

# 晋控煤业 (601001.SH)

## 肩负集团资产上市重任，乘风而起成长可期

**山西动力煤龙头，优质煤炭资产上市整合平台。**公司为优质动力煤生产企业，位于国家大型煤炭规划基地的晋北基地，主要开采大同煤田，地理位置优越，交通便利。公司主要从事煤炭、化工和建材等业务，公司控股股东为晋能控股煤业集团，实控人为山西省国资委。2020年12月，公司更名为“晋控煤业”，明确山西动力煤上市平台战略定位。公司收购同忻煤矿32%股权增厚业绩，叠加煤价上涨，2021年Q1实现归母净利润5.1亿元，同比增长73.1%。

**乘煤价涨势之风，公司业绩可期。**短期来看，安监、环保压力持续加大，进口煤管控亦难言放松；而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，供需矛盾难解，预计全年中枢或上移至700~750元/吨附近，较2020年均价上涨120~170元/吨，公司全年业绩可期。长期来看，行业供给受限，集中度提高，行业高质量发展可期。公司煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异。煤质具有低灰、低硫、高发热量等特点；且煤炭资源赋存条件好，适宜综合机械化生产。公司地处大秦铁路起点，煤炭运输具备便利的条件。截至2020年末，公司并表矿井合计产能3210万吨/年，权益产能2223万吨/年，单井产能规模超千万。

**肩负晋能控股煤炭资产上市重任，未来成长空间巨大。**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。公司所属的晋控煤业为晋能控股集团煤炭资产的主要上市平台，晋能控股集团为山西省第一、全国第二大煤炭企业，集团资源储备丰富，实力雄厚。2020年10月，晋控煤业集团将同忻煤矿优质煤炭资产成功注入上市公司，增厚业绩预期。未来晋能控股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，未来成长空间巨大。

**投资建议。**公司为山西省动力煤龙头，煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异。公司地处大秦线起点、运输便利。在山西国企改革提速下，资产收购序幕开启，公司已于2020年12月收购集团优质资产同忻煤矿32%股权，后续伴随集团有计划地将煤炭资产逐步装入，公司未来成长可期。我们预计公司2021年~2023年实现归母净利润分别为26.4亿元、28.4亿元、30.6亿元，EPS分别为1.57元、1.69元、1.83元，对应PE为4.7、4.3、4.0。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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,358	10,905	14,299	14,941	15,430
增长率 yoy (%)	0.9	-4.0	31.1	4.5	3.3
归母净利润(百万元)	897	876	2,635	2,837	3,063
增长率 yoy (%)	36.0	-2.4	200.9	7.6	8.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.54	0.52	1.57	1.69	1.83
净资产收益率(%)	12.1	10.6	23.3	19.9	17.7
P/E(倍)	13.7	14.0	4.7	4.3	4.0
P/B(倍)	1.9	1.7	1.2	1.0	0.8

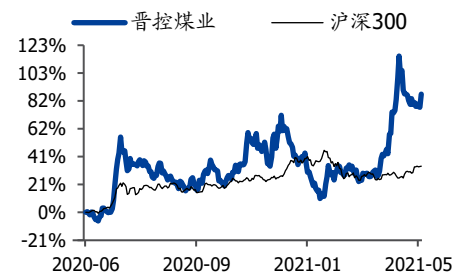
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月1日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	
6月1日收盘价(元)	7.34
总市值(百万元)	12,284.96
总股本(百万股)	1,673.70
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	57.32

#### 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

19801298060

邮箱: jiangyuexin@gszq.com



**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
<b>流动资产</b>	10186	11146	5991	7372	5171
现金	8092	9233	4002	5193	3125
应收票据及应收账款	1189	799	988	1004	1053
其他应收款	123	118	168	172	153
预付账款	50	83	91	91	97
存货	450	550	380	549	380
其他流动资产	283	363	363	363	363
<b>非流动资产</b>	17303	20863	27093	30372	33434
长期投资	2445	5428	9012	12595	16179
固定资产	10732	10491	12749	12566	12193
无形资产	3044	3885	3658	3555	3490
其他非流动资产	1082	1059	1675	1655	1572
<b>资产总计</b>	27489	32009	33085	37744	38605
<b>流动负债</b>	13688	12885	10476	12351	10154
短期借款	4076	4410	3969	3175	3651
应付票据及应付账款	3245	4862	2680	4857	2677
其他流动负债	6367	3613	3828	4319	3826
<b>非流动负债</b>	2524	6512	6158	4842	3473
长期借款	1273	5258	4904	3588	2220
其他非流动负债	1252	1254	1254	1254	1254
<b>负债合计</b>	16212	19397	16634	17193	13628
少数股东权益	4872	5328	6531	7794	9157
股本	1674	1674	1674	1674	1674
资本公积	242	248	248	248	248
留存收益	3408	4302	8141	12240	16666
归属母公司股东权益	6404	7284	9920	12757	15820
<b>负债和股东权益</b>	27489	32009	33085	37744	38605

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2695	3749	2166	7814	3146
净利润	1367	1331	3839	4100	4426
折旧摊销	1013	1004	1002	1139	1192
财务费用	565	386	678	694	669
投资损失	-161	-216	-600	-600	-600
营运资金变动	-202	907	-2753	2481	-2541
其他经营现金流	112	337	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-269	-3600	-6632	-3818	-3654
资本支出	493	792	2647	-305	-521
长期投资	0	-2886	-3584	-3584	-3584
其他投资现金流	223	-5694	-7569	-7706	-7759
<b>筹资活动现金流</b>	-1192	987	-765	-2804	-1561
短期借款	3116	334	-441	-794	476
长期借款	-2950	3986	-355	-1316	-1368
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	6	0	0	0
其他筹资现金流	-1358	-3338	30	-694	-669
<b>现金净增加额</b>	1233	1137	-5232	1192	-2069

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	11358	10905	14299	14941	15430
营业成本	5078	7040	6549	6545	6542
营业税金及附加	724	723	918	967	999
营业费用	2202	123	146	152	157
管理费用	478	432	510	533	551
研发费用	175	133	157	164	170
财务费用	565	386	678	694	669
资产减值损失	-68	-96	-126	-132	-136
其他收益	18	16	16	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	161	216	600	600	600
资产处置收益	14	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2232	2113	6083	6633	7094
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	13	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	2222	2102	6071	6622	7083
所得税	855	771	2232	2523	2657
<b>净利润</b>	1367	1331	3839	4100	4426
少数股东损益	469	455	1204	1263	1363
<b>归属母公司净利润</b>	897	876	2635	2837	3063
EBITDA	3324	3443	7296	7980	8453
EPS (元)	0.54	0.52	1.57	1.69	1.83

