

西山煤电 (000983)

证券研究报告

2017年10月25日

焦煤稀缺龙头业绩稳健高位，山西国改核心标的

【事件】

公司发布2017年三季报，前三季度实现营业收入210亿元，同比增加62.28%。归母净利润13.74亿元，同比增幅576.64%，EPS为0.4359元/股。三季度单季实现营业收入74亿，同比上涨69.04%；归母净利润4.56亿，同比上涨386.85%。

【点评】

1. 受益商品煤综合售价上涨，Q3煤炭板块营收实现环比上涨。 Q3煤炭板块实现营业收入42.58亿，2017年上半年煤炭板块营收为75.51亿，环比增加10%以上。2017H煤炭综合售价为657元/吨，相较2016年全年407元/吨的综合售价上涨61%；2017H公司吨煤生产成本244元/吨，同比16年全年185元/吨的生产成本上涨31%。优秀的成本管控能力使得煤炭利润空间大大增厚，上半年吨煤毛利为413元/吨，相较16年增长86%。假设Q3煤炭销量和吨煤成本与上半年单季均量持平，则Q3吨煤毛利进一步提升，在450元/吨左右。

2. 焦煤稀缺资源，全年煤价看高位。 西山煤电作为焦煤稀缺资源龙头，焦煤品种齐全。受益于供给侧改革，从去年三、四季度以来，公司煤价保持高位并相对稳定。一方面，公司70%左右的量为长协，主要客户为大钢厂，对价格的敏感度相对较低，另一方面，公司作为大型国有企业，多年来在技术上、管理上形成一套较为成熟的体系，今年3月以来煤炭行业的各种环保检查对公司产量影响小。总体来看，2017年焦煤价格将保持高位，公司业绩确定性较强。

3. Q3焦炭板块趋强，价格大幅上涨。 Q3由于钢厂下游旺季叠加补库需要，加之焦化厂本身几乎零库存，钢焦博弈中焦化厂占据上风，钢厂丰厚利润下对焦炭涨价容忍度也更高，多因素作用下Q3焦炭价格大幅上涨，Q3太原市一级冶金焦均价较上半年上涨320元/吨左右，上半年公司焦炭板块毛利87元/吨，假设吨煤生产成本基本与上半年持平，则Q3焦炭板块吨焦毛利在380-400元/吨左右。公司上半年焦炭产量206万吨，其中山西省1月中旬到三月中旬对焦化厂执行限产，焦炉限负荷达到30%左右，限产大致影响焦炭产量20万吨左右。根据“2+26”城市采暖季错峰生产方案，焦化厂延长从10月1日开始延长出焦时间至36小时到48小时，预计影响Q4焦炭产量30万吨。

4. 山西国改核心标的，焦煤旗舰呼之欲出。 山西焦煤集团是国内最大的炼焦煤供应商，原煤产能高达1.7亿吨（含在建），2016年原煤产量9151万吨，而公司作为焦煤集团专注于煤炭资产的上市平台，煤炭产量仅占整个集团的26.53%，集团大量煤矿未实现资产证券化，未来资产注入预期大。王副省长曾亲自作出指示，“切实把这个平台打造成为全国乃至全世界炼焦煤市场上的龙头老大”。《山西省“十三五”煤炭工业发展规划》拟打造晋北、晋中、晋东三大煤炭基地，其中晋中重点培育焦煤集团亿吨级煤炭企业，未来山西焦煤资源趋于集中，公司有望打造成为中国焦煤旗舰，作为山西国改核心标的值得我们期待。

投资建议：我们预计随着供给侧改革的推进以及国企改革地开展，公司未来业绩将显著增强，预计公司17-19年净利润分别为18.13亿元、20.97亿元和21.03亿元，对应EPS分别为0.58、0.67和0.67元，维持“买入”评级，目标价12元。

