

山西焦煤 (000983.SZ)

焦煤格局持续向好，焦煤龙头厚积薄发

事件：公司发布 2020 年年报和 2021 年一季度报。2020 年，公司实现营收 337.6 亿元，同比减少 6.3%（追溯调整后）；实现归母净利 19.6 亿元，同比减少 7.5%（追溯调整后）。2021 年一季度，公司实现营收 92.6 亿元，同比增长 19.4%（追溯调整后）；实现归母净利 9.1 亿元，同比增长 49.4%（追溯调整后）。

水峪（400 万吨/年）、腾晖（120 万吨/年）煤业并表，煤炭产销双增。产量方面，2020 年公司共实现原煤产量 3544 万吨，同比增长 3.7%，较追溯调整前（2889 万吨）增长 22.7%，其中洗精煤产量 1436 万吨，同比微增 0.5%，较追溯调整前（1186 万吨）增长 21.1%；精煤洗出率较 2019 年小幅下滑 0.6pct 至 40.5%，基本保持稳定。**销量方面**，2020 年公司共实现商品煤销量 2838 万吨，同比下降 1.7%，较追溯调整前（2517 万吨）增长 12.8%，其中焦精煤占比 18.4%（+3.2pct）、肥精煤占比 12.4%（+0.2pct）、瘦精煤占比 7.2%（+0.2pct）、气精煤占比 12.3%（-1.2pct）。

2020 年煤炭售价下滑，成本抬升，毛利率下降。售价方面，2020 年公司商品煤综合售价 625 元/吨，同比下滑 8.3%，主因焦炭产能大幅压减致焦煤需求承压；其中肥精煤售价 1149 元/吨，同比下滑 5.7%（幅度最小），原煤售价 290 元/吨，同比下滑 32.9%（幅度最大）。成本方面，2020 年公司吨煤销售成本 347 元/吨，同比增长 15.8%，主因根据新收入准则要求，将销售费用中“运费及港口运杂费”调整至主营业务成本核算。盈利方面，2020 年公司吨煤销售毛利 278 元/吨，同比下滑 104 元/吨，毛利率下降 11.6pct 至 44.4%。

焦炭、电力毛利改善，亏损幅度有所收窄，建材业务放量。2020 年，公司电力热力业务实现毛利 2.95 亿元，同比增加 807%；焦炭业务实现毛利 4.32 亿元，同比增加 2.7%；建材业务逐步释放产能（华通水泥、奥隆建材 2020 年正式投入生产），实现产量 356 万吨，同比增长 350 万吨，实现毛利 0.87 亿元。

今年以来，焦煤格局持续改善带动价格走强，公司业绩值得期待。今年以来，需求端随着新建焦化产能陆续投产，后期炼焦煤需求总体将会呈增长态势，且由于新增焦化产能设备多以大型焦炉为主，对优质低硫主焦煤的需求更甚。而供给端，目前澳煤问题仍未解决，后期进口优质主焦煤资源面临减少；外加国内部分煤矿因安全压力将逐步关闭退出，焦煤整体供应面临较大收缩幅度，焦煤格局持续向好，焦煤价格逐步走强，剑指历史新高。公司焦煤毛利贡献约占 90%，在焦煤价格走强的背景下，全年业绩值得期待。

投资建议。公司去年更名“山西焦煤”，肩负焦煤集团煤炭资产上市重任，明确焦煤板块龙头上市公司地位，且已于去年底现金收购集团公司所属水峪、腾晖煤业，正式拉开资产注入序幕，未来空间亦值得期待。我们预计公司 2021 年~2023 年实现归母净利分别为 32 亿元，35.1 亿元，37.3 亿元，EPS 分别为 0.78 元、0.86 元、0.91 元，对应 PE 为 7.3、6.7、6.3，维持“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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	32,955	33,757	37,493	38,987	39,697
增长率 yoy (%)	2.1	2.4	11.1	4.0	1.8
归母净利润（百万元）	1,710	1,956	3,197	3,511	3,734
增长率 yoy (%)	-5.1	14.4	63.4	9.8	6.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.42	0.48	0.78	0.86	0.91
净资产收益率 (%)	8.7	10.1	14.2	13.5	12.5
P/E（倍）	13.7	11.9	7.3	6.7	6.3
P/B（倍）	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8

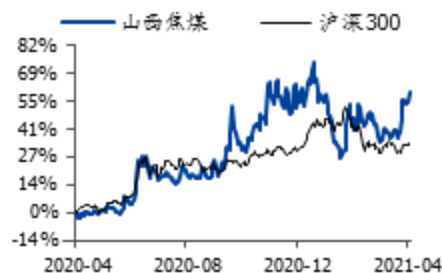
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
04 月 26 日收盘价	5.70
总市值(百万元)	23,350.39
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)	38.15