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.9	-4.0	31.1	4.5	3.3
营业利润(%)	11.9	-5.3	187.8	9.1	6.9
归属于母公司净利润(%)	36.0	-2.4	200.9	7.6	8.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.3	35.4	54.2	56.2	57.6
净利率(%)	7.9	8.0	18.4	19.0	19.9
ROE(%)	12.1	10.6	23.3	19.9	17.7
ROIC(%)	9.0	8.7	19.6	20.2	19.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.0	60.6	50.3	45.6	35.3
净负债比率(%)	11.7	9.6	38.6	14.9	16.9
流动比率	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	10.2	11.0	16.0	15.0	15.0
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.52	1.57	1.69	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	2.24	1.29	4.67	1.88
每股净资产(最新摊薄)	3.83	4.35	5.93	7.62	9.45
<b>估值比率</b>					
P/E	13.7	14.0	4.7	4.3	4.0
P/B	1.9	1.7	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.5	3.5	2.9	3.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 1 日收盘价

## 内容目录

1. 山西动力煤龙头，优质煤炭资产上市整合平台 .....	5
2. 乘煤价涨势之风，公司业绩可期 .....	7
2.1. 行业：煤价中枢上移，行业边际向好 .....	7
2.1.1. 短期：供需矛盾难解，待情绪释放后煤价仍将上行 .....	7
2.1.2. 长期：供给受限，集中度提高，行业高质量发展可期 .....	10
2.2. 公司：资源禀赋优异，单井产能规模超千万 .....	12
3. 肩负晋能控股煤炭资产上市重任，未来成长空间巨大 .....	16
4. 盈利预测 .....	20
4.1. 核心假设 .....	20
4.2. 盈利预测 .....	21
4.3. 投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

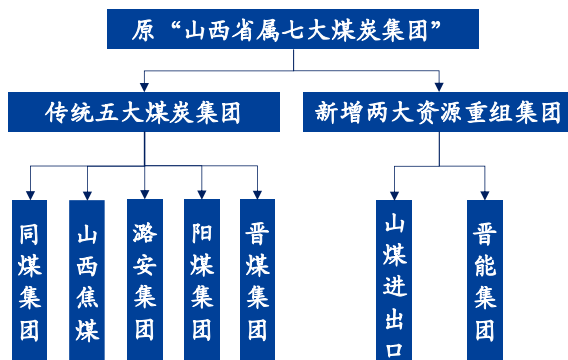
图表 1: 重组前的七大煤炭集团 .....	5
图表 2: 重组后的 2+3 产业集团 .....	5
图表 3: 晋控煤业股权结构及子公司 .....	6
图表 4: 2015 年~2021Q1 公司营业收入及增速 (亿元) .....	6
图表 5: 2015 年~2021Q1 公司归母净利润及增速 (亿元) .....	6
图表 6: 2015 年~2020 年公司营业收入构成 .....	7
图表 7: 2015 年~2020 年公司毛利构成 .....	7
图表 8: 2015 年~2020 年 Q1 公司销售毛利率、净利率变化 .....	7
图表 9: 2015 年~2020 年公司各板块毛利率情况 .....	7
图表 10: 21 年 1~4 月进口动力煤 7271 万吨，同比减 25.1% (万吨) .....	8
图表 11: 内外贸煤价差 (元/吨) .....	8
图表 12: 煤炭行业“三角关系” .....	9
图表 13: 预计全年煤价中枢将上移 120~170 元/吨 (元/吨) .....	9
图表 14: 动力煤供需平衡表 (亿吨) .....	10
图表 15: 煤炭固定资产投资完成额及同比增速 (亿元) .....	11
图表 16: 煤炭行业兼并重组驶入快车道 .....	12
图表 17: 煤炭行业集中度不断提高 .....	12
图表 18: 山西省三大煤炭基地规划 .....	13
图表 19: 公司核定矿井情况 .....	13
图表 20: 公司煤炭产量情况 (万吨) .....	14
图表 21: 公司煤炭销量情况 (万吨) .....	14
图表 22: 公司商品煤单季产量情况 (万吨) .....	14
图表 23: 公司自产商品煤单季销量情况 (万吨) .....	14
图表 24: 公司各矿井吨煤售价情况 (元/吨) .....	15
图表 25: 公司各矿井吨煤成本情况 (元/吨) .....	15
图表 26: 可比公司吨煤售价情况 (元/吨) .....	15
图表 27: 可比公司吨煤成本情况 (元/吨) .....	15
图表 28: 可比公司吨煤毛利情况 (元/吨) .....	15
图表 29: 可比公司煤炭板块毛利率情况 .....	15
图表 30: 我国煤炭主要外运通道示意图 .....	16

图表 31: 晋能控股集团简介.....	16
图表 32: 山西省属煤企重组示意图.....	17
图表 33: 原煤产量情况 (万吨) .....	17
图表 34: 煤炭销量情况 (万吨) .....	17
图表 35: 晋能控股煤业集团部分 (产能 > 500 万吨/年) 矿井信息.....	18
图表 36: 政策推进资产证券化率提升.....	19
图表 37: 晋控煤业主要业务数据假设.....	20
图表 38: 晋控煤业主要业务板块盈利预测 (百万元) .....	21
图表 39: 可比公司估值对比 (2021-06-01 收盘价) .....	21

