

2018年10月29日

西山煤电 (000983.SZ)

## 所得税大幅增加，关注焦煤价格上涨

■事件：2018年10月29日，公司发布三季度业绩公告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润为15.23亿元，较上年同期增10.86%；营业收入为233.72亿元，较上年同期增11.12%。

### 点评

■三季度业绩同比环比均下降：第三季度营业收入为81.16亿元，较上年同期增9.68%，较二季度增加2.01%。第三季度归属于母公司所有者的净利润为4.07亿元，较上年同期减10.72%，较二季度减32.35%。

■所得税干扰三季度业绩释放：三季度公司所得税为3.80亿元，环比二季度增加1.2亿元，增幅46.14%，较去年同时期增加86.45%。

■长协煤提供业绩稳定性，四季度提价利好公司业绩。公司焦煤产品中85%是长协煤，且长协执行情况良好，且2018年将长协煤的结算方式由承兑汇票结算改为现金结算，现金回款比例提升。而市场煤部分将贡献盈利弹性。据太原煤炭交易中心消息，10月山西焦煤集团（公司控股股东）上调了销售价格，长协价格与现货价格均有不同程度的上涨，长协用户价格上涨20~50元/吨，市场用户价格上调15~40元/吨。利好公司四季度业绩释放。

■焦煤价格有望保持高位，公司盈利有望持续改善。国内炼焦煤本身供给不足，需要依靠进口煤补充，而海外焦煤价格高企，据Wind数据，10月29日澳洲峰景矿硬焦煤价格报收于220美元/吨，自10月以来始终保持涨势，且目前已经超出国内同质量焦煤价格，有望带动国内焦煤价格上涨。我们认为，2018年煤炭市场仍是供应偏紧格局，煤炭价格中枢有望继续抬升。由于2018年供给端释放力度有限，需求持续增长，价格有望继续抬升，公司盈利或将继续改善。

■投资建议：预计2018-2020年公司归母净利为17.98/20.08/21.64亿元，折合EPS分别为0.57/0.64/0.69。考虑煤炭板块整体景气回升，公司目前估值处于低位，给予“增持-A”评级，6个月目标价6.84元，折合12xPE。

■风险提示：煤炭价格大幅下跌，海外煤价大幅波动

## 公司快报

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 **增持-A**

**调低评级**

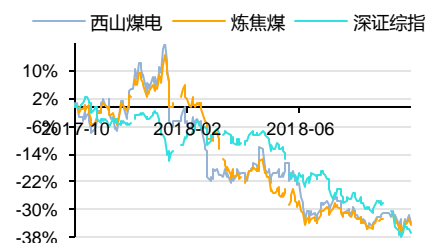
6个月目标价：**6.84元**

股价（2018-10-29）**6.34元**

### 交易数据

总市值(百万元)	19,978.61
流通市值(百万元)	19,978.59
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	6.15/11.37元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.03	11.0	0.11
绝对收益	-4.66	-7.98	-35.89

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：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
西山煤电：17年业绩预增，关注焦煤价格上涨/周泰	2018-01-31
西山煤电：收购产能置换指标，产量扩张有望/周泰	2017-12-11
西山煤电：三季报符合预期，公司基本面向好/周泰	2017-10-25

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	19,610.9	28,655.3	31,397.8	32,684.1	33,647.0
净利润	434.1	1,569.1	1,798.7	2,008.3	2,163.7
每股收益(元)	0.14	0.50	0.57	0.64	0.69
每股净资产(元)	5.21	5.69	6.03	6.66	7.33
<b>盈利和估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
市盈率(倍)	46.0	12.7	11.1	9.9	9.2
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
净利润率	2.2%	5.5%	5.7%	6.1%	6.4%
净资产收益率	2.6%	8.8%	9.5%	9.6%	9.4%
股息收益率	0.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%
ROIC	3.7%	8.1%	8.0%	10.0%	10.6%