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

1、《山西焦煤（000983.SZ）：肩负集团资产上市重任，焦煤龙头成长可期》2021-03-01



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15225	15133	14145	14967	15364
现金	6974	4987	4499	4678	4764
应收票据及应收账款	2307	3124	3125	3373	3844
其他应收款	629	705	860	710	884
预付账款	333	247	398	273	410
存货	2783	2721	2491	2871	2545
其他流动资产	2198	3349	2773	3061	2918
非流动资产	49888	55477	59267	60382	60818
长期投资	2990	3175	3366	3556	3746
固定资产	28419	33725	35486	34951	33470
无形资产	8198	12489	14091	16009	18231
其他非流动资产	10281	6088	6324	5867	5371
资产总计	65113	70611	73412	75349	76183
流动负债	23012	32560	32619	32198	30647
短期借款	3394	4904	10037	8926	7089
应付票据及应付账款	13874	15516	16071	14479	17290
其他流动负债	5744	12139	6511	8793	6268
非流动负债	18971	16311	15454	13860	12042
长期借款	12310	8039	7224	5610	3800
其他非流动负债	6661	8272	8230	8250	8242
负债合计	41983	48871	48074	46058	42689
少数股东权益	2677	3024	3425	3866	4335
股本	3151	4097	4097	4097	4097
资本公积	1013	345	345	345	345
留存收益	15548	13508	17106	21058	25262
归属母公司股东权益	20453	18716	21913	25425	29159
负债和股东权益	65113	70611	73412	75349	76183

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7534	5242	3921	7836	8260
净利润	2021	2202	3599	3952	4203
折旧摊销	2486	3008	2891	3178	3373
财务费用	839	887	750	805	856
投资损失	-71	-132	-132	-132	-132
营运资金变动	1801	-985	-3107	0	-38
其他经营现金流	459	263	-79	33	-3
投资活动现金流	-2774	-4974	-6501	-4178	-3682
资本支出	1927	2712	3689	906	233
长期投资	-871	0	-190	-190	-190
其他投资现金流	-1719	-2262	-3002	-3462	-3640
筹资活动现金流	-4777	-2367	-3041	-2367	-2655
短期借款	-1284	1510	0	0	0
长期借款	-296	-4271	-815	-1614	-1810
普通股增加	0	945	0	0	0
资本公积增加	-91	-668	0	0	0
其他筹资现金流	-3106	116	-2225	-753	-845
现金净增加额	-18	-2099	-5620	1290	1922

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32955	33757	37493	38987	39697
营业成本	22450	24898	26059	26808	27078
营业税金及附加	1373	1430	1589	1652	1682
营业费用	2305	437	619	632	635
管理费用	2260	2506	2816	2893	2898
研发费用	296	383	425	442	450
财务费用	839	887	750	805	856
资产减值损失	-436	-296	305	326	312
其他收益	34	36	36	36	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	71	132	132	132	132
资产处置收益	0	2	2	2	2
营业利润	3076	3128	5101	5600	5955
营业外收入	20	59	59	59	59
营业外支出	61	77	77	77	77
利润总额	3035	3109	5082	5581	5936
所得税	1015	908	1483	1629	1732
净利润	2021	2202	3599	3952	4203
少数股东损益	310	246	401	441	469
归属母公司净利润	1710	1956	3197	3511	3734
EBITDA	6331	6795	8535	9408	9808
EPS (元)	0.42	0.48	0.78	0.86	0.91

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.1	2.4	11.1	4.0	1.8
营业利润(%)	-5.3	1.7	63.1	9.8	6.3
归属于母公司净利润(%)	-5.1	14.4	63.4	9.8	6.4
获利能力					
毛利率(%)	31.9	26.2	30.5	31.2	31.8
净利率(%)	5.2	5.8	8.5	9.0	9.4
ROE(%)	8.7	10.1	14.2	13.5	12.5
ROIC(%)	5.8	6.5	8.4	9.1	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	69.2	65.5	61.1	56.0
净负债比率(%)	72.3	81.3	82.9	62.0	43.1
流动比率	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.8	12.4	12.0	12.0	11.0
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.48	0.78	0.86	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	1.28	0.96	1.91	2.02
每股净资产(最新摊薄)	4.99	4.57	5.35	6.21	7.12
估值比率					
P/E	13.7	11.9	7.3	6.7	6.3
P/B	1.1	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.8	6.5	5.6	4.8	4.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月26日收盘价

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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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