

山西焦煤 (000983.SZ)

肩负集团资产上市重任，焦煤龙头成长可期

更名“山西焦煤”，明确焦煤龙头战略定位。公司为全国最大的炼焦煤生产基地，位于国家大型煤炭规划基地的晋中基地，主要开采主要开采河东煤田、西山煤田和霍西煤田，地理位置优越，交通便利。公司古交矿区的主焦煤、肥煤是稀缺、保护性开采煤种，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，是大型炉焦用煤的理想原料。截至2019年末，公司共拥有9对矿井，核定产能为3,260万吨/年，为公司可持续发展奠定基础。公司以煤为基，构建“煤-焦-化”、“煤-电-材”的多元化经营格局。2020年上半年在疫情冲击下业绩明显下滑，随着2020年下半年疫情得到有效控制、经济企稳复苏，公司煤炭销量回升、售价回暖，业绩自20年Q3起明显改善。

煤炭：主焦煤紧缺加剧，公司受益显著。供给面，我国优质低硫主煤资源有限，预计国内炼焦煤供应难有明显增量；叠加中澳地缘政治矛盾暂缓和迹象，外蒙虽有增量，但难以完全弥补澳煤减量空缺，预计进口总体略偏紧。需求面，随着焦炭去产能暂时告一段落，新建炼炉陆续投产，预计2021年焦炭产量呈现前低后高，焦煤需求也呈现逐步递增的状态，外加新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤的需求量大幅增加，可能会造成低硫主焦结构性紧张。公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源，属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源，具有良好的市场竞争力。公司坚持精煤战略，精煤洗出率处于行业领先水平；基于公司资源禀赋优异，在公司“减员提效”的管控下，吨煤成本优势显著，吨煤毛利位列行业第一。公司煤炭销售辐射华北地区，销售以长协为主；集团联合创立中国焦煤集群品牌联盟，议价能力强。

焦煤集团煤炭资产上市提速，打造“焦煤板块龙头上市公司”。2月，山西国运召开省属企业“一企一策”考核签约大会，会上提出省属企业“资产证券化率达80%以上”的定量目标。公司所属的焦煤集团为全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业，生产能力位列全国第一，公司为焦煤集团煤炭资产的主要上市平台，焦煤集团一直予以高度重视，集团资产证券化提速下，集团资产注入空间值得期待。公司于2020年12月成功装入水峪煤业、腾晖煤业两处集团先进矿井，其中水峪煤业保有储量4.4亿吨、肥煤保有储量0.8亿吨，均为稀缺煤种，资源禀赋优异。考虑股权比例，收购两处矿井2020年10-12月将贡献净利润1.5亿元；2021年起贡献业绩增量7.4亿元。资产收购序幕开启，未来成长可期。

投资建议。公司为焦煤龙头，河东煤田、西山煤田和霍西煤田均为省内优质焦煤资源的主要分布区域，资源禀赋优异。公司坚持精煤战略，精煤洗出率处于行业领先水平，造就吨煤售价显著优势，煤炭盈利能力强劲；且公司成功装入水峪煤业、腾晖煤业，煤炭产销量具备成长性。我们预计公司2020年~2022年实现归母净利润分别为18.6亿元，29.1亿元，33.7亿元，EPS分别为0.45元、0.71元，0.82元，对应PE为11.1、7.1、6.1。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：煤价大幅下跌，进口煤管制放松，山西国企改革进度不及预期，资产注入存在不确定性

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,271	32,955	34,525	39,249	40,553
增长率 yoy (%)	12.6	2.1	4.8	13.7	3.3
归母净利润(百万元)	1,802	1,710	1,857	2,905	3,366
增长率 yoy (%)	14.9	-5.1	8.6	56.5	15.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.44	0.42	0.45	0.71	0.82
净资产收益率(%)	9.2	8.7	8.8	12.3	12.7
P/E(倍)	11.4	12.0	11.1	7.1	6.1
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

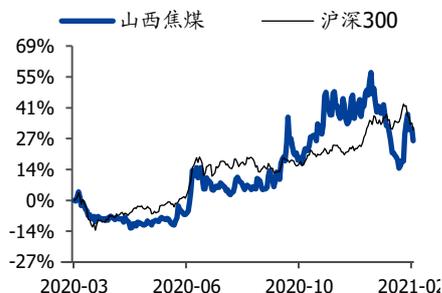
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	煤炭开采
最新收盘价	5.03
总市值(百万元)	20,605.70
总股本(百万股)	4,096.56
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	31.82

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号：S0680520070001

邮箱：zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱：jiangyuexin@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16784	15225	14388	10321	14227
现金	6145	6974	3264	578	2876
应收票据及应收账款	6089	2307	4598	3709	4465
其他应收款	664	629	1042	679	1054
预付账款	451	333	659	373	690
存货	3213	2783	3615	3278	3684
其他流动资产	221	2198	1210	1704	1457
非流动资产	48273	49888	52177	55490	55911
长期投资	2545	2990	3436	3883	4350
固定资产	28017	28419	29326	31458	31281
无形资产	8286	8198	9057	10100	11347
其他非流动资产	9425	10281	10358	10049	8933
资产总计	65056	65113	66565	65812	70138
流动负债	23524	23012	27040	24491	27285
短期借款	4679	3394	3991	4087	4038
应付票据及应付账款	12242	13874	14354	14377	14711
其他流动负债	6604	5744	8695	6026	8537
非流动负债	18119	18971	13571	12396	10518
长期借款	12606	12310	10290	8409	5654
其他非流动负债	5514	6661	3281	3987	4864
负债合计	41643	41983	40611	36887	37803
少数股东权益	3619	2677	3014	3541	4152
股本	3151	3151	4097	4097	4097
资本公积	1104	1013	1013	1013	1013
留存收益	14783	15548	17265	19834	22640
归属母公司股东权益	19794	20453	22940	25384	28183
负债和股东权益	65056	65113	66565	65812	70138

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7156	7534	5741	5270	8721
净利润	2149	2021	2194	3433	3977
折旧摊销	2273	2486	2339	2637	2919
财务费用	896	839	719	692	629
投资损失	-187	-71	-71	-60	-53
营运资金变动	1786	1801	624	-1438	1236
其他经营现金流	239	459	-64	6	13
投资活动现金流	-3055	-2774	-4500	-5892	-3303
资本支出	3030	1927	2133	2956	38
长期投资	-36	-871	-446	-446	-468
其他投资现金流	-60	-1719	-2813	-3383	-3732
筹资活动现金流	-1222	-4777	-4951	-2063	-3121
短期借款	394	-1284	597	96	-49
长期借款	133	-296	-2020	-1881	-2755
普通股增加	0	0	945	0	0
资本公积增加	172	-91	0	0	0
其他筹资现金流	-1921	-3106	-4473	-278	-316
现金净增加额	2879	-18	-3710	-2686	2298

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32271	32955	34525	39249	40553
营业成本	22015	22450	23955	25810	26069
营业税金及附加	1403	1373	1485	1688	1744
营业费用	2441	2305	2417	2865	2960
管理费用	2104	2260	2314	2627	2738
研发费用	256	296	345	392	406
财务费用	896	839	719	692	629
资产减值损失	199	-436	24	34	46
其他收益	103	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	187	71	71	60	53
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	3248	3076	3337	5201	6014
营业外收入	29	20	60	40	37
营业外支出	47	61	98	79	71
利润总额	3230	3035	3299	5162	5980
所得税	1081	1015	1105	1729	2003
净利润	2149	2021	2194	3433	3977
少数股东损益	347	310	337	527	611
归属母公司净利润	1802	1710	1857	2905	3366
EBITDA	6434	6331	6081	8294	9326
EPS (元/股)	0.44	0.42	0.45	0.71	0.82

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	12.6	2.1	4.8	13.7	3.3
营业利润 (%)	18.4	-5.3	8.5	55.9	15.6
归属母公司净利润 (%)	14.9	-5.1	8.6	56.5	15.9
获利能力					
毛利率 (%)	31.8	31.9	30.6	34.2	35.7
净利率 (%)	5.6	5.2	5.4	7.4	8.3
ROE (%)	9.2	8.7	8.8	12.3	12.7
ROIC (%)	6.1	5.8	6.0	8.7	9.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.0	64.5	61.0	56.0	53.9
净负债比率 (%)	82.3	72.3	66.1	65.1	44.3
流动比率	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.6	7.8	10.0	9.5	9.9
应付账款周转率	2.0	1.7	1.7	1.8	1.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.42	0.45	0.71	0.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.75	1.84	1.40	1.29	2.13
每股净资产 (最新摊薄)	4.83	4.99	5.37	5.97	6.65
估值比率					
P/E	11.4	12.0	11.1	7.1	6.1
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.8	6.3	6.6	5.1	4.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1.更名“山西焦煤”，明确焦煤龙头战略定位	5
2.主焦煤紧缺加剧，公司受益显著	7
2.1.焦煤供需格局向好，价格中枢上移，主焦煤尤为紧缺	7
2.1.1.国内焦煤存量供给相对刚性	7
2.1.2.对外依存度上升，进口扰动加剧	8
2.1.3.需求递增，价格中枢上移，主焦或更为紧缺	9
2.2.公司：资源禀赋优异，盈利能力强劲	11
3.焦煤集团煤炭资产上市提速，打造焦煤龙头上市煤企	16
3.1.肩负焦煤集团煤炭资产上市重任	16
3.2.资产收购序幕开启，未来成长可期	21
4.盈利预测	22
4.1.核心假设	22
4.2.盈利预测	23
4.3.投资建议	24
5.风险提示	25

