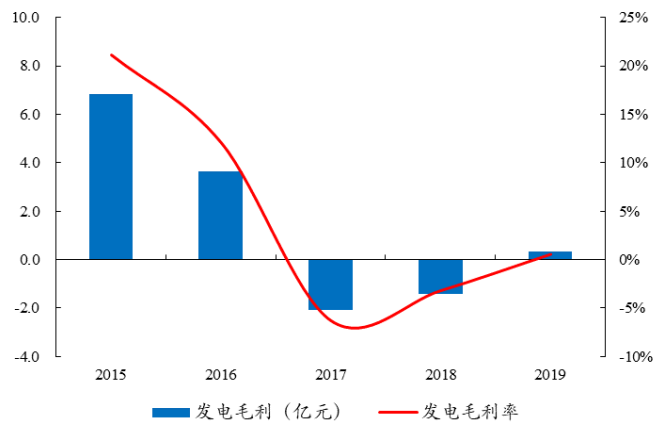
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图24: 2019年发电业务营收大幅增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图25: 2019年古交发电净利润扭亏为盈(百万元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图26: 2019年发电业务毛利重回正值**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 4、山焦&山煤集团合并，三动力提升公司焦煤硬实力

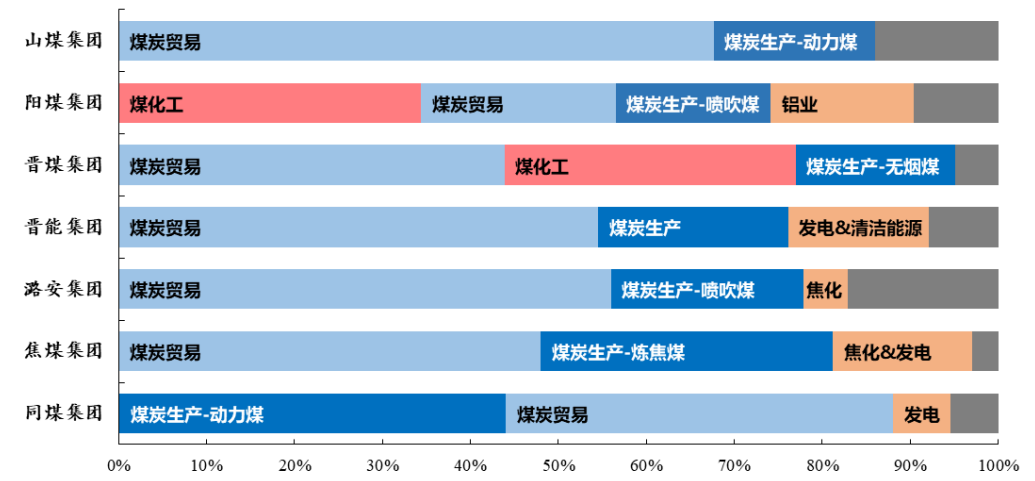
根据山煤集团控股的山煤国际于4月22日发布的公告，山西焦煤集团将对山煤集团进行合并重组，将分两步以无偿划转、吸收合并的方式完成。重组结束后，山西焦煤集团将成为山煤国际的直接控股股东，旗下上市公司将变为四家，包括西山煤电、山西焦化、ST南风、山煤国际。而此次集团层面的整合将对公司焦煤主业硬实力的提升提供强劲动力，包括以下三点：

### 4.1、动力一：山西国改注重专业化整合，焦煤龙头再启航

目前山西国有煤炭企业在生产经营方面存在诸多问题，包括：1、主要经营业务重合，同质化较为严重，存在竞争内耗；2、“大而不专”，各企业因资源禀赋等方面获得的特色优势无法有效发挥。而本次对于山西煤企的国改注重专业化整合，旨在提高产业集中度，发挥煤企各自特色，便于集中资源提升企业竞争力，有助于树立

品牌形象。此次山西焦煤集团与山煤集团的重组合并将积极改变省内煤炭企业格局，“七大煤企”变为“六大”，“新焦煤集团”规模效应愈发显著，煤炭产量突破亿吨，而焦煤资源的整合也将使集团的焦煤业务特色更加突出，进一步增强品牌影响力，加强集团在产业链中的话语权，向“大而强”发展。而公司作为焦煤集团核心煤炭上市平台，将更多的享受到山西国改红利。

