

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

陈淑娴 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: 021-61678597

邮箱: chenshuxian@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

焦煤价格高位运行，经营业绩稳步提高

2022年5月5日

事件: 2022年4月28日, 山西焦煤发布年度报告, 2021年全年公司营业收入452.85亿元, 同比增长34.15%; 归母净利润41.66亿元, 同比增加112.94%; 扣非后净利40.61亿元, 同比增加143.51%; 经营活动产生现金流量净额为110.08亿元, 同比增加110.01%; 基本每股收益1.02元/股, 112.96%。

2022年一季度公司营业收入132.78亿元, 同比增长43.41%; 实现归母净利润24.56亿元, 同比增长170.02%; 经营活动产生现金流量28.10亿元, 同比增长205.51%; 基本每股收益0.6元/股, 同比增长169.97%。

点评:

- 受益于焦煤价格上涨, 公司盈利能力显著增强, 2022年Q1业绩保持稳健增速。

公司2021年煤炭产销量略有增加, 其中原煤产量3569万吨, 同比增长0.71%; 洗精煤产量1455万吨, 同比增长1.32%, 计算精煤洗出率为40.77%; 商品煤销量2871万吨, 同比增加1.16%。公司商品煤综合售价在焦煤价格上涨的带动下大幅提高。2021年中价·新华山西焦煤长协价格指数1227.37元/吨, 同比上涨17.82%; 现货价格为1443.08元/吨, 同比上涨50.76%。在此影响下公司煤炭综合售价达到892.36元/吨, 同比上涨42.84%, 带动煤炭业务收入达到256.18亿元, 同比增长44.49%, 毛利为145.33亿元, 同比增加84.5%。公司总营业收入452.85亿元, 同比增长34.15%, 毛利134.71亿元, 同比增长52.08%, 经营业绩大幅提升。

2022年一季度焦煤价格继续保持在高位, 山西焦煤实现营业收入132.78亿元, 同比增长43.41%; 归母净利24.56亿元, 同比增长170.02%。展望今年焦煤市场形势, 经济稳增长目标下, 国家可能加大对基础设施建设投资, 并随着疫情逐步得到控制, 钢铁、建材行业的焦煤需求有望逐步增加。国内焦煤供给弹性小, 增量释放有限, 叠加澳洲煤炭进口减少, 蒙古、俄罗斯焦煤进口受运力限制, 增量释放需要一定时间, 预计今年焦煤供需紧张形势将延续, 主焦煤价格还存在上涨空间。公司经营有望在焦煤价格带动下保持稳定增加趋势。

- 焦炭板块经营水平提升, 电力、建材板块受煤炭成本上升影响, 业绩略有下降。

公司2021年焦炭产量为415万吨, 同比下降4.6%, 焦炭价格为2539.13元/吨, 同比上涨51.5%, 焦炭板块实现收入104.61亿元, 同比上涨42%, 实现毛利5.49亿元, 同比上涨26.95%。电力热力业务方面, 公司2021年实现售电量191亿千瓦时, 同比上涨0.53%, 但受到燃煤价

格上涨影响，电力业务成本高增，单位成本达到 39.75 百万元/亿千瓦
时，同比上涨 37.63%，毛利总额下降 14.27 亿元。建材业务（水泥为
主）生产量为 306 万吨，同比下降 14.04%。预计随着电力市场化改革
加快，燃煤电价有望上涨，公司电力板块业绩有望改善。

➤ **2022 年资产注入有望落地，增厚公司经营业绩。**

2022 年是山西焦煤集团“三个三年三步走”战略规划第一个三年的初见
成效年，煤炭资源的整合与重组是重要方向。公司于 2020 年 12 月收
购水峪煤业 100%股权和腾晖煤业 51%股权，现已连续两年超额完成
业绩承诺，其中 2021 年实现 9.84 亿元扣非净利润，增厚上市公司经营
业绩。此外，公司也拟购买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。焦煤集团做
出业绩承诺，华晋焦煤 2022-2024 年累计扣非后净利润达到 43 亿元，
其中 2022 年为 12.18 亿元。目前重组事项正在推进，如果 2022 年可
以实现资产注入，公司将实现业绩的外延式增长。

➤ **盈利预测与投资评级：**稳经济增长目标带动炼焦煤需求向好，叠加国内
焦煤进口受限因素，焦煤价格有望维持中高位运行。预计公司将在焦煤
价格上涨带动下实现业绩增长，同时考虑到资产注入因素，我们上调公
司盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 96.01 亿元、127.37 亿
元、153.96 亿元，EPS 为 2.34/3.11/3.76（原 2022-2023 预测值为
0.67/0.69，新增 2024 年预测值），维持公司“买入”评级。

