

西山煤电(000983)/煤炭开采

集团资产体量雄厚，山西国改加速催化估值提升

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.14

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@rqlzq.com.cn

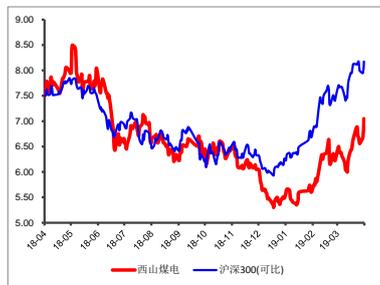
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@rqlzq.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)     | 6.14     |
| 市值(百万元)   | 19,348.4 |
| 流通市值(百万元) | 19,348.4 |

股价与行业-市场走势对比



相 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 年下半年业绩, 2018 年一季度业绩同环比改善明显

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   |
| 净资产收益率    | 8.76%   | 9.11%  | 9.72%  | 9.80%  | 9.67%  |
| P/E       | 12.33   | 10.73  | 9.54   | 8.63   | 7.98   |
| P/B       | 1.08    | 0.98   | 0.93   | 0.85   | 0.77   |

备注:

投资要点

- **公司简介: 具备煤焦一体化协同优势, 业绩持续增长。**公司是炼焦煤行业龙头企业, 近 5 年煤炭+焦炭营收占比在 80% 以上(煤炭 50%、焦炭 30%), 具备煤焦一体化协同优势。伴随煤炭行业供需格局显著改善、煤价逐年上涨, 公司业绩自 2016 年开始迎来持续增长, 2016-2018 年营收年复合增长率达 28.28%; 归母净利润年复合增长率达 104%; 净资产收益率和净利率也都实现了倍数级增长。此外, 公司参股的山西焦化 2018 年收购的中煤华晋 49% 股权贡献业绩, 使得公司投资收益大幅提升, 且未来仍有进一步上升空间。
- **煤炭业务: 产能规模大&精煤洗出率高, 盈利能力行业领先。**目前, 公司所有矿井产能共计 3260 万吨, 权益占比为 86%。2018 年随着斜沟矿产能减量置换完成释放产量以及其他矿井产量恢复性增长, 公司原煤产销量分别同比大幅增长 9.89% 和 7.38%, 未来两年鸿兴、登福康矿有望陆续投产, 产销量预计进一步提升。盈利能力方面, 公司盈利表现为高售价(主要由于公司精煤洗出率行业第一)、低成本(煤矿煤层赋存稳定、地质构造简单)、盈利能力强(排名可比公司第一且大幅领先其他公司)。行业层面, 焦煤价格自 18 年下半年冲高后 19 年一季度保持高位小幅震荡, 全年来看两条逻辑线(1)下游钢价受巴西矿难等因素影响预计偏高位运行(2)供给释放缓慢叠加下游焦企环保限产不及预期均支撑焦煤价格中枢维稳甚至小幅提升。
- **焦炭业务: 产能符合环保要求, 盈利能力持续提升。**公司目前焦炭资产包括京唐焦化和西山煤气化, 产能合计 540 万吨。虽然两子公司属于“2+26”重点城市区域, 但由于在产焦炭产能均符合环保要求, 因此 2018 年焦炭产销量并未收到环保限产太大影响。近年来随着供给侧改革持续推进, 焦炭行业供需格局朝着更加健康的方向发展, 焦价也随之企稳回升。2017 年开始的环保限产再次重塑了煤-焦-钢产业链, 焦炭价格中枢持续走高。受焦价不断上涨影响, 两子公司盈利能力均显著提升。未来随着焦炭过剩产能继续出清, 公司焦化业务盈利能力有进一步上升空间。
- **电力业务: 利用小时数低&高煤价, 大幅减亏仍是首要目标。**目前公司已经投产电力装机量 447 万千瓦, 在建电力装机量 200 万千瓦。随着 2018 年 5 月末古交三期电厂取得国家能源局投产批复, 2018 年公司发售电量同比大幅上升 21.37% 和 22.22%。但从利用小时数看, 公司发电机组利用小时一直低于全国火电利用小时数。2017-2018 年公司电力业务连续两年亏损。一是因为煤炭价格大幅上涨, 导致发电成本大幅上升; 二是山西省的燃煤标杆电价较低。虽然 2018 年公司电力业务实现大幅减亏, 但要实现扭亏为盈难度依然很大。
- **国企改革: 集团资产体量雄厚, 资产注入提速预期有望加快催化估值提升。**自 2018 年 12 月中央经济工作会议后深化国企改革, 尤其是加快混改被密集提起。2019 年 3、4 月山西省接连印发文件、召开会议提出当前省内集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后, 要大力开展股权多元化和混合所有制改革。结合山西省提出的“上市公司+”战略, 我们认为资产证券化(整体上市&资产注入)仍将是山西国改的首要手段。公司控股股东山西焦煤集团有限责任公司是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商。目前集团层面虽有三个上市平台(西山煤电、山西焦化、南风化工), 但 2017 年集团资产证券化率仅为 27.28%, 西山煤电作为集团煤炭资产的上市平台煤炭产能、产量仅占到集团总量的 18.74% 和 26.54%, 说明集团体外资产较大, 资本运作存在很大空间。考虑到西山煤电未来预计将成为焦煤集团的煤炭业务整合平台, 集团资产注入提速预期有望加速催化公司估值提升。
- **投资策略: 给予“买入”评级。**我们预计未来随着煤炭价格持续中高位、山西国企改革进程有望加快, 公司未来业绩有望进一步改善。我们测算公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.64、0.71、0.77 元, 当前股价对应 PE 分别为 9.5X/8.6X/8.0X, 给予公司“买入”评级。
- **风险提示: 经济增速不及预期; 政策调控力度过大; 可再生能源替代等。**

## 内容目录

|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| 公司简介: 具备煤焦一体化协同优势, 业绩持续增长 .....      | - 4 -  |
| 煤炭业务: 产能规模大&精煤洗出率高, 盈利能力行业领先 .....   | - 7 -  |
| 产能: 产能规模大, 权益占比高 .....               | - 7 -  |
| 产量: 2018 年产销量大幅增长, 煤炭销售结构稳定 .....    | - 8 -  |
| 盈利能力: 售价高、成本低, 盈利能力行业领先 .....        | - 9 -  |
| 行业层面: 19 年一季度焦煤价格高位震荡、全年中枢有望上移 ..    | - 10 - |
| 焦化业务: 产能符合环保要求, 盈利能力持续提升 .....       | - 13 - |
| 产能合计 540 万吨, 产销量受环保限产影响小 .....       | - 13 - |
| 京唐焦化盈利能力稳步提升、西山煤气化实现扭亏为盈 .....       | - 14 - |
| 电力业务: 利用小时数低&高煤价, 大幅减亏仍是首要目标 .....   | - 15 - |
| 装机量虽大, 但利用小时数较低 .....                | - 15 - |
| 低电价&高煤价, 电力业务持续亏损 .....              | - 16 - |
| 国企改革: 集团资产体量雄厚, 国改提速预期加快催化估值提升 ..... | - 17 - |
| 政策频出, 山西国企改革进程有望提速 .....             | - 17 - |
| 集团资产体量雄厚, 资产注入提速预期有望加快催化估值提升 ...     | - 19 - |
| 投资策略: 给予“买入”评级 .....                 | - 22 - |
| 风险提示 .....                           | - 23 - |

## 图表目录

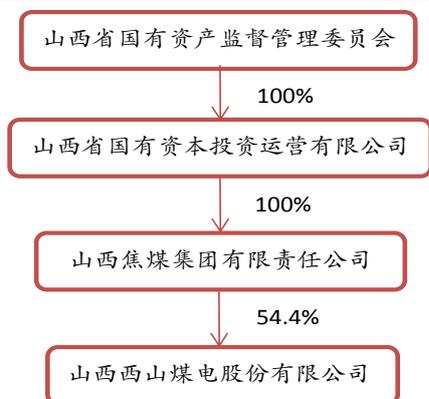
|   |       |
|---|-------|
| 图表 1: 公司现有股权结构图 .....                   | - 4 - |
| 图表 2: 2014-2018 公司各板块营业收入占比 .....       | - 4 - |
| 图表 3: 2014-2018 公司各板块营业成本占比 .....       | - 4 - |
| 图表 4: 2014-2018 公司各板块毛利占比 .....         | - 4 - |
| 图表 5: 2014~2018 公司营业收入变化情况 (百万元) .....  | - 5 - |
| 图表 6: 2014~2018 公司归母净利润变化情况 (百万元) ..... | - 5 - |
| 图表 7: 2014~2018 公司盈利能力变化情况 .....        | - 5 - |
| 图表 8: 2014~2018 公司资产负债率变化情况 .....       | - 5 - |
| 图表 9: 中煤华晋财务数据 .....                    | - 6 - |
| 图表 10: 山西焦化归母净利润情况 (百万元) .....          | - 6 - |
| 图表 11: 焦煤价格走势 (元/吨) .....               | - 6 - |
| 图表 12: 西山煤电煤矿情况 .....                   | - 7 - |
| 图表 13: 公司历年原煤产量及变化 (万吨) .....           | - 8 - |
| 图表 14: 公司历年原煤销量及变化 (万吨) .....           | - 8 - |
| 图表 15: 公司各煤种销量占比及变化 .....               | - 8 - |
| 图表 16: 可比公司煤炭洗选率及变化 .....               | - 8 - |