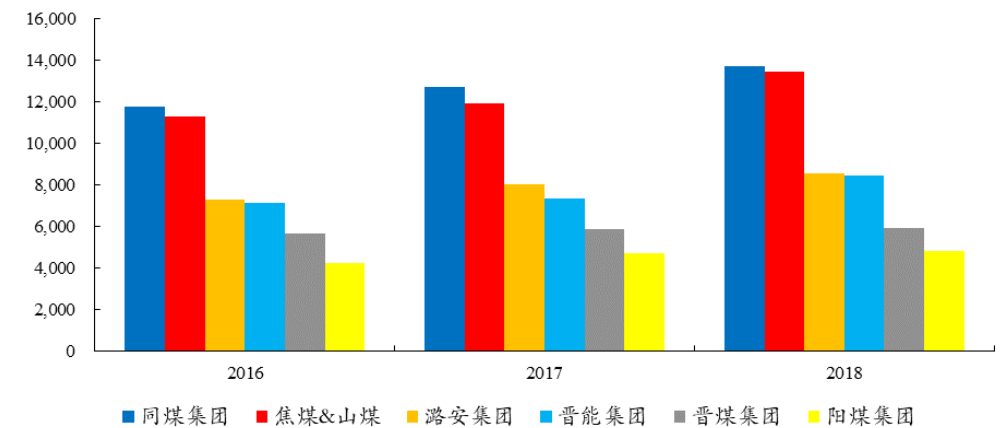
图27: 山西七大煤企主要经营业务存在重合（业务分部以营收占比排序）



数据来源：各集团公司公告、开源证券研究所

注：图中灰色部分为收入占比较小的其他业务

图28: 焦煤集团与山煤集团产量合计突破亿吨（万吨）



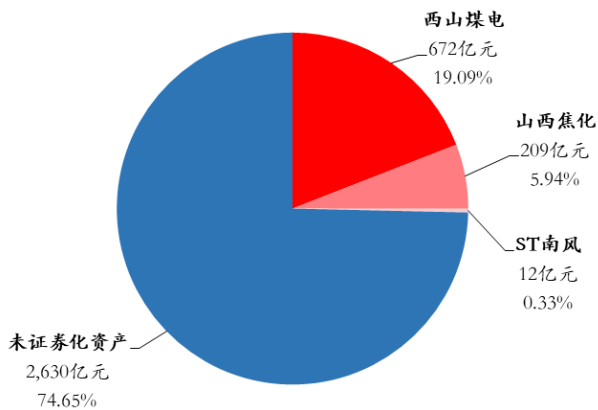
数据来源：各集团公司公告、开源证券研究所

## 4.2、动力二：集团资产证券化率低，优质焦煤资产存在注入空间

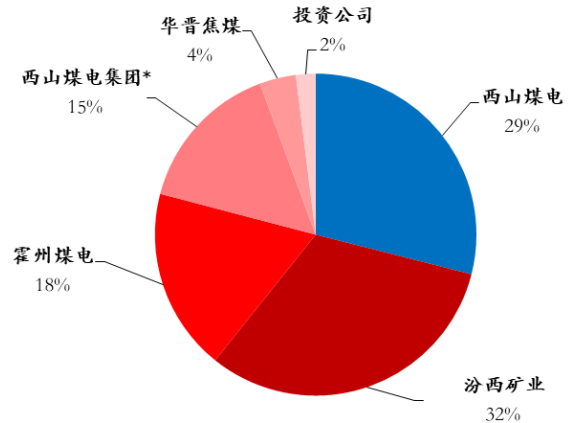
**低资产证券化提供资本运作空间。**山西焦煤集团旗下共有西山煤电、山西焦化、ST南风三家上市公司，但截至2020第一季度其资产证券化率仅25.4%。而西山煤电作为集团公司核心煤炭上市平台，其资产仅占集团公司总资产的19.1%，仍有74.7%的资产尚未注入到上市公司。煤炭产能方面，山西焦煤集团旗下除西山煤电外，仍有包含汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤等多家煤炭子公司的优质产能未实现证券化，集团煤炭产能证券化率仅29%。低证券化率为未来资本运作提供了较大空间，西山煤电有望进一步获得优质焦煤资产的注入。



