

# 山西焦煤 (000983)

证券研究报告

2021年04月27日

## 20年收购资产业绩达标,量价齐升 Q1 业绩大幅增长

### 事件:

2021年4月27日,公司发布2020年年报和2021年一季报。2020年公司实现营业收入337.57亿元,同比减少6.25%;实现归属于母公司的净利润19.56亿元,同比减少7.54%。2021年一季度,公司实现营业收入92.59亿元,环比下降22.82%,同比上升19.42%;归属上市股东净利润9.1亿元,环比上升156.3%,同比上升49.35%。

### 点评:

**20年煤炭业务毛利率下降,影响公司盈利能力同比下降。**2020年,公司实现营业收入337.57亿元,同比减少6.25%,主要是因为公司煤炭、焦炭销售收入下降。**煤炭方面**,销量、售价同比下降,影响煤炭业务收入同比下降9.9%。2020年公司实现商品煤销量2838万吨,同比下降1.73%;商品煤综合售价624.74元/吨,同比减少8.32%;导致煤炭销售收入为177.3亿元,同比下降9.9%。**焦炭方面**,售价降幅大于销量增幅,影响焦炭业务收入同比下降2.93%。20年,公司焦炭销量为440万吨,同比上升1.85%;销售价格为1675.94元/吨,同比下降8.11%;销售收入为73.74亿元,同比下降6.41%。**煤炭业务成本方面**,由于2020年会计准则变化,销售费用中“运费及港口运杂费”调整至主营业务成本中,导致煤炭业务成本为98.53亿元,同比大幅上涨34.58%。在煤炭收入同比下降,成本大幅增长的情况下,煤炭业务毛利率为44.43%,同比下降16.49%,导致20年公司归属上市股东的净利润为19.56亿元,同比减少7.54%。

**21年一季度煤炭产品量价齐升,公司盈利能力大幅增加。**2021年第一季度,公司实现营业收入92.59亿元,同比上升19.42%,主要是因为煤炭产品销量及价格同比增长。归属上市股东净利润达到9.1亿元,同比上升49.35%,主要是因为煤炭销售收入上升,以及去年收购集团优质资产贡献业绩,致使公司一季度盈利同比大幅增加。

**收购集团优质资产,业绩贡献高于承诺额。**公司于2020年12月29日完成收购水峪煤业和腾晖煤业,此举增加煤炭产能520万吨/年。水峪煤业2020年度10-12月实现扣非净利润为14,926.16万元,高于承诺净利润数13,491.15万元,完成2020年度业绩承诺。腾晖煤业2020年度10-12月实现扣非净利润为4,457.63万元,高于承诺净利润数3,517.69万元,完成2020年度业绩承诺。根据收购资产相关业绩承诺,21-22年两家公司合计将为公司每年带来扣非净利润8.74亿元,占公司2019年调整前扣非净利润的51.10%。

**焦煤行业去产能持续,集团资源优势保障公司未来发展。**焦煤市场方面,截至4月26日,京唐港主焦煤均价为1657.05元/吨,同比上涨5.90%。2021年山东省拟关闭焦煤产能3400万吨,占2020年炼焦精煤总产量的7.01%。叠加澳煤进口持续受限的情况下,炼焦煤供给有望下降,从而使21年炼焦煤价中枢上行。**集团资源方面**,焦煤集团是中国最大的优质炼焦煤生产基地,现有煤种包括炼焦煤所有品种,品质优良。目前,焦煤集团拥有四家上市公司,其中只有山煤国际存在同业竞争关系。而山煤国际已通过10GW的异质结电池生产项目计划向新能源方向转型升级。未来,集团为解决同业竞争问题,或将公司作为旗下核心煤炭资源整合平台,保障公司成长性。

**投资建议:**由于收购资产承诺未来业绩及炼焦煤价格持续上涨,我们将公司2021-2022年净利润由28.48/30.41调整至29.29/31.57亿元。维持公司“买入”评级。

**风险提示:**宏观经济不及预期;行业发展不及预期;收购资产业绩不及预期等

### 投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.7元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	4,096.56
流通A股股本(百万股)	4,096.56
A股总市值(百万元)	23,350.39
流通A股市值(百万元)	23,350.37
每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	67.53
一年内最高/最低(元)	6.32/3.66

### 作者

彭鑫	分析师
SAC执业证书编号: S1110518110002	
pengxin@tfzq.com	
吴鑫涛	联系人
wuxintao@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《西山煤电-公司点评:收购集团优质资产,巩固公司炼焦煤龙头地位》 2020-12-10
- 《西山煤电-公司点评:山西国改受益标的,深化炼焦煤主业发展》 2020-11-21
- 《西山煤电-首次覆盖报告:炼焦煤龙头企业,未来成长可期》 2020-10-28

