

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山西焦煤(000983)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 能源行业分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

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

焦煤需求边际回暖, 资产注入继续推进

2022年10月18日

事件: 2022年10月17日, 山西焦煤发布三季度业绩报告, 2022年前三季度实现营业收入411.79亿元, 同比增长38.68%; 实现归属于母公司所有者的净利润82.96亿元, 同比增长161.37%; 经营活动产生的现金流量84.8亿元, 同比增长22.15%; 基本每股收益2.0252元, 同比增长161.38%。第三季度实现营业收入134.66亿元, 同比增长28.67%, 环比下降6.71%; 归母净利26.03亿元, 同比增长111.58%, 环比下降19.61%。

点评:

- **市场炼焦煤价格波动一定程度上影响公司盈利。**公司三季度盈利相较二季度环比下降, 我们认为主要受到焦煤价格调整影响。三季度中价新华山西焦煤综合价格指数(平均值)同比上升39%, 相较二季度环比下降7.9%。三季度山西主焦煤平均价格为2082.56元/吨, 同比下降9.83%, 环比下降22.95%。因此, 我们认为炼焦煤市场的价格波动对公司销售价格及业绩产生一定影响。当前炼焦煤价格已呈现企稳回升态势, 截至10月14日, 山西主焦煤平均价格为2302元/吨, 月环比上涨13.23%。同时, 八月暴雨天气使道路运输受阻, 对销量产生不利影响。我们认为, 公司业绩有望伴随焦煤价格回升及阶段性因素的结束而有所提高。
- **拟注入资产有望增厚上市公司利润, 进一步巩固焦煤龙头地位。**上市公司计划以79.28亿元收购华晋焦煤51%股权以及明珠煤业49%股权, 其中以现金支付15%, 股份支付85%。标的资产华晋焦煤下属四个矿井总产能为1110万吨/年, 权益产能为512.7万吨/年, 2021年实现产量880.8万吨, 实现归母净利18.35亿元。目前公司沙曲一号、二号矿井尚未满产, 预计2024年可以实现达产, 届时将进一步释放业绩。根据公司公告, 山西焦煤2022年1-7月归母净利为67.61亿元, 本次交易后(备考)利润为76.65亿元。我们认为伴随集团资产成功注入, 公司将迎来产能与业绩双增。
- **四季度焦煤需求回暖叠加低库存, 支撑炼焦煤价格上行。**近期, 供给端由于重大会议期间, 安全生产监管形势趋紧, 煤矿减产预期增强, 供给出现收缩。需求端伴随6000亿基础设施投资基金投放完毕, 基建回暖的确定性加强。当前下游库存整体较低, 截至10月14日, 六大港口炼焦煤库存156.7万吨, 周环比下降15.34%, 不足去年同期库存量的40%; 230家独立焦化厂炼焦煤库存929.1万吨, 周环比下降3.47%。长期看, 我们认为焦煤资源稀缺属性决定供应短缺的问题将可能延续, 焦煤价格中枢有望继续上涨, 公司盈利的确定性与稳定性增强。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为焦煤需求预期增长而供给端难有增量将支撑焦煤价格稳中有涨, 实现公司业绩回升, 同时考虑到焦煤价格中枢上行因素, 我们调整公司盈利预测, 预计2022-2024年实现归母净利润102.66亿元、121.4亿元、132.42亿元, EPS为2.51/2.96/3.23, 维持

公司“买入”评级。

- **风险因素：** 宏观经济严重下滑导致煤价大幅下跌、行业政策存在不确定性、安全生产事故风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,757	45,285	59,656	65,010	68,697
同比(%)	-6.3%	34.2%	31.7%	9.0%	5.7%
归属母公司净利润	1,956	4,166	10,266	12,140	13,242
同比(%)	-7.5%	112.9%	146.4%	18.2%	9.1%
毛利率(%)	26.2%	29.7%	41.3%	43.3%	44.0%
ROE(%)	10.5%	18.5%	33.2%	29.8%	25.7%
EPS (摊薄)(元)	0.48	1.02	2.51	2.96	3.23
P/E	11.81	8.13	5.36	4.53	4.15
P/B	1.23	1.50	1.78	1.35	1.07