## 1. 山西动力煤龙头，优质煤炭资产上市整合平台

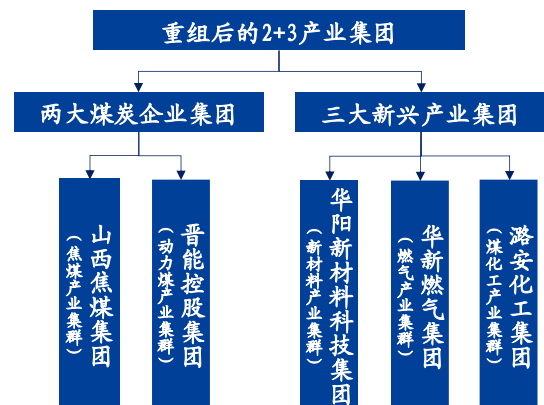
更名为“晋控煤业”，明确山西动力煤上市平台战略定位。晋能控股山西煤业股份有限公司（以下简称“晋控煤业”或“公司”）由原同煤集团为主发起人，联合其他七家发起人共同发起设立的集煤炭生产、洗选、加工和销售一体化的公司；后于2006年6月在上海交易所挂牌上市。作为集团旗下优质煤炭资产的上市整合平台，公司先后投资、收购集团塔山、同忻煤矿等多笔资产。为发挥山西省能源企业产业集群优势，提高集中度，推动能源革命综合改革试点取得重大突破，山西省委省政府对国有资本布局结构进行重塑性优化，将原同煤、晋能、晋煤三大集团整合重组，同步整合潞安集团、华阳新材料集团的部分动力煤矿和电厂等资产，以及改制转企后的太原煤炭交易中心，新设成立晋能控股集团，倾力打造山西能源航母。此次兼并重组的核心为专业化，其中全国第二大煤企晋能控股集团定位为动力煤产业集群。新组建的晋能控股集团主要涉及煤炭、电力和煤炭机械制造三大核心产业，并相应组建晋能控股煤业集团公司、晋能控股电力集团公司、晋能控股装备制造集团公司，其中晋能控股煤业集团公司主要负责晋能控股集团旗下动力煤板块，负责整合省内动力煤资源，晋控煤业作为其煤炭资产唯一上市平台，战略地位显著。2020年12月，公司控股股东同煤集团名称已变更为“晋能控股煤业集团有限公司”；为充分反映上市公司战略定位，公司由“大同煤业”变更为“晋控煤业”。

图表 1: 重组前的七大煤炭集团



资料来源：山西焦煤官网，国盛证券研究所

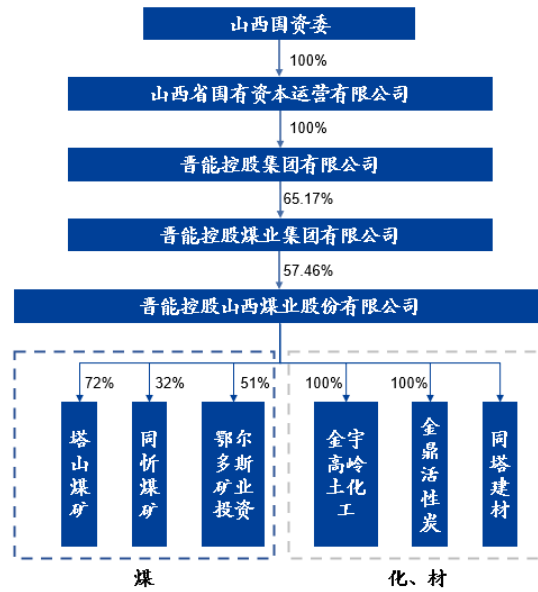
图表 2: 重组后的 2+3 产业集团



资料来源：山西焦煤官网，国盛证券研究所

公司主要从事煤炭、化工和建材等业务，主要产品有动力煤、活性炭、高岭土等。公司为优质动力煤生产企业，煤种具备低灰、特低硫、挥发分适中、高发热量等特征，已形成“大友”、“大沫”、“口泉”、“大有”、“塔末”等知名品牌，产品畅销全国电力、冶金等多个行业。公司直接控股股东为晋能控股煤业集团，持有公司 57.5% 股份，实控人为山西省国资委。

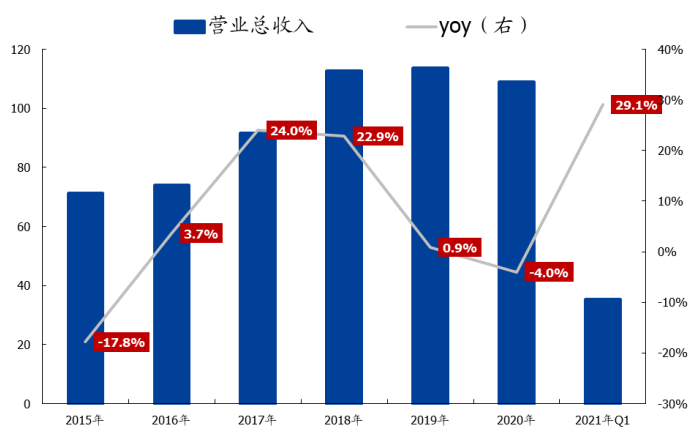
图表 3: 晋控煤业股权结构及子公司



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

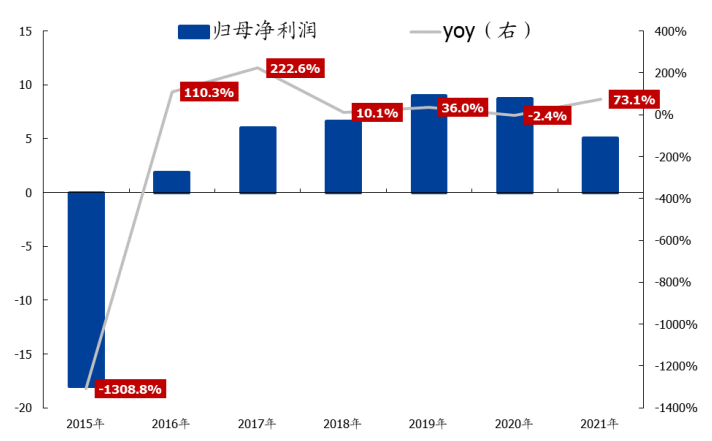
**煤价上涨叠加收购优质资产增厚 Q1 利润, 全年业绩值得期待。**2020 年公司实现营业收入 109.1 亿元, 同比降低 4%; 实现归母净利润 8.8 亿元, 同比降低 2.4%; 主因公司煤炭售价下降, 叠加公司 2020 年度计提信用减值损失 8,992 万元、计提资产减值损失 9,637 万元, 合计减少利润总额 1.86 亿元。2021 年 Q1 实现营业收入 35.3 亿元, 同比增长 29.1%; 实现归母净利润 5.1 亿元, 同比增长 73.1%; 主因 Q1 煤价大幅上涨, 叠加公司收购同忻煤矿 32% 股权增厚业绩 (投资收益同比增长 331.43%, 增加 8,652 万元)。截至 2021 年 5 月 10 日, Q2 动力煤均价已至 778 元/吨, 环比增长 7.6%, 同比增长 49.8%; 考虑内蒙反腐、煤矿安监的扰动依然存在, 进口煤管控亦难言放松, 而在经济复苏的背景下需求端有明显改善, 预计 2021 年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局, 预计全年煤价中枢上移 120~170 元/吨, 公司业绩值得期待。

