

## 西山煤电 (000983.SZ)

### 四季度有望量价齐升，继续推荐优质焦煤

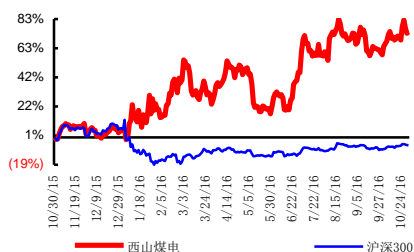
#### 龙头

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**14**  
 分析师 联系人  
 刘昭亮 陈晨  
 S0740510120026 chenchen@r.qlzq.com.cn  
 021-20315150  
 liuzl@r.qlzq.com.cn  
 2016年10月30日

基本状况	
总股本(百万股)	3,151
流通股本(百万股)	3,151
市价(元)	10.06
市值(百万元)	31,701
流通市值(百万元)	31,701

业绩预测					
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	24,390.	18,658.	19,426.	23,945.	27,832.
营业收入增速	-17.32	-23.50	4	12%	23.26%
归属于母公司的净利润	273.20	141.05	580.61	1,769.7	2,344.2
净利润增长率	-74.13	-48.37	311.64	204.81	32.46%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.04	0.18	0.56	0.74
前次预测每股收益(元)	0.09	0.04	0.09	0.20	0.36
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	94.81	135.84	54.60	17.1	13.52
PEG	—	—	0.18	0.09	0.42
每股净资产(元)	5.06	5.15	5.33	5.89	6.64
每股现金流量	0.30	0.30	2.84	0.71	2.24
净资产收益率	1.71%	0.87%	3.46%	9.53%	11.21%
市净率	1.62	1.18	1.89	1.71	1.52
总股本(百万股)	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- **事件：**公司披露 2016 年度三季报，1-9 月份营业收入为 129.6 亿元，同比下降 7.78%；归属于上市公司股东净利润 2.03 亿元，同比下降 32.83%；折合 EPS 为 0.0644 元/股。其中，Q1 实现归属于上市公司股东净利润 0.49 亿元，Q2 为 0.61 亿元，Q3 为 0.94 亿元。对其业绩表现，具体点评如下：
- **第三季度焦煤加速上涨，四季度有望继续强势。**进入三季度，尤其 8 月后，焦煤价格上涨加快，山西古交 2 号焦煤车板价从 6 月底 670 元/吨上涨至 9 月底 910 元/吨，涨幅高达 36%。虽然部分先进产能的释放将使得行业从供应偏紧走向供需平衡，但回补库存仍需时间传导，当前港口及终端库存仍处于历史较低位置的焦煤短期内有望继续上涨，同时内外价差达到 3、400 元/吨，国内焦煤也有补涨空间。
- **第三季度毛利率环比有提升，预收款项大幅增长。**第三季度，公司营业收入达到 43.78 亿元，价格虽涨但销量有所下滑，环比基本持平，同比来看，处于继续下滑态势，跌幅为 8.31%。但从生产成本来看，第三季度环比下滑 3.92%，整体毛利率有所提升，同比来看，下降 13.2%，超过收入降幅。伴随年内煤价持续看涨，公司预收煤款大幅增长，截至 3 季度，预收账款达到 8.45 亿元，较年初增加 4.6 亿元，大幅增长 120%，这为公司 4 季度业绩放量打下坚实基础。
- **第三季度期间费用有所回升，预付铁路运费导致销售费用上涨明显。**第三季度，公司期间费用合计 11.13 亿元，环比上涨 1.84 亿元，涨幅高达 20%，同比上涨 1.15 亿元，涨幅为 11%。期间费用上涨主要集中在销售费用上，环比大幅上涨了 2.24 亿元，同比上涨 2.48 亿元，而销售费用的增加主要是预付铁路运费所致。
- **获得政府补助和债务重组收益，营业外收入环比大幅增加。**第三季度，公司营业外收入合计 2557 万元，

