

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

左前明

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

杜冲

执业编号: S1500520100002

联系电话: 010-63080940

邮箱: duchong@cindasc.com

周杰

执业编号: S1500519110001

联系电话: 010-83326723

邮箱: zhoujie@cindasc.com

相关研究

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

## 资产注入全面提速, 业绩增厚指日可待

2021年02月08日

**事件:** 山西焦煤公告称, 水峪煤业与腾晖煤业的工商变更登记手续均已办理完毕。根据相关《股权转让协议》, 水峪煤业 100%股权和腾晖煤业 51%股权转让价款的首期价款均已支付。

**点评:**

- **水峪煤矿、腾晖煤矿注入, 大幅提升煤炭生产规模。**水峪煤矿保有资源储量 5.15 亿吨, 可采储量 2.78 亿吨, 核定生产能力 400 万吨/年; 腾晖煤矿保有资源储量 0.61 亿吨, 可采储量 0.30 亿吨, 核定生产能力 120 万吨/年。山西焦煤资源储量 40.4 亿吨, 可采储量 21.1 亿吨, 核定产能为 3260 万吨/年 (在产 3080 万吨/年, 在建 180 万吨/年), 收购后保有资源储量增加 5.76 亿吨, 同比增加 14.26%; 可采储量增加 3.09 亿吨, 同比增加 14.66%; 核定产能增加 520 万吨/年, 同比增加 15.95%。
- **2020-2022 年业绩承诺将增厚公司经营业绩。**考虑股权比例, 公司 2020 年归母净利润将至少增加 17510.5 万元 (水峪煤业 1-9 月净利润 602.99 万元、10-12 月业绩承诺 13491.15 万元; 腾晖煤业 1-9 月净利润 3181.05 万元、10-12 月业绩承诺 3517.69 万元), 测算增厚 2020 年 EPS 值 0.04 元/股; 2021-2022 年至少增加 73832 万元 (2021-2022 年业绩承诺水峪煤业 59715.89 万元、腾晖煤业 27678.64 万元), 测算增厚当年 EPS 值 0.18 元/股。
- **2021 年资产注入有望加速落地, 整合空间巨大。**2021 年作为特殊时间节点, 既是“十四五”的开局之年, 亦是《山西省国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》的关键一年。同时, 2021 年是山西焦煤集团“三个三年三步走”战略规划的第一个三年之“初见成效期”的强力推进年, 资源重组作为“新焦煤”的主攻方向, 暨要遵循资源资产化、资产资本化、资本证券化的发展理念, 利用上市公司平台, 推动煤炭资源整合和专业化重组。预计山西焦煤集团煤炭资产有望加速注入上市公司, 进一步提高炼焦煤业务盈利水平。依据债券募集说明书统计, 集团剩余煤炭资源储量 170.8 亿吨, 可采储量 90.08 亿吨, 核定产能 14620 万吨/年。若剩余煤炭资产全部注入实现整体上市 (中长期视角), 山西焦煤资源储量可达到 216.96 亿吨, 可采储量 114.22 亿吨, 核定产能 18400 万吨/年, 空间巨大。
- **焦煤价格触底反弹, 助力公司业绩回暖。**2020 年受新冠疫情影响, 炼焦煤下游需求下滑, 山西地区主焦煤平均价格大幅下跌 15.45%。伴随下半年复工复产拉动需求回升, 炼焦煤价格触底反弹, 山西主焦煤平均价从三季度最低点 996 元/吨快速回升并在四季度呈现环比持续上涨态势 (10-12 月环比上涨 0.70%/2.25%/4.72%)。2020 年焦炭去产能基本结束, 炼焦煤需求有望进一步回升, 预计 2021 年炼焦煤价格向好趋势将延续。山西焦煤商品煤综合售价 2020 年上半年同比下跌 5.01%, 显著低于区域炼焦煤价格跌幅, 稳定性更强。在炼焦煤价格持续回暖趋势

下，预计公司 2020 年商品煤综合售价跌幅进一步收窄，测算 2021 年公司商品煤综合售价上涨 3.00% 左右，助力公司业绩回暖。

- **盈利预测与投资评级：**经济复苏带动炼焦煤需求向好，叠加澳大利亚煤炭进口受限因素催化，考虑水峪煤业和腾晖煤业资产注入后的并表影响，预计 2020-2022 年营业收入为 337.21/366.39/380.11 亿元，实现归母净利润分别为 18.61/26.07/27.50 亿元（原预测 16.62/17.41/18.00 亿元），每股收益分别为 0.45/0.64/0.67 元/股，同比分别增加 7.52%/42.94%/3.84%。结合公司炼焦煤资源优势以及后续资产注入预期，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**安全生产事故风险、澳煤进口政策不确定、大额计提减值、宏观经济风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	32,271	32,955	33,721	36,639	38,011
增长率 YoY %	12.6%	2.1%	2.3%	8.7%	3.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,802	1,710	1,861	2,607	2,750
增长率 YoY%	14.9%	-5.1%	8.8%	40.1%	5.5%
毛利率%	31.8%	31.9%	30.9%	33.7%	34.3%
净资产收益率 ROE%	9.1%	8.4%	8.5%	15.3%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.42	0.45	0.64	0.67
市盈率 P/E(倍)	8.97	11.06	10.02	7.15	6.78
市净率 P/B(倍)	0.82	0.93	0.85	1.10	0.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 02 月 07 日收盘价