图表 4: 2015 年~2021Q1 公司营业收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

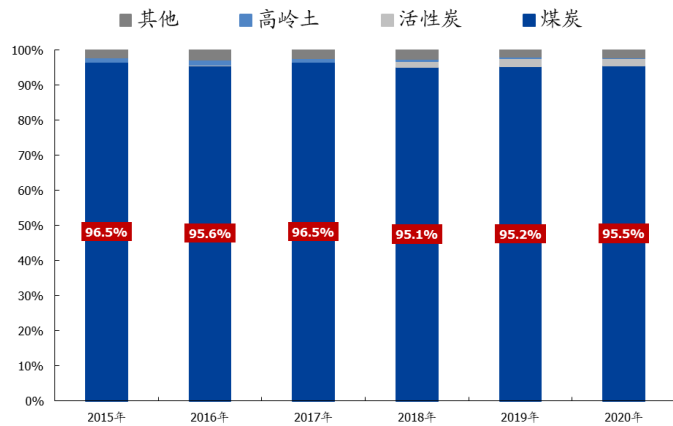
图表 5: 2015 年~2021Q1 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

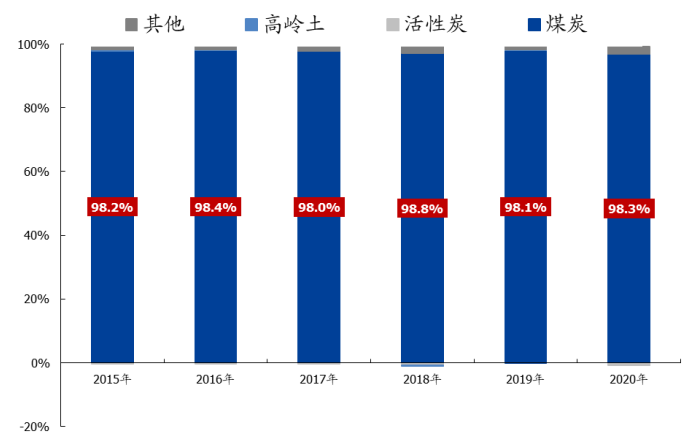
**煤炭业务为公司主要利润来源。**长期以来, 煤炭一直为公司的主要营收及毛利来源, 2015 年以来, 煤炭业务占收入的比值保持在 95% 以上, 毛利占比保持在 98% 以上。公司作为晋能控股煤业集团推动煤炭资源整合和专业化重组的煤炭上市平台, 未来煤矿资产注入可期, 届时煤炭业务占比将进一步提升。

图表 6: 2015 年~2020 年公司营业收入构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

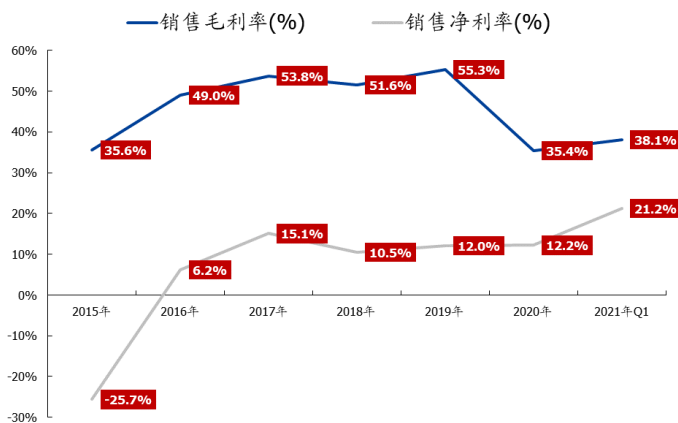
图表 7: 2015 年~2020 公司毛利构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

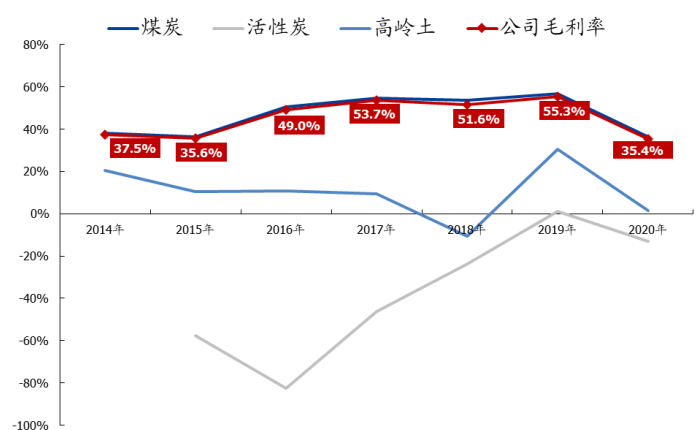
**会计准则调整致使毛利率下滑，净利率表现稳健。**毛利率方面，因新会计准则将销售费用转入成本项，致使公司 2020 年销售毛利率下降至 35.4%；公司销售净利率表现稳健，2020 年为 12.2%，同比提高 0.2pct。2021 年 Q1 市场动力煤价一举破千，在此推动下，公司销售净利率得到快速提升；2021 年 Q1 公司销售净利率为 21.2%，较去年同期提高 4.8pct。

图表 8: 2015 年~2020 年 Q1 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 9: 2015 年~2020 年公司各板块毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.乘煤价涨势之风，公司业绩可期

