开源证券

采掘/煤炭开采

西山煤电（000983.SZ） 现金收购集团优质资产，焦煤龙头再启航

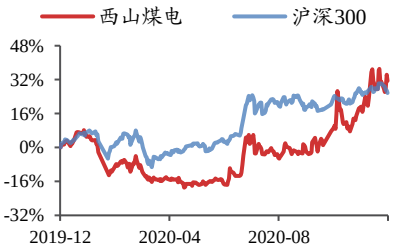
2020 年 12 月 12 日

——公司事件点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/12/11
当前股价(元)	5.66
一年最高最低(元)	6.26/3.66
总市值(亿元)	231.87
流通市值(亿元)	231.87
总股本(亿股)	40.97
流通股本(亿股)	40.97
近 3 个月换手率(%)	121.13

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司事件点评报告-更名顺应山西国改，焦煤龙头地位再巩固》-2020.11.23

《公司三季报点评报告-Q3 单季业绩降幅环比收窄，山西国改&澳煤禁令利好焦煤龙头》-2020.10.27

《公司中报点评报告-“价稳&降本”对冲疫情影响，关注山西国改》-2020.8.18

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

事件：公司发布公告，拟以 63.33 亿元收购汾西矿业集团持有的水峪煤业 100%股权，以 3.89 亿元收购霍州煤电集团持有的腾晖煤业 51%股权。

● 乘山西国改之风，资产注入开始全面加速。维持“买入”评级

此次收购体现出山西国改持续深化背景下，焦煤集团加大力度开展专业资产整合及资产整体上市的战略意图，优化资产格局也将推动经营管理水平及盈利能力的提升，同时有助于解决此前长期存在的集团内部同业竞争问题。截至 2020Q3，集团资产证券化率仅 25.4%，煤炭产能证券化率仅 33%，当前整合举措或只是开始，后续资产注入或将加速。假设 2021 年初实现资产并表，我们预计 2019/2021/2022 年公司实现归母净利 19/27.9/28.6 亿元，EPS 分别为 0.46/0.68/0.7 元；不考虑资产并购情况下，我们维持公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年分别实现归母净利润 19/20.5/21.7 亿元，同比增速 11.2%/7.8%/5.8%；EPS 分别为 0.46/0.5/0.53 元，对应当前股价 PE 为 12.6x/11.7x/11x。**维持“买入”评级。**

● 两处煤矿产能合计 520 万吨，进一步巩固公司焦煤龙头地位

水峪煤矿保有资源储量 5.19 亿吨，核定产能为 400 万吨，主产低灰、中高硫、特高发热量焦煤、肥煤，腾晖煤矿保有资源储量 6330 万吨，核定产能为 120 万吨，主产中灰、低硫、中高发热量的贫瘦煤，两处煤矿合计权益产能 461 万吨。两处煤炭均属于优质的炼焦煤品种，整合完成后公司总产能将提升 16%至 3780 万吨水平，权益产能提升 15.6%至 3407 万吨水平，进一步巩固焦煤龙头地位。

● 原股东提供业绩承诺，现金收购增厚公司业绩

同时本次收购中，汾西矿业承诺水峪煤业在 2020 年 10-12 月/2021 年/2022 年扣非净利润分别不低于 1.35/5.97/5.97 亿元，霍州煤电承诺腾晖煤业扣非净利润分别不低于 0.35/2.77/2.77 亿元，若业绩未达标，原股东将对差额作现金补偿，保障了公司所收购资产的盈利性。同时我们注意到，对于煤企资产整合而言，上市公司在收购资产时更倾向于现金支付，一方面现金收购将增厚每股净利润，另一方面也是供改深化背景下煤企现金流状况明显改善的表现。就历史表现来看，水峪煤业、腾晖煤业 2019 年分别实现 2.89/2.44 亿元净利润，净利率为 13.2%/28.6%；以承诺业绩及 2020Q3 净资产（两家分别 33.5/4.39 亿元）测算，2021 年预计两家 ROE 分别为 17.8%/63%，均显著高于当前公司 ROE 水平（2019 年 8.7%）；根据权益计算将增厚公司业绩 7.38 亿元，预计 EPS 将增厚 0.18 元/股。

