

西山煤电 (000983.SZ) “价稳&降本” 对冲疫情影响，关注山西国改

2020 年 08 月 18 日

——公司中报点评报告

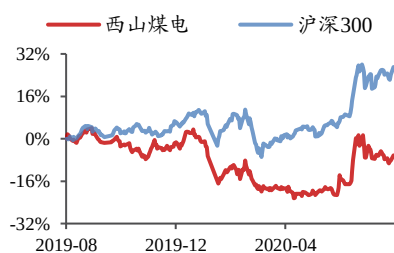
投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2020/8/17
当前股价(元)	4.22
一年最高最低(元)	6.32/3.66
总市值(亿元)	172.87
流通市值(亿元)	172.87
总股本(亿股)	40.97
流通股本(亿股)	40.97
近 3 个月换手率(%)	49.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-焦煤龙头根基稳健，山西国改核心受益者》-2020.6.6

事件：8 月 17 日西山煤电发布 2020 年中报，2020H1 实现总营收 142 亿元（同比-16.4%），归母净利润 10.8 亿元（同比-14.5%）

● **“价稳&降本” 对冲疫情影响，聚焦精煤业绩韧性犹存。维持“买入”评级**
2020 年上半年在疫情冲击下，公司业绩韧性犹存，归母净利润/扣非净利润同比降幅分别为 14.5%/17.1%，好于预期。营收同比减小主要源于疫情影响煤炭销量下滑（同比-20%），但吨煤价格受疫情影响较小，同时公司合理控制成本，吨煤成本下降 3.6%，期间费用同比下降 25%，其中销售费用降幅较大（-42%），“价稳&降本” 均助力公司对冲疫情影响，体现出经营韧性。我们上调公司盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 17.6(+2.2)/18.1(+1)/18.8(+0.1) 亿元，同比增速 3%/2.5%/4.2%；EPS 分别为 0.43(-0.06)/0.44(-0.1)/0.46(-0.13)元，对应当前股价 PE 分别为 9.8x/9.6x/9.2x。维持“买入”评级。

● 煤炭销量下滑，但精煤比例提升&价稳支撑稳定毛利率

煤炭产量稳定，销量下滑，炼焦煤占比提升。2020H1 产销量 1349/1038 万吨（同比-9%/-20%），销量下滑致产销率下降 11pct 至 77%。其中炼焦煤销量 492 万吨，占比提升 1.7pct 至 47.4%。炼焦煤价格稳定致吨煤平均价格降幅小。上半年炼焦煤单价为 942 元/吨（同比-1.7%），其中焦/肥煤单价基本稳定，煤炭吨煤价格 645 元/吨（同比-5%），得益于公司炼焦精煤的品质优势。吨煤成本小降，毛利稳定。吨煤成本 276 元/吨（同比-3.6%），吨煤毛利 370 元/吨（同比-6%），煤炭毛利率 57.3%（同比仅-0.6pct）。发电毛利改善，为 1.5 亿元（前值 0.1 亿元），电力产销量稳定；焦化毛利下滑，为 2 亿元（同比-17%），焦炭产销量同比基本持平。

● 经济复苏推动业绩改善，山西国改利好焦煤龙头

公司作为国内炼焦煤龙头，具备炼焦精煤品质护城河，稳定的高售价与低成本造就了公司在疫情下的业绩韧性。随着下半年经济加速复苏，基建发力提振煤价，公司业绩或将进一步改善。目前集团证券化率较低（仅 29%），随着山西煤企国改逐渐深化且注重专业化整合，山焦与山煤重组将带来强劲的资产注入预期，有望提升公司焦煤主业硬实力，看好公司在炼焦煤主业上的长足发展。