### 2.1.行业：煤价中枢上移，行业边际向好

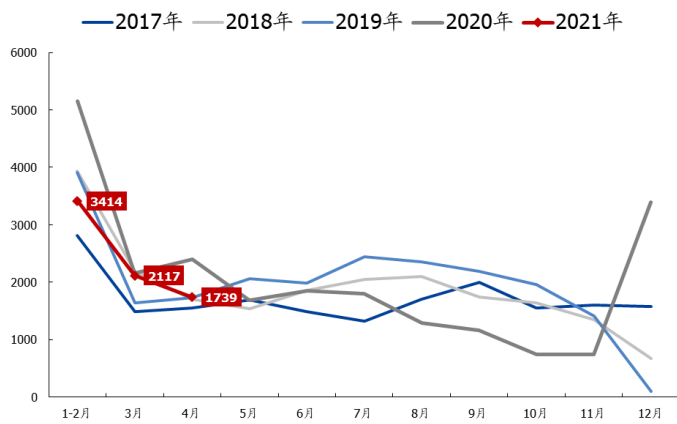
#### 2.1.1.短期：供需矛盾难解，待情绪释放后煤价仍将上行

**供需矛盾难缓解，待情绪释放后煤价仍将上行。**前期大宗商品价格过快上涨，虽有碳减排、碳中和大背景下供需矛盾的加持，但上涨速度过快也的确反映存在一些非理性因素的干扰（资金助推和期货拉涨，使现货价格愈加疯狂）。继 5 月 12 日国常会聚焦大宗商品涨价后，5 月 19 日总理主持召开国务院常务会议，再度部署做好大宗商品保供稳价工作。国常会一周内连续两次聚焦大宗商品价格，十分罕见，远超市场预期，这也

反映了大宗商品涨价问题已经引发上层的高度关注。受此影响，市场情绪转弱，叠加动力煤期货价格暴跌，打击现货看涨情绪，北方港口现货煤价高位回落。但随着悲观情绪的逐步释放，煤价已于近期止跌企稳。当前对动力煤市场影响最大的是供给端，而供应端最大的不确定性即在于政策。相关部门要求煤企在保证安全的前提下增产增供，但由于安全、环保政策的矛盾性，动力煤国内供应或难有明显增长。且进口方面由于澳煤受限叠加国外煤价暴涨导致进口利润收缩，短期内也难以明显放量。而需求端随着“迎峰度夏”用煤高峰的到来，外加目前库存水平整体偏低，下游用户补库需求逐步释放，届时将带动煤价再次上涨。

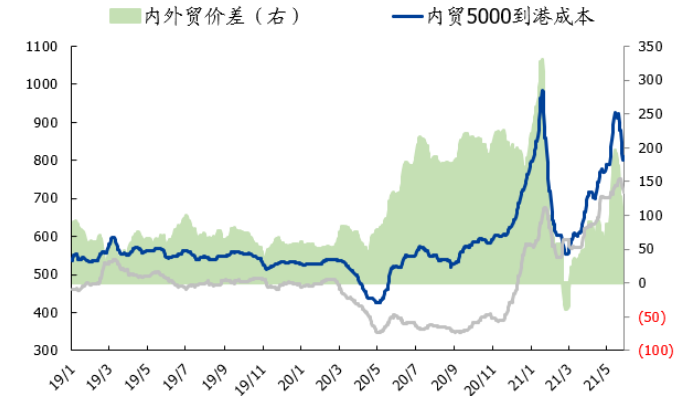
- 一方面，安监、环保压力持续加大，煤企增产力度或不及预期。今年安全事故频发（贵州、新疆、山东矿难），煤矿安全形势严峻，地方政府和煤矿势必会将安全生产放在首位，发改委亦很难协调保供与安监之间的矛盾，外加今年是建党 100 周年，产地后续安监力度或超市场预期。因此，即使在发改委要求“增产增供”的背景下，国内煤企产量增量空间亦有限。5 月，主产区安监、环保仍严，山西应急管理厅以“一通三防、顶板、防止水”等为重点，全面深入开展煤矿安全生产大排查；陕西应急管理厅亦争对目前煤矿过快上涨可能导致的超产势头发文要求加强煤矿安全生产工作。
- 一方面，进口煤短期补充作用有限。随着国际煤价和运费大幅增长，内外贸煤价差缩小，某时段部分煤种甚至出现倒挂，终端采购热情下降，导致 1~4 月份全国进口动力煤同比下滑 25.1%。5 月，国家发改委发布关于无限期暂停中澳战略经济对话机制下一切活动的声明，澳煤 0 进口或将成为长期趋势，考虑 2020 年我国进口动力煤中澳洲占比为 19%，此举将进一步收紧动力煤供给。此外，当前东南亚经济复苏较好导致煤炭需求旺盛，进口煤价易涨难跌，进口煤完税到岸价反而成为内贸煤价格的重要支撑。

图表 10: 21 年 1~4 月进口动力煤 7271 万吨，同比减 25.1% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 内外贸煤价差 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所



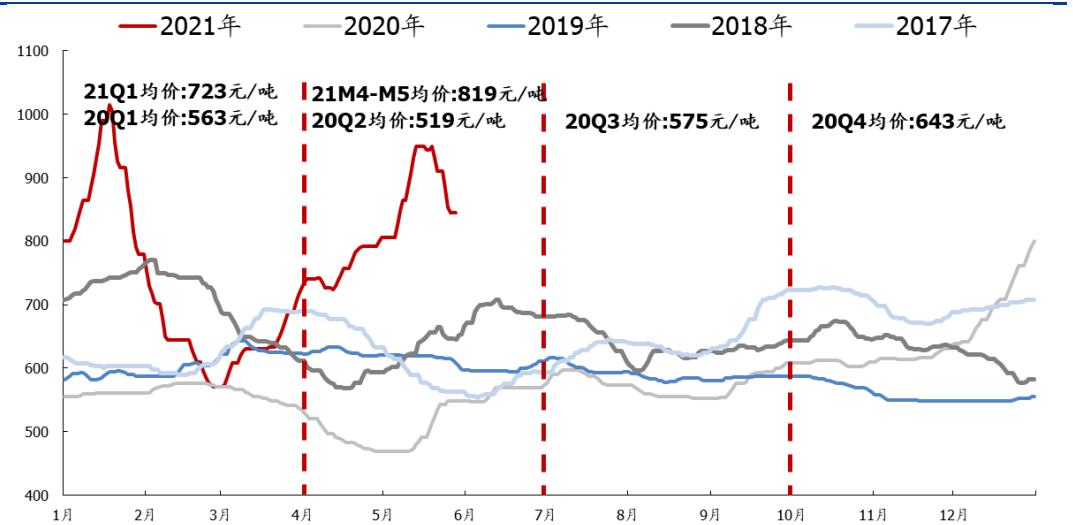
图表 12: 煤炭行业“三角关系”



