

业绩高增，关注 22Q4 价格修复及资产注入

2022 年 10 月 18 日

► **事件：**2022 年 10 月 17 日，山西焦煤发布 2022 年三季报，报告期内公司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%；营业收入 411.79 亿元，同比增长 38.68%。

► **2022 年三季度公司业绩同比大增，环比下滑。**2022 年三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 26.03 亿元，同比增长 111.58%，环比二季度下降 19.61%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 26.06 亿元，同比增长 114.72%，环比二季度下降 19.41%。

► **22Q4 公司盈利值得期待。**据山西焦煤网站信息，8 月初持续强降雨天气，导致岢瓦铁路沿线边坡多处坍塌，宁武—岢岚、岢岚—魏家滩铁路全线被迫停运，严重影响斜沟矿煤炭外运。考虑到三季度公司长协价格与二季度基本持平，因此我们认为公司三季度业绩环比下滑的主要原因为产销量环比下降。展望四季度，焦钢企业库存整体中低位运行，对原料煤仍有补库需求，同时进入四季度，在保障取暖需求的背景下，部分炼焦配煤或被充当为动力煤完成保供，侧面造成炼焦煤供给收缩，价格有望上涨。动力煤方面，由于 2021 年四季度开始全面保供，2022 年前三季度的产量高增速预计难以持续，同时天然气进口量下滑、冬季水电偏枯等都将促使动力煤价格拉升。因此，在四季度煤价全面上涨的背景下，公司四季度盈利值得期待。

► **收购华晋焦煤再出发，未来资产注入仍值得期待。**2022 年 9 月 29 日公司公告，山西焦煤拟通过发行股份及支付现金方式购买公司控股股东焦煤集团持有的分立后存续的华晋焦煤 51% 股权、购买李金玉、高建平合计持有的明珠煤业 49% 股权。据公告，华晋焦煤总产能 1190 万吨/年，主要资产为沙曲一号矿（500 万吨/年）、沙曲二号矿（300 万吨/年）、明珠煤业（产能 90 万吨/年，华晋焦煤持股 51%）、吉宁煤业（产能 300 万吨/年，华晋焦煤持股 51%）。本次股权收购完成后，公司权益产能规模将增加 554 万吨/年，增幅 16%。根据集团债券募集说明书，截至 2021 年末，集团共有煤炭产能 2.07 亿吨，其中主要矿井产能 1.4 亿吨，剔除上市公司产能与山煤集团产能（主要资产在山煤国际）后，仍有 1.28 亿吨产能，主力矿井中仍有 6105 万吨/年左右产能具备资产证券化可能，资产注入空间仍然广阔。

► **投资建议：**考虑到煤价持续高位上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利为 111.70/114.15/117.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.73/2.79/2.87 元/股，对应 2022 年 10 月 17 日的 PE 分别均为 5 倍。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**煤价大幅下行；集团资产注入不及预期；正在进行的资产收购仍存在不确定性，且资产收购仍需募资，因此 EPS 有进一步摊薄风险。

推荐

维持评级

当前价格：

13.42 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

- 1.山西焦煤 (000983.SZ) 事件点评：收购华晋焦煤再出发，权益产能增加 16%-2022/09/30
- 2.山西焦煤 (000983.SZ) 22 年中报业绩预告点评：经营业绩大幅提升，产能版图扩大在即-2022/07/11
- 3.山西焦煤 (000983.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：价格抬升带动业绩释放，期待产能外延增长-2022/04/29
- 4.山西焦煤 (000983.SZ) 21 业绩快报及 22 Q1 业绩预告点评：22Q1 盈利创历史新高，外延增长空间广阔-2022/04/15
- 5.山西焦煤业绩预告点评：盈利稳健，期待煤炭产能外延增长-2022/01/28

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	45285	55861	56845	57656
增长率 (%)	34.2	23.4	1.8	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	4166	11170	11415	11757
增长率 (%)	112.9	168.1	2.2	3.0
每股收益 (元)	1.02	2.73	2.79	2.87
PE	13	5	5	5
PB	2.4	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 17 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45285	55861	56845	57656
营业成本	31813	31622	32115	32237
营业税金及附加	2294	2815	2865	2906
销售费用	284	391	398	404
管理费用	2595	3167	3223	3275
研发费用	609	642	689	700
EBIT	7980	17266	17584	18164
财务费用	939	503	316	269
资产减值损失	-201	-341	-337	-337
投资收益	361	314	348	361
营业利润	7205	16712	17284	17924
营业外收支	-176	-100	-28	-28
利润总额	7029	16612	17256	17896
所得税	2376	4319	4573	4832
净利润	4652	12293	12683	13064
归属于母公司净利润	4166	11170	11415	11757
EBITDA	11367	20630	20954	21342

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6884	13044	15252	19031
应收账款及票据	1812	1877	1925	1953
预付款项	183	182	185	186
存货	3660	3638	3695	3709
其他流动资产	3005	3079	3059	3067
流动资产合计	15544	21820	24116	27945
长期股权投资	3575	3575	3575	3575
固定资产	34063	33735	33738	33738
无形资产	12200	12201	12201	12201
非流动资产合计	54954	54576	54573	54765
资产合计	70498	76396	78689	82709
短期借款	1875	1000	1000	1000
应付账款及票据	15729	15635	15879	15939
其他流动负债	10462	8614	7468	7545
流动负债合计	28067	25249	24346	24483
长期借款	8138	7138	6438	6038
其他长期负债	8303	8473	8473	8673
非流动负债合计	16441	15612	14912	14711
负债合计	44508	40861	39258	39195
股本	4097	4097	4097	4097
少数股东权益	3429	4551	5819	7126
股东权益合计	25990	35536	39431	43515
负债和股东权益合计	70498	76396	78689	82709

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.15	23.35	1.76	1.43
EBIT 增长率	91.17	116.36	1.84	3.30
净利润增长率	112.94	168.14	2.19	3.00
盈利能力 (%)				
毛利率	29.75	43.39	43.50	44.09
净利率	9.20	20.00	20.08	20.39
总资产收益率 ROA	5.91	14.62	14.51	14.22
净资产收益率 ROE	18.46	36.05	33.96	32.31
偿债能力				
流动比率	0.55	0.86	0.99	1.14
速动比率	0.37	0.67	0.79	0.94
现金比率	0.25	0.52	0.63	0.78
资产负债率 (%)	63.13	53.49	49.89	47.39
经营效率				
应收账款周转天数	12.24	10.00	10.00	10.00
存货周转天数	42.00	42.00	42.00	42.00
总资产周转率	0.64	0.76	0.73	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	2.73	2.79	2.87
每股净资产	5.51	7.56	8.20	8.88
每股经营现金流	2.69	4.02	4.10	4.09
每股股利	0.80	2.15	2.19	2.26
估值分析				
PE	13	5	5	5
PB	2.4	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.44	2.51	2.27	2.04
股息收益率 (%)	5.96	15.98	16.33	16.82

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4652	12293	12683	13064
折旧和摊销	3387	3364	3370	3178
营运资金变动	2301	142	293	87
经营活动现金流	11008	16475	16804	16749
资本开支	-1333	-3521	-3727	-3730
投资	-3431	0	0	0
投资活动现金流	-4732	-3110	-3379	-3369
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2374	-3986	-1983	-200
筹资活动现金流	-4711	-7204	-11216	-9602
现金净流量	1565	6160	2208	3778

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026