风险提示：宏观经济大幅下滑，煤价大幅下跌

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.00元
目标价格	12元
上次目标价	12元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,151.20
流通A股股本(百万股)	3,151.20
A股总市值(百万元)	31,512.00
流通A股市值(百万元)	31,511.98
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	63.06
一年内最高/最低(元)	12.62/6.95

作者

冶小梅 分析师
SAC执业证书编号: S1110516100001
yexiaomei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18,658.27	19,610.94	27,085.65	27,150.40	27,035.40
增长率(%)	(23.50)	5.11	38.11	0.24	(0.42)
EBITDA(百万元)	3,278.44	3,618.84	5,280.72	5,687.31	5,704.31
净利润(百万元)	141.05	434.08	1,813.48	2,097.06	2,103.35
增长率(%)	(48.37)	207.75	317.78	15.64	0.30
EPS(元/股)	0.04	0.14	0.58	0.67	0.67
市盈率(P/E)	223.41	72.60	17.38	15.03	14.98
市净率(P/B)	1.96	1.92	1.81	1.63	1.48
市销率(P/S)	1.69	1.61	1.16	1.16	1.17
EV/EBITDA	10.06	11.42	8.81	6.79	6.94

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,924.21	3,529.95	2,166.85	2,172.03	2,162.83
应收账款	5,182.33	5,114.55	8,014.73	4,729.91	7,960.75
预付账款	542.12	358.59	866.04	365.73	826.20
存货	2,910.71	3,185.06	3,637.02	3,679.10	3,112.19
其他	2,098.29	2,013.16	3,009.86	2,128.32	3,099.46
流动资产合计	14,657.67	14,201.32	17,694.50	13,075.09	17,161.43
长期股权投资	1,517.87	1,869.77	1,869.77	1,869.77	1,869.77
固定资产	22,510.89	22,752.68	24,526.93	25,019.04	24,728.87
在建工程	5,554.62	7,570.58	4,578.35	2,795.01	1,707.00
无形资产	2,796.22	2,890.18	2,796.25	2,702.33	2,608.41
其他	5,193.79	4,597.65	4,708.88	4,782.50	4,683.30
非流动资产合计	37,573.38	39,680.86	38,480.18	37,168.66	35,597.36
资产总计	52,231.05	53,882.18	56,174.67	50,243.74	52,758.79
短期借款	3,488.76	3,605.00	6,000.97	3,559.23	4,280.62
应付账款	10,698.58	11,012.31	14,733.77	12,601.10	14,119.13
其他	6,646.41	7,451.43	5,504.73	7,931.24	6,012.05
流动负债合计	20,833.75	22,068.74	26,239.47	24,091.57	24,411.80
长期借款	8,972.15	9,013.26	5,977.55	0.00	0.00
应付债券	2,995.65	2,998.21	2,995.71	2,996.52	2,996.81
其他	444.68	420.46	445.08	436.74	434.09
非流动负债合计	12,412.48	12,431.93	9,418.34	3,433.26	3,430.91
负债合计	33,246.23	34,500.67	35,657.82	27,524.84	27,842.71
少数股东权益	2,933.53	2,952.71	3,144.13	3,373.25	3,601.76
股本	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20	3,151.20
资本公积	932.12	932.12	932.12	932.12	932.12
留存收益	12,076.47	12,504.24	14,221.53	16,194.46	18,163.12
其他	(108.49)	(158.76)	(932.12)	(932.12)	(932.12)
股东权益合计	18,984.82	19,381.50	20,516.86	22,718.91	24,916.08
负债和股东权益总	52,231.05	53,882.18	56,174.67	50,243.74	52,758.79