资料来源: 国盛证券研究所

展望全年，安监、环保压力持续加大，进口煤管控亦难言放松。而在经济复苏的背景下需求端或有明显改善，根据我们对动力煤供需两端的测算，预计 2021 年动力煤市场总体呈现供需紧平衡格局，全年中枢或上移至 700~750 元/吨附近，较 2020 年均价上涨 120~170 元/吨。

图表 13: 预计全年煤价中枢将上移 120~170 元/吨 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 动力煤供需平衡表 (亿吨)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
供应端						
产量	28.24	29.05	30.65	31.90	32.24	33.24
yoy	-7.9%	2.8%	5.5%	4.1%	1.1%	3.1%
净进口量	1.89	1.95	2.13	2.21	2.29	2.29
yoy	24.4%	3.1%	9.4%	3.6%	3.9%	0.0%
总供应	30.05	31.02	32.83	34.15	34.54	35.57
yoy	-6.5%	3.2%	5.8%	4.0%	1.1%	3.0%
需求端						
电力用煤	18.19	18.81	20.11	20.58	21.05	22.95
yoy	3.5%	3.4%	6.9%	2.3%	2.3%	9.0%
建材用煤	3.15	3.14	2.88	3.21	3.25	3.32
yoy	1.2%	-0.3%	-8.4%	11.4%	1.5%	2.0%
化工用煤	1.62	1.79	1.75	1.94	1.99	2.11
yoy	0.9%	10.6%	-2.3%	11.2%	2.5%	6.0%
冶金用煤	1.39	1.44	1.54	1.60	1.76	1.79
yoy	1.9%	3.9%	6.9%	3.6%	10.0%	2.0%
供热耗煤	2.20	2.32	2.65	2.87	2.89	2.98
yoy	11.0%	5.2%	14.5%	8.1%	1.0%	3.0%
其他	4.39	3.98	3.75	3.62	3.69	3.54
yoy	-30.9%	-9.5%	-5.6%	-3.7%	1.9%	-4.0%
消费合计	30.94	31.48	32.68	33.81	34.64	36.69
yoy	-3.3%	1.7%	3.8%	3.4%	2.5%	5.9%
供需缺口						
供应-需求	-0.89	-0.46	0.15	0.34	-0.10	-1.13

资料来源: sxcoal, wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2.长期: 供给受限, 集中度提高, 行业高质量发展可期

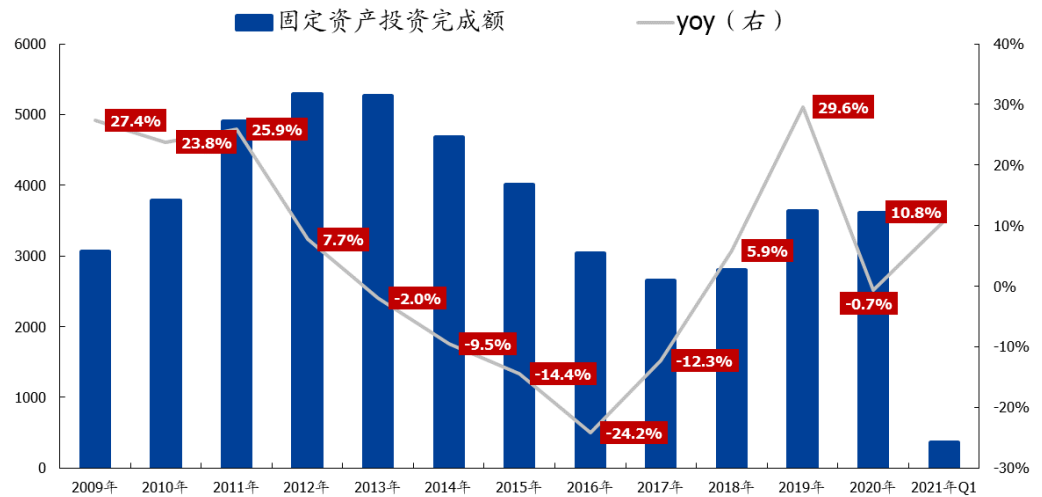
我国煤炭消费占能源消费总量的比重长期维持在 70%以上, 近年来煤炭消费比重持续下降, 2018 年、2019 年分别为 59%、57.7%, 2025 年预计降至 53%, 但煤炭消费总量仍处于高位。“十四五”期间, 煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变, 在国内供应增量有限 (固定资产投资难以支撑产量大幅释放+“3060”背景下各主体新建意愿较弱)、进口煤管控常态化的背景下, 行业供需总体平稳, 集中度有望进一步提高, 在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下, 煤炭行业高质量发展可期。

国内供给增量有限: 固定资产投资难以支撑产量大幅释放。一般而言, 考虑到煤矿 2~5 年的建设周期, 产能的增长一般滞后于投资 2 年左右, 所以前两年产量的增长, 主要源自上一轮投资的后期项目释放、高利润带动的产能利用率提高以及违法产能的合法化。展望未来, 但我们认为未来产量并不会大幅释放。

- 一方面, 虽然行业固定资产投资完成额增速基本转正 (煤炭开采和洗选业固定资产投资增速自 2013 年连续 5 年负增长之后, 2018 年由负转正, 2019 年增速扩大, 但 2020 年受新冠疫情影响, 增速再度转负), 但其绝对值远低于 2012 年, 且当前煤矿建设成本以及安全投入远高于以前;
- 一方面, 上一轮投资高峰出现在 2012 年左右, 考虑到煤机设备 7~9 年的更新周期,

- 目前正处于设备更新换代的高峰期;
- 一方面, 目前煤炭行业整体负债仍然偏高, 外加去年“永煤违约”时间发生后, 各企业外部融资环境明显恶化, 以及在“2030年碳达峰、2060年碳中和”提出后, 银行对企业信贷支持力度有所减弱, 所以当下企业新建产能意愿较弱。

图表 15: 煤炭固定资产投资完成额及同比增速 (亿元)