**政策驱动加强资产注入预期。**2019年山西省深化国有企业改革大会上重点强调“上市公司+”战略，即在山西国改进程中，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。充分发挥煤企上市平台的作用也成为山西国改的重心之一，为山西焦煤集团在本次大规模重组中进一步提升资产证券化率提供了政策驱动。而资产注入有望成为国改方案中最为快捷有效的工具，因此公司获得资产注入存在较大预期。

**图29：2020Q1 山西焦煤集团资产证券化率仅 25.4%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图30：山西焦煤集团仍有大量煤炭产能未证券化**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

\*注：图中西山煤电集团产能已去除西山煤电产能

**表5：山西焦煤集团仍有大量优质煤炭产能未证券化**

煤矿名称	所属公司	地址	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	生产经营状况
官地矿	西山煤电集团	山西省太原市	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤、无烟煤	127,947	82,307	390	正常
屯兰矿	西山煤电集团	山西省古交市	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤	92,383	55,654	450	正常
东曲矿	西山煤电集团	山西省古交市	焦煤、瘦煤、贫煤	74,425	49,397	400	正常
杜儿坪矿	西山煤电集团	山西省太原市	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	74,340	46,497	385	正常
金能煤业	霍州煤电	忻州市静乐县	气煤、肥煤、1/3焦煤	44,102	23,968	120	在建
霍宝干河矿	霍州煤电	山西省洪洞县	1/3焦煤	21,793	8,813	210	正常
庞庞塔矿	霍州煤电	山西省吕梁市	1/3瘦煤	21,194	11,248	300	在建
三交河矿	霍州煤电	山西省洪洞县	肥煤、1/3焦煤	14,385	11,708	300	正常
沙曲一矿	华晋焦煤	山西省柳林县	肥煤、焦煤、瘦煤	125,001	64,562	500	改扩建
沙曲二矿	华晋焦煤	山西省柳林县	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	86,054	40,470	300	改扩建
吉宁矿	华晋焦煤	山西省乡宁县	贫瘦煤、贫煤	20,609	7,460	300	正常
正太煤业	汾西矿业	山西省左权县	贫瘦煤	26,777	17,405	300	缓建
柳湾矿	汾西矿业	山西省孝义市	肥煤、焦煤	43,658	23,066	300	正常
双柳矿	汾西矿业	山西省吕梁市	肥煤、焦煤	31,950	17,816	300	正常
水峪矿	汾西矿业	山西省孝义市	肥煤、焦煤	33,193	20,680	400	正常
<b>合计</b>				<b>837,811</b>	<b>481,051</b>	<b>4,955</b>	

资料来源：山西焦煤集团公告、开源证券研究所

注：表中未证券化产能合计仅供参考，集团公司仍有部分产能未具体披露

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 4.3、动力三：山煤国际新能源转型，有望拓宽公司焦煤主业空间

山煤国际有望转型光伏产业。长久以来，山西国有煤企在主营业务上过度依赖煤炭业务，对于煤炭周期波动敏感性较大，因此，本次山西国改对煤企多元化转型提出了要求。在《2019年国资国企改革行动方案》中明确要求七家煤炭企业要选择1-2个非煤高新技术产业作为转型主攻方向。在相应的政策要求及支持下，近年内各大煤企均在非煤业务上做出了转型尝试，其中光伏业务较为热门。其中山煤国际在2019年7月与钧石能源签署《战略合作框架协议》，拟共同投资建设总规模10GW的异质结电池生产项目，成为其探索新能源领域迈出的跨越性的一步，有望为公司开拓出“煤炭+光伏”的双能源驱动型业务结构，或成为“新焦煤集团”旗下新能源上市平台。

公司或成为“新焦煤集团”下煤炭资源整合平台。公司作为山西焦煤集团旗下煤炭核心上市平台，在整合完成后的“新焦煤集团”整体布局中或将成为煤炭资源的整合平台，有望对包括山煤国际在内的山煤集团所属煤炭资源进行整合。其主要原因在于，山煤国际现阶段主业仍为煤炭生产与贸易，与公司主业存在同业竞争，而相对于公司，山煤国际转型负担较轻，同时转型方向也相对明确。因此，我们认为，集团在解决同业竞争问题上或更多可能地将煤炭资源向公司整合，有望进一步拓宽公司焦煤主业的空間。