图表目录

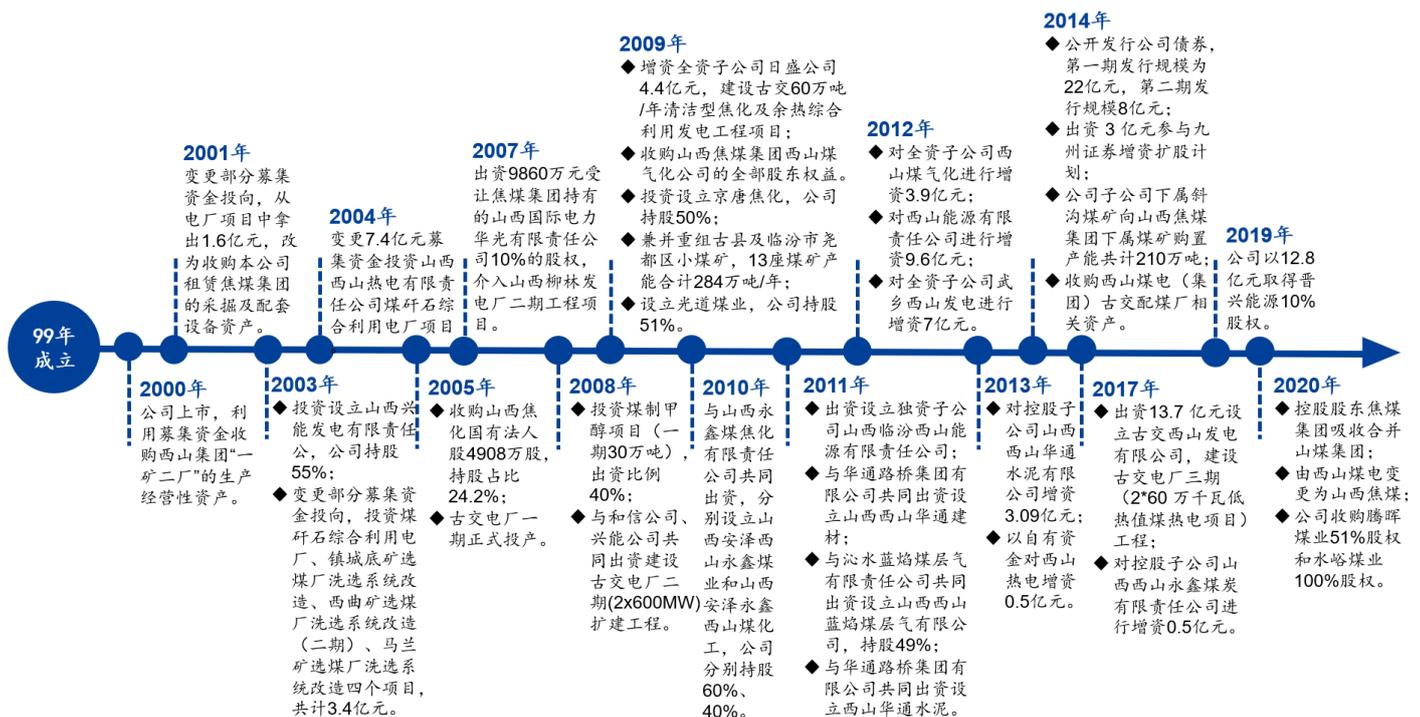
图表 1: 山西焦煤发展大事记	5
图表 2: 山西焦煤股权结构及子公司	6
图表 3: 2014年~2020Q3 公司营业收入及增速 (亿元)	6
图表 4: 2014年~2020Q3 公司归母净利及增速 (亿元)	6
图表 5: 2014年~2019 年公司营业收入构成	7
图表 6: 2014年~2019 年公司毛利构成	7
图表 7: 2014年~2020 年 Q3 公司销售毛利率、净利率变化	7
图表 8: 2014年~2019 年公司各板块毛利率情况	7
图表 9: 2020 年炼焦原煤产量同比增 2.3%，增速下滑 4.4pct (万吨)	8
图表 10: 2020 年炼焦精煤产量同比增 0.9%，增速下滑 4.9pct (万吨)	8
图表 11: 炼焦煤新建矿井概况 (万吨/年)	8
图表 12: 2020 年全国累计进口炼焦煤同比减少 2.8% (万吨)	9
图表 13: 我国炼焦煤 (尤其主焦) 对外依存度不断提高	9
图表 14: 2020 年进口炼焦煤分国别情况 (万吨)	9
图表 15: 主流进口炼焦煤品质	9
图表 16: 炼焦煤价格自 2020 年 9 月起持续上涨 (元/吨)	10
图表 17: 炼焦煤煤价格一览 (元/吨)	10
图表 18: 2021 年焦化产能新增、淘汰统计 (万吨)	10
图表 19: 炼焦煤供需平衡表 (亿吨)	11
图表 20: 山西省三大煤炭基地规划	11
图表 21: 2020 年 1-11 月全国炼焦煤累计产量前 5 大省占比情况	11
图表 22: 山西省煤炭资源分布	11
图表 23: 截至 2020 年 3 月末公司核定矿井情况	12
图表 24: 公司煤炭产量情况 (万吨)	12
图表 25: 公司煤炭销量情况 (万吨)	12
图表 26: 公司精煤产量及洗选率情况 (万吨)	13

图表 27: 焦煤板块各公司精煤洗出率.....	13
图表 28: 公司商品煤销量结构.....	13
图表 29: 公司商品煤收入结构.....	13
图表 30: 公司商品煤收入结构 (亿元).....	14
图表 31: 各公司吨煤售价情况 (元/吨).....	14
图表 32: 各公司吨煤成本情况 (元/吨).....	14
图表 33: 各公司吨煤毛利情况 (元/吨).....	15
图表 34: 各公司煤炭板块毛利率情况 (%).....	15
图表 35: 公司煤炭产品售价较为稳定 (元/吨).....	15
图表 36: 长协价格指数 VS 焦煤京唐港库提价 (元/吨).....	15
图表 37: 公司营收分区位情况.....	16
图表 38: 2019 年公司前五大销售客户销售额占比情况.....	16
图表 39: 焦煤集团简介.....	16
图表 40: 焦煤集团除山西焦煤外主要矿井情况.....	17
图表 41: 山西焦煤集团及山西焦煤炼焦煤产量及增速 (万吨).....	17
图表 42: 山西焦煤集团及山西焦煤商品煤销量及增速 (万吨).....	17
图表 43: 2020 年 H1 集团煤矿产能分布情况.....	18
图表 44: 2020 年 H1 集团煤矿产量分布情况.....	18
图表 45: 政策推进资产证券化率提升.....	19
图表 46: 焦煤集团“新焦煤·新理念·新要求”战略规划.....	20
图表 47: 山西焦煤集团领导进入山西焦煤董事会.....	20
图表 48: 承诺净利润 (亿元).....	21
图表 49: 腾晖煤业、水峪煤业资源禀赋情况 (评估基准日为 2020 年 9 月 30 日).....	21
图表 50: 水峪煤业原煤产量情况 (万吨; %).....	22
图表 51: 水峪煤业洗煤回收率情况.....	22
图表 52: 腾辉矿业 2020 年 1-9 月煤炭销售结构情况.....	22
图表 53: 山西焦煤主要业务数据假设.....	23
图表 54: 山西焦煤主要业务板块盈利预测 (百万元).....	24
图表 55: 可比公司估值对比 (2021-02-26 收盘价).....	24

1.更名“山西焦煤”，明确焦煤龙头战略定位

更名“山西焦煤”，明确“焦煤板块龙头上市公司”战略定位。山西焦煤能源集团股份有限公司（以下简称“山西焦煤”或“公司”）于1999年4月由西山煤电集团、太原西山劳动服务公司、山西煤炭第二工程建设有限公司、太原杰森木业、太原佳美彩印包装等五家股东共同发起设立，后于2000年7月在深交所挂牌。2001年10月，经山西省人民政府批准，以原控股股东西山煤电集团、汾西矿业、霍州煤电三大焦煤企业为主体组建国有独资公司山西焦煤集团有限责任公司（以下简称“焦煤集团”），原控股股东西山煤电集团持有本公司股份改由焦煤集团持有，焦煤集团成为公司第一大股东。焦煤集团的焦煤产能位列全国第一，作为其最重要的上市平台之一，公司在资源配置、项目收购和产业整合等方面能得到股东的大力支持，战略地位显著。**2020年12月，按照山西省委、省政府关于深化国资国企改革战略部署，拟运用上市平台推动煤炭资源整合和专业化重组，为充分反映上市公司未来战略定位、更好发挥上市公司平台作用，公司在控股股东的提议下由“西山煤电”更名为“山西焦煤”，体现了大股东及山西省对公司“焦煤板块龙头上市公司”发展战略的定位。**

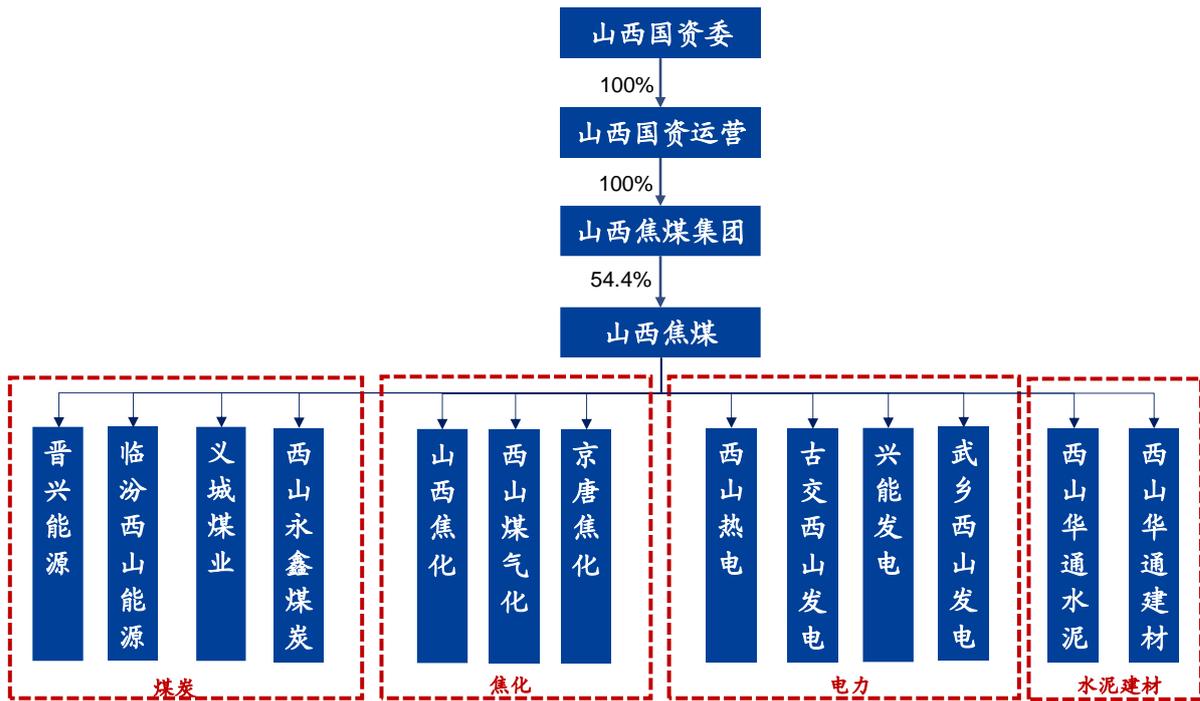
图表1：山西焦煤发展大事记



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资源禀赋优异，实控人为山西国资委。公司为全国最大的炼焦煤生产基地、全国首批循环经济试点单位，以煤为基，构建“煤-焦-化”、“煤-电-材”的多元化经营格局；其中煤炭主要产品为焦煤、肥煤、瘦煤、贫瘦煤和气煤等。公司位于国家大型煤炭规划基地的晋中基地，主要开采河东煤田、西山煤田和霍西煤田，地理位置优越，交通便利。**公司古交矿区的主焦煤、肥煤是稀缺、保护性开采煤种，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，是大型炉焦用煤的理想原料。**公司控股股东为山西焦煤集团，持有公司54.4%的股权，实际控制人为山西省国资委。