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	36,007.53	33,756.58	39,518.95	39,881.18	41,042.93
增长率(%)	11.58	(6.25)	17.07	0.92	2.91
EBITDA(百万元)	8,319.82	7,900.28	7,758.21	8,169.26	8,773.78
净利润(百万元)	2,120.83	1,956.30	2,928.94	3,157.45	3,521.72
增长率(%)	17.67	(7.76)	49.72	7.80	11.54
EPS(元/股)	0.52	0.48	0.55	0.59	0.66
市盈率(P/E)	10.91	11.83	10.27	9.53	8.54
市净率(P/B)	1.13	1.24	1.40	1.24	1.10
市销率(P/S)	0.64	0.69	0.76	0.75	0.73
EV/EBITDA	3.80	4.53	5.51	5.13	5.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,974.49	4,986.57	3,161.52	3,190.49	3,283.43	营业收入	36,007.53	33,756.58	39,518.95	39,881.18	41,042.93
应收票据及应收账款	2,307.20	3,124.30	4,559.94	6,518.17	13,547.26	营业成本	24,103.32	24,898.02	27,976.53	27,923.05	28,342.49
预付账款	333.48	246.94	636.02	177.55	616.13	营业税金及附加	1,616.36	1,430.21	1,778.35	1,794.65	1,846.93
存货	2,782.86	2,721.05	4,416.84	2,330.90	4,823.93	营业费用	2,480.40	436.85	474.23	478.57	492.52
其他	2,827.32	4,054.43	2,747.20	3,183.02	3,485.22	管理费用	2,476.53	2,505.75	2,963.92	2,991.09	3,078.22
<b>流动资产合计</b>	<b>15,225.34</b>	<b>15,133.29</b>	<b>15,521.51</b>	<b>15,400.13</b>	<b>25,755.97</b>	研发费用	329.38	382.81	474.23	478.57	492.52
长期股权投资	2,990.32	3,175.30	3,516.34	3,840.15	4,123.43	财务费用	953.47	886.61	1,106.53	1,116.67	1,149.20
固定资产	28,418.72	33,725.09	33,757.68	33,162.76	32,178.33	资产减值损失	(436.09)	(296.04)	100.00	100.00	100.00
在建工程	7,599.08	3,765.07	2,295.04	1,425.03	885.02	公允价值变动收益	0.00	(0.10)	0.00	0.00	0.00
无形资产	8,197.88	12,488.98	12,069.89	11,650.81	11,231.73	投资净收益	71.46	132.40	90.00	90.00	90.00
其他	2,681.93	2,322.89	2,550.15	2,448.46	2,365.41	其他	729.26	251.80	(380.00)	(380.00)	(380.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,887.93</b>	<b>55,477.33</b>	<b>54,189.11</b>	<b>52,527.21</b>	<b>50,783.92</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,683.45</b>	<b>3,128.29</b>	<b>4,935.16</b>	<b>5,288.56</b>	<b>5,831.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>65,113.27</b>	<b>70,610.62</b>	<b>69,710.62</b>	<b>67,927.34</b>	<b>76,539.89</b>	营业外收入	22.26	58.61	51.61	36.63	34.22
短期借款	3,394.16	4,904.47	5,103.91	6,820.46	8,658.70	营业外支出	64.81	77.40	80.85	65.69	57.93
应付票据及应付账款	13,873.56	15,516.03	18,677.50	13,899.39	17,592.26	<b>利润总额</b>	<b>3,640.89</b>	<b>3,109.49</b>	<b>4,905.92</b>	<b>5,259.50</b>	<b>5,807.35</b>
其他	5,744.28	12,139.20	8,054.65	8,778.81	8,448.33	所得税	1,090.32	907.58	1,471.78	1,577.85	1,742.21
<b>流动负债合计</b>	<b>23,012.01</b>	<b>32,559.70</b>	<b>31,836.07</b>	<b>29,498.65</b>	<b>34,699.30</b>	<b>净利润</b>	<b>2,550.57</b>	<b>2,201.91</b>	<b>3,434.14</b>	<b>3,681.65</b>	<b>4,065.15</b>
长期借款	9,311.93	7,559.73	4,074.21	1,184.60	1,117.69	少数股东损益	429.74	245.61	505.21	524.20	543.43
应付债券	2,998.24	479.56	2,157.87	1,878.56	1,505.33	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,120.83</b>	<b>1,956.30</b>	<b>2,928.94</b>	<b>3,157.45</b>	<b>3,521.72</b>