|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| 图表 17: 公司 2014-2018 吨煤价格及变化          | - 9 -  |
| 图表 18: 公司 2014-2018 吨煤成本及变化          | - 9 -  |
| 图表 19: 公司 2014-2018 吨煤毛利及变化          | - 9 -  |
| 图表 20: 公司 2014-2018 煤炭收入、成本及毛利率      | - 9 -  |
| 图表 21: 可比公司吨煤售价情况 (元/吨)              | - 10 - |
| 图表 22: 可比公司吨煤成本情况 (元/吨)              | - 10 - |
| 图表 23: 可比公司吨煤毛利情况 (元/吨)              | - 10 - |
| 图表 24: 可比公司煤炭业务毛利率情况                 | - 10 - |
| 图表 25: 焦炭、焦煤价格走势数据 (元/吨)             | - 11 - |
| 图表 26: 京唐港山西产焦煤库提价走势 (元/吨)           | - 11 - |
| 图表 27: 山西柳林焦煤车板价走势 (元/吨)             | - 11 - |
| 图表 28: 螺纹钢价格走势 (元/吨)                 | - 12 - |
| 图表 29: 焦化厂开工率走势                      | - 12 - |
| 图表 30: 西山煤电焦炭资产                      | - 13 - |
| 图表 31: 公司焦炭产量及变化 (万吨)                | - 13 - |
| 图表 32: 公司焦炭销量及变化 (万吨)                | - 13 - |
| 图表 33: 公司焦油产量及变化 (万吨)                | - 14 - |
| 图表 34: 公司焦炉煤气产量及变化 (万立方米)            | - 14 - |
| 图表 35: 京唐焦化、西山煤气化净利润数据 (万元)          | - 14 - |
| 图表 36: 西山煤电电力资产情况                    | - 15 - |
| 图表 37: 2014-2018 公司发售电量情况 (亿千瓦时)     | - 15 - |
| 图表 38: 2014-2018 公司和全国火电利用小时数        | - 15 - |
| 图表 39: 公司电力子公司净利润情况                  | - 16 - |
| 图表 40: 2019 年年初以来国企改革政策、会议内容梳理       | - 17 - |
| 图表 41: 山西省七大煤炭集团资产证券化率情况 (亿元)        | - 18 - |
| 图表 42: 国企改革的主要手段预计将是国有资本投资运营平台+资产证券化 | - 19 - |
| 图表 43: 山西焦煤集团及三家上市公司股权结构图            | - 19 - |
| 图表 44: 2017 年山西焦煤集团资产证券化率            | - 20 - |
| 图表 45: 2017 年山西焦煤集团营收情况              | - 20 - |
| 图表 46: 2017 年集团、上市公司煤炭产能&产量          | - 20 - |
| 图表 47: 2017 年集团、上市公司焦炭产能&产量          | - 20 - |
| 图表 48: 2017 年集团、上市公司电力装机量&发电量        | - 21 - |
| 图表 49: 集团层面煤矿资产梳理                    | - 21 - |
| 图表 50: 西山煤电利润表预测 (单位: 百万元)           | - 22 - |

## 公司简介：具备煤焦一体化协同优势，业绩持续增长

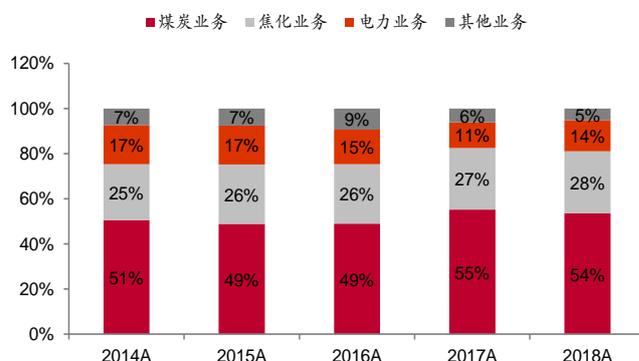
- **山西西山煤电股份有限公司（000983.SZ）成立于1999年4月26日，是全国首批循环经济试点单位。**公司控股股东山西焦煤集团有限责任公司（下称山西焦煤集团）持有公司股本比例为54.4%。2017年9月根据《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于将持有的省属22户企业国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司的通知》要求，山西省国有资产监督管理委员会将所持有的山西焦煤集团100%划转至山西省国有资本运营有限公司。
- **具备煤焦一体化协同优势，两板块营收占比超80%。**公司目前的主营业务包括煤炭、焦化、电力以及其他业务。从近五年公司各板块营收、成本以及毛利占比数据可以看出，**煤炭板块是公司的第一大业务**，近5年营收占比基本均在50%以上，板块营收、成本及毛利占比变化趋势与煤炭行业周期吻合：即2016年前营收占比和板块毛利不断下滑，成本占比不断上升；2016年后三者则呈现反方向变动。**焦化业务是公司的第二大业务**，营收占比接近30%。伴随2016年下半年焦炭价格企稳回升，公司焦炭板块毛利大幅上升，但由于同期焦煤价格上涨使得相对占比一直稳定在5%左右。**电力业务是公司的第三大业务**，近年来伴随煤价大幅上涨公司电力（火电）业务盈利承压，营收、毛利占比逐年下降，2017-2018年电力业务连续两年亏损。

图表 1：公司现有股权结构图



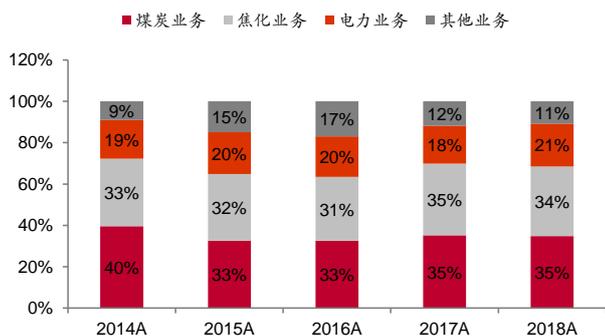
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：2014-2018 公司各板块营业收入占比



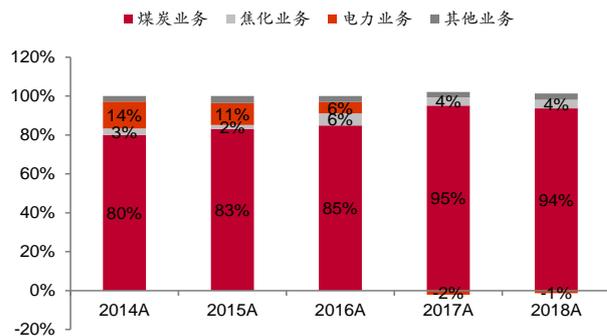
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 3：2014-2018 公司各板块营业成本占比



来源：公司年报、中泰证券研究所

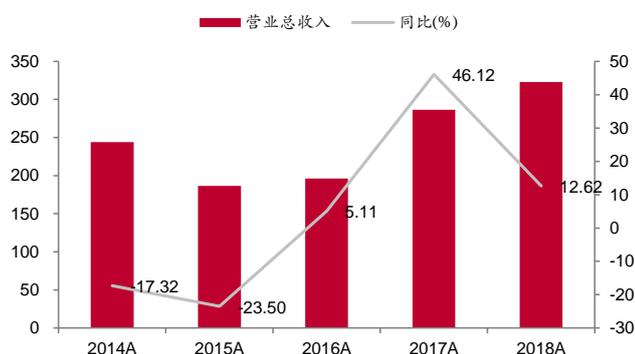
图表 4：2014-2018 公司各板块毛利占比



来源：公司年报、中泰证券研究所

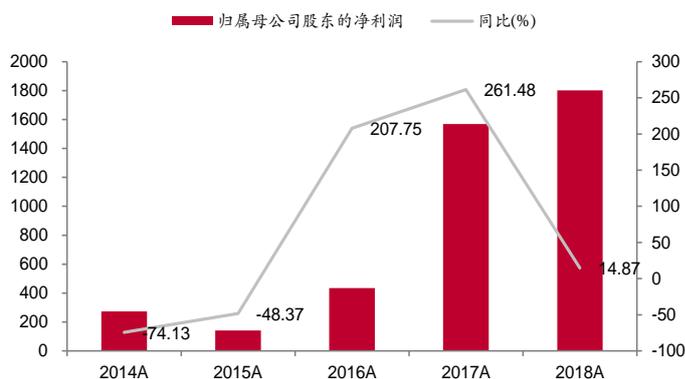
■ 伴随煤炭行业供需格局显著改善、煤价逐年上涨，公司业绩 2016 年开始迎来持续增长。随着 2016 年末煤炭价格企稳回升，公司业绩迎来持续增长。其中，2016 年受 276 工作日打压煤炭产销影响，公司营收仅同比小幅上升 5.11%，但由于前值基数较小导致归母净利润同比大幅上升 207.75%。2017-2018 年伴随 276 工作日制度取消以及煤价持续上涨，公司营收实现大幅增长，从 196.11 亿元上升至 322.71 亿元，年复合增长率达 28.28%；公司归母净利润从 4.34 亿元上升至 18.02 亿元，年复合增长率达 104%；公司净资产收益率和净利率也都一路上升，在 5 年时间里基本上都实现了倍数级增长。

图表 5: 2014~2018 公司营业收入变化情况(百万元)



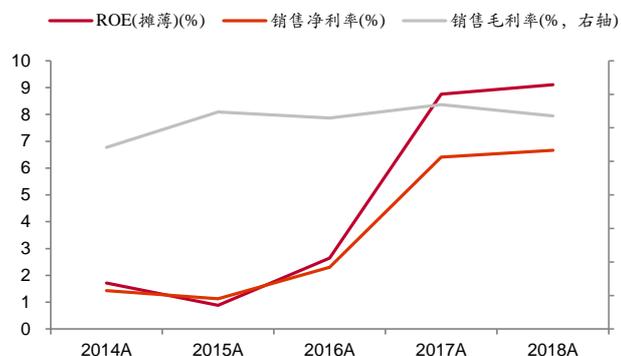
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 6: 2014~2018 公司归母净利润变化情况(百万元)



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 7: 2014~2018 公司盈利能力变化情况



来源：wind、中泰证券研究所

图表 8: 2014~2018 公司资产负债率变化情况



来源：wind、中泰证券研究所

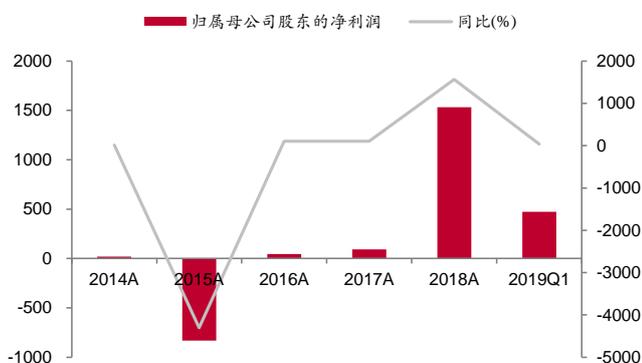
■ 参股山西焦化，2018 年投资收益显著上升，2019 年有望进一步提升。目前，公司主要参股企业为山西焦化股份有限公司（下称山西焦化）和山西焦煤集团财务有限责任公司。其中，山西焦化的参股比为 5.81%。2018 年由于山西焦化收购的中煤华晋 49% 股权大幅贡献投资收益（中煤华晋 2018 年归母净利润为 29.11 亿元），使得山西焦化归母净利润（15.33 亿元）同比大幅提升 1567.38%，公司投资收益（1.87 亿元）受此影响同比大幅上升 107%。2019 年山西焦化贡献的投资收益仍有望进一步提升，主因有二：其一是中煤华晋是 2018 年 3 月开始贡献利润，2019 年则可以全年贡献利润；其二是自 2018 年 12 月焦煤价格上涨至高位后一直在高位窄幅波动，中煤华晋业绩相比 2018 年预计将进一步