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月18日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,133	15,544	26,964	40,523	54,516
货币资金	4,987	6,884	17,273	30,375	44,007
应收票据	1,228	293	386	421	444
应收账款	1,897	1,519	2,000	2,180	2,304
预付账款	247	183	202	212	221
存货	2,721	3,660	4,030	4,237	4,424
其他	4,054	3,005	3,073	3,098	3,116
非流动资产	55,477	54,954	54,415	53,293	52,390
长期股权投资	3,175	3,575	3,655	3,705	3,755
固定资产	33,725	34,063	32,821	31,549	30,246
无形资产	12,489	12,200	12,953	13,163	13,623
其他	6,088	5,116	4,986	4,876	4,766
资产总计	70,611	70,498	81,379	93,817	106,906
流动负债	32,560	28,067	29,978	31,399	32,618
短期借款	4,904	1,875	1,000	1,000	1,000
应付票据	4,684	2,146	2,362	2,484	2,593
应付账款	10,832	13,584	14,955	15,725	16,419
其他	12,139	10,462	11,661	12,190	12,606
非流动负债	16,311	16,441	15,855	15,592	15,168
长期借款	7,560	8,138	7,551	7,289	6,865
其他	8,752	8,303	8,303	8,303	8,303
负债合计	48,871	44,508	45,833	46,991	47,786
少数股东权益	3,024	3,429	4,628	6,046	7,592
归属母公司	18,716	22,561	30,919	40,780	51,528
负债和股东权益	70,611	70,498	81,379	93,817	106,906

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,757	45,285	59,656	65,010	68,697
同比（%）	-6.3%	34.2%	31.7%	9.0%	5.7%
归属母公司净利润	1,956	4,166	10,266	12,140	13,242
同比（%）	-7.5%	112.9%	146.4%	18.2%	9.1%
毛利率（%）	26.2%	29.7%	41.3%	43.3%	44.0%
ROE%	10.5%	18.5%	33.2%	29.8%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	0.48	1.02	2.51	2.96	3.23
P/E	11.81	8.13	5.36	4.53	4.15
P/B	1.23	1.50	1.78	1.35	1.07
EV/EBITDA	4.83	3.68	2.54	1.62	0.93

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,757	45,285	59,656	65,010	68,697
营业成本	24,898	31,813	35,025	36,828	38,452
营业税金及附加	1,430	2,294	3,021	3,293	3,479
销售费用	437	284	374	408	431
管理费用	2,506	2,595	3,419	3,726	3,937
研发费用	383	609	802	874	923
财务费用	887	939	287	48	-182
减值损失	-296	-201	-40	-40	-40
合计					
投资净收益	132	361	475	518	547
其他	76	295	142	155	163
营业利润	3,128	7,205	17,305	20,466	22,326
营业外收支	-19	-176	16	16	16
利润总额	3,109	7,029	17,321	20,482	22,342
所得税	908	2,376	5,856	6,924	7,553
净利润	2,202	4,652	11,465	13,557	14,789
少数股东损益	246	487	1,199	1,418	1,547
归属母公司净利润	1,956	4,166	10,266	12,140	13,242
EBITDA	7,111	11,077	19,676	22,600	24,240
EPS (当年)(元)	0.48	1.02	2.51	2.96	3.23

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,242	11,008	15,887	17,159	18,285
净利润	2,202	4,652	11,465	13,557	14,789
折旧摊销	3,008	3,387	2,662	2,719	2,766
财务费用	762	919	461	419	401
投资损失	-204	-361	-475	-518	-547
营运资金变动	-985	2,301	1,756	963	858
其它	459	110	19	18	18
投资活动现金流	-4,974	-4,732	-1,522	-948	-1,179
资本支出	-2,708	-1,333	-1,918	-1,416	-1,676
长期投资	-2,289	-3,431	-80	-50	-50
其他	23	31	475	518	547
筹资活动现金流	-2,367	-4,711	-3,975	-3,109	-3,474
吸收投资	20	0	0	0	0
借款	-2,608	-2,374	-1,461	-262	-425
支付利息或股息	-1,166	-1,282	-2,514	-2,846	-3,050
现金流净增加额	-2,099	1,565	10,389	13,102	13,632

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，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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十余年，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。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。