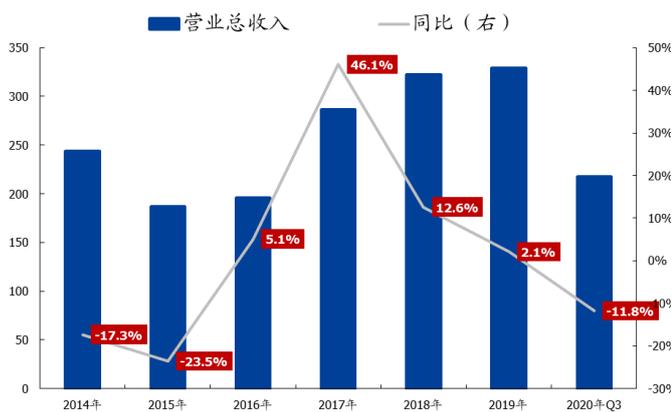
图表 2: 山西焦煤股权结构及子公司



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

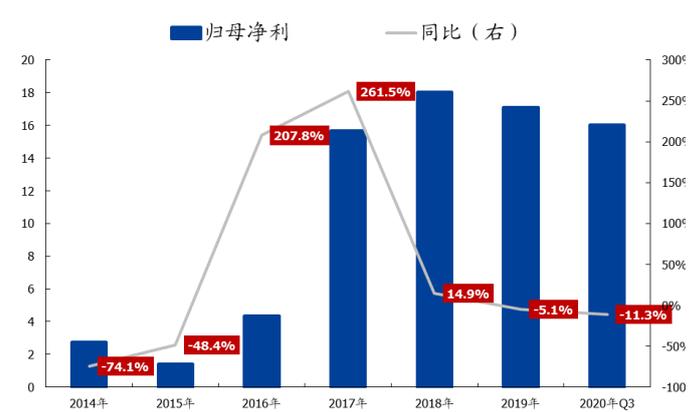
2020年上半年在疫情冲击下业绩明显下滑,自Q3起明显改善。2020年前三季度,公司实现营收217.6亿元,同比下降11.8%;实现归母净利润16.0亿元,同比下降11.3%;分季度来看,公司Q1-Q3单季营收同比增速分别为-18.2%/-14.7%/-1.5%;归母净利润同比增速分别为-10.2%/-18.3%/-3.8%。随着2020年下半年疫情得到有效控制,经济企稳复苏,公司煤炭销量回升、售价回暖,带动业绩明显改善。

图表 3: 2014年~2020Q3公司营业收入及增速(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2014年~2020Q3公司归母净利润及增速(亿元)

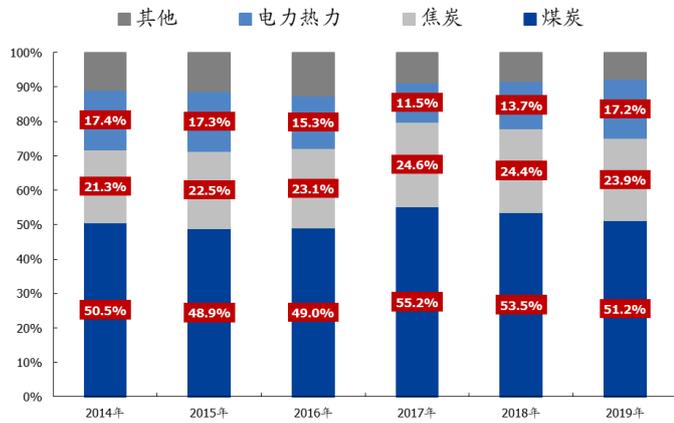


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司煤炭业务为核心营收和利润来源,毛利率保持稳定。自2017年以来公司煤炭业务的收入占据公司总营收的半壁江山,毛利占比保持在93%以上,为公司的核心营收和利润来源。2019年公司煤炭板块营收占比51.2%,毛利占比为93.6%。**随着水峪煤业、腾晖煤业两处优质资产的注入,公司煤炭产能预计将提升14%**,煤炭产销量仍具成长

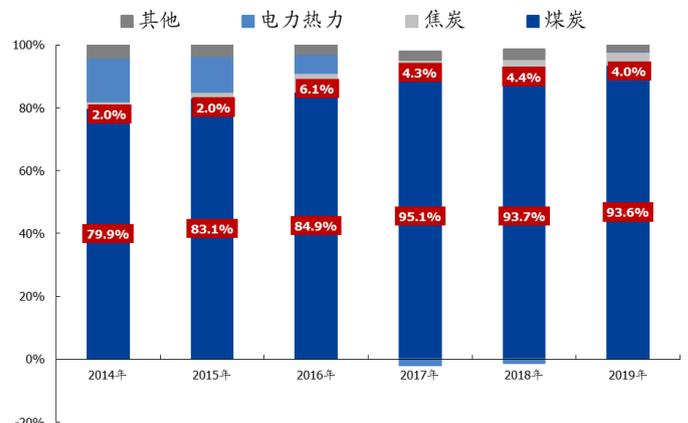
空间。同时，公司作为焦煤集团推动煤炭资源整合和专业化重组的煤炭上市平台，未来煤矿资产注入可期，届时煤炭业务占比将进一步提升。毛利率方面，公司销售毛利率表现稳健，由2014年的27.1%逐步提升至2019年的31.9%，2020年前三季度毛利率为32.3%，同比降低0.7个pct。分板块来看，在公司“减员提效”政策实施下，2019年，公司煤炭板块毛利率为58.3%，居历史高位；电力盈利情况有所改善，毛利率由负转正至0.6%。

图表5：2014年~2019年公司营业收入构成



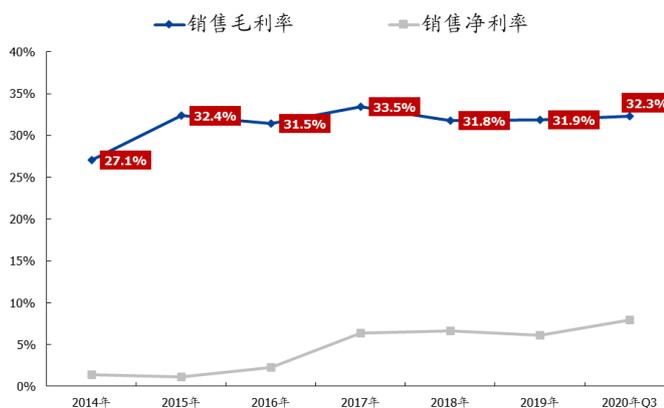
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：2014年~2019年公司毛利构成



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：2014年~2020年Q3公司销售毛利率、净利率变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：2014年~2019年公司各板块毛利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.主焦煤紧缺加剧，公司受益显著

2.1.焦煤供需格局向好，价格中枢上移，主焦煤尤为紧缺

2.1.1.国内焦煤存量供给相对刚性

国内存量以稳为主，增量有限。由于炼焦煤属我国稀缺资源，因此自2016年我国煤炭资源整合、淘汰落后产能等政策实施以来，无论炼焦原煤还是炼焦精煤，产量波动幅度明显收窄，供给总体平稳。2020年，全国炼焦煤累计产量12.2亿吨，同比增长2.3%，增速较2019年下滑4.4pct；炼焦精煤累计产量4.85亿吨，同比增长0.9%，增速较2019年下滑4.9pct。

- 短期而言，由于炼焦煤矿井资源禀赋及安全条件均逊于动力煤矿井，我们认为往后环保、安全的高压检查有望维持常态化（尤其山东、河南等地），将限制焦煤有效供给的释放；
- 中长期而言，由于开发历史长，大部分资源已被生产和在建矿井利用，尚未利用的资源较少，我们在对目前所有新建矿井进行梳理过程中发现，在约 200 多个新建煤矿中，仅有约 9 座煤矿，合计产能 2940 万吨/年属于炼焦煤矿井，其体量相对于每年约 12 亿吨的炼焦煤产量而言明显偏低，意味着炼焦煤未来增产潜力较小，面临后备资源储备不足的困境。

图表 9: 2020 年炼焦原煤产量同比增 2.3%，增速下滑 4.4pct（万吨）



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年炼焦精煤产量同比增 0.9%，增速下滑 4.9pct（万吨）



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 11: 炼焦煤新建矿井概况（万吨/年）

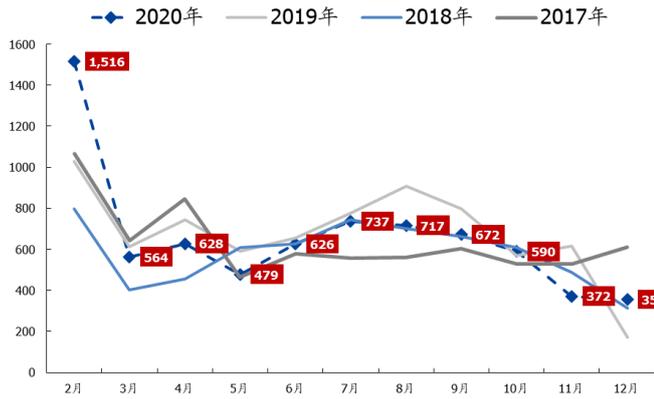
序号	地区	煤矿名称	类型	煤种	产能	建设单位
1	山西	山西临县锦源煤矿有限公司锦源煤矿	新建	焦煤、1/3 焦煤、肥煤	600	美锦能源
2	山西	山西金地煤焦有限公司赤峪煤矿	新建	主焦煤	300	冀中能源
3	山西	山西晋煤太钢能源三交一号煤矿	新建	焦煤、肥煤	600	晋煤集团
4	山西	吕梁东义集团煤气化有限公司鑫岩煤矿	新建	焦煤、肥煤、瘦煤	240	铁法煤业集团
5	安徽	安徽省亳州煤业有限公司信湖煤矿	新建	焦煤、气肥煤	300	淮北矿业
6	安徽	中煤新集能源股份有限公司板集煤矿	新建	气煤、1/3 焦煤	300	中煤新集
7	河南	中国平煤神马集团梁北二井	新建	瘦煤、焦煤、肥煤	120	平煤集团
8	山东	兖煤菏泽能化有限公司万福煤矿	新建	肥煤、焦煤	180	兖州煤业
9	山西	山西离柳矿区吴家峁煤矿	新建	主焦、肥煤、瘦煤	300	焦煤集团
合计					2940	

资料来源: 国家能源局, 发改委, 国盛证券研究所

2.1.2. 对外依存度上升，进口扰动加剧

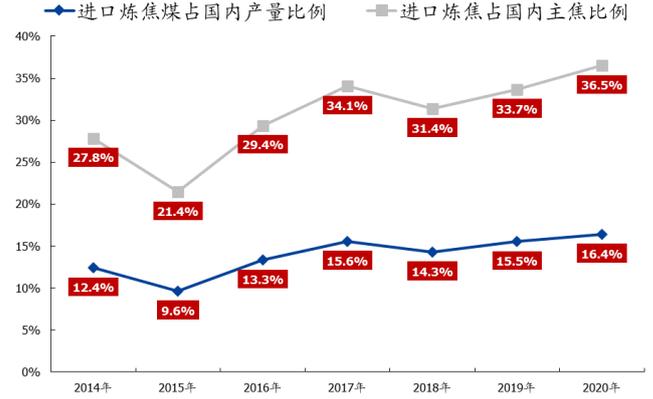
对外依存度上升，主焦煤尤甚。进口值得注意的是，由于我国低硫优质主焦煤资源有限（如山西柳林主焦煤以低硫低灰而著称，然而经过 30 多年超强度的开采，现在 4# 煤层基本已经开采完毕，接下来只能开采高硫高灰的劣质焦煤），而新上的大型焦炉对入炉煤质量要求价高，因此每年需从国外进口焦煤约 7000 万吨，对外依存度（尤其主焦煤）总体呈现上升趋势。2020 年，我国累计进口炼焦煤 7256 万吨，同比减少 2.8%。就进口结构而言，2020 年自澳洲进口炼焦煤 3536 万吨（呈现逐月下降趋势，12 月进口数量为 0），同比增加 14.3%，占比 48.7%；自外蒙进口炼焦煤 2377 万吨，同比减少 29.6%，占比 32.8%，主因外蒙受疫情影响，通关效率整体较低。