附注:

表 1: 2020 年 1-12 月山西主焦煤平均价格

时间	价格(元/吨)	环比(%)	同比(%)
2020-01	1,214.00	0.08	-6.49
2020-02	1,216.45	0.20	-6.31
2020-03	1,215.05	-0.12	-6.83
2020-04	1,114.77	-8.25	-12.47
2020-05	1,022.63	-8.27	-20.18
2020-06	1,003.95	-1.83	-22.39
2020-07	1,006.04	0.21	-21.11
2020-08	1,000.29	-0.57	-21.42
2020-09	997.17	-0.31	-21.06
2020-10	1,004.12	0.70	-19.11
2020-11	1,026.71	2.25	-15.83
2020-12	1,075.13	4.72	-11.37

资料来源: Wind、信达证券研发中心

表 2: 焦煤集团主要矿井情况 (除山西焦煤)

煤矿名称	井田面积 (平方千米)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	剩余可采年 限(年)	煤种
沙曲一矿	68.38	122037	64352.52	500	92.23	气煤、1/3 焦煤、1/2 中粘煤
沙曲二矿	63.16	85959	40388.7	300	97.5	肥煤、焦煤、瘦煤
官地矿	78.32	127447.8	81988	390	118	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、无烟煤
屯兰矿	64.49	91975.9	55415.1	450	88.8	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤
东曲矿	57.9	74062.2	49135.8	400	88.8	肥煤、瘦煤、贫煤
杜儿坪矿	69.11	73980.8	46282.1	385	58.8	瘦煤、贫瘦煤、贫煤
金能煤业	20.42	44102	23968	120	97.8	气煤、肥煤、1/3 焦煤
霍宝干河矿	25.38	16816.1	5525.5	210	41.9	1/3 焦煤
正太煤业	28	26777	17405.1	300	41	贫瘦煤
鹿鹿塔矿	60.7	108103	79827	300	26	1/3 瘦煤
吉宁矿	17.68	20503.7	7224	300	18	贫瘦煤、贫煤
三交河矿	28.03	13975.3	11445.9	300	27	肥煤、1/3 焦煤
柳湾矿	75.33	43436	22843.9	300	54.11	肥煤、焦煤
双柳矿	29.61	31753.2	17619	300	41.64	肥煤、焦煤
合计	686.51	880929	523420.62	4555	/	/

资料来源: 山西焦煤集团债券募集说明书、信达证券研发中心 注: 截止到 2020 上半年

表 3: 山西焦煤集团“三个三年三步走”战略规划

时间	具体规划内容
2020—2022 年	初见成效期: 打牢高质量转型发展基础, 培养核心竞争力, 2020 年全面谋划年, 2021 年强力推进年, 2022 年初见成效年。
2023—2025 年	振兴崛起期: 基本形成核心竞争力, 高质量转型发展效益凸显
2026—2028 年	自成标杆期: 核心竞争力持续增强, 自成标杆, 领跑国内煤焦行业, 跨入世界一流煤焦企业行列