风险因素：宏观经济严重下滑、煤价大幅度波动、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(百万元)	33,757	45,285	60,938	69,590	77,446
增长率 YoY %	-6.3%	34.2%	34.6%	14.2%	11.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,956	4,166	9,601	12,737	15,396
增长率 YoY%	-7.5%	112.9%	130.5%	32.7%	20.9%
毛利率%	26.2%	29.7%	38.8%	42.8%	45.2%
净资产收益率ROE%	10.5%	18.5%	32.1%	33.2%	32.3%
EPS(摊薄)(元)	0.48	1.02	2.34	3.11	3.76
市盈率 P/E(倍)	11.81	8.13	5.99	4.51	3.73
市净率 P/B(倍)	1.23	1.50	1.92	1.50	1.21

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 29 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	19,486	25,661	34,298
货币资金	4,987	6,884	9,466	14,949	22,916
应收票据	1,228	293	394	450	501
应收账款	1,897	1,519	2,043	2,334	2,597
预付账款	247	183	215	229	244
存货	2,721	3,660	4,288	4,580	4,883
其他	4,054	3,005	3,079	3,120	3,157
非流动资产	55,477	54,954	60,395	64,491	67,241
长期股权投资	3,175	3,575	3,575	3,575	3,575
固定资产	33,725	34,063	39,269	43,129	45,644
无形资产	12,489	12,200	16,491	20,782	25,073
其他	6,088	5,116	1,061	-2,995	-7,050
资产总计	70,611	70,498	79,881	90,152	101,540
流动负债	32,560	28,067	30,762	32,816	34,895
短期借款	4,904	1,875	300	300	300
应付票据	4,684	2,146	2,514	2,684	2,862
应付账款	10,832	13,584	15,914	16,995	18,121
其他	12,139	10,462	12,034	12,837	13,612
非流动负债	16,311	16,441	14,689	12,937	11,185
长期借款	7,560	8,138	6,386	4,634	2,882
其他	8,752	8,303	8,303	8,303	8,303
负债合计	48,871	44,508	45,451	45,753	46,079
少数股东权益	3,024	3,429	4,550	6,038	7,836
归属母公司	18,716	22,561	29,880	38,361	47,624
负债和股东权益	70,611	70,498	79,881	90,152	101,540

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	60,938	69,590	77,446
同比（%）	-6.3%	34.2%	34.6%	14.2%	11.3%
归属母公司净利润	1,956	4,166	9,601	12,737	15,396
同比（%）	-7.5%	112.9%	130.5%	32.7%	20.9%
毛利率（%）	26.2%	29.7%	38.8%	42.8%	45.2%
ROE%	10.5%	18.5%	32.1%	33.2%	32.3%
EPS (摊薄)(元)	0.48	1.02	2.34	3.11	3.76
P/E	11.81	8.13	5.99	4.51	3.73
P/B	1.23	1.50	1.92	1.50	1.21
EV/EBITDA	4.83	3.68	2.88	2.02	1.41

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	60,938	69,590	77,446
营业成本	24,898	31,813	37,271	39,802	42,439
营业税金及附加	1,430	2,294	3,086	3,525	3,922
销售费用	437	284	382	437	486
管理费用	2,506	2,595	3,492	3,988	4,439
研发费用	383	609	819	936	1,041
财务费用	887	939	294	109	-80
减值损失	-296	-201	-40	-40	-40
合计					
投资净收益	132	361	485	554	617
其他	76	295	145	166	184
营业利润	3,128	7,205	16,183	21,474	25,960
营业外收支	-19	-176	16	16	16
利润总额	3,109	7,029	16,199	21,490	25,976
所得税	908	2,376	5,476	7,265	8,782
净利润	2,202	4,652	10,723	14,225	17,194
少数股东损益	246	487	1,121	1,488	1,798
归属母公司净利润	1,956	4,166	9,601	12,737	15,396
EBITDA	7,111	11,077	20,295	25,310	29,526
EPS (当年)(元)	0.48	1.02	2.34	3.11	3.76

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	17,989	19,747	22,612
净利润	2,202	4,652	10,723	14,225	17,194
折旧摊销	3,008	3,387	4,408	4,407	4,408
财务费用	762	919	415	290	202
投资损失	-204	-361	-485	-554	-617
营运资金变动	-985	2,301	2,911	1,362	1,409
其它	459	110	18	18	17
投资活动现金流	-4,974	-4,732	-9,745	-9,675	-9,612
资本支出	-2,708	-1,333	-10,230	-10,229	-10,229
长期投资	-2,289	-3,431	0	0	0
其他	23	31	485	554	617
筹资活动现金流	-2,367	-4,711	-5,662	-4,589	-5,034
吸收投资	20	0	0	0	0
借款	-2,608	-2,374	-3,327	-1,752	-1,752
支付利息或股息	-1,166	-1,282	-2,335	-2,837	-3,281
现金流净增加额	-2,099	1,565	2,582	5,483	7,967

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。

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。

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	hanqiyue@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。