图表 12: 2020 年全国累计进口炼焦煤同比减少 2.8% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 我国炼焦煤 (尤其主焦) 对外依存度不断提高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2020 年进口炼焦煤分国别情况 (万吨)

国家	炼焦煤进口数量	占比	同比
澳大利亚	3,536	48.7%	14.3%
蒙古	2,377	32.8%	-29.6%
俄罗斯	673	9.3%	23.6%
加拿大	466	6.4%	55.0%
美国	95	1.3%	-15.0%
其他	110	1.5%	192.6%
合计	7,256	100.0%	14.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

进口扰动不断，澳煤短期难以替代。由于中澳地缘政治趋紧，我国目前加强限制澳煤进口，后续澳煤进口数量或面临锐减。澳洲炼焦煤品质优异（低灰、低硫、高粘结），属主焦煤稀缺品种，一旦澳煤进口收紧将加剧我国主焦煤供应紧张的局面，短期内难以找到澳煤替代品种（蒙古煤虽然储量充足，但运力有限，且品质较澳煤稍差）。若澳洲焦煤进口长期受限，国内焦煤供需格局有望持续向好。

图表 15: 主流进口炼焦煤品质

产品名称	Ad/ (灰分)	Vdaf/ (挥发分)	St,d/ (硫份)	G/ (粘结指数)	Y/mm (胶质层厚度)	CSR (反应后强度)
基准交割品	10.0%	16%≤Vdaf≤28%	0.7%	入库≥75，出库 >65%	≤25	60%≤CSR≤65%
澳洲峰景	10.5%	20.5%	0.53%	88	19	68
蒙 5#精煤	10.5%	28%	0.7%	80	14	60
俄罗斯 K10 主焦	11%	18.7%	0.22%	75	10	44
加南大鹿井一号	9.5%	10%	0.4%	75	11	72
美国文迪斯	9%	19%	0.84%	66	9.6	68

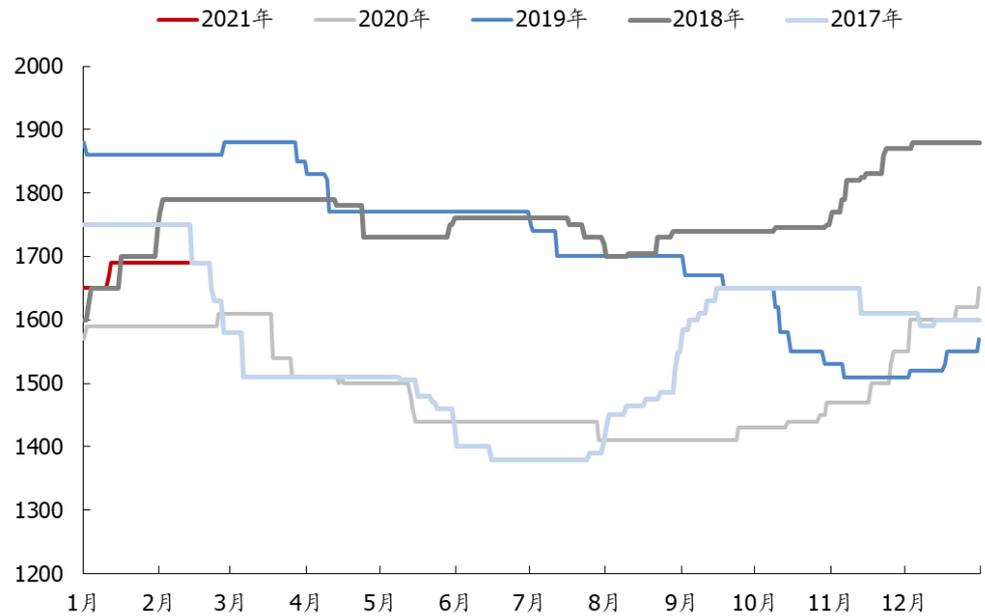
资料来源: 大商所, 国盛证券研究所

2.1.3.需求递增，价格中枢上移，主焦或更为紧缺

焦煤供需整体略偏紧，价格中枢上移。2020 年，受下游焦化行业去产能和进口煤政策影

响，焦煤价格整体呈现先抑后仰走势。展望2021年，我国优质低硫主煤资源有限，预计国内炼焦煤供应难有明显增量。进口方面，中澳地缘政治矛盾暂无缓和迹象，外蒙虽有增量，但难以完全弥补澳煤减量空缺，预计进口总体略偏紧。需求方面，随着焦炭去产能暂时告一段落，新建焦炉陆续投产，预计2021年焦炭产量呈现前低后高，焦煤需求也呈现逐步递增的状态，外加新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，优质低硫焦煤的需求量大幅增加，可能会造成低硫主焦结构性紧张。

图表 16: 炼焦煤价格自 2020 年 9 月起持续上涨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 炼焦煤价格一览 (元/吨)

	18 年 均价	19 年 均价	20 年 均价	20Q1 均价	20Q2 均价	20Q3 均价	20Q4 均价	21Q1 均价	21Q1 环比	21Q1 同比
京唐港山西-主焦煤	1,764	1,716	1,497	1,583	1,468	1,421	1,515	1,682	11.0%	6.2%
CCI 柳林-低硫主焦	1,614	1,566	1,347	1,433	1,319	1,271	1,365	1,532	12.2%	6.9%
CCI 灵石-高硫肥煤	1,118	1,111	974	1,058	960	912	966	1,125	16.5%	6.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 2021 年焦化产能新增、淘汰统计 (万吨)

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
淘汰	396		994	50	55	566	42		212			460	2775
新增	916.25	1007	733.75	358	317.75	865	254	517.75	195	194	175	931	6464.5
净新增	520.25	1007	-260.25	308	262.75	299	212	517.75	-17	194	175	471	3689.5

资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

图表 19: 炼焦煤供需平衡表 (亿吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
炼焦精煤产量	4.44	4.46	4.54	4.81	4.85	4.86
yoy	-10.5%	0.3%	1.9%	5.8%	0.9%	0.6%
净进口量	0.58	0.68	0.63	0.73	0.72	0.70
需求	5.34	5.15	5.20	5.52	5.58	5.72
yoy	1.2%	-3.6%	1.0%	6.3%	1.0%	2.5%
供需对比	-0.31	-0.01	-0.03	0.02	-0.01	-0.16

资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

2.2.公司: 资源禀赋优异, 盈利能力强劲

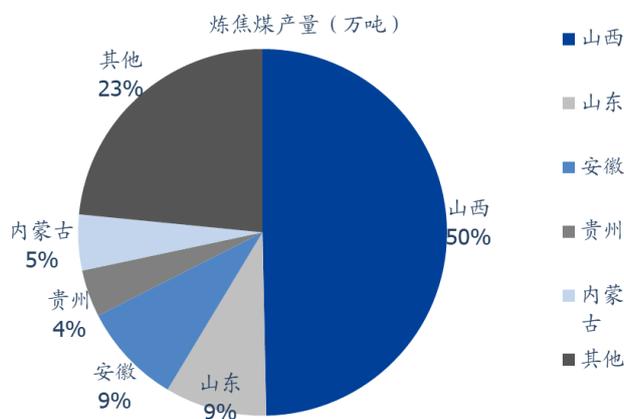
煤种优势明显, 市场竞争力突出。山西省焦煤储量占全国焦煤总储量的 55.4%, 2020 年 1-11 月山西省炼焦原煤产量 5.5 亿吨, 占全国炼焦原煤总产量的 50%, 是我国炼焦煤生产大省。公司主要开采的河东、西山和霍西三大煤田为省内优质焦煤资源的主要分布区域, 其拥有的优质焦煤储量占比分别为 38.2%、79.7%和 69.1%, 矿区资源储量丰富, 煤层赋存稳定, 属近水平煤层, 地质构造简单, 煤种齐全。截至 2020 年 3 月末, 公司可采储量 21 亿吨, 煤炭品种包括主焦煤、肥煤、1/3 焦煤、气煤、瘦煤和贫煤等, 具有硫份低、粘结性强和发热值稳定等特点, 是大型炉焦用煤的理想原料。其中, **公司生产的焦煤和肥煤为世界稀缺资源, 属于国家明确规定的“两区一种”保护性开发资源, 具有良好的市场竞争力, 为公司业务发展提供了较充分的资源保障。**

图表 20: 山西省三大煤炭基地规划

基地	区域	矿区	定位
晋北	太原以北, 含大同、朔州、忻州、太原、吕梁、岚县等。	大同、平朔、朔南、轩岗等。	动力煤基地
晋中	跨太原、吕梁、晋中、临汾、长治、运城等 6 市, 31 县	西山、汾西、霍州、离柳、乡宁、霍东等	炼焦煤基地
晋东	阳泉、长治、晋城、晋中等	晋城、潞安、阳泉、武夏等。	无烟煤基地

资料来源: 《山西省“十三五”煤炭工业发展规划》, 国盛证券研究所

图表 21: 2020 年 1-11 月全国炼焦煤累计产量前 5 大省占比情况



资料来源: sxcoal, 国盛证券研究所

图表 22: 山西省煤炭资源分布



资料来源: 中国国家地理, 国盛证券研究所

产能方面，截至2020年3月末，公司拥有在产矿井9对，核定产能为3,080万吨/年。其中，公司下属斜沟矿是国家煤炭工业“十一五”规划建设项目和重点建设的10个千万吨矿井之一，核定产能为1500万吨/年。

图表 23: 截至2020年3月末公司核定矿井情况

地区	煤种(煤)	可采储量(万吨)	核定产能(万吨/年)	股权占比	权益产能(万吨/年)	剩余可采年限(年)	
马兰矿	太原古交市	肥、焦、瘦、贫	60,031	360	100%	360	119.1
西曲矿	太原古交市	焦、瘦	15,956	400	100%	400	28.5
西铭矿	太原	焦、瘦、贫煤、贫	12,480	360	100%	360	24.8
镇城底矿	太原古交市	焦、肥	9,753	190	100%	190	36.7
鸿兴煤矿	临汾	1/3焦	1,080	60	100%	60	12.9
登福康煤矿	临汾	焦	2,097	60	90%	54	25.0
兴县斜沟矿	吕梁兴县	气、1/3焦	104,620	1,500	80%	1,200	49.8
生辉煤矿	临汾	肥	1,585	90	55%	50	12.6
义城煤矿	太原古交市	焦	440	60	51%	31	5.2
在产矿小计		208,042	3,080		2,704		
光道煤矿	临汾	1/3焦	1,898	120	51%	61	
圪堆煤矿	临汾	焦、1/3焦	488	60	51%	31	
在建矿小计		2,386	180		92		
合计		210,427	3,260		2,796		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产销方面，近年来公司产量稳步提升，自2016年的2498万吨提升至2019年的2889万吨。2020年上半年受新冠疫情影响，公司产量1349万吨，同比下降9%；销量1038万吨，同比下降20%。**2020年12月**，公司收购集团所属的水峪煤业、腾晖煤业两处矿井，核定产能分别为**400万吨/年**、**120万吨/年**，未来产销增长可期。