资料来源: 山西焦煤官网、信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	<b>16,784</b>	<b>15,225</b>	<b>12,710</b>	<b>7,458</b>	<b>12,053</b>	
货币资金	6,145	6,974	4,273	-1,376	3,000	
应收票据	4,235	640	655	712	739	
应收账款	1,854	1,667	1,705	1,853	1,922	
预付账款	451	333	346	361	371	
存货	3,213	2,783	2,889	3,010	3,097	
其他	885	2,827	<b>2,842</b>	<b>2,898</b>	<b>2,924</b>	
<b>非流动资产</b>	<b>48,273</b>	<b>49,888</b>	<b>51,308</b>	<b>52,946</b>	<b>54,585</b>	
长期股权投资	2,545	2,990	2,990	2,990	2,990	
固定资产	28,017	28,419	28,820	29,440	30,061	
无形资产	8,286	8,198	8,110	8,021	7,933	
其他	9,425	10,281	11,388	12,494	13,601	
<b>资产总计</b>	<b>65,056</b>	<b>65,113</b>	<b>64,018</b>	<b>60,404</b>	<b>66,638</b>	
<b>流动负债</b>	<b>23,524</b>	<b>23,012</b>	<b>20,245</b>	<b>21,047</b>	<b>24,150</b>	
短期借款	4,692	3,394	0	0	2,557	
应付票据	2,569	3,870	4,018	4,187	4,308	
应付账款	9,673	10,003	10,385	10,820	11,134	
其他	6,590	5,744	5,842	6,040	6,152	
<b>非流动负债</b>	<b>18,119</b>	<b>18,971</b>	<b>18,884</b>	<b>18,884</b>	<b>18,884</b>	
长期借款	9,610	9,312	9,225	9,225	9,225	
其他	8,510	9,659	9,659	9,659	9,659	
<b>负债合计</b>	<b>41,643</b>	<b>41,983</b>	<b>39,129</b>	<b>39,932</b>	<b>43,034</b>	
少数股东权益	3,619	2,677	3,015	3,488	3,987	
归属母公司	19,794	20,453	21,874	16,985	19,617	
<b>负债和股东权益</b>	<b>65,056</b>	<b>65,113</b>	<b>64,018</b>	<b>60,404</b>	<b>66,638</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	32,271	32,955	33,721	36,639	38,011	
同比	12.6%	2.1%	2.3%	8.7%	3.7%	
归属母公司净利润	1,802	1,710	1,861	2,607	2,750	
同比	14.9%	-5.1%	8.8%	40.1%	5.5%	
毛利率(%)	31.8%	31.9%	30.9%	33.7%	34.3%	
ROE%	9.1%	8.4%	8.5%	15.3%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	0.42	0.45	0.64	0.67	
P/E	8.97	11.06	10.02	7.15	6.78	
P/B	0.82	0.93	0.85	1.10	0.95	
EV/EBITDA	4.16	3.84	4.77	4.64	4.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业总收入</b>	<b>32,27</b>	<b>32,955</b>	<b>33,721</b>	<b>36,639</b>	<b>38,011</b>	
营业成本	22,01	22,450	23,306	24,284	24,987	
<b>营业税金及</b>	<b>1,403</b>	<b>1,373</b>	<b>1,405</b>	<b>1,527</b>	<b>1,584</b>	
销售费用	2,441	2,305	2,359	2,563	2,659	
管理费用	2,104	2,260	2,312	2,513	2,607	
研发费用	256	296	302	329	341	
财务费用	896	839	610	539	660	
减值损失合	199	-436	-234	-388	-397	
<b>投资净收益</b>	<b>187</b>	<b>71</b>	<b>116</b>	<b>125</b>	<b>104</b>	
其他	-294	9	35	38	39	
<b>营业利润</b>	<b>3,248</b>	<b>3,076</b>	<b>3,343</b>	<b>4,660</b>	<b>4,920</b>	
营业外收支	-18	-41	-40	-33	-38	
<b>利润总额</b>	<b>3,230</b>	<b>3,035</b>	<b>3,303</b>	<b>4,627</b>	<b>4,881</b>	
所得税	1,081	1,015	1,104	1,547	1,632	
<b>净利润</b>	<b>2,149</b>	<b>2,021</b>	<b>2,199</b>	<b>3,080</b>	<b>3,250</b>	
少数股东损	347	310	338	473	499	
<b>归属母公司</b>	<b>1,802</b>	<b>1,710</b>	<b>1,861</b>	<b>2,607</b>	<b>2,750</b>	
EBITDA	6,325	6,757	6,124	7,513	7,922	
EPS(当	0.44	0.42	0.45	0.64	0.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,156</b>	<b>7,534</b>	<b>5,763</b>	<b>6,042</b>	<b>6,902</b>	
净利润	2,149	2,021	2,199	3,080	3,250	
折旧摊销	2,273	2,486	2,089	2,089	2,089	
财务费用	840	810	694	611	672	
投资损失	-187	-128	-116	-125	-104	
营运资金变	1,786	1,801	624	-34	561	
其它	295	544	274	421	435	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,055</b>	<b>-2,774</b>	<b>-3,851</b>	<b>-3,835</b>	<b>-3,861</b>	
资本支出	-3,029	-1,927	-3,972	-3,965	-3,970	
长期投资	-36	-871	0	0	0	
其他	10	24	121	130	109	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,222</b>	<b>-4,777</b>	<b>-4,614</b>	<b>-1,133</b>	<b>1,335</b>	
吸收投资	0	0	945	0	0	
借款	759	-1,656	-3,481	0	2,557	
支付利息或	-1,131	-1,915	-1,066	-1,133	-1,222	
<b>现金流量净增</b>	<b>2,879</b>	<b>-18</b>	<b>-2,702</b>	<b>1,074</b>	<b>4,376</b>	
<b>加额</b>						

## 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。

周杰，煤炭科学研究总院采矿工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，2017年5月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。