

西山煤电 (000983.SZ) 受益焦煤供给收紧，静待焦煤龙头业绩释放

2021年04月27日

——公司年报及一季报点评

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/4/27
当前股价(元)	5.65
一年最高最低(元)	6.32/3.66
总市值(亿元)	231.46
流通市值(亿元)	231.46
总股本(亿股)	40.97
流通股本(亿股)	40.97
近3个月换手率(%)	81.58

● 受益焦煤供给收紧，静待焦煤龙头业绩释放。维持“买入”评级。

公司发布年报及一季报，2020年及2021Q1分别实现总营收337.6/92.6亿元(同比-6.25%/+19.42%);归母净利润19.6/9.10亿元(同比-7.54%/+49.35%);扣非后归母净利润16.7/9.13亿元(同比-21.16%/+51.68%)。考虑到资产并表增厚业绩以及焦煤价格向好，我们上调盈利预测，预计2021-2023年归母净利润33/36.8(前值20.5/21.7)/39.3亿元，同比增长68.6%/11.5%/6.8%;EPS为0.81/0.9(前值0.5/0.53)/0.96元，当前股价对应PE为7.0/6.3/5.9倍。维持“买入”评级。

● 2020年受价格拖累，煤炭盈利受损

2020年煤炭产销平稳，精煤比例提升。全年煤炭产/销量分别为3544/2838万吨(同比+22.7%/+12.8%)，主因水峪矿及腾晖矿并表贡献增量，经追溯调整后同比+3.66%/-1.73%。其中炼焦精煤销量共计1427万吨(同比+2.22%)，精煤占比达50.3%(同比+1.9pct)，产品结构优化。价格下跌拖累煤炭盈利。全年吨煤均价(不含税)625元/吨(同比-8.3%)，其中炼焦精煤均价855元/吨(同比-8.6%)。吨煤成本增加。吨煤成本为347元/吨(同比+24.4%)，主因新收入准则下运费由销售费用计入成本。受价格拖累，煤炭板块盈利性受损，煤炭毛利同比下滑20%，毛利率为44.4%，同比-13.9pct。并表煤矿均实现2020年业绩承诺。水峪矿、腾晖矿2020年分别实现扣非净利润1.49/0.45亿元，高于承诺业绩1.35/0.35亿元。

● 2021Q1煤价大幅上涨，单季业绩超预期，全年业绩可期

2021Q1公司煤炭业务基本面得到明显改善，实现量价齐升。一方面，一季度山西产炼焦煤均价环比大幅上涨14.4%，山西产动力煤环比大涨19.4%，利好公司业绩改善。另一方面，水峪煤矿及腾晖煤矿并表后公司权益产能增加461万吨，且公司推进“精煤制胜”战略，精煤产量增长可提高产品附加值，增厚业绩。另外，水峪煤矿及腾晖煤矿2021年承诺扣非净利润不低于5.97/2.77亿元，保底贡献7.38亿元归母净利润，有望大幅增厚全年业绩。

● 焦煤供给收紧，焦煤龙头充分受益

近期山东发布《全省落实“三个坚决”行动方案(2021—2022年)》，要求2021年内退出煤炭产能3400万吨，均为焦煤矿，或将减少炼焦煤产量约2900万吨，按洗选率40%精煤口径估算，减量约为2020年全国炼焦精煤产量的2.4%。叠加澳煤禁运及产地安全/环保限产等因素，此举将进一步收紧全国焦煤供给，加剧焦煤缺口形成，支持焦煤价格走强。公司作为国内焦煤龙头，有望受益焦煤涨价。

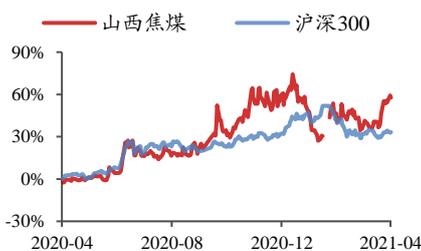
● 风险提示: 经济恢复不及预期; 煤价下跌超预期; 集团重组不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,955	33,757	35,721	36,123	36,400
YOY(%)	2.1	2.4	5.8	1.1	0.8
归母净利润(百万元)	1,710	1,956	3,298	3,678	3,927
YOY(%)	-5.1	14.4	68.6	11.5	6.8
毛利率(%)	31.9	26.2	31.6	32.7	33.6
净利率(%)	5.2	5.8	9.2	10.2	10.8
ROE(%)	8.7	10.1	14.8	14.2	13.2
EPS(摊薄/元)	0.42	0.48	0.81	0.90	0.96
P/E(倍)	13.5	11.8	7.0	6.3	5.9
P/B(倍)	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

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-现金收购集团优质资产，焦煤龙头再启航》-2020.12.12