表6：山煤国际总产能3180万吨，与公司存在同业竞争

主要矿区	煤种	资源储量(万吨)	可采储量(万吨)	持股比例	核定产能(万吨)	权益产能(万吨)	状态
霍尔辛赫矿	贫煤	50,581	17,570	51%	400	204	在产
经坊矿	贫瘦煤	47,922	4,327	75%	240	180	在产
长春兴矿	长焰煤、气煤	34,140	19,499	51%	450	230	在产
河曲露天矿	长焰煤	24,015	19,140	100%	800	800	在产
铺龙湾矿	气煤	10,137	4,350	51%	120	61	在产
凌志达矿	无烟煤	10,102	5,031	63%	150	95	在产
东古城矿	长焰煤、气煤	9,548	3,367	51%	90	46	在产
豹子沟矿	贫煤、焦煤	8,792	6,284	100%	90	90	在产
韩家洼矿	长焰煤、气煤	8,132	4,394	51%	90	46	在产
大平矿	贫瘦煤	7,380	2,265	35%	180	63	在产
宏远矿	贫煤	3,964	2,220	65%	120	78	在产
鹿台山矿	无烟煤	2,257	2,076	100%	60	60	在产
<b>在产合计</b>		<b>216,970</b>	<b>90,523</b>		<b>2,790</b>	<b>1,952</b>	
庄子河矿	贫煤	5,585	2,431	51%	120	61	在建
鑫顺矿	贫煤	2,792	1,798	65%	180	117	在建
镇里矿	贫煤	1,809	830	51%	90	46	在建
<b>在建合计</b>		<b>10,186</b>	<b>5,059</b>		<b>390</b>	<b>224</b>	
<b>合计</b>		<b>227,156</b>	<b>95,582</b>		<b>3,180</b>	<b>2,176</b>	

资料来源：山煤国际公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

### 5.1、关键假设

#### 煤炭业务：

- **煤炭产销量：**公司目前下属的高产能主要煤矿均正常生产，新增产能主要来自于单矿产能较小的整合煤矿，对公司产量贡献较小。因此我们假设公司煤炭产量小幅平稳增长，2020-2022 年分别为 2850、2900、2950 万吨，产销率保持 92% 稳定。
- **精煤洗选：**由于公司在战略层面上重视煤炭产品品质，对洗选率有所要求，且各主要煤矿均配有专门选煤厂，我们认为公司精煤洗选率将保持稳定，2020-2022 年均保持 43%。
- **煤炭售价：**由于公司主力产品——炼焦煤与所销售其他煤种价格敏感性有所差异，我们对不同煤种的吨煤价格分别进行假设。相较于原煤、洗混煤与煤泥，炼焦煤价格波动性较小，受疫情带来的市场低迷冲击影响较弱。因此我们假设 2020-2022 年在吨煤价格上，炼焦煤分别为 850、860、870 元/吨，原煤分别为 250、260、280 元/吨，洗混煤分别为 420、450、460 元/吨，煤泥分别为 100、110、120 元/吨。
- **煤炭成本：**由于公司所在煤田煤层赋存优质，同时下属煤矿机械化开采程度较高，开采成本可以得到很好的控制，因此，我们认为公司吨煤成本在相对低位保持稳定，2020-2022 年均保持 270 元/吨。

#### 焦化业务：

- **焦炭产销量：**由于京唐焦化与西山煤气化产能整体稳定，对于产销量我们采取保守型假设，即基本稳定在现有水平。
- **焦炭价格：**受疫情冲击影响，焦炭价格将会有所下降，但由于焦炭市场整体供给偏紧，叠加山东“以煤定焦”政策落地收紧供给，焦炭价格下跌幅度相对较小。因此，我们假设 2020-2022 年，公司焦炭售价分别为 1750、1800、1850 元/吨。
- **焦炭成本：**公司焦炭成本主要受炼焦煤价格影响，因此我们认为短期内焦炭单位成本有所下降，随后平稳回升。2020-2022 年，焦炭单位成本分别为 1650、1700、1750 元/吨。