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	210.62	450.95	1,813.48	2,097.06	2,103.35
折旧摊销	1,889.72	1,921.22	1,372.09	1,465.26	1,522.16
财务费用	1,091.27	982.04	1,040.09	950.26	946.24
投资损失	(21.83)	(92.32)	(70.00)	(70.00)	(70.00)
营运资金变动	(3,265.46)	(107.99)	(2,694.55)	4,449.22	(4,300.05)
其它	1,040.08	(531.43)	201.50	233.01	233.71
经营活动现金流	944.40	2,622.47	1,662.61	9,124.81	435.40
资本支出	3,283.59	4,530.98	35.38	88.34	52.65
长期投资	(43.65)	351.90	0.00	0.00	0.00
其他	(5,607.75)	(7,292.15)	(25.38)	(98.34)	(32.65)
投资活动现金流	(2,367.80)	(2,409.27)	10.00	(10.00)	20.00
债权融资	18,420.23	18,366.26	17,244.55	9,217.01	9,837.89
股权融资	(1,033.27)	(1,029.21)	(1,807.73)	(948.36)	(943.70)
其他	(15,199.45)	(18,910.56)	(18,472.54)	(17,378.29)	(9,358.79)
筹资活动现金流	2,187.51	(1,573.52)	(3,035.71)	(9,109.63)	(464.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	764.11	(1,360.32)	(1,363.10)	5.18	(9.20)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,658.27	19,610.94	27,085.65	27,150.40	27,035.40
营业成本	12,621.03	13,442.88	17,610.50	17,321.70	17,220.00
营业税金及附加	693.12	711.30	1,096.97	1,099.59	1,094.93
营业费用	2,120.85	1,894.33	2,698.97	2,752.28	2,791.02
管理费用	1,768.92	1,741.81	1,760.57	1,764.78	1,757.30
财务费用	1,102.96	978.94	1,040.09	950.26	946.24
资产减值损失	87.15	200.32	80.00	60.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.83	92.32	70.00	70.00	70.00
其他	(43.66)	(184.63)	(140.00)	(140.00)	(140.00)
营业利润	286.07	733.67	2,868.55	3,271.79	3,235.90
营业外收入	62.80	141.50	50.00	50.00	50.00
营业外支出	37.84	171.82	40.00	40.00	40.00
利润总额	311.02	703.36	2,878.55	3,281.79	3,245.90
所得税	100.40	252.41	863.56	951.72	908.85
净利润	210.62	450.95	2,014.98	2,330.07	2,337.05
少数股东损益	69.58	16.87	201.50	233.01	233.71
归属于母公司净利润	141.05	434.08	1,813.48	2,097.06	2,103.35
每股收益(元)	0.04	0.14	0.58	0.67	0.67

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-23.50%	5.11%	38.11%	0.24%	-0.42%
营业利润	-35.33%	156.47%	290.99%	14.06%	-1.10%
归属于母公司净利润	-48.37%	207.75%	317.78%	15.64%	0.30%
获利能力					
毛利率	32.36%	31.45%	34.98%	36.20%	36.31%
净利率	0.76%	2.21%	6.70%	7.72%	7.78%
ROE	0.88%	2.64%	10.44%	10.84%	9.87%
ROIC	3.25%	3.68%	8.80%	9.26%	11.38%
偿债能力					
资产负债率	63.65%	64.03%	63.48%	54.78%	52.77%
净负债率	53.31%	56.25%	61.43%	71.51%	64.76%
流动比率	0.70	0.64	0.67	0.54	0.70
速动比率	0.56	0.50	0.54	0.39	0.58
营运能力					
应收账款周转率	3.54	3.81	4.13	4.26	4.26
存货周转率	6.94	6.43	7.94	7.42	7.96
总资产周转率	0.37	0.37	0.49	0.51	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.04	0.14	0.58	0.67	0.67
每股经营现金流	0.30	0.83	0.53	2.90	0.14
每股净资产	5.09	5.21	5.51	6.14	6.76
估值比率					
市盈率	223.41	72.60	17.38	15.03	14.98
市净率	1.96	1.92	1.81	1.63	1.48
EV/EBITDA	10.06	11.42	8.81	6.79	6.94
EV/EBIT	23.74	24.13	11.90	9.15	9.46

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com