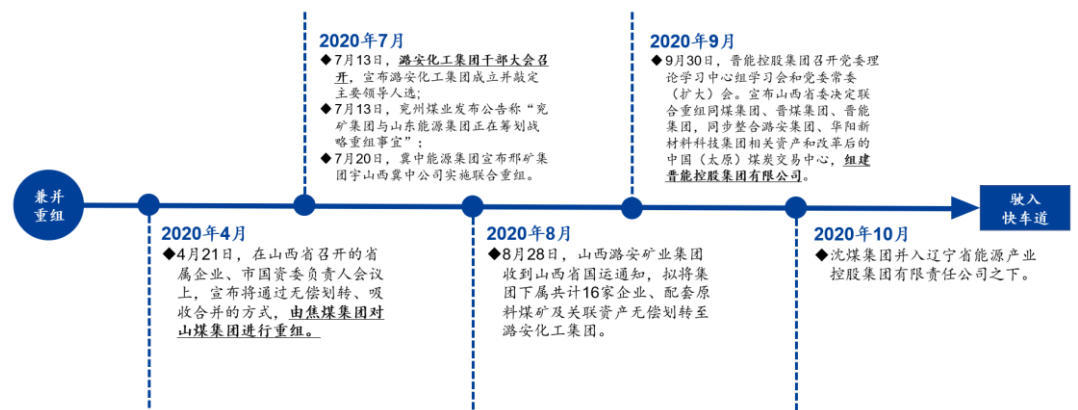
资料来源: wind, 国盛证券研究所

**限制进口煤总量将是一项长期战略, 未来管控亦难言放松。**近年来, 我国已将进口煤作为煤炭市场稳供应、调价格的重要砝码, 采取“有控有进”的动态调控机制。我们认为未来进口煤政策将进一步服务于国家对煤炭市场宏观调控的大局, **未来在保障国内煤炭市场平稳运行的主基调背景下, 后期我国煤炭进口政策继续严格管控的可能性较大。**

- 一方面, 在当前国内外经济形势仍然复杂严峻, 贸易摩擦加剧, 不确定性较大的背景下, 保障国内煤炭市场稳定运行是首要任务。2020年4月17日, 中共中央政治局召开会议, 分析研究当前经济形势, 部署当前经济工作。面对新冠疫情带来的前所未有的经济下行压力, 会议首次提出“六保”, 即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转, “六保”的提出体现了经济运行的底线思维。具体到煤炭行业, 发改委、能源局首次下发《关于做好2020年能源安全保障工作的指导意见》(以下简称“意见”), 意见中亦提出要落实“六保”任务, 保障煤炭产业链供应链稳定。而在4月煤价暴跌期间, 各大煤企恶性竞争, 贸易商亏损离场, 北港发运大幅下滑, 导致由此延伸的“煤矿-站台-港口-电厂”供应链体系受到极大挑战, 极不利于保障我国能源安全, 违背“六保”原则。
- 一方面, 《煤炭法》(征求意见稿) 出台, 明确进口煤作为补充国内市场供应定位。大量进口煤炭, 特别劣质煤和未经洗选煤的涌入, 对我国煤炭市场格局产生了巨大冲击, 尤其在世界经济低迷和国内经济发展趋缓的背景下, 加剧市场供需矛盾, 影响产业发展, 还增加了节能环保压力。征求意见稿在关于“进出口贸易”条款部分首次提出“国家支持优质和特殊稀缺煤炭进口, 补充国内煤炭市场供应, 限制劣质煤进口”, 明确了进口煤作为补充国内市场供应的定位, 未来有望建立关于进口煤的动态调节机制, 稳定国内煤炭市场。

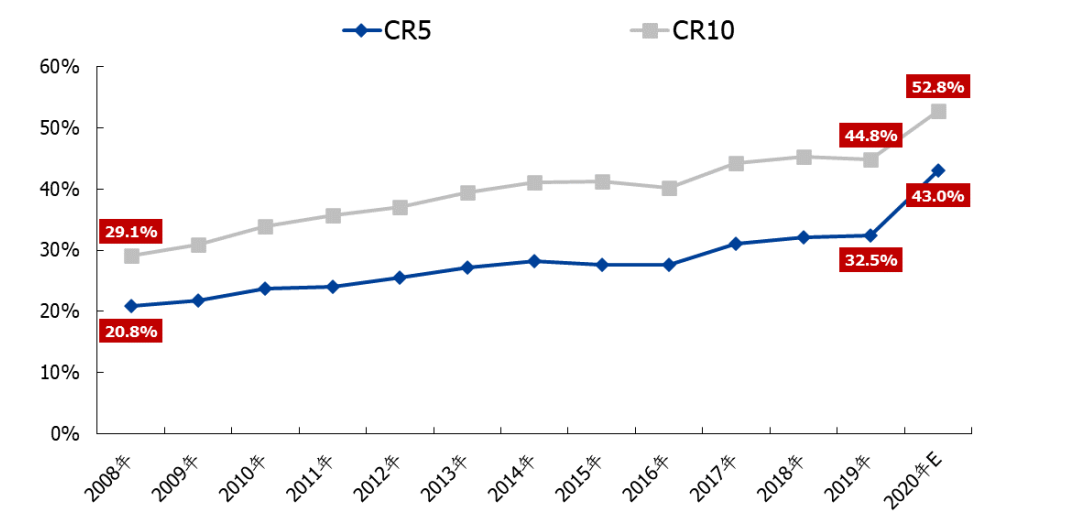
**煤企兼并重组驶入快车道, 行业集中度显著提升。**兼并重组是煤炭企业转型升级的必由之路。我国煤炭行业存在着主体分散、集中度偏低、产业布局不合理等问题, 推动煤炭企业兼并重组、转型升级, 是有效化解煤炭行业散、乱、弱等问题的重要举措。2020年煤炭行业兼并重组已步入快车道, 前有4月山煤集团被焦煤集团吸收合并, 7月兖矿集团与山东能源集团战略重组, 现有山西省属五大煤企联合组建晋能控股集团。上述举动均有助于提高行业集中度, 推动煤炭行业高质量发展, 维持煤价平稳运行。

图表 16: 煤炭行业兼并重组驶入快车道



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 煤炭行业集中度不断提高



资料来源: 煤炭工业协会, 国盛证券研究所

## 2.2.公司: 资源禀赋优异, 单井产能规模超千万

公司煤炭资源储量丰富, 资源禀赋优异。截至 2020 年末, 公司煤炭资源储量为 67.6 亿吨, 可采储量 34.6 亿吨, 煤炭资源储量丰富。公司主要矿区为山西大同煤田中东部、内蒙古鄂尔多斯东胜煤田万利矿区; 其中山西大同煤田位于山西晋北动力煤基地, 鄂尔多斯东胜煤田神东矿区属于国家大型煤炭基地, 均为优质动力煤主产区, 所属煤田以侏罗纪和石炭二叠纪为主。公司煤种为长焰煤、不粘煤、弱粘煤、气煤、1/3 焦煤, 煤质具有低灰、低硫、高发热量、挥发分适中等特点; 且公司煤炭资源赋存条件好, 煤层厚, 埋藏浅, 煤层稳定, 瓦斯含量和用水量少, 安全性高, 适宜综合机械化生产。