提升。从山西焦化披露的一季报看，投资收益（6.35 亿元）同比上升 280%，归母净利润（4.54 亿元）同比上升 155.06%，也在逐步印证上述观点。

**图表 9：中煤华晋财务数据**

| 单位：亿元    | 2018A | 2017A | 同比增减   |
|----------|-------|-------|--------|
| 营业收入     | 98.24 | 85.66 | 14.68% |
| 净利润      | 37.9  | 9.26  | 29.53% |
| 归母净利润    | 29.11 | 25.62 | 13.62% |
| 综合收益总额   | 37.99 | 29.26 | 29.84% |
| 经营活动现金流量 | 36.64 | 39.48 | -7.2 % |

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 10：山西焦化归母净利润情况（百万元）**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 11：焦煤价格走势（元/吨）**


来源：wind、中泰证券研究所

## 煤炭业务：产能规模大&精煤洗出率高，盈利能力行业领先

产能：产能规模大，权益占比高

- **资源丰富、煤质优良。**公司所属矿区资源储量丰富、煤层赋存稳定、属近水平煤层、地质构造简单，最重要的是煤种齐全，包括焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤、气煤等多类炼焦煤子品种。此外，公司炼焦煤具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，属优质炼焦煤品种，是稀缺、保护性开采煤种，截至 2017 年公司所有矿井煤炭资源保有储量为 23.44 亿吨。
- **超 3000 万吨产能，权益占比接近 90%。**目前，公司所有矿井产能共计 3260 万吨，权益产能为 2796 万吨，权益占比为 86%。主要可分为三部分：
  - **公司本部(古交)：1310 万吨，100%权益产能。**主要包括马兰矿(360 万吨)、西曲矿(400 万吨)、镇城底矿(190 万吨)以及西铭矿(360 万吨)，上述四矿均为在产煤矿。
  - **吕梁兴县斜沟矿：1500 万吨，100%权益产能。**主要是斜沟矿一期、二期工程共计 1500 万吨，权益占比为 80%，为在产煤矿。
  - **临汾整合矿：390 万吨，65.5%权益产能。**主要包括在产的生辉矿(90 万吨)和义城煤业(60 万吨)；进入联合试运转的鸿兴矿(60 万吨)；在建的登福康矿(60 万吨)；停缓建的圪堆矿(60 万吨)和西山光道煤业(120 万吨)。

图表 12：西山煤电煤矿情况

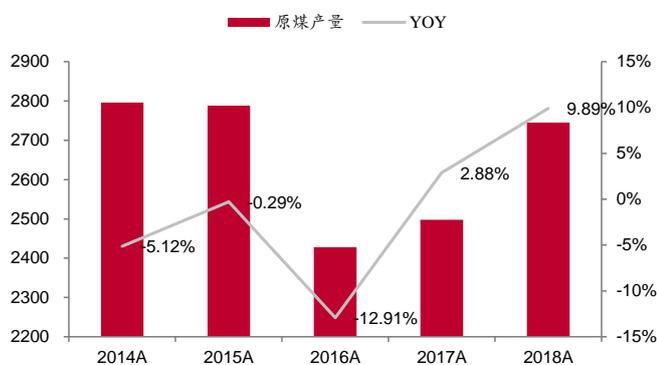
| 煤矿名称            | 股权占比       | 煤种                | 可采储量(亿吨)    | 核定产能(万吨)    | 状态    |
|-----------------|------------|-------------------|-------------|-------------|-------|
| <b>公司本部(古交)</b> |            |                   |             |             |       |
| 马兰矿             | 100%       | 肥煤                | 6.08        | 360         | 在产煤矿  |
| 西曲矿             | 100%       | 主焦煤               | 1.67        | 400         | 在产煤矿  |
| 镇城底矿            | 100%       | 肥煤                | 1.03        | 1 0         | 在产煤矿  |
| 西铭矿             | 00%        | 贫煤、瘦煤、贫瘦煤         | 1.20        | 360         | 在产煤矿  |
| 本部四大矿合计         | -          | -                 | 9.98        | 1310        | -     |
| <b>吕梁兴县斜沟矿</b>  |            |                   |             |             |       |
| 一期、二期工程         | 80%        | 气煤、1/3 焦煤、1/2 中粘煤 | 12.66       | 1500        | 在产煤矿  |
| <b>临汾整合矿</b>    |            |                   |             |             |       |
| 圪堆煤矿            | 51%        | 焦煤、1/3 焦煤         | 0.05        | 0           | 停缓建   |
| 西山光道煤业          | 51%        | 肥煤、1/3 焦煤         | 0.19        | 120         | 停缓建   |
| 鸿兴矿             | 100%       | 焦煤                | 0.12        | 60          | 联合试运转 |
| 登福康矿            | 90         | 焦煤                | 0.21        | 60          | 在建    |
| 生辉煤矿            | 55%        | 肥煤(高硫)            | 0.18        | 90          | 在产煤矿  |
| 古交市义城煤业         | 51%        | 焦煤                | 0.05        | 60          | 在产煤矿  |
| <b>合计</b>       |            |                   | <b>23.4</b> | <b>3260</b> |       |
| <b>权益合计</b>     | <b>86%</b> |                   | <b>21</b>   | <b>2796</b> |       |

来源：公司债券募集说明书、中泰证券研究所

## 产量：2018 年产销量大幅增长，煤炭销售结构稳定

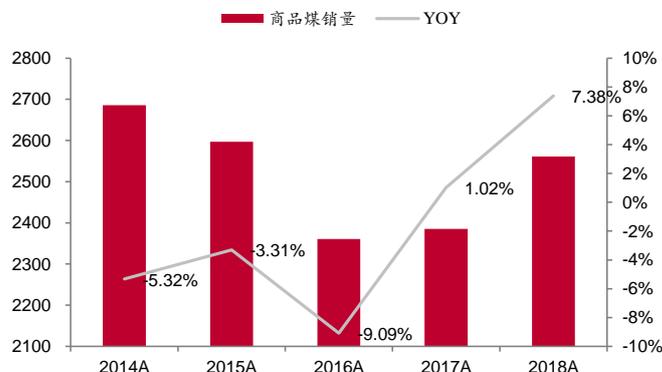
- **斜沟矿产能减量置换完成，2018 年产销量实现大幅增长。**从公司近年来煤炭产销量数据看，2016 年公司煤炭产（2428 万吨）、销量（2361 万吨）分别下滑 12.91%和 9.09%，主要是 276 工作日政策所导致的。2017 虽然山西省放开 276 工作日制度，但由于斜沟矿减量置换未完成导致产量仅为 1280 万吨。2018 年随着斜沟矿产能减量置换完成释放产量（向山西焦煤集团下属煤矿购置产能共计 210 万吨）以及其他在产矿井产量持续恢复性增长，公司原煤产量（2745 万吨）、商品煤销量（2561 万吨）同比分别大幅增长 9.89%和 7.38%。从目前在建矿井情况看，鸿兴矿（60 万吨）已经于 2018 年进入联合试运转，最快 2019 年可以投产；登福康矿（60 万吨）也有望于 2020 年投产，公司煤炭产销量仍有增长空间。

图表 13：公司历年原煤产量及变化（万吨）



来源：wind、中泰证券研究所

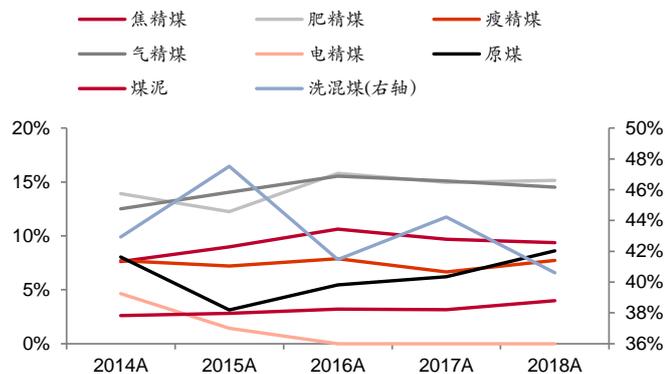
图表 14：公司历年原煤销量及变化（万吨）



来源：wind、中泰证券研究所

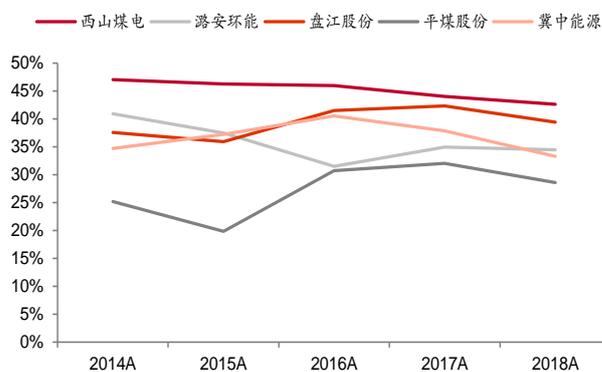
- **商品煤结构：煤炭销售结构较为稳定，精煤洗出率排名行业前列。**分煤种看，除去 2016 年由于执行 276 工作日导致的扰动外，近年来公司各煤种销售占比较为稳定。其中，精煤（焦精煤、肥精煤、瘦精煤、气精煤、电精煤）合计占比在 46%左右；其他煤种（原煤、洗混煤、煤泥）占比大致在 54%左右。从精煤洗出率数据看，公司近几年精煤洗出率大致在 45%左右，在可比公司（冀中能源、潞安环能、盘江股份、平煤）中排名第一。