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,610.9	28,655.3	31,397.8	32,684.1	33,647.0	成长性					
减:营业成本	13,442.9	19,069.5	20,014.7	20,672.7	21,207.2	营业收入增长率	5.1%	46.1%	9.6%	4.1%	2.9%
营业税费	711.3	1,308.6	1,255.9	1,307.4	1,345.9	营业利润增长率	156.5%	274.0%	14.2%	12.1%	7.7%
销售费用	1,894.3	2,442.1	3,139.8	3,268.4	3,364.7	净利润增长率	207.8%	261.5%	14.6%	11.7%	7.7%
管理费用	1,741.8	1,928.2	2,841.5	2,941.6	3,028.2	EBITDA 增长率	10.4%	55.2%	7.4%	6.1%	4.2%
财务费用	978.9	911.9	923.0	914.0	909.6	EBIT 增长率	23.3%	110.5%	12.5%	9.1%	6.0%
资产减值损失	200.3	391.6	180.0	160.0	100.0	NOPLAT 增长率	16.7%	128.1%	10.2%	9.1%	6.0%
加:公允价值变动收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	4.1%	11.0%	-12.9%	0.0%	-13.5%
投资和汇兑收益	92.3	90.4	91.2	92.3	92.5	净资产增长率	2.1%	9.3%	6.6%	10.5%	10.0%
营业利润	733.7	2,744.1	3,134.1	3,512.4	3,783.9	利润率					
加:营业外净收支	-30.3	-61.2	-22.2	-37.9	-40.4	毛利率	31.5%	33.5%	36.3%	36.8%	37.0%
利润总额	703.4	2,683.0	3,111.9	3,474.5	3,743.5	营业利润率	3.7%	9.6%	10.0%	10.7%	11.2%
减:所得税	252.4	845.3	995.8	1,111.8	1,197.9	净利润率	2.2%	5.5%	5.7%	6.1%	6.4%
净利润	434.1	1,569.1	1,798.7	2,008.3	2,163.7	EBITDA/营业收入	18.5%	19.6%	19.2%	19.6%	19.8%
						EBIT/营业收入	8.7%	12.6%	12.9%	13.5%	13.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	415	293	263	232	206
						流动营业资本周转天数	-80	-53	-53	-51	-48
						流动资产周转天数	265	193	259	298	337
						应收帐款周转天数	95	53	83	77	71
						存货周转天数	56	41	47	46	43
						总资产周转天数	974	702	723	723	727
						投资资本周转天数	560	412	370	331	300
						投资回报率					
						ROE	2.6%	8.8%	9.5%	9.6%	9.4%
						ROA	0.8%	3.2%	3.1%	3.8%	3.5%
						ROIC	3.7%	8.1%	8.0%	10.0%	10.6%
						费用率					
						销售费用率	9.7%	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
						管理费用率	8.9%	6.7%	9.1%	9.0%	9.0%
						财务费用率	5.0%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
						三费/营业收入	23.5%	18.4%	22.0%	21.8%	21.7%
						偿债能力					
						资产负债率	64.0%	63.4%	66.8%	60.1%	62.1%
						负债权益比	178.0%	173.0%	201.4%	150.9%	163.8%
						流动比率	0.64	0.69	0.89	1.05	1.19
						速动比率	0.50	0.56	0.74	0.91	1.04
						利息保障倍数	1.75	3.95	4.40	4.84	5.16
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.04	-	-	0.02
						分红比率	8.0%	8.0%	0.0%	0.0%	2.7%
						股息收益率	0.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	451.0	1,837.7	1,798.7	2,008.3	2,163.7	EPS(元)	0.14	0.50	0.57	0.64	0.69
加:折旧和摊销	1,921.2	2,016.8	1,974.1	1,974.1	1,974.1	BVPS(元)	5.21	5.69	6.03	6.66	7.33
资产减值准备	200.3	391.6	200.0	200.0	200.0	PE(X)	46.0	12.7	11.1	9.9	9.2
公允价值变动损失	-	-0.0	-0.0	0.0	0.0	PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
财务费用	982.0	879.4	923.0	914.0	909.6	P/FCF	-23.5	99.3	3.0	10.8	3.2
投资损失	-92.3	-90.4	-91.2	-92.3	-92.5	P/S	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
少数股东损益	16.9	268.6	317.4	354.4	381.8	EV/EBITDA	11.4	8.6	5.1	4.5	3.4
营运资金的变动	-108.0	557.3	2,046.8	-2,047.0	1,886.5	CAGR(%)	73.7%	11.5%	115.8%	73.7%	11.5%
经营活动产生现金流量	2,622.5	5,434.7	7,168.7	3,311.5	7,423.3	PEG	0.6	1.1	0.1	0.1	0.8
投资活动产生现金流量	-2,409.3	-2,486.5	91.2	92.3	92.4	ROIC/WACC	0.5	1.1	1.1	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	-1,573.5	-2,259.4	-959.1	-858.6	-823.2	REP	2.7	1.3	1.0	0.7	0.6

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
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	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