● 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	31,612	32,393	32,975
YOY(%)	12.6	2.1	-4.1	2.5	1.8
归母净利润(百万元)	1,802	1,710	1,901	2,049	2,169
YOY(%)	14.9	-5.1	11.2	7.8	5.8
毛利率(%)	31.8	31.9	33.1	33.3	33.7
净利率(%)	5.6	5.2	6.0	6.3	6.6
ROE(%)	9.2	8.7	9.0	8.8	8.5
EPS(摊薄/元)	0.44	0.42	0.46	0.50	0.53
P/E(倍)	13.3	14.0	12.6	11.7	11.0
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	25,299	24,797	37,391
现金	6,145	6,974	11,709	17,587	23,478
应收票据及应收账款	6,089	2,307	7,971	2,048	7,957
其他应收款	664	629	669	639	694
预付账款	451	333	460	346	471
存货	3,213	2,783	3,274	2,799	3,331
其他流动资产	221	2,198	1,217	1,378	1,461
非流动资产	48,273	49,888	47,988	46,179	44,368
长期投资	2,545	2,990	3,391	3,805	4,220
固定资产	28,017	28,419	30,180	29,923	28,704
无形资产	8,286	8,198	8,042	7,885	7,729
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	73,288	70,976	81,759
流动负债	23,524	23,012	18,493	22,232	18,880
短期借款	4,679	3,394	3,394	3,394	3,394
应付票据及应付账款	12,242	13,874	9,432	14,487	9,878
其他流动负债	6,604	5,744	5,667	4,351	5,608
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	36,199	38,693	34,097
少数股东权益	3,619	2,677	3,022	3,394	3,788
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	17,570	19,507	21,557
归属母公司股东权益	19,794	20,453	34,067	28,889	43,874
负债和股东权益	65,056	65,113	73,288	70,976	81,759

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32,271	32,955	31,612	32,393	32,975
营业成本	22,015	22,450	21,139	21,601	21,859
营业税金及附加	1,403	1,373	1,357	1,390	1,415
营业费用	2,441	2,305	2,352	2,410	2,453
管理费用	2,104	2,260	2,125	2,181	2,226
研发费用	256	296	272	283	287
财务费用	896	839	830	822	814
资产减值损失	199	-436	200	100	100
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	3,396	3,664	3,876
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	3,359	3,629	3,839
所得税	1,081	1,015	1,113	1,208	1,277
净利润	2,149	2,021	2,246	2,421	2,562
少数股东损益	347	310	345	372	394
归母净利润	1,802	1,710	1,901	2,049	2,169
EBITDA	6,386	6,289	5,833	6,158	6,315
EPS(元)	0.44	0.42	0.46	0.50	0.53

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.6	2.1	-4.1	2.5	1.8
营业利润(%)	18.4	-5.3	10.4	7.9	5.8
归属于母公司净利润(%)	14.9	-5.1	11.2	7.8	5.8
获利能力					
毛利率(%)	31.8	31.9	33.1	33.3	33.7
净利率(%)	5.6	5.2	6.0	6.3	6.6
ROE(%)	9.2	8.7	9.0	8.8	8.5
ROIC(%)	6.1	5.7	5.5	5.6	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	64.0	64.5	49.4	54.5	41.7
净负债比率(%)	82.3	72.3	37.3	8.1	-16.4
流动比率	0.7	0.7	1.4	1.1	2.0
速动比率	0.5	0.4	1.1	0.9	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.46	0.45	0.43
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	0.46	0.50	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.75	1.84	1.95	2.11	2.14
每股净资产(最新摊薄)	4.83	4.99	5.38	5.88	6.41
估值比率					
P/E	13.3	14.0	12.6	11.7	11.0
P/B	1.2	1.2	1.08	0.99	0.91
EV/EBITDA	7.3	6.9	6.21	4.79	3.60

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,156	7,534	7,974	8,640	8,759
净利润	2,149	2,021	2,246	2,421	2,562
折旧摊销	2,273	2,486	2,294	2,504	2,621
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	2,631	2,892	2,762
其他经营现金流	239	459	-27	- 0	- 0
投资活动现金流	-3,055	-2,774	-394	-694	-810
资本支出	3,030	1,927	-133	-160	-160
长期投资	-36	-871	-401	-412	-415
其他投资现金流	-60	-1,719	-928	-1,267	-1,385
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	4,735	5,878	5,891

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	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	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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn