

证券研究报告

公司研究——年报点评

西山煤电 (000983.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.10.29

左前明 煤炭行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

周杰 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519110001

联系电话: +86 10 83326797

邮箱: zhoujie@cindasc.com

王志民 煤炭行业分析师

执业编号: S1500519090007

联系电话: +86 10 83326951

邮箱: wangzhimin@cindasc.com

相关研究

《西山煤电 (000983) 季报点评: 三季度完成晋兴能源 10% 股权收购, 单季业绩同比大增》2019.10.29

《西山煤电 (000983) 中报点评: 煤炭主业量价齐升, 上半年公司业绩向好》2019.08.06

《西山煤电 (000983) 年报点评: 公司经营稳健, 国改加速可期》2019.04.25

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

煤炭主业稳健, 减值拖累业绩

2020 年 04 月 21 日

事件: 2020 年 4 月 20 日晚西山煤电发布 2019 年年报, 2019 年公司实现营业收入 329.55 亿元, 同比增 2.12%; 利润总额 30.35 亿元, 同比降 6.03%; 归母净利润 17.10 亿元, 同比降 5.12%; 扣除非经常性损益后的净利润 17.10 亿元, 同比降 1.72%; 经营活动产生的现金流量净额 75.34 亿元, 同比增 5.28%; 基本每股收益 0.54 元。公司拟每 10 股派发现金红利人民币 1 元 (含税), 现金分红率 18.43%, 按照 4 月 20 日收盘价算得股息率为 2.06%, 同时向全体股东每 10 股送红股 3 股 (含税)。

公司四季度营业收入 82.94 亿元, 同比增 2.12%, 环比增 7.33%; 利润总额 3.38 亿元, 同比降 42.67%, 环比降 54.96%; 归母净利润 -0.97 亿元, 同比降 134.32%, 环比降 117.85%; 扣除非经常性损益后的净利润 -1.07 亿元, 同比降 154.64%, 环比降 119.97%; 经营活动产生的现金流量净额 24.96 亿元, 同比增加 21.36%, 环比增加 78.55%; 基本每股收益 -0.03 元。

点评:

➤ **全年煤炭产量有所上升, 销量和价格较为稳定。** 2019 年公司煤炭产量有所上升, 销量略有下降, 全年生产原煤 2889 万吨, 同比增 144 万吨 (5.25%); 销售商品煤 2517 万吨, 同比减 44 万吨 (-1.72%)。实现平均煤炭销售价格 669.93 元/吨, 同比降 4.75 元/吨 (-0.70%)。从产品销量结构上看, 公司焦精煤占比 8.62% (同比降 0.75 个 pct), 肥精煤占比 14.50% (同比降 0.65 个 pct), 瘦精煤占比 8.03% (同比增 0.29 个 pct), 气精煤占比 15.53% (同比增 1.01 个 pct), 原煤占比 8.82% (同比增 0.58 个 pct), 洗混煤占比 41.20% (同比增 0.59 个 pct)。2018 年公司煤炭板块实现营业收入 168.62 亿元, 同比减 4.17 亿元 (-2.41%); 毛利 98.35 亿元, 同比增 2.27 亿元 (2.36%), 毛利占比 93.63%; 毛利率 58.33%, 同比增 2.72 个 pct。总体来看, 公司主营煤炭业版块业绩较为稳定。

➤ **资产减值拖累全年业绩。** 公司全年计提资产减值损失 4.36 亿元, 其中, 四季度计提资产减值损失 4.14 亿元, 这对公司全年以及四季度业绩带来了较大的负面影响。资产减值损失中, 较为占比最大的是对西山煤气化焦化二厂计提固定资产减值和对武乡西山发电有限责任公司计提商誉两项。受山西省焦化行业产能压减相关政策影响, 焦化二厂在产能压减范围, 需要于 2020 年关停, 因此公司对其计提固定资产减值准备 2.45 亿元。此外, 根据对武乡发电资产组的商誉减值测试结果, 公司对其进行了 1.80 亿元的商誉减值处理。

➤ **焦煤龙头借国改东风扩张可期。** 公司在发展展望中提出 “将坚定做优做强煤炭主业的发展路径, 加快煤炭先进产能兼并重组, 发挥资本市场的融资和资源配置两大基本功能, 提升公司在炼焦煤的产业集中度、市场话语权、行业影响力和核心竞争力。” 同时进入 2020 年以来, 山西国改动作频频, 4 月 17 日山西省国资国企改革工作会议中再次重点提及

“深化战略重组、做强传统产业”，政府工作报告中所提及焦煤等能源领域专业化重组的落地值得关注。公司在 2019 年度利润分配中，向全体股东每 10 股送红股 3 股（含税），在回报股东的同时，留存发展资金，公司继续做大做强焦煤主业可期。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.55 元、0.57 元（未考虑送股），当前股价 4.85 元（4 月 20 日收盘价），对应市盈率分别为 9、9 和 8 倍。考虑到公司资源优势和国企改革预期，维持公司“买入”评级。
- **股价催化因素：**逆周期调节超预期；煤炭行业供给侧改革超预期；公司国企改革进程超预期。
- **风险因素：**疫情影响下需求持续低迷；安全事故风险。

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	32,271.01	32,954.73	32,162.54	32,326.10	32,491.30
增长率 YoY%	12.62%	2.12%	-2.40%	0.51%	0.51%
归属母公司净利润(百万元)	1,802.42	1,710.22	1,661.86	1,740.75	1,800.35
增长率 YoY%	14.87%	-5.12%	-2.83%	4.75%	3.42%
毛利率%	31.78%	31.88%	31.08%	31.43%	31.78%
净资产收益率 ROE%	9.56%	8.50%	8.04%	7.99%	7.63%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.54	0.53	0.55	0.57
市盈率 P/E(倍)	8	9	9	9	8
市净率 P/B(倍)	0.77	0.75	0.73	0.67	0.62