#### 发电业务：

- **发电量&售电量：**受疫情冲击影响，2020 年用电需求将会相对疲弱，公司发售电量或小幅下降，由于公司机组并未满负荷运转，随着经济回暖，仍存在平稳回升空间。因此我们假设 2020-2022 年，公司发电量分别为 185、190、195 亿千瓦时，售电量分别为 167、171、176 亿千瓦时。
- **上网电价&度电成本：**我们假设 2020-2022 年，上网电价均保持 0.31 元/千瓦时，度电成本方面，由于短期内动力煤价格下跌幅度较大，公司度电成本会有所下降，2020-2022 年分别假设为 0.28、0.29、0.29 元/千瓦时。

**表7: 公司各业务关键假设**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>煤炭业务</b>					
原煤产量 (万吨)	2745	2889	2850	2900	2950
洗精煤产量 (万吨)	1170	1186	1213	1235	1256
洗选率 (%)	43%	41%	43%	43%	43%
商品煤销量 (万吨)	2561	2517	2621	2667	2713
产销率 (%)	93%	87%	92%	92%	92%
其中:					
炼焦煤	1198	1175	1213	1235	1256
原煤	221	222	207	210	214
洗混煤	1040	1037	1101	1121	1140
煤泥	102	83	100	102	103
煤炭综合售价 (元/吨)	675	670	593	612	623
分类吨煤售价 (元/吨):					
炼焦煤	933	948	850	860	870
原煤	293	285	250	260	280
洗混煤	509	481	420	450	460
煤泥	153	118	100	110	120
吨煤成本 (元/吨)	299	279	270	270	270
吨煤毛利 (元/吨)	375	391	323	342	353
营业收入 (亿元)	172.8	168.6	155.5	163.2	168.9
营业成本 (亿元)	76.7	70.3	70.8	72.0	73.3
毛利 (亿元)	96.1	98.3	84.8	91.2	95.7
毛利率 (%)	55.6%	58.3%	54.5%	55.9%	56.6%
<b>焦化业务</b>					
焦炭产量 (万吨)	438	433	430	430	430
焦炭销量 (万吨)	448	432	430	430	430
产销率 (%)	102%	100%	100%	100%	100%
焦炭售价 (元/吨)	1757	1824	1750	1800	1850
焦炭单位成本 (元/吨)	1655	1726	1650	1700	1750
营业收入 (亿元)	78.7	78.8	75.3	77.4	79.6
营业成本 (亿元)	74.2	74.6	71.0	73.1	75.3
毛利 (亿元)	4.6	4.2	4.3	4.3	4.3
毛利率 (%)	5.8%	5.3%	5.7%	5.6%	5.4%
<b>发电业务</b>					
发电量 (亿千瓦时)	159	198	185.00	190.00	195.00
售电量 (亿千瓦时)	143	182	167	171	176
产销率 (%)	89.9%	91.9%	90.0%	90.0%	90.0%
上网电价 (元/千瓦时)	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
度电成本 (元/千瓦时)	0.32	0.31	0.28	0.29	0.29
营业收入 (亿元)	44.2	56.7	51.6	53.0	54.4
营业成本 (亿元)	45.6	56.4	46.4	49.6	50.9
毛利 (亿元)	-1.4	0.3	5.2	3.4	3.5

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率 (%)	-3.2%	0.6%	10.1%	6.5%	6.5%
<b>其他业务</b>					
营业收入 (亿元)	27.0	25.5	25.0	25.0	25.0
营业成本 (亿元)	23.7	23.3	22.5	22.5	22.5
毛利 (亿元)	3.3	2.2	2.5	2.5	2.5
毛利率 (%)	12.3%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>合计</b>					
总营业收入 (亿元)	322.7	329.6	307.4	318.6	327.9
YOY (%)	12.6%	2.1%	-6.7%	3.6%	2.9%
总营业成本 (亿元)	220.2	224.5	210.6	217.2	221.9
总毛利 (亿元)	102.6	105.1	96.8	101.4	106.0
YOY (%)	7.0%	2.4%	-7.9%	4.8%	4.5%
毛利率 (%)	31.8%	31.9%	31.5%	31.8%	32.3%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