图表 15：公司各煤种销量占比及变化



来源：wind、中泰证券研究所

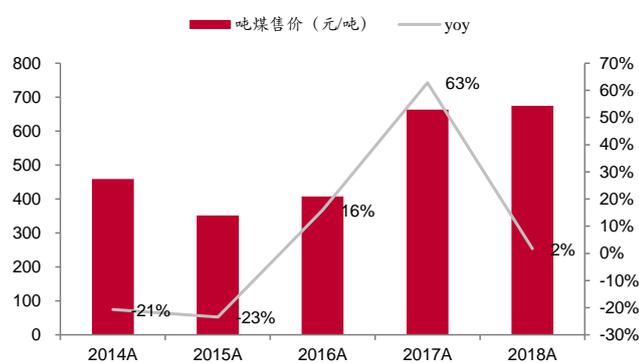
图表 16：可比公司煤炭洗选率及变化



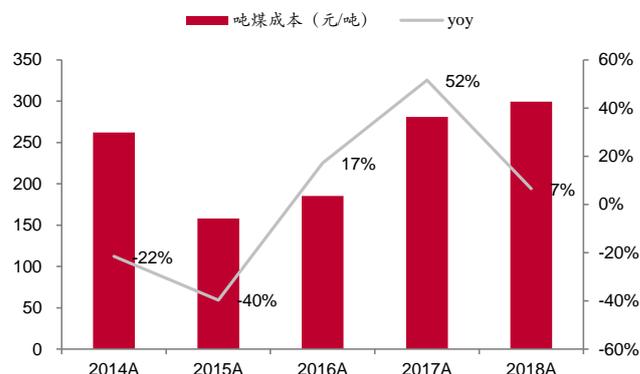
来源：wind、中泰证券研究所

**盈利能力：售价高、成本低，盈利能力行业领先**

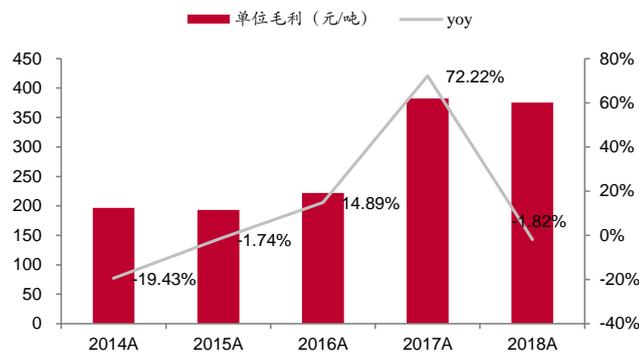
- 纵向比较：煤价中枢不断上行，煤炭业务盈利能力大幅提升。**近年来随着去产能工作不断推进，煤炭行业供需格局显著向好，煤价中枢也一路上扬。受此影响，公司吨煤售价从2016年开始连续三年上涨，年复合增长率24.31%。成本方面，受整个行业景气度回升影响，公司吨煤成本也呈现上涨趋势，2016-2018年复合增长率为23.73%，涨幅不及价格涨幅（成本涨幅较大主要还受到低基数影响）。受煤价中枢不断上行影响，公司煤炭业务在2016年迎来拐点，2016、2017年吨煤毛利分别大幅上升14.89%和72.22%。

**图表 17：公司 2014-2018 吨煤价格及变化**


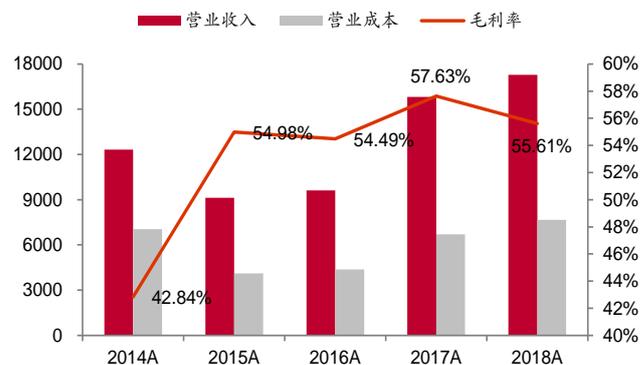
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 18：公司 2014-2018 吨煤成本及变化**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 19：公司 2014-2018 吨煤毛利及变化**


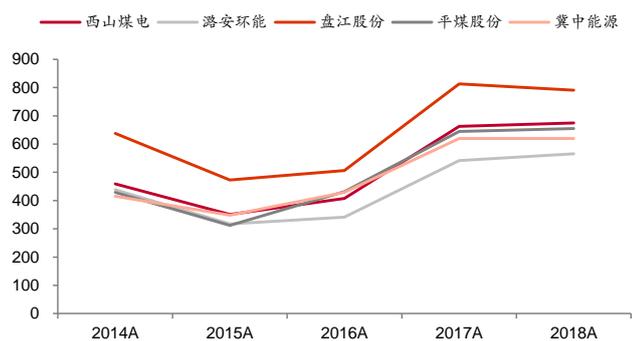
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 20：公司 2014-2018 煤炭收入、成本及毛利率**


来源：wind、中泰证券研究所

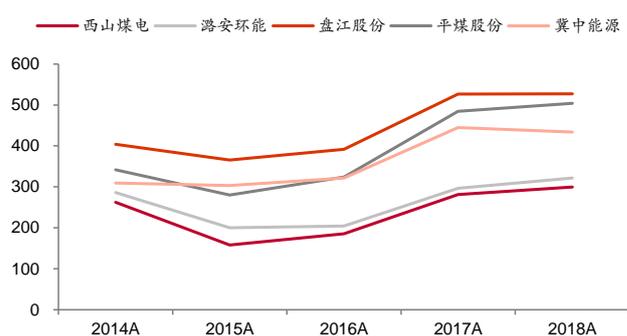
- 横向对比：高售价&低成本，盈利能力冠绝行业。**将西山煤电与其他炼焦煤公司对比后可以看出：**吨煤售价方面**，由于公司精煤洗出率占比大（行业第一），因此吨煤售价排名也排名行业前列，仅次于盘江股份；**吨煤成本方面**，由于公司煤矿煤层赋存稳定、地质构造简单，因此开采成本较低，排在可比公司最后一位，具有显著的成本优势。**高售价+低成本**使得公司吨煤毛利（375元/吨）排名可比公司第一且大幅领先其他公司（第二名盘江股份为263元/吨）。

图表 21: 可比公司吨煤售价情况 (元/吨)



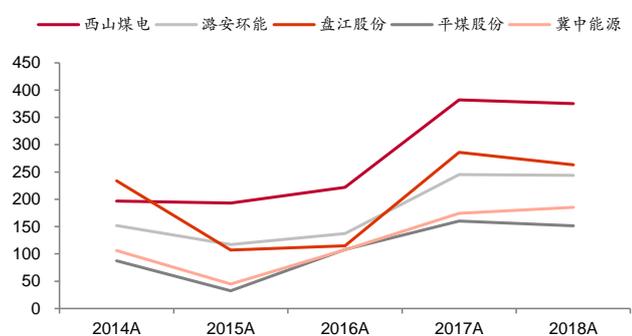
来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 可比公司吨煤成本情况 (元/吨)



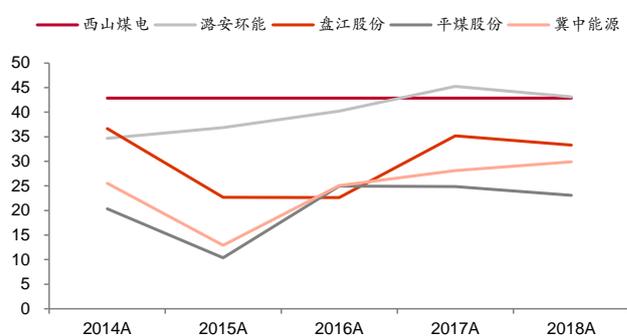
来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 可比公司吨煤毛利情况 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 可比公司煤炭业务毛利率情况

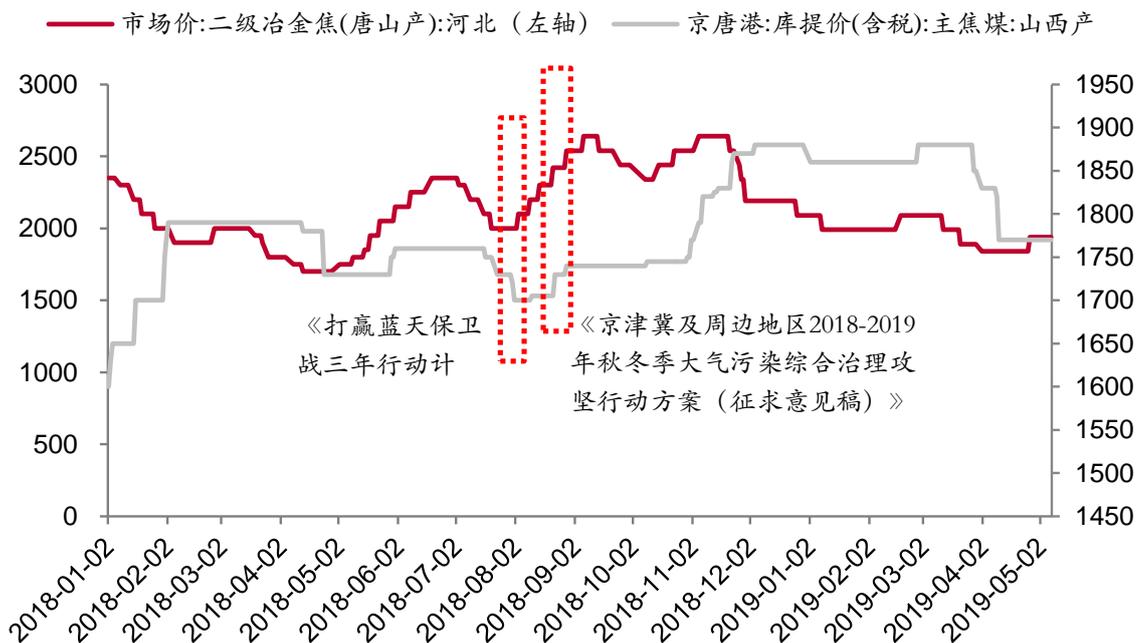


来源: wind、中泰证券研究所

### 行业层面: 19 年一季度焦煤价格高位震荡、全年中枢有望上移

- 焦煤价格自 2018 年 7 月开始启动上涨。**2018 年 7 月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》,其中提出重点区域(包括京津冀及周边地区,长三角地区和汾渭平原)要加大独立焦化企业淘汰力度,京津冀及周边地区实施“以钢定焦”,力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右。随后的 8 月份,《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》对去产能进行了更为具体的表述:1.河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作;2.河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标,制定“以钢定焦”方案,加大独立焦化企业淘汰力度。受到接连推出的重磅政策影响,焦炭价格开始持续冲高,从 7 月末的 2000 元/吨上涨至 11 月下旬的 2640 元/吨,涨幅 32%。受下游焦价上涨影响,焦煤价格滞后一周多以后开始启动,从 8 月上旬的 1700 元/吨上涨至 12 月初的 1880 元/吨。