● **风险提示：**经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；集团重组不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,271	32,955	31,378	32,195	32,949
YOY(%)	12.6	2.1	-4.8	2.6	2.3
归母净利润(百万元)	1,802	1,710	1,762	1,805	1,881
YOY(%)	14.9	-5.1	3.0	2.5	4.2
毛利率(%)	31.8	31.9	33.7	33.3	33.4
净利率(%)	5.6	5.2	5.6	5.6	5.7
ROE(%)	9.2	8.7	8.4	7.9	7.6
EPS(摊薄/元)	0.44	0.42	0.43	0.44	0.46
P/E(倍)	9.6	10.1	9.8	9.6	9.2
P/B(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,784	15,225	13,401	16,567	13,870
现金	6,145	6,974	- 0	9,278	22
应收票据及应收账款	6,089	2,307	7,895	2,063	7,934
其他应收款	664	629	659	640	691
预付账款	451	333	454	347	469
存货	3,213	2,783	3,176	2,861	3,293
其他流动资产	221	2,198	1,217	1,378	1,461
非流动资产	48,273	49,888	50,186	50,383	50,257
长期投资	2,545	2,990	3,391	3,805	4,220
固定资产	28,017	28,419	31,887	33,156	33,151
无形资产	8,286	8,198	8,532	8,857	9,172
其他非流动资产	9,425	10,281	6,376	4,565	3,714
资产总计	65,056	65,113	63,587	66,950	64,127
流动负债	23,524	23,012	20,038	22,514	18,713
短期借款	4,679	3,394	5,388	3,394	3,394
应付票据及应付账款	12,242	13,874	9,054	14,723	9,739
其他流动负债	6,604	5,744	5,596	4,396	5,579
非流动负债	18,119	18,971	17,706	16,461	15,217
长期借款	12,606	12,310	11,040	9,808	8,555
其他非流动负债	5,514	6,661	6,666	6,653	6,661
负债合计	41,643	41,983	37,744	38,975	33,929
少数股东权益	3,619	2,677	2,997	3,325	3,666
股本	3,151	3,151	4,097	4,097	4,097
资本公积	1,104	1,013	1,013	1,013	1,013
留存收益	14,783	15,548	17,421	19,128	20,906
归属母公司股东权益	19,794	20,453	22,845	24,651	26,532
负债和股东权益	65,056	65,113	63,587	66,950	64,127

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,156	7,534	-3,459	16,243	-4,376
净利润	2,149	2,021	2,082	2,133	2,223
折旧摊销	2,273	2,486	2,365	2,707	2,947
财务费用	896	839	830	822	814
投资损失	-187	-71	- 0	- 0	- 0
营运资金变动	1,786	1,801	-8,709	10,580	-10,360
其他经营现金流	239	459	-27	- 0	- 0
投资活动现金流	-3,055	-2,774	-2,663	-2,904	-2,821
资本支出	3,030	1,927	1,357	22,821	22,811
长期投资	-36	-871	-401	-412	-415
其他投资现金流	-60	-1,719	-1,707	19,504	19,575
筹资活动现金流	-1,222	-4,777	-2,846	-2,067	-2,058
短期借款	394	-1,284	- 0	- 0	- 0
长期借款	133	-296	-1,270	-1,232	-1,252
普通股增加	- 0	- 0	945	- 0	- 0
资本公积增加	172	-91	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	-1,921	-3,106	-2,521	-835	-806
现金净增加额	2,879	-18	-8,968	11,272	-9,256

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32,271	32,955	31,378	32,195	32,949
营业成本	22,015	22,450	20,796	21,474	21,947
营业税金及附加	1,403	1,373	1,347	1,381	1,413
营业费用	2,441	2,305	2,335	2,395	2,451
管理费用	2,104	2,260	2,110	2,168	2,224
研发费用	256	296	270	281	286
财务费用	896	839	830	822	814
资产减值损失	199	-436	600	500	500
其他收益	103	34	60	58	55
公允价值变动收益	0	-0	- 0	- 0	- 0
投资净收益	187	71	- 0	- 0	- 0
资产处置收益	1	0	- 0	- 0	- 0
营业利润	3,248	3,076	3,149	3,232	3,367
营业外收入	29	20	28	25	25
营业外支出	47	61	65	60	62
利润总额	3,230	3,035	3,113	3,197	3,330
所得税	1,081	1,015	1,031	1,064	1,107
净利润	2,149	2,021	2,082	2,133	2,223
少数股东损益	347	310	320	328	341
归母净利润	1,802	1,710	1,762	1,805	1,881
EBITDA	6,386	6,289	5,864	6,240	6,530
EPS(元)	0.44	0.42	0.43	0.44	0.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	2.1	-4.8	2.6	2.3
营业利润(%)	18.4	-5.3	2.4	2.6	4.2
归属于母公司净利润(%)	14.9	-5.1	3.0	2.5	4.2
获利能力					
毛利率(%)	31.8	31.9	33.7	33.3	33.4
净利率(%)	5.6	5.2	5.6	5.6	5.7
ROE(%)	9.2	8.7	8.4	7.9	7.6
ROIC(%)	6.1	5.7	5.2	5.4	5.4
偿债能力					
资产负债率(%)	64.0	64.5	59.4	58.2	52.9
净负债比率(%)	82.3	72.3	92.6	39.0	63.4
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.6	7.8	6.2	6.5	6.6
应付账款周转率	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.42	0.43	0.44	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.84	-0.84	3.96	-1.07
每股净资产(最新摊薄)	4.83	4.99	5.35	5.79	6.25
估值比率					
P/E	9.6	10.1	9.8	9.6	9.2
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.3	5.8	7.4	5.0	6.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835