## 5.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为国内炼焦煤龙头——山西焦煤集团旗下核心煤炭上市平台，以煤炭主业为基础，发展出“煤焦电”三位一体的多元化经营格局。煤炭主业方面，公司炼焦煤资源储备丰富，煤炭产销量整体稳健。一方面，公司凭借优秀煤质及高洗选率，打造出以优质冶炼精煤为主的产品结构，具备价格优势；另一方面，受益于易开采的煤层赋存条件及高机械化开采率，吨煤成本业内最低。高售价低成本使公司煤炭业务毛利率业内遥遥领先，从而稳固了公司的盈利根基。“焦电”辅业则整体稳定，基本面有所改善。山西焦煤集团与山煤集团的合并重组有望为公司焦煤主业硬实力的提升提供强劲动力：专业化整合或将扩大集团公司龙头规模优势；低资产证券率为资产注入提供了资本运作空间；山煤国际的新能源转型预期或将助力公司凝聚省内优质焦煤资源。综合来看，看好公司在炼焦煤主业上的长足发展。我们预计公司2020/2021/2022年度分别实现归母净利润15.5/17.1/18.7亿元，同比变化-9.6%/10.3%/9.4%；EPS分别为0.49/0.54/0.59元，对应当前股价，PE分别为9.8x/8.9x/8.2x。相对估值方面，我们选取同样以炼焦煤生产为主业的五家上市公司（平煤股份、冀中能源、淮北矿业、潞安环能、盘江股份）作为可比公司。公司2020年预测PE为9.8倍，仅微高于可比公司9.4倍的平均PE；公司当前PB为0.72倍，低于可比公司0.78倍的平均PB。由于公司在国内煤炭行业中炼焦煤优势显著，且盈利稳健，结合山西国改所带来的焦煤主业成长预期，我们认为公司应享有一定估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表8: 可比公司盈利预测与估值**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			PB
			2020/6/5	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020/6/5
601666.SH	平煤股份	98	10.9	11.8	12.2	8.9	8.2	8.0	0.68	
000937.SZ	冀中能源	106	6.9	7.5	9.5	15.4	14.1	11.1	0.51	
600985.SH	淮北矿业	174	33.3	35.7	37.2	5.2	4.9	4.7	0.88	
601699.SH	潞安环能	167	21.4	23.4	25.2	7.8	7.1	6.6	0.64	
600395.SH	盘江股份	90	9.4	11.3	12.4	9.6	8.0	7.2	1.20	
<b>平均</b>						<b>9.4</b>	<b>8.5</b>	<b>7.5</b>	<b>0.78</b>	
000983.SZ	西山煤电	152	15.5	17.1	18.7	9.8	8.9	8.2	0.72	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除平煤股份、西山煤电外, 其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

## 6、风险提示

**经济恢复不及预期。**当前受疫情冲击影响, 经济不确定性提升, 社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制, 复工复产也在逐步推进。由于公司主业专注与煤炭, 如果经济恢复不及预期, 下游煤炭需求持续低迷将会对公司业绩产生严重影响。

**可再生能源加速替代。**目前我国火力发电依旧是主要产电形式, 但水电、风电、太阳能、核电等可再生能源或新能源发电, 在国家政策的大力支持下得到快速发展, 可能对火电市场份额产生一定替代效应。煤炭下游需求可能面临下滑风险。

**集团重组不及预期。**山西焦煤集团与山煤集团均属山西七大国有煤企, 重组所涉及资产规模巨大, 两集团总资产合计约 4500 亿元, 重组成本较高, 重组进程中存在诸多不确定性。同时, 两集团公司涉及业务广泛, 且存在同业竞争, 重组后的“新焦煤集团”在经营战略调整上存在较大挑战。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	16,784	15,225	13,227	16,167	13,824
现金	6,145	6,974	-0	8,761	84
应收票据及应收账款	6,089	2,307	7,687	2,166	7,782
其他应收款	664	629	633	653	672
预付账款	451	333	438	354	457
存货	3,213	2,783	3,252	2,854	3,368
其他流动资产	221	2,198	1,217	1,378	1,461
<b>非流动资产</b>	48,273	49,888	50,186	50,383	50,257
长期投资	2,545	2,990	3,391	3,805	4,220
固定资产	28,017	28,419	31,887	33,156	33,151
无形资产	8,286	8,198	8,532	8,857	9,172
其他非流动资产	9,425	10,281	6,376	4,565	3,714
<b>资产总计</b>	65,056	65,113	63,414	66,550	64,081
<b>流动负债</b>	23,524	23,012	20,120	22,486	19,057
短期借款	4,679	3,394	5,121	3,394	3,394
应付票据及应付账款	12,242	13,874	9,348	14,702	10,031
其他流动负债	6,604	5,744	5,651	4,390	5,633
<b>非流动负债</b>	18,119	18,971	17,706	16,461	15,217
长期借款	12,606	12,310	11,040	9,808	8,555
其他非流动负债	5,514	6,661	6,666	6,653	6,661
<b>负债合计</b>	41,643	41,983	37,826	38,947	34,274
少数股东权益	3,619	2,677	2,958	3,267	3,606
股本	3,151	3,151	4,097	4,097	4,097
资本公积	1,104	1,013	1,013	1,013	1,013
留存收益	14,783	15,548	17,192	18,804	20,568
<b>归属母公司股东权益</b>	19,794	20,453	22,630	24,335	26,201
负债和股东权益	65,056	65,113	63,414	66,550	64,081