其他	6,660.80	8,271.99	6,815.52	7,249.44	7,445.65	每股收益(元)	0.52	0.48	0.55	0.59	0.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>18,970.98</b>	<b>16,311.28</b>	<b>13,047.60</b>	<b>10,312.60</b>	<b>10,068.67</b>						
<b>负债合计</b>	<b>41,982.99</b>	<b>48,870.98</b>	<b>44,883.67</b>	<b>39,811.25</b>	<b>44,767.97</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	2,677.30	3,023.63	3,377.28	3,901.48	4,444.91	<b>成长能力</b>					
股本	3,151.20	4,096.56	5,325.53	5,325.53	5,325.53	营业收入	11.58%	-6.25%	17.07%	0.92%	2.91%
资本公积	1,012.94	344.77	344.77	344.77	344.77	营业利润	13.40%	-15.07%	57.76%	7.16%	10.26%
留存收益	16,560.73	13,852.34	16,124.15	18,889.08	22,001.49	归属于母公司净利润	17.67%	-7.76%	49.72%	7.80%	11.54%
其他	(271.89)	422.33	(344.77)	(344.77)	(344.77)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>23,130.28</b>	<b>21,739.63</b>	<b>24,826.95</b>	<b>28,116.09</b>	<b>31,771.92</b>	毛利率	33.06%	26.24%	29.21%	29.98%	30.94%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>65,113.27</b>	<b>70,610.62</b>	<b>69,710.62</b>	<b>67,927.34</b>	<b>76,539.89</b>	净利率	5.89%	5.80%	7.41%	7.92%	8.58%
						ROE	10.37%	10.45%	13.65%	13.04%	12.89%
						ROIC	9.19%	8.68%	13.45%	13.15%	13.55%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	64.48%	69.21%	64.39%	58.61%	58.49%
净利润	2,020.56	2,201.91	2,928.94	3,157.45	3,521.72	净负债率	49.15%	51.65%	44.39%	34.19%	34.66%
折旧摊销	2,486.26	3,007.60	1,916.52	1,964.02	1,993.52	流动比率	0.66	0.46	0.49	0.52	0.74
财务费用	809.77	761.92	1,106.53	1,116.67	1,149.20	速动比率	0.54	0.38	0.35	0.44	0.60
投资损失	(127.89)	(204.31)	(90.00)	(90.00)	(90.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	756.34	1,310.70	(4,395.75)	(3,439.76)	(6,714.84)	应收账款周转率	8.58	12.43	10.29	7.20	4.09
其它	1,588.79	(1,836.13)	505.21	524.20	543.43	存货周转率	12.01	12.27	11.07	11.82	11.47
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,533.82</b>	<b>5,241.69</b>	<b>1,971.44</b>	<b>3,232.58</b>	<b>403.03</b>	总资产周转率	0.55	0.50	0.56	0.58	0.57
资本支出	3,060.96	7,173.53	1,857.51	(30.10)	137.07	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	445.43	184.98	341.04	323.82	283.28	每股收益	0.52	0.48	0.55	0.59	0.66
其他	(6,280.84)	(12,332.17)	(2,509.53)	(607.71)	(663.53)	每股经营现金流	1.84	1.28	0.48	0.79	0.10
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,774.46)</b>	<b>(4,973.65)</b>	<b>(310.98)</b>	<b>(314.00)</b>	<b>(243.18)</b>	每股净资产	4.99	4.57	4.03	4.55	5.13
债权融资	18,343.21	16,215.55	14,183.39	12,802.97	14,294.57	<b>估值比率</b>					
股权融资	(1,030.67)	(554.51)	(615.80)	(1,087.82)	(1,120.35)	市盈率	10.91	11.83	10.27	9.53	8.54
其他	(22,089.56)	(18,028.43)	(17,053.10)	(14,604.76)	(13,241.14)	市净率	1.13	1.24	1.40	1.24	1.10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,777.03)</b>	<b>(2,367.38)</b>	<b>(3,485.52)</b>	<b>(2,889.61)</b>	<b>(66.91)</b>	EV/EBITDA	3.80	4.53	5.51	5.13	5.01
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.42	7.29	7.31	6.76	6.49
<b>现金净增加额</b>	<b>(17.66)</b>	<b>(2,099.35)</b>	<b>(1,825.05)</b>	<b>28.98</b>	<b>92.94</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com