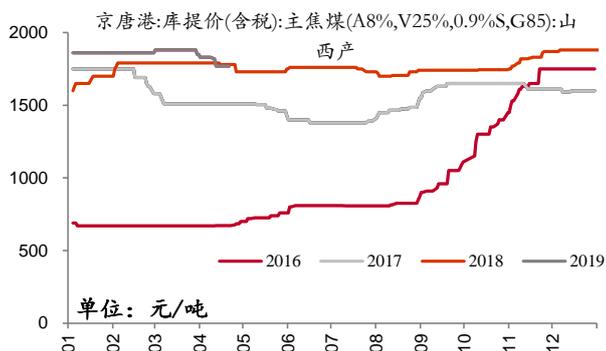
图表 25: 焦炭、焦煤价格走势数据 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- 环保限产不及预期导致焦炭价格回落，但焦煤价格依旧坚挺。进入2018-2019 采暖季，由于中央对前期一刀切的限产政策进行调整，各省市可根据自身情况进行限产导致焦炭行业环保限产不及预期，焦炭价格进入下行期。反观焦煤，由于供给受限（安检压力打压产量）、需求不弱（焦企开工率较高）以及下游（焦企）集中度低导致议价能力差，焦煤价格一直维持高位窄幅震荡态势。2019 年一季度京唐港山西产焦煤库提均价为 1867 元/吨，同增 6.75%；山西柳林地区焦煤车板价一季度均价为 1746 元/吨，同增 6.33%。

图表 26: 京唐港山西产焦煤库提价走势 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 27: 山西柳林焦煤车板价走势 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- 两逻辑支撑，全年焦煤价格中枢有望上移。展望全年，我们认为影响焦煤价格的两条主逻辑线均利好全年焦煤价格中枢维稳甚至有望上移。其一是由于开年受到巴西矿难影响供给以及下游需求旺盛等因素影响，一季度钢价从底部上行，即便全年价格呈现前高后低，中枢也有望维持在较高位置，从而通过煤-焦-钢价格传导关系支撑焦煤价格；其二是焦煤企业前期资本开支较低，供给端释放的弹性很小。反观需求侧，从去年

的限产政策执行情况看，下游焦企环保限产的力度其实较为有限，因此焦煤的供需关系依然较为健康。

图表 28: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: 焦化厂开工率走势



来源: wind、中泰证券研究所

## 焦化业务：产能符合环保要求，盈利能力持续提升

产能合计 540 万吨，产销量受环保限产影响小

- 控股京唐焦化、西山煤气化，产能合计 540 万吨。公司目前焦炭资产包括唐山首钢京唐西山焦化有限责任公司（下称京唐焦化，50% 股权占比，420 万吨产能）和山西西山煤气化有限责任公司（下称西山煤气化，100% 股权占比，120 万吨产能），两公司均为在产状态，产能合计 540 万吨。

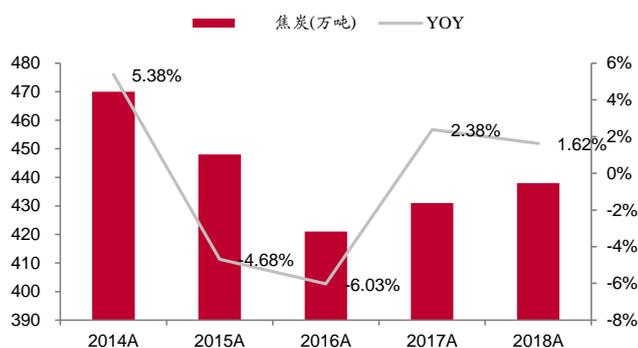
图表 30：西山煤电焦炭资产

| 公司    | 股权占比 | 产能 (万吨) | 权益产能 (万吨) | 状态 |
|-------|------|---------|-----------|----|
| 京唐焦化  | 50%  | 420     | 210       | 在产 |
| 西山煤气化 | 100% | 120     | 120       | 在产 |

来源：公司公告、中泰证券研究所

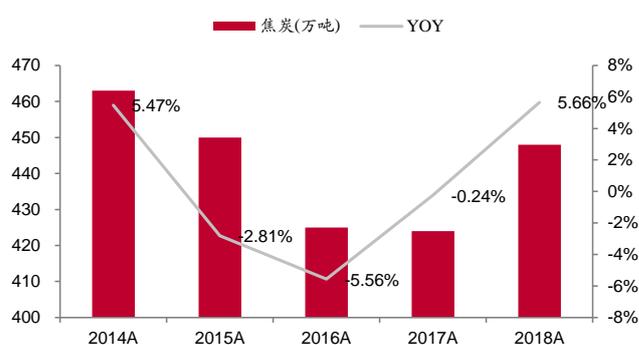
- 焦化厂均处位于“2+26”重点城市范围，但环保限产对产销量影响较小。从地理位置上看，京唐焦化位于河北唐山、西山煤企化位于山西太原，二者均属于“2+26”重点城市，产品产销量理应受到环保限产影响。但公司 2018 年焦炭产、销量均呈现上升态势，主要原因其一是西山煤气化圆满完成重点环保工程升级改造、其二是京唐焦化通过市环保组织的超低排放验收，在 2018 年秋冬季错峰生产绩效评价中被评为 A 类级别，受到环保限产影响不大。除焦炭产品外，公司焦化业务还生产一些副产品，其中焦油的产销量基本维持在 12 万吨水平；煤气产销量基本维持在 12~14 亿立方米水平。

图表 31：公司焦炭产量及变化 (万吨)



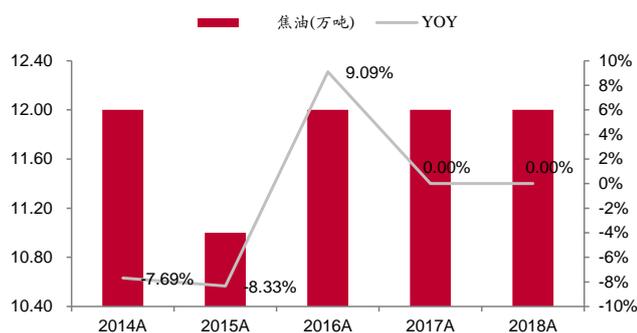
来源：wind、中泰证券研究所

图表 32：公司焦炭销量及变化 (万吨)



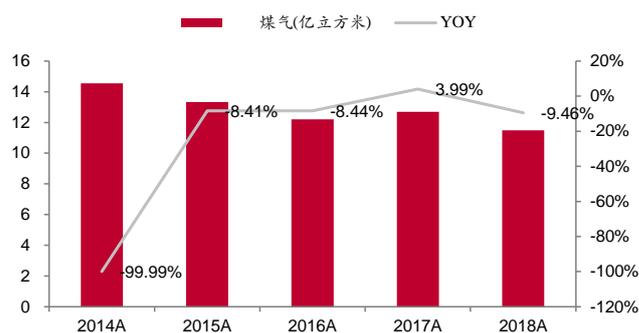
来源：wind、中泰证券研究所

图表 33: 公司焦油产量及变化 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 公司焦炉煤气产量及变化 (亿立方米)



来源: wind、中泰证券研究所

### 京唐焦化盈利能力稳步提升、西山煤气化实现扭亏为盈

- 供给侧改革&环保限产，焦炭价格中枢持续上升，焦化业务盈利能力显著提升。**随着 2015 年以来供给侧改革持续推进，钢铁行业过剩产能逐渐出清，钢价企稳回升的同时带动焦炭价格中枢不断上升。2017 年开始的环保限产又再次重塑了煤-焦-钢黑色系的格局，作为两头受挤压的焦炭行业不断的向更健康的方向发展，随之而来的是焦炭价格中枢持续走高。受焦炭价格不断上升影响，两个焦化子公司盈利能力均显著提升。其中，京唐焦化净利润从 2016 年的 3763.61 万元上升至 2018 年的 6245.81 万元，年复合增长率为 28.82%；西山煤气化净利润从 2016 年的亏损 1.02 亿元扭亏为盈至 2018 年的 5.63 万元。
- 分析：京唐焦化和西山煤气化存在盈利能力差。**京唐焦化是公司与首钢京唐钢铁联合有限责任公司（北京首钢股份有限公司持股比 51%）合资的焦化企业，所产焦炭产品完全供应给首钢，因此需求较为稳定。双方焦炭定价采用长协定价，因此京唐焦化的盈利能力可以得到保证。西山煤气化盈利能力较差的原因主要是历史包袱重，且地理位置是在太原周边的古交矿区，相对偏远，产品需求不稳定。

图表 35: 京唐焦化、西山煤气化净利润数据 (万元)

| 公司           | 2013A      | 2014A      | 2015A      | 2016A      | 2017A    | 2018A    |
|--------------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|
| 京唐焦化 (万元)    | 5,078.23   | 5,270.01   | 5,052.78   | 3,763.61   | 6,162.80 | 6,245.81 |
| 西山煤气化 (万元)   | -16,259.25 | -17,245.54 | -18,064.36 | -10,191.03 | 0.20     | 5.63     |
| 焦化业务净利润 (万元) | -11,181.02 | -11,975.53 | -13,011.58 | -6,427.42  | 6,163.00 | 6,251.45 |
| 吨焦净利润 (元/吨)  | -25        | -26        | -29        | -15        | 15       | 14       |

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 电力业务：利用小时数低&高煤价，大幅减亏仍是首要目标

装机量虽大，但利用小时数较低

- **公司火电装机量较大。**目前公司已经投产的电力装机量为 447 万千瓦，在建电力装机量为 200 万千瓦。其中在产产能包括兴能发电的古交一期、二期电厂（合计 1800MW）；西山热电的坑口矸石发电（150MW）；武乡西山发电的武乡一期电厂（1200MW）以及 2018 年刚投产的古交西山发电古交三期电厂（1320MW）。在建产能主要是武乡西山发电的武乡二期电厂（2000MW）。