环比增加 2000 万元。一方面，兴能发电超低排放等获得政府补贴，达到 1000 万元；另一方面，晋兴能源债务重组收益获得 1527.4 万元。营业外收入的显著增加，丰厚了公司单季度利润水平。

- **先进产能获得释放，公司四季度将显著增产。**发改委在 9 月底放开了部分先进产能的生产，允许放宽到 330 天生产，公司 2015 年的 2788 万吨产能都属于先进产能，获得生产释放后，四季度可增产 112 万吨，将显著提升公司的产出水平。
- **四季度有望量价齐升，业绩弹性突显。**先进产能的释放仍需时间传导，短期内库存处于低位的焦煤仍有上涨空间，即使后面淡季出现煤价调整，但为了完成去产能过程中的人员分流和企业债务问题，煤价有望继续维持在较高位置。同时，受益于先进产能释放，公司 4 季度的煤炭产量将有明显增加。公司作为焦煤龙头企业，四季度量价将齐升，业绩弹性非常大。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2016-2018 年归属于母公司的净利润分别为 5.81/17.7/23.44 亿元，同比增长 311.6%、204.8%、32.5%，折合 EPS 分别是 0.18/0.56/0.74 元/股，维持“买入”评级，给予 2017 年 25XPE，目标价 14 元。
- **风险提示：**宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性；

**图表 1：三张报表摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	29,500	24,391	18,658	19,426	23,945	27,832
增长率	-5.54%	-17.3%	-23.5%	4.1%	23.3%	16.2%
营业成本	-21,233	-17,788	-12,621	-13,288	-15,159	-17,241
% 销售收入	72.0%	72.9%	67.6%	68.4%	63.3%	61.9%
毛利	8,268	6,603	6,037	6,139	8,786	10,591
% 销售收入	28.0%	27.1%	32.4%	31.6%	36.7%	38.1%
营业税金及附加	-376	-316	-693	-629	-718	-835
% 销售收入	1.3%	1.3%	3.7%	3.2%	3.0%	3.0%
营业费用	-2,661	-2,394	-2,121	-2,211	-2,634	-3,062
% 销售收入	9.0%	9.8%	11.4%	11.4%	11.0%	11.0%
管理费用	-2,755	-2,427	-1,769	-1,724	-2,155	-2,505
% 销售收入	9.3%	9.9%	9.5%	8.9%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	2,477	1,467	1,454	1,575	3,279	4,190
% 销售收入	8.4%	6.0%	7.8%	8.1%	13.7%	15.1%
财务费用	-961	-1,056	-1,103	-611	-572	-591
% 销售收入	3.3%	4.3%	5.9%	3.1%	2.4%	2.1%
资产减值损失	-10	-47	-87	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-1	-1	-1
投资收益	117	78	22	31	35	40
% 税前利润	7.0%	16.7%	7.0%	3.0%	1.3%	1.1%
营业利润	1,622	442	286	994	2,740	3,638
营业利润率	5.5%	1.8%	1.5%	5.1%	11.4%	13.1%
营业外收支	60	24	25	25	25	25
税前利润	1,682	467	311	1,019	2,765	3,663
利润率	5.7%	1.9%	1.7%	5.2%	11.5%	13.2%
所得税	-408	-117	-100	-255	-553	-733
所得税率	24.3%	25.0%	32.3%	25.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,274	350	211	764	2,212	2,930
少数股东损益	218	77	70	183	442	586
归属于母公司的净利润	1,056	273	141	581	1,770	2,344
净利率	3.6%	1.1%	0.8%	3.0%	7.4%	8.4%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,866	3,053	3,924	7,916	9,578	14,295
应收款项	6,432	6,542	7,091	10,472	10,445	12,857
存货	2,555	2,469	2,911	3,599	3,487	4,152
其他流动资产	875	548	732	793	811	927
流动资产	12,728	12,613	14,658	22,779	24,322	32,231
% 总资产	27.6%	26.2%	28.1%	38.2%	40.2%	47.7%
长期投资	1,617	1,751	1,706	1,741	1,776	1,812
固定资产	25,389	26,659	28,069	27,452	26,811	26,071
% 总资产	55.0%	55.3%	53.7%	46.0%	44.3%	38.6%
无形资产	4,433	4,380	4,383	4,274	4,176	4,079
非流动资产	33,434	35,584	37,573	36,884	36,179	35,377
% 总资产	72.4%	73.8%	71.9%	61.8%	59.8%	52.3%
资产总计	46,162	48,197	52,231	59,663	60,501	67,608
短期借款	6,554	3,232	6,452	2,964	3,842	2,964
应付款项	10,938	11,266	13,177	22,855	19,917	24,284
其他流动负债	1,405	1,438	1,205	1,189	1,375	1,563
流动负债	18,897	15,935	20,834	27,008	25,134	28,811
长期贷款	8,329	10,091	8,972	9,472	9,972	10,472
其他长期负债	46	3,363	3,263	3,263	3,263	3,263
负债	27,272	29,388	33,069	39,744	38,369	42,546
普通股股东权益	16,094	15,951	16,228	16,802	18,572	20,916
少数股东权益	2,796	2,858	2,934	3,117	3,559	4,145
负债股东权益合计	46,162	48,197	52,231	59,663	60,501	67,608

