

2019年06月14日

西山煤电 (000983.SZ)

拟收购晋兴能源 10%股权，业绩有望增厚 9.2%

■事件：2019年6月13日，公司发布公告称公司拟竞买华能国际电力股份有限公司挂牌转让的山西西山晋兴能源有限责任公司 10%股权，该股权挂牌价 12.8 亿元。

点评

■测算挂牌估值 7.73 倍，较为便宜：据公告，2018 年晋兴能源实现净利润 16.57 亿元，考虑 10%股权比例以及 12.8 亿元的挂牌价，测算挂牌估值为 7.73 倍 PE，而 6 月 14 日西山煤电 PE-TTM 为 10.3 倍。PB 角度来看，晋兴能源 2018 年末净资产为 105.37 亿元，考虑 10%股权与挂牌价，测算 PB 为 1.2 倍。收购价格无论与公司自身估值比还是与行业相比，挂牌价格均较低。

■股权进一步集中，利润有望增厚：据公告，晋兴能源是西山煤电重要的控股子公司，持股比例 80%，其下属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，有较强的竞争优势和发展潜力。目前斜沟矿产能 1500 万吨/年，收购 10%股权后控股比例达到 90%，权益产能增加 150 万吨/年，占公司在产总产能 2590 万吨的 5.7%。据公告 2018 年晋兴能源实现净利润 16.57 亿元，假设完成 10%股权收购后业绩理论增厚 1.66 亿元，增幅 9.21%。以 6 月 14 日市值测算，西山煤电 2018 年 PE 为 11 倍，假设股权收购完成，对应 PE 为 10 倍，降低 1 倍 PE。

■二季度焦煤价格同比上涨，公司业绩改善确定性较强：据 Wind 数据，二季度（4 月初-今）京唐港主焦煤均价为 1776.86 元/吨，较去年同期高 1.36%，年初-今京唐港主焦煤均价为 1825.41 元/吨，较去年同时期高约 75 元/吨或 4.27%。同时 4 月 1 日起增值税税率下调，公司采取“降税不降价”政策，提高不含税售价，因此在煤价走高与增值税下调的双重催化下，公司业绩改善确定性较强。

■山西国改有望加速：据山西日报报道，4 月 15 日山西省深化国有企业改革大会召开，山西省委书记骆惠宁强调，“要善于用好用活上市公司，今年要大力实施“上市公司+”战略，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”。公司做为焦煤集团唯一煤炭上市公司，有望受益于山西国改。

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

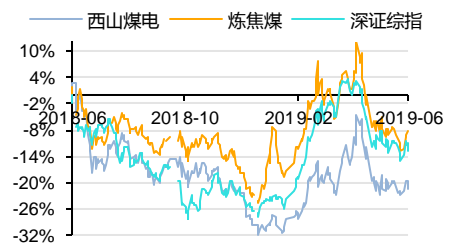
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**8.76 元**
股价 (2019-06-14) **6.13 元**

交易数据

总市值 (百万元)	19,316.86
流通市值 (百万元)	19,316.84
总股本 (百万股)	3,151.20
流通股本 (百万股)	3,151.20
12 个月价格区间	5.30/8.04 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.15	9.46	-7.35
绝对收益	4.15	0.32	-18.89

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

西山煤电：一季报超预期，业绩有望持续改善/周泰	2019-04-23
西山煤电：所得税大幅增加，关注焦煤价格上涨/周泰	2018-10-29
西山煤电：半年报业绩同比增长 22%，超出市场预期/周泰	2018-07-31
西山煤电：一季报业绩符合预期，公司基本面向好/周泰	2018-04-24

■**投资建议：**暂不考虑股权收购的背景下，预计 2019-2021 年公司归母净利润为 22.99/24.31/24.99 亿元，折合 EPS 分别为 0.73/0.77/0.79。公司目前估值较低，给予买入-A 评级，6 个月目标价 8.76 元，对应 12 倍 PE。

■**风险提示：**煤炭价格大幅下跌，国企改革进度低于预期，股权收购存在不确定性。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	28,655.3	32,271.0	35,359.5	36,808.2	37,892.6
净利润	1,569.1	1,802.4	2,299.0	2,431.5	2,499.8
每股收益(元)	0.50	0.57	0.73	0.77	0.79
每股净资产(元)	5.69	6.28	7.79	8.56	9.35