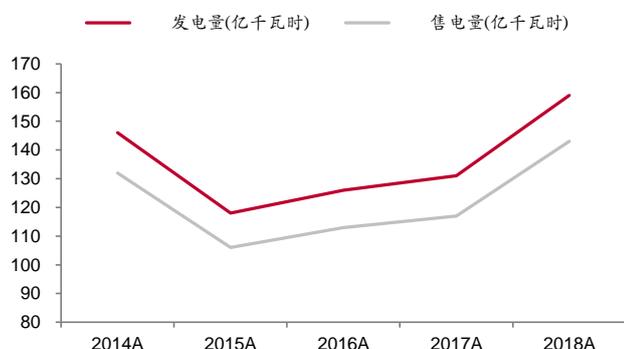
图表 36：西山煤电电力资产情况

| 项目名称            | 所属公司   | 股比     | 装机容量 | 权益装机容量 | 状态       |
|-----------------|--------|--------|------|--------|----------|
| 古交一期 (2×300MW)  | 兴能发电   | 80%    | 600  | 480    | 在产       |
| 古交二期 (2×600MW)  | 兴能发电   | 80%    | 1200 | 960    | 在产       |
| 古交三期 (2×660MW)  | 古交西山发电 | 100%   | 1320 | 1320   | 2018 年投产 |
| 坑口矸石发电 (3×50MW) | 西山热电   | 91.65% | 150  | 137    | 在产       |
| 武乡一期 (2×600MW)  | 武乡西山发电 | 100%   | 1200 | 1200   | 在产       |
| 小计              |        |        | 4470 | 4097   |          |
| 武乡二期 (2×1000MW) | 武乡西山发电 | 100%   | 2000 | 2000   | 正在报批     |
| 小计              |        |        | 2000 | 2000   |          |
| 合计-在产装机容量       |        |        | 4470 | 4097   |          |
| 合计-总装机容量        |        |        | 6470 | 6097   |          |

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **机组利用小时数较低。**近年来受到全国火电利用小时数企稳回升影响，公司发、售电量自 2016 年企稳回升。随着 2018 年 5 月末古交三期 2 台 66 万千瓦机组全部取得国家能源局投产批复，2018 年公司发、售电量同比大幅上升 21.37% 和 22.22%。但从利用小时数看，公司发电机组利用小时一直低于全国火电利用小时数，主要原因在于公司发电机组是用于当地供电，需求不够旺盛导致装机量过剩。

图表 37：2014-2018 公司发售电量情况（亿千瓦时）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 38：2014-2018 公司和全国火电利用小时数



来源：wind、中泰证券研究所

**低电价&高煤价，电力业务持续亏损**

- 从 2017 年开始公司电力业务就进入亏损模式。其中 2017 年净利润为 -5.77 亿元、2018 年为 -3.18 亿元。造成电力业务亏损的主要原因有二：其一是煤炭价格大幅上涨，导致发电成本大幅上升；其二是虽然 2017 年下半年山西省上调了煤电上网标杆电价（上调 0.0115 元/千瓦时至 0.3320 元/千瓦时），但纵观全国，山西省的燃煤标杆电价仍然较低（全国各省市排在倒数前十）。因此虽然 2018 年公司电力业务实现大幅减亏，但要实现扭亏为盈难度依然很大，减亏预计仍然是公司未来的首要目标。

**图表 39：公司电力子公司净利润情况**

| 公司           | 2014A    | 2015A    | 2016A    | 2017A     | 2018A     |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 西山热电 (万元)    | 51.4     | -202.3   | -792.5   | -6,414.8  | -10,310.2 |
| 兴能发电 (万元)    | 10,565.8 | 8,525.6  | -4,258.3 | -14,474.5 | -7,818.4  |
| 武乡西山发电 (万元)  | 12,543.5 | 6,654.8  | 6,323.1  | -36,578.2 | -3,356.9  |
| 古交西山发电 (万元)  | 0.0      | -37.8    | -135.6   | -265.4    | -10,268.2 |
| 发电业务净利润 (万元) | 23,160.7 | 14,940.2 | 1,136.7  | -57,732.9 | -31,753.7 |

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 国企改革：集团资产体量雄厚，国改提速预期加快催化估值提升

### 政策频出，山西国企改革进程有望提速

- 国改政策频出，剑指混改。**2018年12月21日，在中央经济工作会议中习总书记提出2019年要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则，做强做优做大国有资本，加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司，积极推进混合所有制改革。2019年1月17日，中央企业和地方国资委负责人年度工作会议上提出要积极推进国有资本投资、运营公司出资的国有企业，以及主业处于竞争领域的商业类国有企业开展混改，下一步将加大国企混改力度，在前三批50家试点的基础上，加快推出第四批100家以上试点。2019年3月9日，十三届全国人大二次会议“国有企业改革发展”记者会上再次提出要着力推动国有资本投资运营公司的试点推进以及国企混合所有制改革和股权多元化。如此密集的表态下，2019年国企改革有望持续深化。

图表 40：2019 年年初以来国企改革政策、会议内容梳理

| 日期         | 事件  | 内容  |
|------------|---|---|
| 2018.12.21 | 中央经济工作会议                                  | 要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则，做强做优做大国有资本，加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司， <b>积极推进混合所有制改革</b>  |
| 2019.1.17  | 中央企业和地方国资委负责人年度工作会议                       | 1)持续推动电力、有色金属、钢铁、海工装备、环保、免税品等领域专业化整合； <b>推进区域资源整合，减少同质化竞争。</b> 2)下一步将加大国企混改力度，在前三批50家试点的基础上， <b>加快推出第四批100家以上试点。</b> 3) <b>积极推进国有资本投资、运营公司出资的国有企业</b>   |
| 2019.3.9   | 十三届全国人大二次会议“国有企业改革发展”记者会                  | 1)着力改革国有资本授权经营体制，加快向管资本转变，2019年要出台监管清单，主要是明晰边界，理顺关系，下放权力；2) <b>着力推动国有资本投资运营公司的试点</b> ；3) <b>着力推进混合所有制改革和股权多元化</b> ；4)着力推进董事会建设和经理层任期制的契约化；5)着力多措并举强化正向激励  |
| 2019.4.15  | 山西省深化国有企业改革大会                             | 1)优化布局： <b>深化煤电联营，通过就近相互参股真正实现煤电一体化，加快在建项目投产达效。</b> 七家省属煤炭集团，每家都要选择1-2个非煤高新技术产业，确定目标，加强培育，做大做强。2) <b>开放混改：所有竞争性企业原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革；推进省属煤企集团公司面向全国引进战投，推出一批煤矿类子企业混改项目，允许民营企业控股。实施“上市公司+”战略：支持更多优质资产通过重组向上市公司集中，提升省属国企资产证券化率。</b>  |
| 2019.4.25  | 山西省《2019年国资国企改革行动方案》<br>《省属企业混合所有制改革操作指引》 | 两个主要目标：1) 实现“135”战略目标（保持国有企业持续稳健发展态势；在优化资本布局、加速混改、推行市场化契约化管理三个方面实现重大突破；在优化公司治理结构、防范化解重大风险、解决遗留问题、完善国资管理体制、加强国企党建五个方面加强支撑）。2) 主要经济目标（利润总额同比增长10%以上，资产负债率同比下降1.5个百分点，经济增加值力争增长12.5%以上）<br>具体措施：1) <b>优化资本布局（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）</b> ；2) <b>加快混改（集团层面混改、煤炭国企混改相对滞后，需要推出一批煤矿类子企业混改项目，允许民营企业控股）</b> |

来源：中泰证券研究所

- 山西省煤企有望成为国改排头兵。**2019年4月15日，山西省召开深化国有企业改革大会，会上提出2019年全省要聚焦制约高质量发展的重点难点问题，实现优化布局、开放混改、转换机制三大突破。其中，在开放混改方面提出所有竞争性企业原则上都要开展股权多元化和混合所有制改革，并**突出强调要实施“上市公司+”战略，即支持更多优质资产通过重组向上市公司集中，提升省属国企资产证券化率。**紧接着4月25日，山西省针对《2019年国资国企改革行动方案》和《省属企业混合所有制改革操作指引》召开新闻发布会，会上指出目前山西省与央企和先进兄弟省市相比，混改并无明显差距，但缺乏有影响力、震撼力的重大混改项目，特别是**集团层面混改、煤炭国企混改**相对滞后。后续计划拿出好企业、好资产、好项目进行混改，建立混改项目储备库并面向全球公开推介。

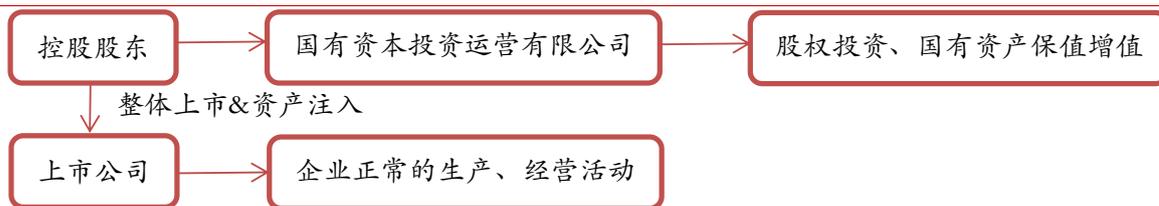
**图表 41：山西省七大煤炭集团资产证券化率情况（亿元）**

|      | 集团总资产    | 上市子公司 | 上市子公司资产 | 占比     |
|------|----------|-------|---------|--------|
| 潞安集团 | 2,408.79 | 潞安环能  | 652.66  | 27.09% |
| 晋煤集团 | 2,755.74 | 蓝焰控股  | 79.79   | 2.90%  |
|      |          | 合计    | 887.89  | 37.04% |
| 阳煤集团 | 2,396.78 | 阳煤    | 461.28  | 19.25% |
|      |          | 太化股份  | 11.50   | 0.48%  |
|      |          | 阳煤化工  | 415.11  | 17.32% |
|      |          | 合计    | 757.56  | 22.11% |
| 同煤集团 | 3,425.86 | 大同煤业  | 253.67  | 7.40%  |
|      |          | 漳泽电力  | 503.89  | 14.71% |
|      |          | 合计    | 868.24  | 25.66% |
| 焦煤集团 | 3,383.97 | 山西焦化  | 201.95  | 5.97%  |
|      |          | 西山煤电  | 650.56  | 19.22% |
|      |          | 南风化工  | 15.72   | 0.46%  |
| 晋能集团 | 2,686.67 | 通宝能源  | 119.75  | 4.46%  |
| 山煤集团 | 843.54   | 山煤国际  | 483.35  | 57.30% |

