

22Q1 盈利创历史新高，外延增长空间广阔

2022 年 04 月 15 日

➤ **事件：**2022 年 4 月 14 日，公司发布 2021 年业绩快报及 2022 年一季度业绩预告，2021 年公司实现营业总收入 452.85 亿元，同比增长 34.15%。归属于上市公司股东净利润 41.66 亿元，同比增长 112.94%。2022 年一季度，公司预计一季度净利润 23.2 亿元-25.93 亿元，同比增长 155%-185%。

➤ **量稳价升，21 年业绩大幅增长。**根据业绩快报，2021Q4 公司实现归母净利润 9.92 亿元，同比增长 179.4%，环比下降 19.3%。据公告，公司 2021 年公司原煤产量 3569 万吨，同比增长 0.71%，商品煤销量 2871 万吨，同比增长 1.16%，产销整体平稳。业绩的提升主要受商品煤价格上涨影响，据 Wind 数据显示，焦煤方面，公司长协煤价格稳中有升，现货煤价格弹性较强，2021 年现货价格同比增长 41.9%（长协与现货均参考沙曲焦精煤加权平均价，下同）。价格的上涨带动公司盈利大幅增长。此外，电力板块、焦化板块燃料煤和原料煤成本升高，亏损增加，略微拖累业绩释放。

➤ **22Q1 盈利创历史新高。**2022 年一季度，公司煤价全面上涨，一季度长协价格同比增长 45.28%，现货同比增长 64.19%，受益于价格上涨，2022 年一季度公司归母净利润创上市以来单季度盈利最高点。

➤ **持续收购控股股东资产，产能外延增长可期。**2020 年，公司完成了水峪煤业及腾晖煤业的收购。2022 年 1 月 16 日，公司公告公司拟通过发行股份及支付现金方式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。据公告，华晋焦煤总产能 1110 万吨/年，主要资产为沙曲一号矿（450 万吨/年）、沙曲二号矿（270 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 513 万吨/年。截至 2021 上半年，公司权益产能 3257 万吨/年，本次收购落地后，公司权益产能规模增长 15.7%。根据集团债券募集说明书，截至 2020 年末，集团共有煤炭产能 2.07 亿吨，其中主要矿井产能 1.31 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 4480 万吨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：**根据业绩预告上调预测，预计 2021-2023 年公司归母净利为 41.66 亿元、87.94 亿元、89.64 亿元（未考虑资产收购），对应 EPS 分别为 1.02/2.15/2.19 元/股，对应 PE 分别为 13 倍、6 倍、6 倍（基于 2022 年 4 月 14 日股价）。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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	33757	45285	56380	59199
增长率（%）	-6.3	34.2	24.5	5.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1956	4166	8794	8964
增长率（%）	-7.5	113.0	111.1	1.9
每股收益（元）	0.48	1.02	2.15	2.19
PE	29	13	6	6
PB	2.6	2.2	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.68 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

- 1.山西焦煤业绩预告点评:盈利稳健，期待煤炭产能外延增长
- 2.山西焦煤点评:资产注入再下一城，外延增长空间广阔

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	33757	45285	56380	59199
营业成本	24898	32463	35818	37967
营业税金及附加	1430	2282	2639	2798
销售费用	437	312	395	414
管理费用	2506	2568	3197	3530
研发费用	383	521	623	666
EBIT	3500	7140	13709	13824
财务费用	887	674	479	412
资产减值损失	-296	-394	-399	-349
投资收益	132	162	193	211
营业利润	3128	6201	13056	13308
营业外收支	-19	-29	-28	-28
利润总额	3109	6172	13028	13280
所得税	908	1544	3257	3320
净利润	2202	4628	9771	9960
归属于母公司净利润	1956	4166	8794	8964
EBITDA	6508	11854	18554	18957

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4987	11231	17469	25682
应收账款及票据	3124	2948	4600	4626
预付款项	247	325	380	391
存货	2721	2935	3660	3775
其他流动资产	4054	3998	5089	5349
流动资产合计	15133	21436	31197	39823
长期股权投资	3175	3482	3771	4048
固定资产	33725	32061	30620	28824
无形资产	12489	13112	14839	16625
非流动资产合计	55477	55523	56007	56435
资产合计	70611	76958	87204	96258
短期借款	4904	1000	1000	1000
应付账款及票据	15516	19589	21763	23115
其他流动负债	12139	12541	14180	15011
流动负债合计	32560	33130	36943	39126
长期借款	7560	9960	9260	8860
其他长期负债	8752	8752	8752	8752
非流动负债合计	16311	18711	18011	17611
负债合计	48871	51841	54954	56737
股本	4097	4097	4097	4097
少数股东权益	3024	3485	4462	5458
股东权益合计	21740	25117	32250	39521
负债和股东权益合计	70611	76958	87204	96258

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.25	34.15	24.50	5.00
EBIT 增长率	-16.63	103.98	92.00	0.84
净利润增长率	-7.54	112.98	111.07	1.93
盈利能力 (%)				
毛利率	26.24	28.31	36.47	35.87
净利润率	6.52	10.22	17.33	16.82
总资产收益率 ROA	2.77	5.41	10.08	9.31
净资产收益率 ROE	10.45	19.26	31.65	26.32
偿债能力				
流动比率	0.46	0.65	0.84	1.02
速动比率	0.37	0.55	0.74	0.91
现金比率	0.15	0.34	0.47	0.66
资产负债率 (%)	69.21	67.36	63.02	58.94
经营效率				
应收账款周转天数	20.51	14.00	19.27	17.72
存货周转天数	39.89	33.00	37.30	36.30
总资产周转率	0.48	0.59	0.65	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	1.02	2.15	2.19
每股净资产	5.31	6.13	7.87	9.65
每股经营现金流	1.28	3.60	3.84	4.30
每股股利	0.10	0.31	0.64	0.66
估值分析				
PE	29	13	6	6
PB	2.6	2.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.34	5.02	2.83	2.32
股息收益率 (%)	0.73	2.23	4.71	4.80

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2202	4628	9771	9960
折旧和摊销	3008	4715	4846	5133
营运资金变动	-985	4356	289	1771
经营活动现金流	5242	14729	15746	17605
资本开支	-2708	-4804	-5393	-5593
投资	-2289	-374	-360	-341
投资活动现金流	-4974	-5016	-5559	-5722
股权募资	20	0	0	0
债务募资	-2608	-1504	-700	-400
筹资活动现金流	-2367	-3469	-3948	-3669
现金净流量	-2099	6244	6238	8214

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。	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
公司评级	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
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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001