图表 24: 公司煤炭产量情况(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 公司煤炭销量情况(万吨)

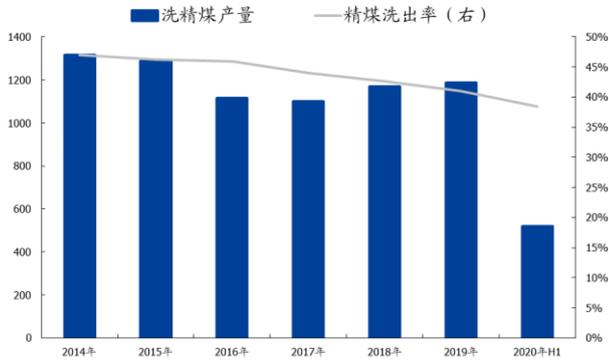


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

坚持精煤战略，精煤洗出率行业领先。为增加煤炭附加值，公司坚持精煤战略，加大原煤入洗力度，以差异化煤炭产品结构适应用户需求，化解产品销售压力，提高市场销售份额，做到“以质增效，以质提价”。自2018年起，公司开展智能化选煤厂建设工作，

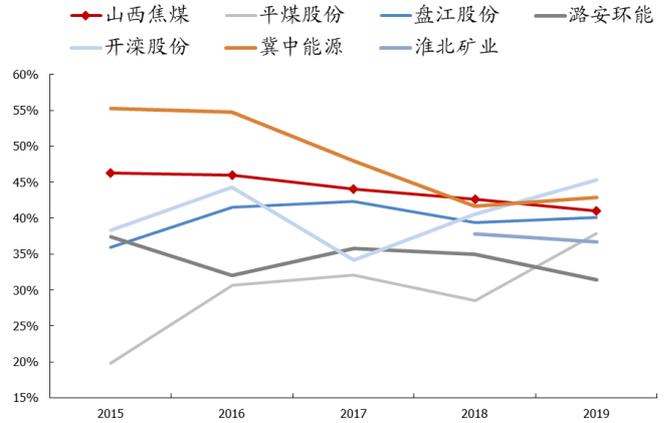
实现减员提质，提升生产效率、效能和效益；截至2019年年末，公司拥有9座选煤厂，洗选能力达4360万吨/年。2020年上半年公司精煤洗出率为38.5%，炼焦精煤销量合计为492万吨，占比为47.4%，销售收入合计46.4亿元，占比69.2%；动力煤销量合计为527万吨，占比为50.8%，销售收入合计20.6亿元，占比30.8%。

图表 26: 公司精煤产量及洗选率情况 (万吨)



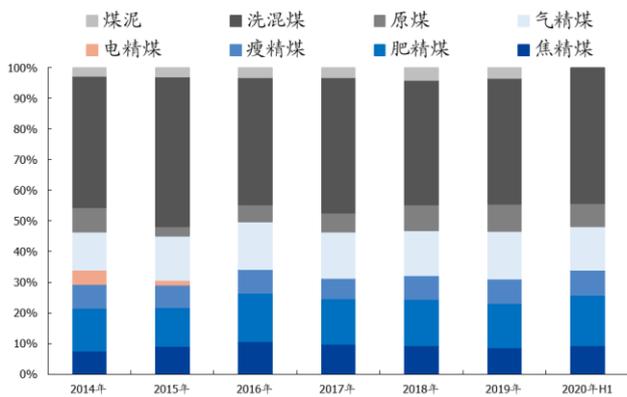
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 焦煤板块各公司精煤洗出率



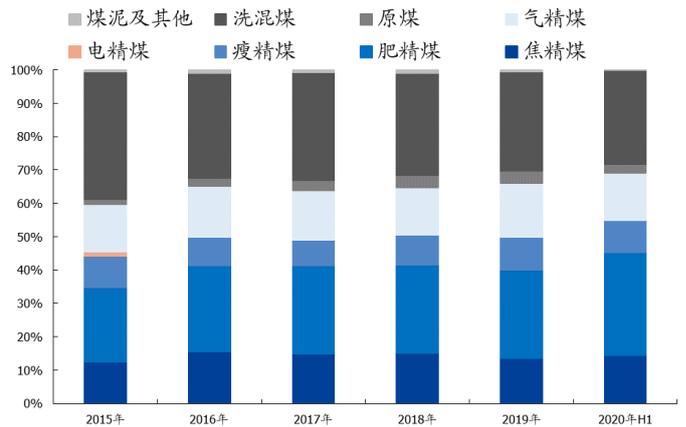
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 公司商品煤销量结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司商品煤收入结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 公司商品煤收入结构 (亿元)

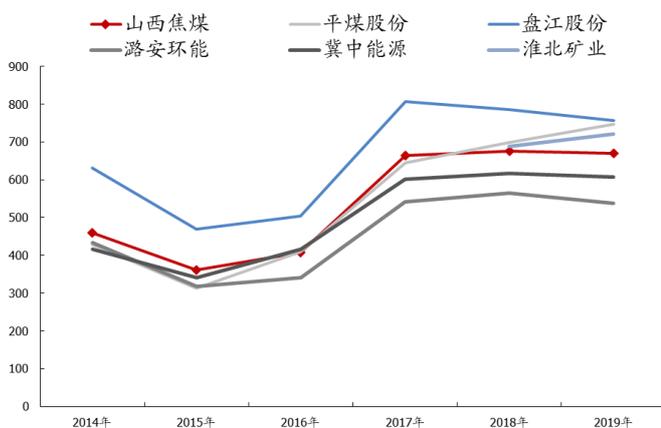
	2017年		2018年		2019年		2020年H1	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
焦精煤	23.8	15.0%	26.3	15.2%	22.9	13.6%	9.7	14.5%
肥精煤	41.6	26.3%	45.4	26.3%	44.5	26.4%	20.7	30.9%
瘦精煤	12.1	7.6%	15.8	9.1%	16.6	9.8%	6.4	9.6%
气精煤	23.7	15.0%	24.3	14.1%	27.4	16.2%	9.6	14.3%
炼焦精煤小计	101.2	64.0%	111.8	64.7%	111.4	66.0%	46.4	69.2%
原煤	4.5	2.9%	6.5	3.7%	6.3	3.8%	1.7	2.6%
洗混煤	51.4	32.5%	53.0	30.7%	49.9	29.6%	18.8	28.1%
煤泥及其他	1.0	0.6%	1.6	0.9%	1.0	0.6%	0.1	0.1%
动力煤小计	57.0	36.0%	61.0	35.3%	57.3	34.0%	20.6	30.8%
合计	158.2	100.0%	172.8	100.0%	168.6	100.0%	67.0	100.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

吨煤成本优势显著, 煤炭盈利能力强劲。公司煤炭资源禀赋优异, 煤层赋存稳定、地质构造简单, 开采成本低; 且公司下属煤矿开采机械程度高, 高产能煤矿具备规模效应, 进而公司煤炭吨煤生产成本具备优势, 公司煤炭板块盈利能力强劲。

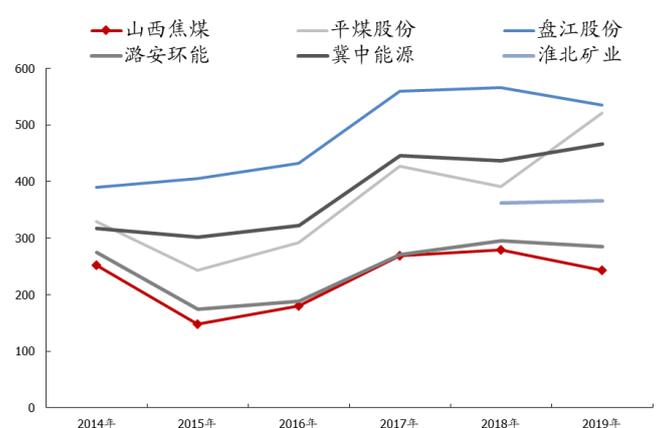
- 纵向来看, 在公司“减员提效”的管控下, 吨煤成本持续下跌, 自 2017 年的 268.3 元/吨下降至 2019 年的 243.2 元/吨, 2019 年公司吨煤生产成本同比下降 13%。在材料采购方面, 公司加强成本预算管控, 强化公司大宗物资采购平台优势, 坚持集中采购, 充分利用采购的批量和规模, 比质比价, 降低采购成本; 在职工薪酬方面, 公司推进转岗分流, 对各基层单位进行定编定岗, 控制用工总量, 同时采取取消年金的措施。在用电方面, 公司合理组织错峰生产, 降低电耗。
- 横向来看, 2019 年公司吨煤成本远低于行业均值, 成本优势显著。吨煤毛利为 390.7 元/吨, 吨煤毛利水平位列行业第一。

图表 31: 各公司吨煤售价情况 (元/吨)



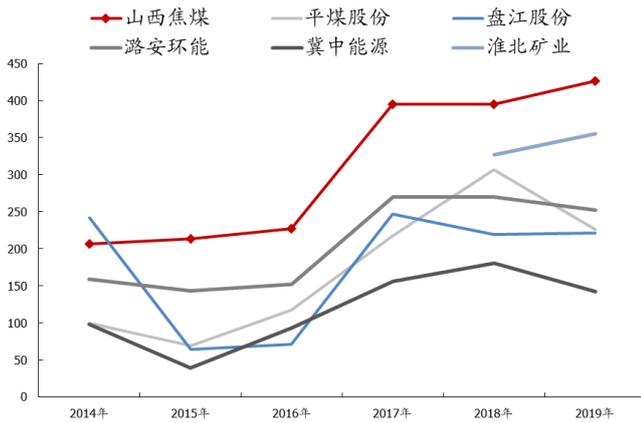
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 各公司吨煤成本情况 (元/吨)



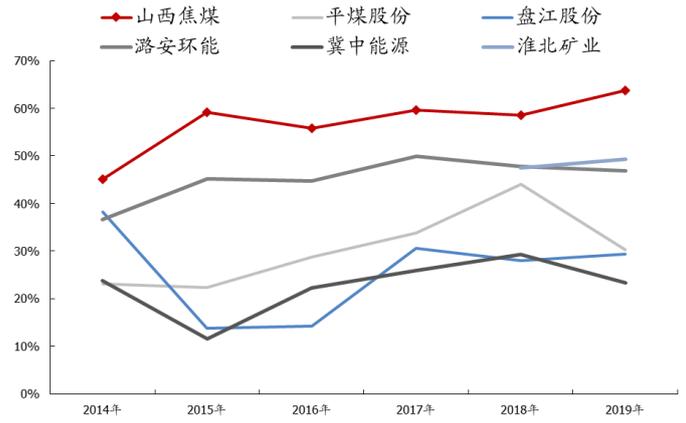
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 各公司吨煤毛利情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