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 国有资本投资运营平台+资产证券化预计将是山西煤企改革的主要手段。**混改的途径主要包括整体上市&资产注入、引入战略投资者、产权转让、国有资本投资运营平台和产业兼并重组等方式等手段。早在2017年9月，山西省人民政府国有资产监督管理委员会就已经将持有的省属22户企业（包括七大煤炭集团）国有股权全部注入山西省国有资本投资运营有限公司，基本上完成了政企分离工作。**未来控股股东转型投资控股公司并主要负责开展股权投资、实现国有资本的保值增值将会是大势所趋。**从当前时点看，山西省各大煤炭集团的资产证券化率均不高，结合山西省提出的“上市公司+”战略，整体上市&资产注入预计将是山西混改的主要手段。

图表 42：国企改革的主要手段预计将是国有资本投资运营平台+资产证券化

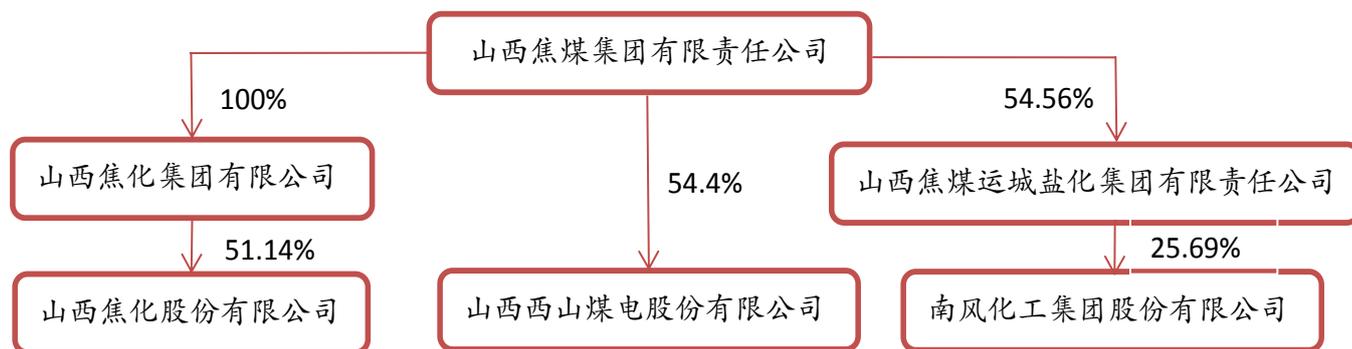


来源：公司公告、中泰证券研究所

集团资产体量雄厚，资产注入提速预期有望加快催化估值提升

- **背靠中国最大的炼焦煤优质企业。**公司控股股东（持股比 54.4%）山西焦煤集团有限责任公司是中国目前规模最大、品种最全的优质炼焦煤生产企业和炼焦煤市场主供应商，是全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业，是国家规划的 14 个大型煤炭基地骨干企业之一，位列 2017 年世界企业 500 强第 433 位。山西焦煤组建于 2001 年 10 月，属山西省国有独资企业，总部位于山西省太原市，目前拥有西山煤电、汾西矿业、霍州煤电、华晋焦煤、山西焦化等 32 个二级子公司，拥有西山煤电、山西焦化、南风化工三个 A 股上市公司，拥有 6 大主力生产和建设矿区，下辖 100 座煤矿，生产能力 1.74 亿吨/年；28 座洗煤厂，入洗能力 1.26 亿吨/年；5 座焦化厂，焦炭产能 1,164 万吨/年；9 座燃煤电厂，总装机容量 3,468MW；14 座煤层气及余气余热电厂，装机容量 219MW。盐化日化产能 256 万吨/年。
- **坐拥三个上市平台，专注不同资产运作。**目前，山西焦煤集团拥有三个上市公司（西山煤电、山西焦化、南风化工）。三个上市公司分别专注于不同的资产类型，其中西山煤电是煤炭资产的主要上市平台、山西焦化是焦化品（焦炭&炼焦化工品）的主要上市平台、南风化工是日用化工品的主要上市平台。

图表 43：山西焦煤集团及三家上市公司股权结构图

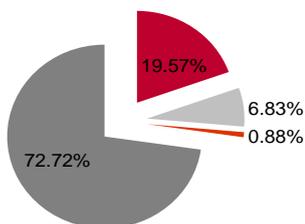


来源：wind、中泰证券研究所

- **资产证券化率低，资本运作空间较大。**虽然坐拥三个上市公司，但山西焦煤集团资产证券化率仍然较低。2017 年集团资产证券化率仅为 27.28%，三家上市公司营收占集团总营收比重仅为 26.54%。因此，集团层面资本运作空间存在很大空间。

图表 44: 2017 年山西焦煤集团资产证券化率

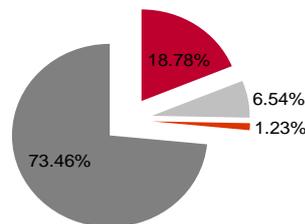
■ 西山煤电 ■ 山西焦化 ■ 南风化工 ■ 其他



来源: wind、中泰证券研究所 (山西焦化为中煤华晋注入后数据)

图表 45: 2017 年山西焦煤集团营收情况

■ 西山煤电 ■ 山西焦化 ■ 南风化工 ■ 其他

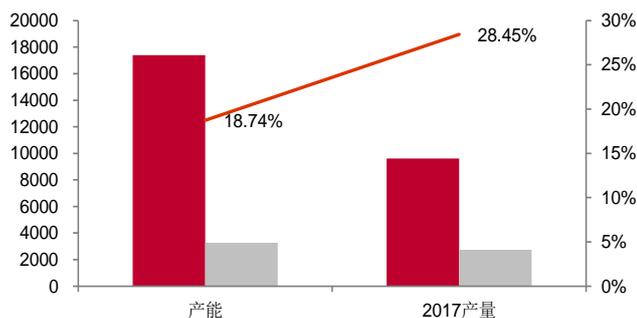


来源: wind、中泰证券研究所

- **集团资产注入提速预期有望加快催化估值提升。**从山西焦煤集团和其上市平台的资产关系看，集团层面可能被注入上市公司的资产主要分为三部分：一是煤炭资产，西山煤电是专注于煤炭资产的上市平台，但西山煤电的煤炭产能和 2017 年产量仅为整个集团的 18.74%和 28.45%左右，说明集团层面还有大量煤矿仍未实现资产证券化；二是焦炭资产，目前来看西山煤电和山西焦化均拥有部分焦炭资产，但二者合计产能占比已经达到集团总产能的 72.16%，证券资产化空间不大，且未来预计山西焦化应该是焦炭资产的主要上市平台；三是电力资产，就发电量而言，目前已有 91%左右的资产转入到了上市平台。综上所述，我们认为西山煤电未来预计将成为焦煤集团的煤炭业务整合平台，集团资产注入提速预期有望加快催化公司估值提升。

图表 46: 2017 年集团、上市公司煤炭产能&产量

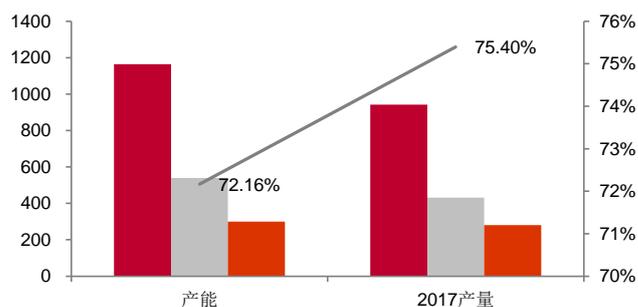
■ 集团 ■ 西山煤电 ■ 占比



来源: wind、中泰证券研究所

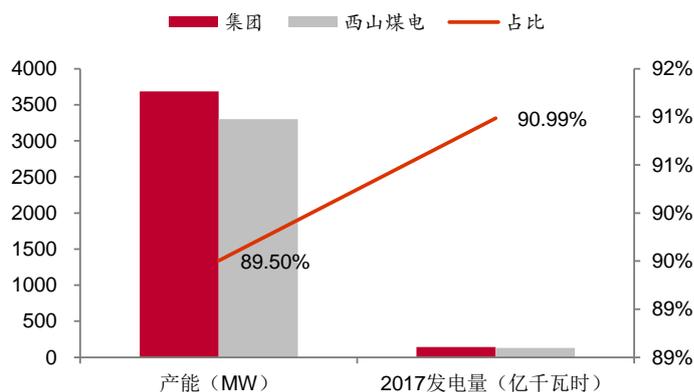
图表 47: 2017 年集团、上市公司焦炭产能&产量

■ 集团 ■ 西山煤电 ■ 山西焦化 ■ 占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 48: 2017 年集团、上市公司电力装机量&amp;发电量



来源: wind、中泰证券研究所

图表 49: 集团层面煤矿资产梳理

| 序号 | 煤矿名称  | 归属   | 井田面积  | 保有储量      | 剩余可开采量  | 地址     | 持股比例 (%) |
|----|-------|------|-------|-----------|---------|--------|----------|
| 1  | 马兰矿   | 上市公司 | 104   | 108,535   | 60,527  | 山西省古交市 | 100      |
| 2  | 西曲矿   | 上市公司 | 41    | 30,989    | 16,378  | 山西省古交市 | 100      |
| 3  | 西铭矿   | 上市公司 | 43    | 21,511    | 13,151  | 山西省太原市 | 100      |
| 4  | 镇城底矿  | 上市公司 | 24    | 26,910    | 15,205  | 太原市古交市 | 100      |
| 5  | 斜沟矿   | 上市公司 | 89    | 210,485   | 121,571 | 山西省兴县  | 80       |
| 6  | 沙曲矿   |      | 134   | 212,951   | 106,894 | 山西省柳林县 | 51       |
| 7  | 官地矿   |      | 105   | 128,423   | 82,608  | 山西省太原市 | 100      |
| 8  | 屯兰矿   |      | 73    | 92,835    | 55,921  | 山西省古交市 | 100      |
| 9  | 东曲矿   |      | 60    | 74,867    | 49,712  | 山西省古交市 | 100      |
| 10 | 杜儿坪矿  |      | 70    | 74,785    | 46,819  | 山西省太原市 | 100      |
| 11 | 金能煤业  |      | 20    | 44,102    | 23,968  | 忻州市静乐县 | 51       |
| 12 | 霍宝干河矿 |      | 36    | 28,264    | 16,410  | 山西省洪洞县 | 60       |
| 13 | 正太煤业  |      | 28    | 26,777    | 17,405  | 山西省左权县 | 26.01    |
| 14 | 鹿鹿塔矿  |      | 13    | 21,902    | 11,779  | 山西省吕梁市 | 100      |
| 15 | 吉宁矿   |      | 18    | 21,382    | 12,802  | 山西省乡宁县 | 51       |
| 16 | 三交河矿  |      | 28    | 14,759    | 11,976  | 山西省洪洞县 | 91       |
| 17 | 柳湾矿   |      | 75    | 43,993    | 23,296  | 山西省孝义市 | 100      |
| 18 | 双柳矿   |      | 30    | 32,324    | 18,057  | 山西省吕梁市 | 100      |
| 19 | 水峪矿   |      | 42    | 33,769    | 21,029  | 山西省孝义市 | 100      |
| 合计 |       |      | 1,032 | 1,249,563 | 725,508 |        |          |

