

2019年11月06日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(人民币/港元)

7.0

西山煤电 (000983.SZ)

Buy 买入

增持晋兴能源股权，助力业绩增长

结论与建议：

公司发布19年三季度业绩公告，前三季度实现营收246.6亿元，yoy+5.5%，录得归母净利润18.1亿元，yoy+18.6%，折合每股收益0.57元，其中三季度实现营收77.3亿元，yoy-4.8%，录得归母净利润5.4亿元，yoy+32.0%，业绩符合预期。一方面是公司未来两年内有新增煤矿权益产能持续释放增量产量，另一方面国内炼焦煤稀缺，公司煤质优良，长期看好炼焦煤供给收缩趋势，最后山西国改，作为焦煤集团唯一上市公司，集团资产注入，促进公司持续外延增长，维持“买入”评级。

公司基本信息

產業別	采掘
A 股价(2019/11/5)	5.75
深证成指(2019/11/5)	9938.61
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)	181.19
主要股東	山西焦煤集团 有限责任公司 (54.40%)
每股淨值(元)	6.71
股價/賬面淨值	0.86
股價漲跌(%)	一个月 三个月 一年
	-2.4 -6.4 -8.4

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

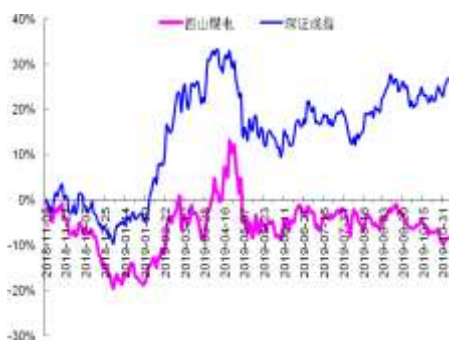
產品組合

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



■ **收購晉興能源 10% 股權，增厚三季度業績：**公司前三季度營收及淨利潤同步增長，同時綜合毛利率同比提升 1.31 個百分點至 33.02%，預計受益於公司煤炭實現量價齊升，其中煤炭銷量增加因斜溝礦的產量釋放引起，如上半年原煤產量增 11%、銷量增 17%。公司第三季度業績增長主要系收購華能國際持有的西山晉興能源 10% 股權，受此影響公司前三季度少數股東的綜合收益 1.22 億元，同比減少 47%，其中第三季度少數股東權益為 -0.62 億元，較同期減少 1.3 億元。另外公司三季度業績環比下滑，預計因煤炭銷量及售價環比回落所致，三季度煉焦煤下游受錯峰生產、迎國慶等因素影響，需求有所下滑，其中國產煉焦煤價格指數三季度均值環比回落 2.4%，公司三季度綜合毛利率為 33.33%，環比將 3.51 個百分點。最後期間費用上，公司前三季度期間費用率因銷售增加同比提升 0.83 個百分點至 18.42%。

■ **煤炭產能有增量，看好煉焦煤景氣度：**公司三季度以 12.8 億元收購晉興能源 10% 股權後，公司持有晉興能源達到 90%。晉興能源是公司重要控股子公司，其 2018 年實現淨利潤 16.57 億元，收購後公司煤炭權益產能增加 150 萬噸/年，增幅為 5.8%，另外公司在建產能中，19 年新增權益產能約 145 萬噸/年，21 年新增產能約 61 萬噸/年，考慮到新增產能釋放存在爬坡期，可見公司未來兩年內公司煤炭增量產量有保障。價格方面，三季度煉焦煤價格指數環比有所回落，同比仍增長 3.5%，處於景氣高位，後市看，一方面國內煉焦煤稀缺，疊加供給側改革，中小產能退出，供給偏緊，另一方面為保證供給側改革紅利不外流，且焦煤進口占比大，後市進口政策收緊，煉焦煤有望長期維持高景氣度，公司國內煉焦煤龍頭企業，將充分受益。

■ **山西國改，促進集團資產注入：**公司是山西焦煤下屬煉焦煤資產唯一上市平台，山西焦煤集團是全國最大的煉焦煤生產加工企業及供應商，其中 18 年底焦煤集團資產證券率 25.7%，西山煤电煤炭產量僅占集團的 27.5%。19 年年初山西省多位領導講話中，釋放國企改革提速信號，20 年更是“十三五規劃”收官之年，料山西國改進程將提速。隨著山西國改（加強上市公司市值管理，提升資產證券化率）的持續推進，集團優質資產有望加速重組，注入上市公司，提升公司成長空間。

■ **盈利預測：**考慮收購股權，我們上修盈利預測，預計公司 2019/2020/2021 年實現淨利潤 21.3/22.1/22.9 億元，yoy+18.1%/+3.6%/+3.7%，折合 EPS 為 0.68/0.70/0.73 元，目前 A 股股價對應的 PE 為 8.5、8.2、7.9 倍，18 年 PB 為 0.92 倍。公司盈利能力穩定，估值較低，維持“買入”評級。

■ **風險提示：**1、煤炭價格大幅下跌；2、國改進度不及預期。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1569	1802	2128	2206	2287
同比增减	%	261.48%	14.87%	18.08%	3.63%	3.70%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.50	0.57	0.68	0.70	0.73
同比增减	%	261.48%	14.87%	18.08%	3.63%	3.70%
A 股市盈率 (P/E)	X	11.55	10.05	8.51	8.22	7.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.04	0.30	0.31	0.32	0.33
股息率 (Yield)	%	0.70%	5.22%	5.39%	5.57%	5.74%

预期报酬(Expected Return ; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

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	22654.03	23255.96	23860.68
研发费用	215.26	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	1712.92	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	3346.70	3468.12	3596.30
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	3328.01	3448.87	3576.48
所得税	845.30	1081.02	1091.51	1131.15	1173.00
少数股东损益	268.56	346.66	108.23	112.16	116.31
归属于母公司股东权益	1569.11	1802.42	2128.27	2205.56	2287.17

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	30920.38	32245.57	33091.81
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	51547.12	53903.64	55399.63
资产总计	57856.38	65056.35	69321.14	73054.34	76040.00
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	24853.81	26363.64	27948.59
负债及股东权益合计	57856.38	65056.36	69321.14	73054.34	76040.00

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,不在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。