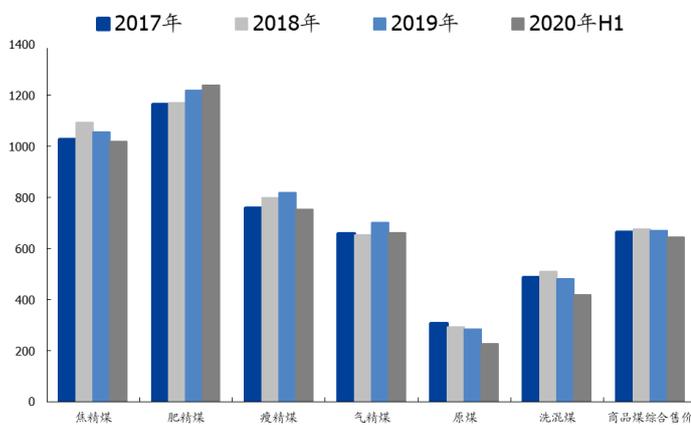
图表 34: 各公司煤炭板块毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

煤炭销售以长协为主, 联合创立中国焦煤集群品牌联盟, 议价能力强。公司煤炭销售以长期协议合同为主, 占比超 80%。公司长协的基准价格以每年的重点煤炭产运需衔接会上供需双方的谈判结果为准, 执行季度调价, 有利于公司平抑煤价波动对板块业绩的影响。2018年8月, 由山西焦煤集团牵头, 联合龙煤集团、山东能源、淮北矿业、沈煤集团、平煤神马集团、开滦集团、冀中能源 7 家国内主要炼焦煤企业创立“中国焦煤”集群品牌联盟, 焦煤集团为“中国焦煤”品牌集群主席单位, 省委书记要求山西焦煤集团“发挥好品牌效应”。8 家炼焦煤生产企业的炼焦煤产量超过了中国炼焦煤产量的 30%, 议价能力强; 且品牌集群下煤种齐全、主要指标互补性强, 可更方便地为用户提供适合的配煤方案。

图表 35: 公司煤炭产品售价较为稳定 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

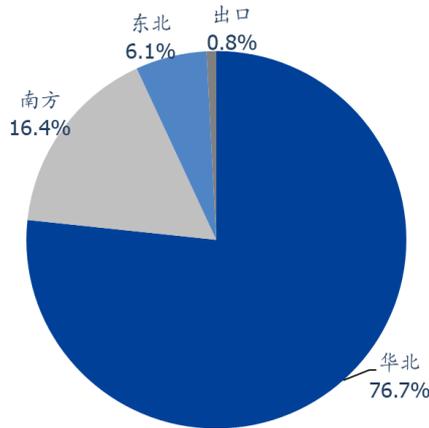
图表 36: 长协价格指数 VS 焦煤京唐港库提价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

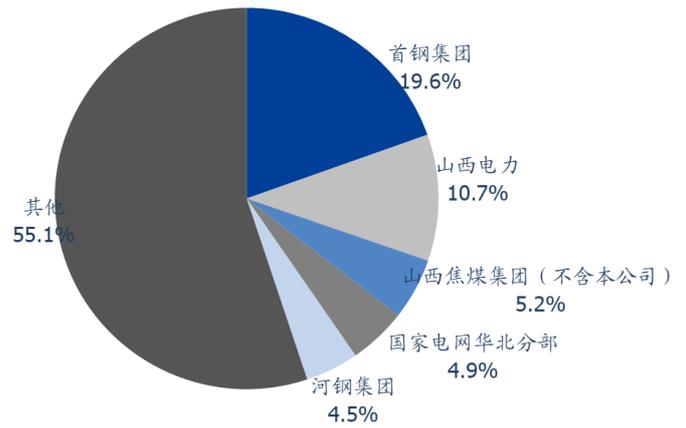
下游客户暂以华北地区为主, 积极开拓南下渠道。公司主要销售区域为华北地区和南方地区; 2019年初, 随着魏瓦联络线开通, 公司煤炭产品南下渠道增加, 铁路运力制约问题有所缓解; 2019年精煤铁路运量和铁路销量同比增加, 销售市场进一步扩展。公司主要客户以包括首钢、河钢、山西省电力公司等在内的国内大型钢铁、电力及焦化企业为主, 并与其结成了紧密型战略合作伙伴关系; 2019年前五大销售客户销售额占比超 40%, 市场客户集中, 销售渠道稳定。

图表 37: 公司营收分区位情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 2019 年公司前五大销售客户销售额占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.焦煤集团煤炭资产上市提速, 打造焦煤龙头上市煤企

省属国企整体上市大幕正式开启。据山西国资运营报道, 2月23日, 山西国运公司召开省属企业“一企一策”考核签约大会, 会上提出“十四五”期间省属企业改革“转型出雏形”的定量目标“利润总额年均增长 20%以上, 平均资产负债率下降 5 个百分点, 国有资产保值增值率达到 105%以上, 总资产报酬率达到 4%以上, 全员劳动生产率增长 36%以上, 工业企业研发经费投入翻一番, **资产证券化率达到 80%以上**”。

3.1.肩负焦煤集团煤炭资产上市重任

山西焦煤为集团煤炭资产的主要上市平台。山西焦煤集团有限责任公司成立于 2001 年 10 月, 由西山煤电(集团)、汾西矿业、霍州煤电为主体组建, 股东为山西省人民政府; 其中西山煤电(集团)出资占比为 70.3%。经过二十余年的发展, 焦煤集团发展为以煤炭开采为主, 贸易、焦炭、电力、建材为辅, 主业突出、多业并举、综合发展的大型企业集团。焦煤集团现有山西焦煤、山西焦化、ST 南风三个上市平台, 分别专注于不同的业务, **其中山西焦煤为煤炭资产的主要上市平台**, 山西焦化为焦化产业的主要上市平台, ST 南风为日用化工品的主要上市平台。

图表 39: 焦煤集团简介

焦煤集团简介

行业地位	全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双亿”级煤炭企业, 生产能力位列全国第一 2020 年《财富》世界 500 强第 485 位, 2019 年中国煤企 50 强第 8 位, 山西省百强企业第 2 位
业务范围	煤炭开采、贸易、焦炭、电力、建材
股权结构	实控人山西省国资委, 山西省国有资本投资运营有限公司持有公司 100% 股权
上市平台	山西焦煤 (000983.SZ)、山西焦化 (600740.SH)、ST 南风 (000737.SZ)
煤炭资源	主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田; 煤种以焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等炼焦煤为主; 拥有煤田面积 2,203.5 平方公里, 煤炭矿井 96 座, 原煤生产能力 1.8 亿吨/年。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

亿吨级煤炭生产企业, 集团资源储量丰富。截至 2020 年 6 月末, 焦煤集团拥有煤田面积 2,203.5 平方公里, 煤炭矿井 96 座, 选煤厂 28 座, 原煤生产能力 1.8 亿吨/年。焦煤

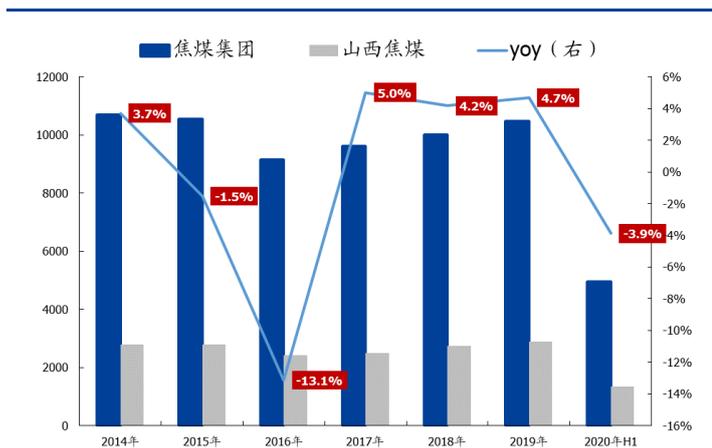
集团主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田的煤炭资源，煤炭资源储量 217 亿吨，可开采储量 114.2 亿吨，煤种包括焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤、气肥煤、贫煤等炼焦煤的所有品种，其中焦煤、肥煤、瘦煤是国家保护开发的稀有煤种。疫情扰动下，2020 年上半年下游复工复产缓慢，致使焦煤集团煤炭产销量下滑；2020 年 1-6 月焦煤集团生产原煤 4,941 万吨，同比减少 3.9%；销售商品煤 3,119 万吨，同比减少 1%。

图表 40: 焦煤集团除山西焦煤外主要矿井情况

煤矿名称	地区	煤种	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	股权占比	权益产能 (万吨/年)
屯兰矿	山西省古交市	肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤	55,415.1	450	100%	450.0
东曲矿	山西省古交市	焦煤、瘦煤、贫煤	49,135.8	400	100%	400.0
官地矿	山西省太原市	焦煤、瘦煤、贫瘦煤、贫煤、无烟煤	81,988.0	390	100%	390.0
杜儿坪矿	山西省太原市	瘦煤、贫瘦煤、贫煤	46,282.1	385	100%	385.0
庞庞塔矿	山西省吕梁市	1/3 瘦煤	79,827.0	300	100%	300.0
柳湾矿	山西省孝义市	肥煤、焦煤	22,843.9	300	100%	300.0
双柳矿	山西省吕梁市	肥煤、焦煤	17,619.0	300	100%	300.0
沙曲一矿	山西省柳林县	肥煤、焦煤、瘦煤	64,352.5	500	51%	255.0
三交河矿	山西省洪洞县	肥煤、1/3 焦煤	11,445.9	300	91%	272.9
沙曲二矿	山西省柳林县	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	40,388.7	300	51%	153.0
吉宁矿	山西省乡宁县	贫瘦煤、贫煤	7,224.0	300	51%	153.0
正太煤业	山西省左权县	贫瘦煤	17,405.1	300	26%	78.0
霍宝干河矿	山西省洪洞县	1/3 焦煤	5,525.5	210	60%	126.0
金能煤业	忻州市静乐县	气煤、肥煤、1/3 焦煤	23,968.0	120	51%	61.2

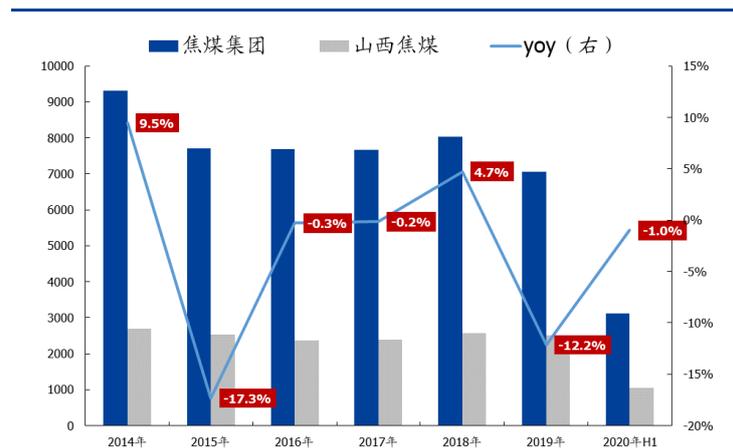
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 山西焦煤集团及山西焦煤炼焦煤产量及增速 (万吨)