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 4 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,783.52	15,225.34	15,681.84	16,642.35	17,404.27
货币资金	6,145.17	6,974.49	7,557.75	8,500.25	9,243.97
应收票据	4,235.41	640.45	625.05	628.23	631.44
应收账款	1,854.07	2,988.82	2,916.97	2,931.80	2,946.79
预付账款	450.72	333.48	329.25	329.25	329.25
存货	3,213.29	2,782.86	2,747.57	2,747.57	2,747.57
其他	884.86	1,505.25	1,505.25	1,505.25	1,505.25
非流动资产	48,272.84	49,887.93	49,979.88	51,122.31	52,534.02
长期股权投资	2,544.89	2,990.32	2,990.32	2,990.32	2,990.32
固定资产(合计)	28,017.24	28,418.72	31,829.21	36,824.86	38,224.15
无形资产	8,286.17	8,197.88	8,023.27	7,868.53	7,706.55
其他	9,424.53	10,281.01	7,137.09	3,438.61	3,613.01
资产总计	65,056.36	65,113.27	65,661.72	67,764.66	69,938.29
流动负债	23,523.98	23,012.01	22,802.48	22,809.41	22,816.42
短期借款	4,678.60	3,394.16	3,394.16	3,394.16	3,394.16
应付票据	2,568.56	3,870.40	3,821.32	3,821.32	3,821.32
应付账款	9,673.14	10,003.17	9,876.32	9,876.32	9,876.32
其他	6,603.68	5,744.28	5,710.68	5,717.62	5,724.62
非流动负债	18,119.47	18,970.98	18,970.98	18,970.98	18,970.98
长期借款	9,609.91	9,311.93	9,311.93	9,311.93	9,311.93
其他	8,509.57	9,659.05	9,659.05	9,659.05	9,659.05
负债合计	41,643.45	41,982.99	41,773.45	41,780.39	41,787.40
少数股东权益	3,618.73	2,677.30	2,978.87	3,294.76	3,621.46
归属母公司股东权益	19,794.18	20,452.98	20,909.74	22,690.20	24,530.47
负债和股东权益	65,056.36	65,113.27	65,662.06	67,765.36	69,939.33

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	32,271.01	32,954.73	32,162.54	32,326.10	32,491.30
同比(%)	12.62%	2.12%	-2.40%	0.51%	0.51%
归属母公司净利润	1,802.42	1,710.22	1,661.86	1,740.75	1,800.35
同比(%)	14.87%	-5.12%	-2.83%	4.75%	3.42%
毛利率(%)	31.78%	31.88%	31.08%	31.43%	31.78%
ROE%	9.56%	8.50%	8.04%	7.99%	7.63%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.54	0.53	0.55	0.57
P/E	8	9	9	9	8
P/B	0.77	0.75	0.73	0.67	0.62
EV/EBITDA	5.55	5.31	5.24	4.92	4.66

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	32,271.01	32,954.73	32,162.54	32,326.10	32,491.30
营业成本	22,015.41	22,450.08	22,165.39	22,165.39	22,165.39
营业税金及附加	1,402.87	1,373.01	1,340.01	1,346.82	1,353.70
销售费用	2,441.26	2,305.31	2,249.89	2,261.33	2,272.89
管理费用	2,104.01	2,259.87	2,205.54	2,216.76	2,228.09
研发费用	255.53	295.51	288.41	289.88	291.36
财务费用	895.59	838.73	799.18	797.27	790.36
减值损失合计	-199.12	-461.60	-330.86	-332.54	-334.24
投资净收益	186.86	71.46	116.25	124.86	104.19
其他	-294.08	-889.05	-599.30	-598.61	-614.22
营业利润	3,248.25	3,076.24	2,961.93	3,107.44	3,213.73
营业外收支	-18.14	-40.90	-40.07	-27.08	-31.62
利润总额	3,230.10	3,035.34	2,921.86	3,080.36	3,182.11
所得税	1,081.02	1,014.77	958.42	1,023.72	1,055.06
净利润	2,149.08	2,020.56	1,963.44	2,056.64	2,127.06
少数股东损益	346.66	310.35	301.57	315.89	326.70
归属母公司净利润	1,802.42	1,710.22	1,661.86	1,740.75	1,800.35
EBITDA	6,343.40	6,331.36	6,412.72	6,832.31	7,218.13
EPS(当年)(元)	0.57	0.54	0.53	0.55	0.57

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,155.93	7,533.82	5,390.12	5,809.46	6,184.97
净利润	2,149.08	2,020.56	1,963.44	2,056.64	2,127.06
折旧摊销	2,272.94	2,486.26	2,684.20	2,960.47	3,236.94
财务费用	840.36	809.77	806.67	791.48	799.07
投资损失	-186.86	-127.89	-116.25	-124.86	-104.19
营运资金变动	1,785.80	1,800.86	248.08	321.47	323.06
其它	294.62	544.27	-196.02	-195.75	-196.98
投资活动现金流	-3,054.53	-2,774.46	-3,685.07	-4,075.48	-4,642.17
资本支出	-3,029.10	-1,927.19	-3,801.32	-4,200.34	-4,746.36
长期投资	47.74	32.09	116.25	124.86	104.19
其他	-73.18	-879.35	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,222.41	-4,777.03	-1,121.79	-791.48	-799.07
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	758.70	-1,655.78	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,131.41	1,915.10	1,121.79	791.48	799.07
现金流净增加额	2,878.99	-17.66	583.26	942.50	743.72

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

王志民，中国矿业大学矿业工程学院硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。