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	12.3	10.7	8.4	7.9	7.7
市净率(倍)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
净利润率	5.5%	5.6%	6.5%	6.6%	6.6%
净资产收益率	8.8%	9.1%	9.4%	9.0%	8.5%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	8.1%	8.0%	9.5%	7.9%	8.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,655.3	32,271.0	35,359.5	36,808.2	37,892.6	成长性					
减:营业成本	19,069.5	22,015.4	23,061.5	24,006.3	24,713.6	营业收入增长率	46.1%	12.6%	9.6%	4.1%	2.9%
营业税费	1,308.6	1,402.9	1,414.4	1,472.3	1,515.7	营业利润增长率	274.0%	18.4%	23.2%	5.7%	2.8%
销售费用	2,442.1	2,441.3	2,758.0	2,871.0	2,993.5	净利润增长率	261.5%	14.9%	27.6%	5.8%	2.8%
管理费用	1,928.2	2,104.0	3,200.0	3,312.7	3,410.3	EBITDA 增长率	55.2%	16.8%	7.9%	3.1%	1.6%
财务费用	911.9	895.6	923.0	914.0	909.6	EBIT 增长率	110.5%	19.1%	14.7%	4.5%	2.2%
资产减值损失	391.6	199.1	150.0	150.0	150.0	NOPLAT 增长率	128.1%	10.1%	21.5%	4.5%	2.2%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	11.0%	2.4%	24.7%	-7.5%	-6.9%
投资和汇兑收益	90.4	186.9	150.0	150.0	150.0	净资产增长率	9.3%	10.5%	22.0%	10.0%	9.4%
营业利润	2,744.1	3,248.2	4,002.6	4,231.8	4,349.9	利润率					
加:营业外净收支	-61.2	-18.1	-25.0	-25.0	-25.0	毛利率	33.5%	31.8%	34.8%	34.8%	34.8%
利润总额	2,683.0	3,230.1	3,977.6	4,206.8	4,324.9	营业利润率	9.6%	10.1%	11.3%	11.5%	11.5%
减:所得税	845.3	1,081.0	1,272.8	1,346.2	1,384.0	净利润率	5.5%	5.6%	6.5%	6.6%	6.6%
净利润	1,569.1	1,802.4	2,299.0	2,431.5	2,499.8	EBITDA/营业收入	19.6%	20.3%	20.0%	19.8%	19.6%
						EBIT/营业收入	12.6%	13.3%	13.9%	14.0%	13.9%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	293	289	275	245	220
货币资金	4,109.7	6,145.2	6,718.3	9,293.5	15,026.1	流动营业资本周转天数	-53	-50	-18	18	18
交易性金融资产	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	193	186	179	186	219
应收账款	3,248.9	2,516.6	2,394.5	2,513.3	2,328.5	应收账款周转天数	53	32	25	24	23
应收票据	5,195.2	4,235.4	5,586.7	4,228.8	5,665.3	存货周转天数	41	36	33	31	29
预付账款	404.3	450.7	318.0	348.8	200.3	总资产周转天数	702	686	664	634	632
存货	3,294.2	3,213.3	3,192.7	3,075.6	2,965.5	投资资本周转天数	412	390	404	415	374
其他流动资产	272.8	222.3	204.4	233.2	219.9	投资回报率					
可供出售金融资产	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	ROE	8.8%	9.1%	9.4%	9.0%	8.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.2%	3.3%	4.1%	4.4%	4.3%
长期股权投资	2,152.2	2,544.9	2,544.9	2,544.9	2,544.9	ROIC	8.1%	8.0%	9.5%	7.9%	8.8%
投资性房地产	34.6	32.9	32.9	32.9	32.9	费用率					
固定资产	23,869.5	28,017.2	26,052.0	24,086.7	22,121.5	销售费用率	8.5%	7.6%	7.8%	7.8%	7.9%
在建工程	7,627.1	6,450.8	6,450.8	6,450.8	6,450.8	管理费用率	6.7%	6.5%	9.1%	9.0%	9.0%
无形资产	3,362.2	8,286.2	8,098.3	7,910.5	7,722.7	财务费用率	3.2%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%
其他非流动资产	4,135.6	2,790.8	3,581.3	3,422.8	3,256.1	三费/营业收入	18.4%	16.9%	19.5%	19.3%	19.3%
资产总额	57,856.4	65,056.4	65,324.8	64,292.1	68,684.8	偿债能力					
短期债务	4,285.0	4,678.6	7,621.0	5,000.0	5,000.0	资产负债率	63.4%	64.0%	56.1%	50.8%	49.5%
应付账款	11,532.8	10,436.0	6,283.7	5,319.3	6,213.7	负债权益比	173.0%	177.9%	127.9%	103.3%	98.1%
应付票据	1,337.3	2,568.6	512.5	421.1	402.7	流动比率	0.69	0.71	0.91	1.17	1.53
其他流动负债	6,660.2	5,840.8	5,823.8	6,061.4	5,673.8	速动比率	0.56	0.58	0.75	0.99	1.36
长期借款	9,479.7	9,609.9	11,214.4	10,000.0	10,000.0	利息保障倍数	3.95	4.80	5.34	5.63	5.78
其他非流动负债	3,368.3	8,509.6	5,098.8	5,658.9	6,422.4	分红指标					
负债总额	36,663.3	41,643.5	36,554.2	32,460.8	33,712.6	DPS(元)	0.04	-	-	-	-
少数股东权益	3,275.7	3,618.7	4,024.4	4,453.5	4,894.7	分红比率	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	3,151.2	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	14,038.7	15,887.1	21,395.0	23,826.5	26,326.3						
股东权益	21,193.1	23,412.9	28,570.7	31,431.3	34,372.2						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.50	0.57	0.73	0.77	0.79
现金流量表						BVPS(元)	5.69	6.28	7.79	8.56	9.35
净利润	1,837.7	2,149.1	2,299.0	2,431.5	2,499.8	PE(X)	12.3	10.7	8.4	7.9	7.7
加:折旧和摊销	2,016.8	2,272.9	2,153.1	2,153.1	2,153.1	PB(X)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
资产减值准备	391.6	199.1	200.0	200.0	200.0	P/FCF	96.0	39.9	-11.4	10.8	3.9
公允价值变动损失	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	P/S	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
财务费用	879.4	840.4	923.0	914.0	909.6	EV/EBITDA	8.6	5.0	5.5	4.5	3.7
投资损失	-90.4	-186.9	-150.0	-150.0	-150.0	CAGR(%)	15.9%	11.0%	81.7%	15.9%	11.0%
少数股东损益	268.6	346.7	405.7	429.1	441.1	PEG	0.8	1.0	0.1	0.5	0.7
营运资金的变动	557.3	8,235.8	-11,825.5	1,100.1	616.8	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.3	1.1	1.2
经营活动产生现金流量	5,434.7	7,155.9	-5,994.7	7,077.8	6,670.4	REP	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-2,486.5	-3,054.5	150.1	150.0	150.0						
融资活动产生现金流量	-2,259.4	-1,222.4	6,417.8	-4,652.5	-1,087.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034