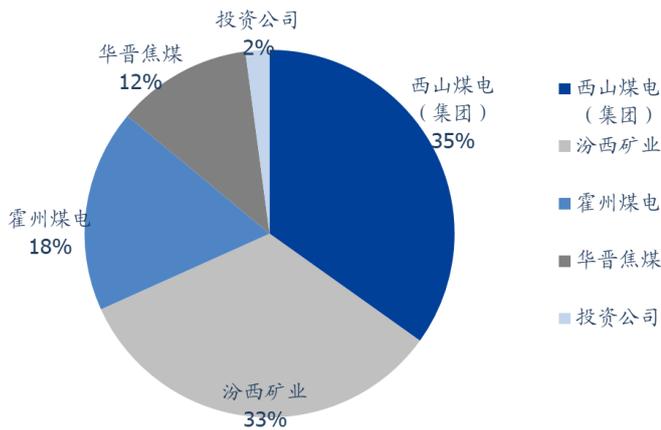
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 山西焦煤集团及山西焦煤商品煤销量及增速 (万吨)



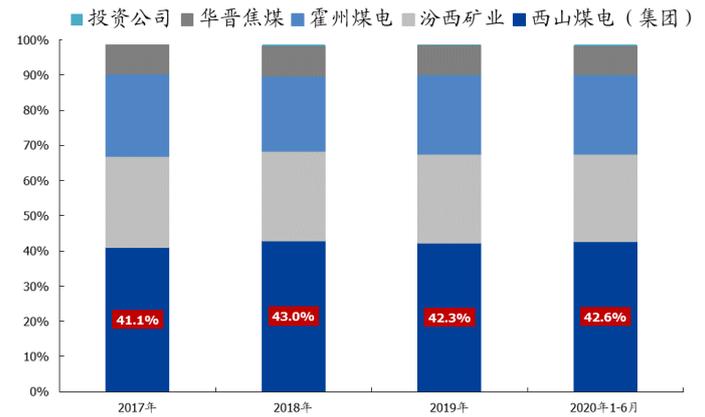
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 2020 年 H1 集团煤矿产能分布情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 2020 年 H1 集团煤矿产量分布情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

利用好上市公司平台推动煤炭资源整合和专业化重组, 力图实现集团煤炭优质资产上市。 2020年4月, 王一新副省长主持召开省属国企提高资产证券化率专题会议, 指出省属国企要以上市公司平台为抓手, 鼓励有条件的企业集团将资产注入上市公司, 积极推进集团资产证券化率提升。焦煤集团积极响应政策, 2020年7月, 提出“三个三年三步走”战略规划, 为实现“全面打造具有全球竞争力的世界一流炼焦煤和焦化企业”, 焦煤集团奉行“用好集团的上市公司和平台, 依靠资本市场的力量, 推动专业化重组和资源整合”的路径, 确定了“利用好上市公司平台推动煤炭资源整合和专业化重组”的主攻方向。焦煤集团“干”字当头, 以实际行动落实各项举措, 近期焦煤集团已将水峪煤业、腾晖煤业两处优质煤炭资产成功注入上市公司。未来焦煤集团有望在政策促进下继续深化改革, 提高资产证券化率, 有计划地将煤炭资产逐步装入既有上市公司平台, 以完成实现焦煤集团优质煤炭资产上市的目标。

图表 45: 政策推进资产证券化率提升

时间	会议/文件	内容
2018年3月	王一新在省属国有控股电力上市公司调研	要坚持全省国资一盘棋,支持上市公司平台突破控股母公司领域限制,以市场化方式在全省范围内整合优质资源,推动加快国有资本布局优化,提高产业集中度和资产证券化率。
2019年4月	全省深化国有企业改革大会	省委书记、省人大常委会主任骆惠宁出席并讲话。“要善于用好用活上市公司,今年要大力实施“上市公司+”战略,力争实现整体上市、新股上市两个“零的突破”,现有上市公司要加强市值管理,逐步提升资产证券化率。
2020年4月	王一新主持召开省属国企提高资产证券化率专题会议	深入研究提高山西省属国企资产证券化率。省属国企要以推进企业上市为牵引,以上市公司平台为抓手,加快推进专业化重组,提高内控水平,提升发展质量。要加快省属国企拟上市公司工作进程;要用好现有上市公司平台,通过强有力措施提升上市公司质量;要加力上市后备资源培育,省属国企新设公司原则上必须股份制,避免二次股改;存量公司中发展前景好的要以上市为目标加快股改;未上市企业要对标上市公司标准,倒逼内在体制机制改革,明晰产权,建立可持续的盈利模式,提升盈利能力,为走向资本市场做好积极准备。他强调,要在省属国企“一企一策”契约化考核中提升资产证券化率权重,引导企业加快上市进程;政府相关部门要为企业进军资本市场开辟绿色通道,提供服务保障。
2020年11月	山西省政府召开省属国企和金融机构负责人专题会议	今年省委、省政府国资国企改革战略重点是调整优化布局。明年重点将在企业管理精细化上下功夫,降本增效、减员增效、提质增效。具体来讲就是两大抓手。一是 全面提高省属国企资产证券化率 。我们省属国有企业资产证券化水平与沿海发达地区相比差距很大。目前省属国有企业有境内外上市公司20家,我们正在加紧培育的省属国有企业拟上市公司有70家。 我们的基本思路是,全力推动专业化重组后的省属国有企业有计划将资产装入既有上市公司平台和拟上市公司,凡是装不进去的资产,原则上纳入‘腾笼换鸟’范畴。 二是全面推行数智化,建立财务、采购、销售、库存、核算、成本管理、人力资源、生产等数字系统,清仓见底,降本增效。
2021年1月	省国资运营公司召开的工作会议	省国资运营公司今年将实施“163”工程:“1”是继续深化国资监管体制改革;“6”是实施产业赋能、创新赋能、资本赋能、管理赋能、考核赋能、风控赋能“六大赋能行动”;“3”是开展“腾笼换鸟”、止损挽损、管理增效“三大专项行动”。具体为十大改革攻坚任务:试点直接授权,全面深化国资国企改革;优化国资布局,全面实施产业赋能行动;强化引导激励,全面实施创新赋能行动; 加快资产证券化,全面实施资本赋能行动 ;突出数智化驱动,全面实施管理赋能行动;聚焦质量效益,全面实施考核赋能行动;防范融资风险,全面实施风控赋能行动;加速动能转换,开展“腾笼换鸟”专项行动;激活存量资产,开展止损挽损专项行动;降本减人提效,开展管理增效专项行动。

资料来源:山西省政府,国盛证券研究所

图表 46: 焦煤集团“新焦煤·新理念·新要求”战略规划

项目	内容
使命和发展目标	打造具有全球竞争力的世界一流炼焦煤和焦化企业。
实现目标和使命的路径	要用好我们的上市公司和平台，依靠资本市场的力量，推动专业化重组和资源整合。 首先要整合焦煤集团内部资源，然后整合省属国有企业的焦煤资源，进而整合山西省内外的资源乃至国内国际资源。 焦煤集团下一步也要按照省委省政府对国有资本的优化布局要求，用好上市平台，同时支持其他省属国企对本集团非主营业务进行专业化重组。
“三个三年三步走”战略规划	第一个三年即 2020—2022年是新焦煤初见成效期 ，主要是打牢高质量转型发展基础，培养核心竞争力，2022年新焦煤建设初见成效； 第二个三年即 2023—2025年新焦煤振兴崛起期 ，要基本形成核心竞争力，高质量转型发展效益凸显，2025年新焦煤建设基本实现； 第三个三年即 2026—2028年新焦煤自成标杆期 ，山西焦煤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，2028年新焦煤建设全面实现。
主攻方向	建设新焦煤的主攻方向是资源重组、组织重构、文化重塑、企业重振。其中资源重组要遵循资源资产化、资产资本化、资本证券化的发展理念， 利用好上市公司平台推动煤炭资源整合和专业化重组。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司更名“山西焦煤”，集团领导入驻董事会，打造焦煤板块龙头上市公司意图明确。2020年12月公司在焦煤集团的提议下由“西山煤电”更名为“山西焦煤”，是出于“按照山西省委、省政府关于深化国资国企改革战略部署，拟通过资源资产化、资产资本化、资本证券化，运用上市平台推动煤炭资源整合和专业化重组，实现资源合理流动、组织、配置，**打造焦煤板块龙头上市公司**”的考虑，进一步印证焦煤集团将公司作为“煤炭资源整合平台的定位”。同时，焦煤集团对公司董事会进行调整，集团董事长赵建泽，总经理陈旭忠，党委专职副书记、副董事长马步才以及李堂锁、胡文强、马凌云三位副总经理在内六位集团领导进入上市公司董事会，如此“高配”格局，彰显集团对公司的重视程度之深。**公司为焦煤集团煤炭资产的唯一上市平台，焦煤集团一直予以高度重视，集团资产证券化提速下，集团资产注入空间值得期待。**

图表 47: 山西焦煤集团领导进入山西焦煤董事会

	山西焦煤所任职务	山西焦煤集团所任职务
赵建泽	非独立董事、董事长、法定代表人、战略委员会委员、战略委员会召集人、提名委员会委员	山西焦煤集团党委书记、董事长； 山煤集团党委书记、董事长
陈旭忠	非独立董事、提名委员会委员	山西焦煤集团党委副书记、副董事长、总经理
马步才	非独立董事、总经理、战略委员会委员、薪酬与考核委员会委员	山西焦煤集团党委专职副书记、副董事长
李堂锁	非独立董事、审计委员会委员	山西焦煤集团副总经理（企业合并重组）
胡文强	非独立董事、审计委员会委员	山西焦煤集团副总经理（企业合并重组）
马凌云	非独立董事、战略委员会委员、薪酬与考核委员会委员	山西焦煤集团副总经理

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2. 资产收购序幕开启，未来成长可期

现金收购集团煤炭资产，开启资产注入序幕。2020年12月9日，公司发布公告，拟以自有资金3.9亿元收购腾晖煤业51%股权，以自有资金63.3亿元收购山西汾西矿业集团水峪煤业100%股权。截至2020年12月29日，腾晖煤业与水峪煤业的工商变更登记手续均已办理完毕。水峪煤业和腾晖煤业的注入有助于进一步提升上市公司煤炭储量和开采能力，增强公司持续盈利能力，实现经营业绩提升；同时，也有助于部分解决公司与焦煤集团间的同业竞争问题，保障上市公司的可持续发展，顺应国改背景，提高集团资产证券化水平，符合国企改革战略要求。公司公告显示，2020年10-12月水峪煤业业绩承诺为1.3亿元、腾晖煤业业绩承诺为3518万元；2021年、2022年全年水峪煤业业绩承诺均为6.0亿元，腾晖煤业承诺均为2.8亿元。**考虑股权比例，收购两处矿井2020年10-12月将贡献净利润1.5亿元；2021年起贡献业绩增量7.4亿元。**

图表 48: 承诺净利润 (亿元)