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,225	15,133	23,033	31,898	45,396
现金	6,974	4,987	11,812	22,962	34,002
应收票据及应收账款	2,307	3,124	4,313	2,732	4,267
其他应收款	629	705	710	718	722
预付账款	333	247	476	231	473
存货	2,783	2,721	3,277	2,551	3,206
其他流动资产	2,198	3,349	2,444	2,705	2,726
非流动资产	49,888	55,477	51,136	46,747	42,107
长期投资	2,990	3,175	3,482	3,771	4,048
固定资产	28,419	33,725	32,349	29,453	25,695
无形资产	8,198	12,489	12,217	11,945	11,673
其他非流动资产	10,281	6,088	3,088	1,578	690
资产总计	65,113	70,611	74,170	78,645	87,503
流动负债	23,012	32,560	22,314	28,068	22,187
短期借款	3,394	4,904	4,904	4,904	4,904
应付票据及应付账款	13,874	15,516	12,470	15,708	12,271
其他流动负债	5,744	12,139	4,940	7,456	5,012
非流动负债	18,971	16,311	13,631	11,332	8,687
长期借款	12,310	8,039	5,824	3,400	795
其他非流动负债	6,661	8,272	7,807	7,932	7,892
负债合计	41,983	48,871	35,945	39,401	30,873
少数股东权益	2,677	3,024	3,438	3,899	4,392
股本	3,151	4,097	4,097	4,097	4,097
资本公积	1,013	345	345	345	345
留存收益	15,548	13,508	16,106	19,003	22,098
归属母公司股东权益	20,453	18,716	34,788	35,345	52,237
负债和股东权益	65,113	70,611	74,170	78,645	87,503

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,534	5,242	11,520	12,653	12,631
净利润	2,021	2,202	3,712	4,139	4,420
折旧摊销	2,486	3,008	2,690	2,726	2,726
财务费用	839	887	878	869	860
投资损失	-71	-132	-0	-0	-0
营运资金变动	1,801	-985	4,331	4,920	4,625
其他经营现金流	459	263	-91	-0	-0
投资活动现金流	-2,774	-4,974	1,651	1,664	1,915
资本支出	1,927	2,712	-207	-298	-298
长期投资	-871	0	-306	-286	-278
其他投资现金流	-1,719	-2,262	1,137	1,080	1,340
筹资活动现金流	-4,777	-2,367	-6,345	-3,167	-3,506
短期借款	-1,284	1,510	-0	-0	-0
长期借款	-296	-4,271	-2,215	-2,424	-2,605
普通股增加	-0	945	-0	-0	-0
资本公积增加	-91	-668	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-3,106	116	-4,130	-743	-901
现金净增加额	-18	-2,099	6,826	11,149	11,040

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,955	33,757	35,721	36,123	36,400
营业成本	22,450	24,898	24,436	24,296	24,156
营业税金及附加	1,373	1,430	1,500	1,517	1,529
营业费用	2,305	437	464	470	473
管理费用	2,260	2,506	2,500	2,529	2,548
研发费用	296	383	357	361	364
财务费用	839	887	878	869	860
资产减值损失	-436	-296	200	100	100
其他收益	34	36	46	41	42
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	71	132	-0	-0	-0
资产处置收益	0	2	-0	-0	-0
营业利润	3,076	3,128	5,430	6,021	6,411
营业外收入	20	59	41	43	45
营业外支出	61	77	67	69	70
利润总额	3,035	3,109	5,404	5,995	6,386
所得税	1,015	908	1,692	1,856	1,966
净利润	2,021	2,202	3,712	4,139	4,420
少数股东损益	310	246	414	462	493
归母净利润	1,710	1,956	3,298	3,678	3,927
EBITDA	6,289	6,769	8,303	8,663	8,732
EPS(元)	0.42	0.48	0.81	0.90	0.96

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.1	2.4	5.8	1.1	0.8
营业利润(%)	-5.3	1.7	73.6	10.9	6.5
归属于母公司净利润(%)	-5.1	14.4	68.6	11.5	6.8
获利能力					
毛利率(%)	31.9	26.2	31.6	32.7	33.6
净利率(%)	5.2	5.8	9.2	10.2	10.8
ROE(%)	8.7	10.1	14.8	14.2	13.2
ROIC(%)	5.7	6.4	9.8	10.1	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	69.2	48.5	50.1	35.3
净负债比率(%)	72.3	81.3	23.2	-26.2	-63.5
流动比率	0.7	0.5	1.0	1.1	2.0
速动比率	0.4	0.3	0.8	0.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.49	0.47	0.44
应收账款周转率	7.8	12.4	9.6	10.3	10.4
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.48	0.81	0.90	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	1.28	2.81	3.09	3.08
每股净资产(最新摊薄)	4.99	4.57	5.27	6.17	7.13
估值比率					
P/E	13.5	11.8	7.0	6.3	5.9
P/B	1.1	1.2	1.07	0.92	0.79
EV/EBITDA	6.8	6.5	3.90	2.24	0.71

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的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