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	7,156	7,534	-3,192	15,459	-3,798
净利润	2,149	2,021	1,827	2,015	2,205
折旧摊销	2,273	2,486	2,365	2,707	2,947
财务费用	896	839	830	822	814
投资损失	-187	-71	-0	-0	-0
营运资金变动	1,786	1,801	-8,188	9,914	-9,763
其他经营现金流	239	459	-27	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-3,055	-2,774	-2,663	-2,904	-2,821
资本支出	3,030	1,927	1,357	22,821	22,811
长期投资	-36	-871	-401	-412	-415
其他投资现金流	-60	-1,719	-1,707	19,504	19,575
<b>筹资活动现金流</b>	-1,222	-4,777	-2,846	-2,067	-2,058
短期借款	394	-1,284	-0	-0	-0
长期借款	133	-296	-1,270	-1,232	-1,252
普通股增加	-0	-0	945	-0	-0
资本公积增加	172	-91	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-1,921	-3,106	-2,521	-835	-806
<b>现金净增加额</b>	2,879	-18	-8,701	10,488	-8,677

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	32,271	32,955	30,741	31,859	32,787
营业成本	22,015	22,450	21,063	21,720	22,189
营业税金及附加	1,403	1,373	1,320	1,367	1,407
营业费用	2,441	2,305	2,287	2,330	2,394
管理费用	2,104	2,260	2,067	2,145	2,214
研发费用	256	296	265	278	285
财务费用	896	839	830	822	814
资产减值损失	199	-436	200	200	200
其他收益	103	34	60	58	55
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	187	71	-0	-0	-0
资产处置收益	1	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	3,248	3,076	2,769	3,055	3,339
营业外收入	29	20	28	25	25
营业外支出	47	61	65	60	62
<b>利润总额</b>	3,230	3,035	2,732	3,020	3,303
所得税	1,081	1,015	905	1,005	1,098
<b>净利润</b>	2,149	2,021	1,827	2,015	2,205
少数股东损益	347	310	281	309	339
<b>归母净利润</b>	1,802	1,710	1,546	1,705	1,866
EBITDA	6,386	6,289	5,476	6,061	6,508
EPS(元)	0.57	0.54	0.49	0.54	0.59

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.6	2.1	-6.7	3.6	2.9
营业利润(%)	18.4	-5.3	-10.0	10.4	9.3
归属于母公司净利润(%)	14.9	-5.1	-9.6	10.3	9.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.8	31.9	31.5	31.8	32.3
净利率(%)	5.6	5.2	5.0	5.4	5.7
ROE(%)	9.2	8.7	7.4	7.6	7.6
ROIC(%)	6.1	5.7	4.7	5.2	5.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.0	64.5	59.6	58.5	53.5
净负债比率(%)	82.3	72.3	92.4	41.4	64.0
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.6	7.8	6.2	6.5	6.6
应付账款周转率	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.54	0.49	0.54	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.27	2.39	-1.01	4.91	-1.21
每股净资产(最新摊薄)	6.28	6.49	6.88	7.42	8.01
<b>估值比率</b>					
P/E	8.4	8.9	9.8	8.9	8.2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.7	6.2	8.3	5.6	6.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835