来源: wind、中泰证券研究所

## 投资策略：给予“买入”评级

- 我们预计未来随着煤炭价格持续中高位、山西国企改革进程有望加快，公司未来业绩有望进一步改善。我们测算公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.64、0.71、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5X/8.6X/8.0X，给予公司“买入”评级。

图表 50：西山煤电利润表预测（单位：百万元）

| 损益表（人民币百万元）  |         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
| 营业总收入        | 28,655  | 32,271  | 32,691  | 33,307  | 33,755  |
| 增长率          | 46.1%   | 12.6%   | 1.3%    | 1.9%    | 1.3%    |
| 营业成本         | -19,069 | -22,015 | -22,187 | -22,440 | -22,613 |
| % 销售收入       | 66.5%   | 68.2%   | 67.9%   | 67.4%   | 67.0%   |
| 毛利           | 9,586   | 10,256  | 10,504  | 10,868  | 11,142  |
| % 销售收入       | 33.5%   | 31.8%   | 32.1%   | 32.6%   | 33.0%   |
| 营业税金及附加      | -1,309  | -1,403  | -1,471  | -1,499  | -1,519  |
| % 销售收入       | 4.6%    | 4.3%    | 4.5%    | 4.5%    | 4.5%    |
| 营业费用         | -2,442  | -2,441  | -2,473  | -2,520  | -2,554  |
| % 销售收入       | 8.5%    | 7.6%    | 7.6%    | 7.6%    | 7.6%    |
| 管理费用         | -1,928  | -2,104  | -2,125  | -2,165  | -2,194  |
| % 销售收入       | 6.7%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,907   | 4,307   | 4,435   | 4,684   | 4,875   |
| % 销售收入       | 13.6%   | 13.3%   | 13.6%   | 14.1%   | 14.4%   |
| 财务费用         | -912    | -896    | -900    | -850    | -800    |
| % 销售收入       | 3.2%    | 2.8%    | 2.8%    | 2.6%    | 2.4%    |
| 资产减值损失       | 392     | 199     | 100     | 50      | 0       |
| 公允价值变动收益     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 90      | 187     | 190     | 190     | 190     |
| % 税前利润       | 2.6%    | 4.9%    | 5.0%    | 4.7%    | 4.5%    |
| 营业利润         | 3,477   | 3,798   | 3,825   | 4,074   | 4,265   |
| 营业利润率        | 12.1%   | 11.8%   | 11.7%   | 12.2%   | 12.6%   |
| 营业外收支        | -61     | -18     | -20     | -20     | -20     |
| 税前利润         | 3,416   | 3,780   | 3,805   | 4,054   | 4,245   |
| 利润率          | 11.9%   | 11.7%   | 11.6%   | 12.2%   | 12.6%   |
| 所得税          | -845    | -1,081  | -1,190  | -1,285  | -1,358  |
| 所得税率         | 24.7%   | 28.6%   | 31.3%   | 31.7%   | 32.0%   |
| 净利润          | 1,838   | 2,149   | 2,415   | 2,669   | 2,887   |
| 少数股东损益       | 269     | 347     | 386     | 427     | 462     |
| 归属于母公司的净利润   | 1,569   | 1,802   | 2,029   | 2,242   | 2,425   |
| 净利率          | 5.5%    | 5.6%    | 6.2%    | 6.7%    | 7.2%    |

| 现金流量表（人民币百万元） |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 净利润           | 1,838  | 2,149  | 2,415  | 2,669  | 2,887  |
| 加：折旧和摊销       | 2,017  | 2,273  | 2,304  | 2,437  | 2,555  |
| 资产减值准备        | 392    | 199    | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动损失      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用          | 879    | 840    | 900    | 850    | 800    |
| 投资收益          | -90    | -187   | -190   | -190   | -190   |
| 少数股东损益        | 269    | 347    | 386    | 427    | 462    |
| 营运资金的变动       | 557    | 8,236  | -2,931 | 1,487  | -2,848 |
| 经营活动现金净流      | 5,435  | 7,156  | 2,498  | 7,253  | 3,204  |
| 固定资本投资        | -1,182 | -2,963 | -700   | -700   | -700   |
| 投资活动现金净流      | -2,486 | -3,055 | -708   | -708   | -708   |
| 股利分配          | -126   | -126   | -203   | -224   | -242   |
| 其他            | -2,133 | -1,096 | -1,507 | -6,203 | -2,168 |
| 筹资活动现金净流      | -2,259 | -1,222 | -1,710 | -6,427 | -2,410 |
| 现金净流量         | 689    | 2,879  | 80     | 117    | 85     |

| 资产负债表（人民币百万元） |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 货币资金          | 4,110  | 6,145  | 6,225  | 6,343  | 6,428  |
| 应收款项          | 8,444  | 6,752  | 7,103  | 5,602  | 5,986  |
| 存货            | 3,294  | 3,213  | 2,689  | 2,684  | 2,189  |
| 其他流动资产        | 677    | 673    | 558    | 626    | 516    |
| 流动资产          | 16,525 | 16,784 | 16,575 | 15,254 | 15,119 |
| % 总资产         | 28.6%  | 25.8%  | 26.1%  | 25.1%  | 25.6%  |
| 长期投资          | 2,337  | 2,728  | 2,726  | 2,724  | 2,723  |
| 固定资产          | 23,870 | 28,017 | 27,736 | 27,100 | 26,169 |
| % 总资产         | 41.3%  | 43.1%  | 43.7%  | 44.6%  | 44.3%  |
| 无形资产          | 3,362  | 8,286  | 8,294  | 8,297  | 8,295  |
| 非流动资产         | 41,331 | 48,273 | 46,945 | 45,488 | 43,918 |
| % 总资产         | 71.4%  | 74.2%  | 73.9%  | 74.9%  | 74.4%  |
| 资产总计          | 57,856 | 65,056 | 63,520 | 60,742 | 59,037 |
| 短期借款          | 4,285  | 4,679  | 6,669  | 7,868  | 8,092  |
| 应付款项          | 14,021 | 14,177 | 11,409 | 11,895 | 9,251  |
| 其他流动负债        | 5,510  | 4,668  | 4,438  | 4,220  | 4,012  |
| 流动负债          | 23,815 | 23,524 | 22,516 | 23,983 | 21,355 |
| 长期贷款          | 9,480  | 9,610  | 7,900  | 1,473  | 0      |
| 其他长期负债        | 3,368  | 8,510  | 8,234  | 7,972  | 7,723  |
| 负债            | 36,663 | 41,643 | 38,650 | 33,428 | 29,078 |
| 普通股股东权益       | 17,917 | 19,794 | 20,864 | 22,882 | 25,065 |
| 少数股东权益        | 3,276  | 3,619  | 4,005  | 4,432  | 4,894  |
| 负债股东权益合计      | 57,856 | 65,056 | 63,520 | 60,742 | 59,037 |

| 比率分析        |         |        |        |        |        |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 每股指标        |         |        |        |        |        |
| 每股收益(元)     | 0.50    | 0.57   | 0.64   | 0.71   | 0.77   |
| 每股净资产(元)    | 5.69    | 6.28   | 6.62   | 7.26   | 7.95   |
| 每股经营现金净流(元) | 1.72    | 2.27   | 0.79   | 2.30   | 1.02   |
| 每股股利(元)     | 0.04    | 0.04   | 0.06   | 0.07   | 0.08   |
| 回报率         |         |        |        |        |        |
| 净资产收益率      | 8.76%   | 9.11%  | 9.72%  | 9.80%  | 9.67%  |
| 总资产收益率      | 3.18%   | 3.30%  | 3.80%  | 4.39%  | 4.89%  |
| 投入资本收益率     | 8.05%   | 7.99%  | 8.58%  | 8.85%  | 10.23% |
| 增长率         |         |        |        |        |        |
| 营业总收入增长率    | 46.12%  | 12.62% | 1.30%  | 1.88%  | 1.34%  |
| EBIT增长率     | 110.54% | 19.12% | 5.35%  | 6.61%  | 4.99%  |
| 净利润增长率      | 261.48% | 14.87% | 12.57% | 10.50% | 8.15%  |
| 总资产增长率      | 7.38%   | 12.44% | -2.36% | -4.37% | -2.81% |
| 资产管理能力      |         |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数    | 52.5    | 32.2   | 28.9   | 26.0   | 23.4   |
| 存货周转天数      | 40.7    | 36.3   | 32.5   | 29.0   | 26.0   |
| 应付账款周转天数    | 161.9   | 152.1  | 136.9  | 123.2  | 110.9  |
| 固定资产周转天数    | 292.9   | 289.4  | 307.0  | 296.3  | 284.1  |
| 偿债能力        |         |        |        |        |        |
| 净负债/股东权益    | 67.29%  | 58.47% | 55.18% | 30.33% | 22.66% |
| 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

## 风险提示

- **（1）经济增速不及预期风险。**国内经济去杠杆，为的是防范化解重大风险，但是压缩了货币与财政政策空间，同时与美国贸易摩擦，都有可能引发国内经济需求不及预期的风险。
- **（2）政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **（3）可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

**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。