	2020年10-12月	2021年	2022年
腾晖煤业	0.4	2.8	2.8
水峪煤业	1.3	6.0	6.0
合计	1.7	8.7	8.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购矿井煤质为优质焦煤资源。资源储量方面，截止2020年9月30日，腾晖煤业可采储量为3036万吨，可采18年；水峪煤业的保有资源储量为5.2亿吨，可采储量为2.8亿吨，可采49年，资源储量可观、服务年限长。煤种方面，腾晖煤业2号煤层主要为中灰、低硫、中高发热量的贫瘦煤，10号煤层（尚未开采）为中灰、高硫、中高发热量的贫煤、贫瘦煤，煤质优良。水峪煤业焦煤保有储量4.4亿吨、肥煤保有储量0.8亿吨，均为稀缺煤种，资源禀赋优异。

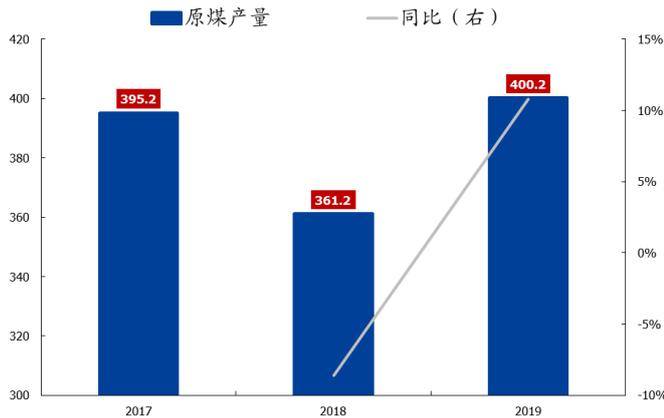
图表 49: 腾晖煤业、水峪煤业资源禀赋情况 (评估基准日为2020年9月30日)

煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	服务年限 (年)	产能 (万吨/年)	股权占比	权益产能 (万吨/年)	评估结论 (亿元)
腾晖煤业 贫瘦煤、贫煤	6,101	3,036	18.1	120	51%	61.2	10.1
水峪煤业 焦煤、肥煤	51,519	27,828	49.7	400	100%	400	59.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

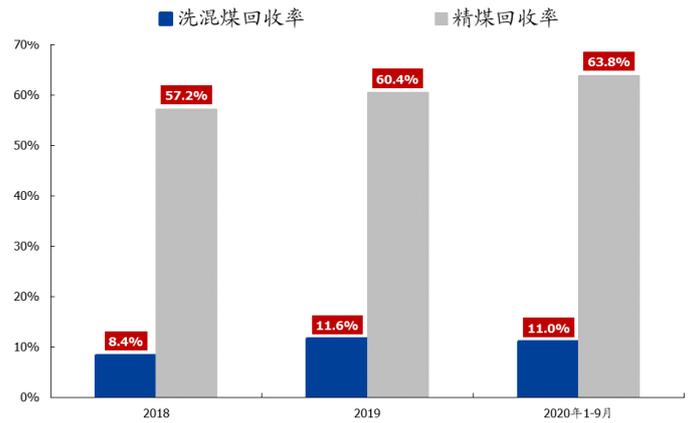
水峪煤业产量稳健，洗煤回收率持续提升。水峪煤业原煤产量较为稳定，2019年原煤产量为400.2万吨。近两年通过改进洗煤工艺、加强管理、堵塞漏洞，洗煤回收率持续提升，2019年精煤回收率为63.8%，盈利能力有所增强。水峪煤业洗煤产品（炼焦精煤、洗混煤）过去通过汾西矿业集团销售给山西焦煤集团后，再由山西焦煤集团进行统一销售，2019年实现营业收入21.9亿元，实现净利润2.9亿元；2020年由于年初煤价处于低位，汾西矿业调增对水峪煤业销售服务费的收取标准，叠加公司计提坏账、存货等项目损益，1-9月实现营业收入17.3亿元，净利润0.1亿元。考虑当下煤炭价格处于高位，未来煤炭价格中枢有望上移；且收购后水峪煤业将执行上市公司的销售政策，汾西矿业、山西焦煤集团将不会继续收取相关服务费，同时煤炭销售价格将按照市场价格执行，盈利水平有望回升。

图表 50: 水峪煤业原煤产量情况 (万吨; %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 水峪煤业洗煤回收率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

腾晖煤业为降本增效, 将恢复销售原煤。腾晖煤业于 2017 年 12 月通过兼并重组整合竣工验收, 2018 年达产, 2019 年原煤产量为 129.7 万吨。2020 年 1-9 月, 腾晖煤业累计销售商品煤为 51.1 万吨, 其中原煤 25.4 万吨, 洗煤 25.2 万吨, 精煤回收率为 55.1%。2020 年 1-9 月商品煤累计营收 3.2 亿元; 其中精煤销售收入为 1.7 亿元, 占比较大。腾晖煤业执行焦煤集团的精煤政策, 但由于腾晖煤业未配套自备洗煤厂, 且外送洗煤厂洗选能力有限, 成本较高, 腾晖煤业直接销售原煤较精煤效益更好; 考虑到腾晖煤业的实际情况, 腾晖煤业已于 2020 年 12 月起恢复销售原煤, 未来效益将逐步改善。

图表 52: 腾晖矿业 2020 年 1-9 月煤炭销售结构情况

	销量 (万吨)	销售收入 (万元)	销售单价 (元/吨)	回收率 (%)
原煤	26	15,145	584	
精煤	21	17,076	824	55%
中煤	3	249	91	5%
煤泥	2	29	17	4%
洗煤小计	25	17,354	689	65%
商品煤合计	51	32,499		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 核心假设

1) 煤炭产销量: 因收购水峪煤业、腾晖煤业两处集团优质矿井, 公司煤炭产能有所增长, 产销量具备成长性。预计 2020-2022 年商品煤销量分别为 2,760 万吨 (+9.7%)、3,189 万吨 (+15.5%)、3,256 万吨 (+2.1%)。公司未来仍将坚持精煤战略, 预测精煤洗出率保持近 6 年来均值。

2) 煤炭售价: 受益于未来供需格局改善, 预测 2020-2022 年商品煤综合售价分别为 644 元/吨 (-3.8%)、685 元/吨 (+6.3%)、707 元/吨 (+3.2%)。

图表 53: 山西焦煤主要业务数据假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
焦焦煤					
销量 (万吨)	240	217	262	305	316
吨煤售价 (元/吨)	1,095	1,058	1,026	1,118	1,174
肥焦煤					
销量 (万吨)	388	365	414	481	495
吨煤售价 (元/吨)	1,170	1,218	1,170	1,275	1,313
瘦焦煤					
销量 (万吨)	198	202	208	241	244
吨煤售价 (元/吨)	798	819	770	816	833
气焦煤					
销量 (万吨)	372	391	415	483	490
吨煤售价 (元/吨)	653	701	659	698	712
原煤					
销量 (万吨)	221	222	178	227	242
吨煤售价 (元/吨)	293	285	265	278	284
洗混煤					
销量 (万吨)	1,040	1,037	1,194	1,344	1,377
吨煤售价 (元/吨)	509	481	448	461	470
煤泥					
销量 (万吨)	102	83	88	107	91
吨煤售价 (元/吨)	153	118	112	112	112
综合					
商品煤销量 (万吨)	2,561	2,517	2,760	3,189	3,256
商品煤综合售价 (元/吨)	675	670	644	685	707
吨煤成本 (元/吨)	300	279	290	296	296
吨煤毛利 (元/吨)	375	391	354	389	410

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2. 盈利预测

基于以上假设, 预计 2020 年~2022 年公司营业收入分别为 345.2 亿元、392.5 亿元、405.5 亿元, 同比分为增长 4.8%、增长 13.7%、增长 3.3%; 毛利率分别为 30.6%、34.2%、35.7%。

图表 54: 山西焦煤主要业务板块盈利预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭					
营业收入	17,279	16,862	17,789	21,835	23,002
yoy	9.3%	-2.4%	5.5%	22.7%	5.3%
营业成本	7,670	7,027	8,015	9,443	9,642
yoy	14.5%	-8.4%	14.1%	17.8%	2.1%
毛利率	9,608	9,835	9,775	12,392	13,360
其他					
营业收入	14,992	16,093	16,735	17,414	17,551
yoy	16.8%	7.3%	4.0%	4.1%	0.8%
营业成本	14,345	15,423	15,941	16,367	16,427
yoy	16.0%	7.5%	3.4%	2.7%	0.4%
毛利率	4.32%	4.2%	4.7%	6.0%	6.4%
公司总计					
营业收入	32,271	32,955	34,525	39,249	40,553
yoy	12.6%	2.1%	4.8%	13.7%	3.3%
营业成本	22,015	22,450	23,955	25,810	26,069
yoy	15.4%	2.0%	6.7%	7.7%	1.0%
毛利率	31.8%	31.9%	30.6%	34.2%	35.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3. 投资建议

公司为全国炼焦煤龙头, 以煤炭主业为基础, 构建“煤-焦-化”、“煤-电-材”的多元化经营格局。公司河东煤田、西山煤田和霍西煤田均为省内优质焦煤资源的主要分布区域, 资源禀赋优异。公司坚持精煤战略, 精煤洗出率处于行业领先水平, 造就吨煤售价显著优势, 煤炭盈利能力强劲; 且公司辐射华北地区, 销售以长协为主, 市场客户稳定。公司成功装入水峪煤业、腾晖煤业两处集团先进矿井, 煤炭产销量具备成长性, 我们预计公司 2020 年~2022 年实现归母净利润分别为 18.6 亿元, 29.1 亿元, 33.7 亿元, EPS 分别为 0.45 元、0.71 元, 0.82 元, 对应 PE 为 11.1、7.1、6.1。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 55: 可比公司估值对比 (2021-02-26 收盘价)

证券代码	证券简称	股价/元	PE/倍				EPS/元			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601699.SH	潞安环能	5.7	9.1	8.8	7.0	6.5	0.80	0.65	0.82	0.88
601666.SH	平煤股份	5.1	10.5	9.1	8.9	7.8	0.49	0.56	0.58	0.66
600395.SH	盘江股份	7.3	9.3	13.4	9.1	7.4	0.66	0.55	0.80	1.00
000937.SZ	冀中能源	3.4	14.4	11.4	10.9	9.5	0.26	0.30	0.32	0.36
均值			10.8	10.7	9.0	7.8	0.55	0.52	0.63	0.73
000983.SZ	山西焦煤	5.0	12.0	11.1	7.1	6.1	0.42	0.45	0.71	0.82

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (潞安环能、盘江股份、冀中能源盈利预测来自于 Wind 一致性预期)

5.风险提示

煤价大幅下跌。

若宏观经济下滑影响，煤炭将需求下滑，煤炭市场出现供过于求现象，造成煤价大幅下跌。公司煤炭板块毛利占比超九成，若煤价大幅下跌，将对业绩产生较大负面影响。

进口煤管制放松。

取消进口煤限制，导致供给增加，煤炭行业供需失衡下，对公司业绩产生较大压力。

山西国企改革进度不及预期。

国资改革推进过程中仍存多重阻力，且山西煤企股权问题复杂、人员负担沉重，改革推进节奏或不及预期。

资产注入存在不确定性。

关于公司资产注入的可行性，仅是根据公开信息、政策及历史情况等合理推测分析。该项工作受多方因素影响，存在重大不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com