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.335	0.087	0.045	0.184	0.562	0.744
每股净资产 (元)	5.107	5.062	5.150	5.332	5.894	6.638
每股经营现金净流 (元)	0.790	0.297	0.300	2.840	0.713	2.243
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.002	0.002	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.56%	1.71%	0.87%	3.46%	9.53%	11.21%
总资产收益率	2.29%	0.57%	0.27%	0.97%	2.93%	3.47%
投入资本收益率	6.41%	3.63%	3.08%	4.60%	9.51%	13.20%
增长率						
营业总收入增长率	-5.54%	-17.32%	-23.50%	4.12%	23.26%	16.23%
EBIT 增长率	-27.84%	-40.76%	-0.87%	8.28%	108.20%	27.80%
净利润增长率	-41.66%	-74.13%	-48.37%	311.64%	204.81%	32.46%
总资产增长率	2.30%	4.41%	8.37%	14.23%	1.40%	11.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.6	54.0	86.9	120.7	98.3	103.8
存货周转天数	39.2	51.5	77.8	98.9	84.0	87.9
应付账款周转天数	116.4	148.4	223.7	308.1	253.3	266.7
固定资产周转天数	258.0	316.2	430.9	412.9	318.6	259.1
偿债能力						
净负债/股东权益	63.61%	70.51%	75.65%	37.73%	32.67%	8.53%
EBIT 利息保障倍数	2.6	1.4	1.3	2.6	5.7	7.1
资产负债率	59.08%	60.98%	63.31%	66.61%	63.42%	62.93%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,274	350	211	764	2,212	2,930
少数股东损益	0	0	0	183	442	586
非现金支出	2,748	2,179	1,977	2,080	2,118	2,208
非经营收益	785	921	1,090	577	544	569
营运资金变动	-2,319	-2,515	-2,333	5,527	-2,626	1,363
经营活动现金净流	2,488	934	944	9,131	2,690	7,656
资本开支	1,646	1,697	2,267	1,331	1,353	1,346
投资	-285	-14	0	-35	-35	-35
其他	38	-76	-101	30	34	39
投资活动现金净流	-1,893	-1,786	-2,368	-1,336	-1,354	-1,342
股权募资	14	0	5	0	0	0
债权募资	-1,845	1,406	2,000	-2,989	1,378	-378
其他	-996	-353	182	-632	-609	-633
筹资活动现金净流	-2,826	1,053	2,188	-3,621	769	-1,011
现金净流量	-2,231	202	764	4,175	2,105	5,303

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**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。