图表 18: 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

产能方面, 单井产能规模超千万。公司同家梁、四老沟、燕子山和煤峪口煤矿因长期开采、储量减少, 面临资源枯竭的风险, 同时由于矿井开采难度较大, 生产成本较高, 矿井盈利能力受到极大的影响, 2014 年起公司陆续将四座亏损矿井出售。忻州窑矿于 2019 年 2 月完成生产能力等相关生产要素信息变更, 产能核减至 60 万吨/年。塔山煤矿于 2009 正式建成投产, 2019 年 8 月获得山西省能源局的生产能力核增批复, 产能由 1,500 万吨/年核增至 2,500 万吨/年; 塔山白洞井产能由 90 万吨核增为 150 万吨/年。色连煤矿于 2019 年 9 月取得竣工验收批复, 于 2020 年 3 月完成生产要素公示, 核定产能为 500 万吨/年。截至 2020 年末, 公司并表的矿井有塔山煤矿、忻州窑煤矿和色连煤矿共 3 座在产矿井, 合计产能 3210 万吨/年, 权益产能 2223 万吨/年, 单井产能规模超千万。2020 年 12 月, 公司以 28.7 亿元现金收购控股股东晋能控股煤业集团持有的同忻煤矿 (产能 1600 万吨/年) 32% 股权, 优质资产的并入将进一步增厚公司业绩。

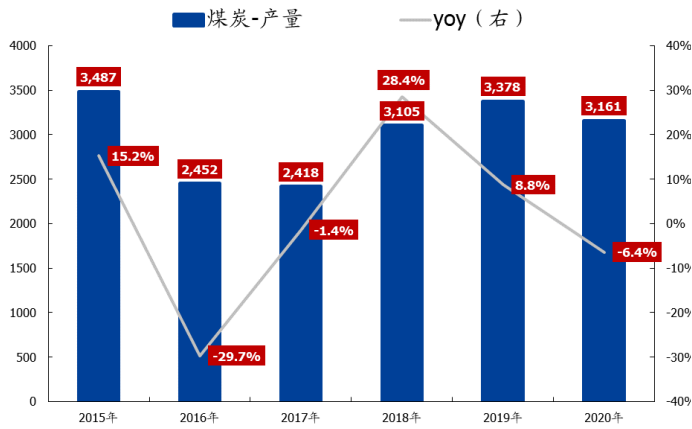
图表 19: 公司核定矿井情况

矿井名称	地区	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)	状态
塔山煤矿	山西大同	气煤、1/3 焦煤	45.4	25.0	2650	72%	1908	在产
忻州窑矿	山西大同	弱粘煤	0.9	0.5	60	100%	60	在产
色连煤矿	鄂尔多斯	长焰煤; 不粘煤	7.4	3.3	500	51%	255	在产
小计			<b>53.7</b>	<b>28.7</b>	<b>3210</b>		<b>2223</b>	
同忻煤矿	山西大同	气煤、1/3 焦煤	13.9	5.9	1600	32%	512	在产 (不并表)
合计			<b>67.6</b>	<b>34.6</b>	<b>4810</b>		<b>2735</b>	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

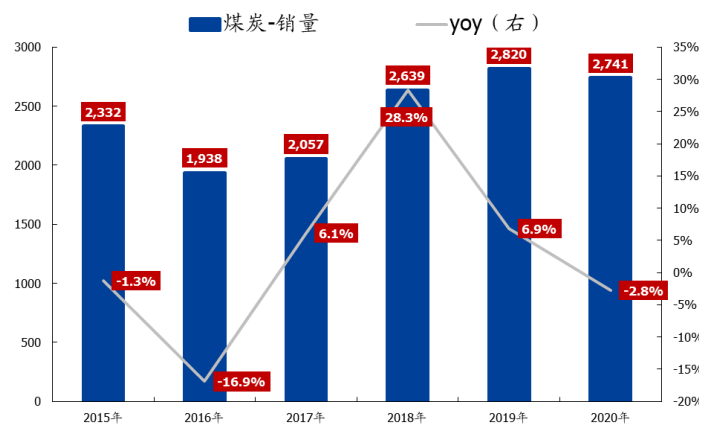
产销方面, 2014 年起, 公司陆续将四座亏损矿井出售, 致使煤炭产销量收缩; 2018 年, 因色连煤矿正式投产, 叠加公司对塔山煤矿采矿方法革新, 改造主运输系统及洗选系统, 公司煤炭产量大幅增长。2020 年全年煤炭产量为 3,161 万吨, 同比下降 6.4%; 煤炭销量为 2741 万吨, 同比下降 2.8%。2021 年 Q1, 在就地过年、保供增产政策影响下, 公司原煤产量 826.3 万吨, 同比增长 5.9%; 商品煤销量 740.2 万吨, 同比增长 9.4%。

图表 20: 公司煤炭产量情况 (万吨)



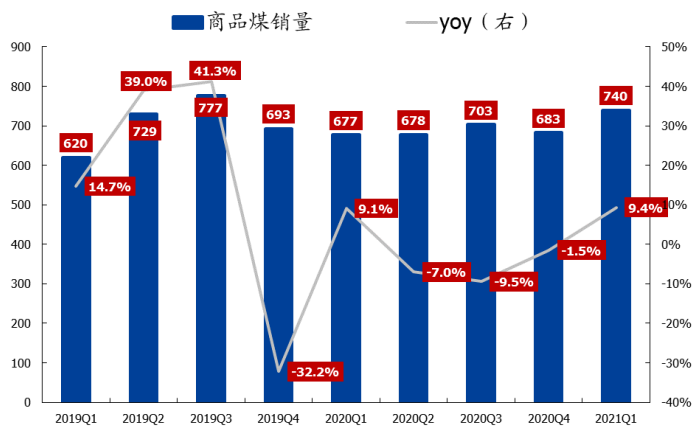
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 公司煤炭销量情况 (万吨)



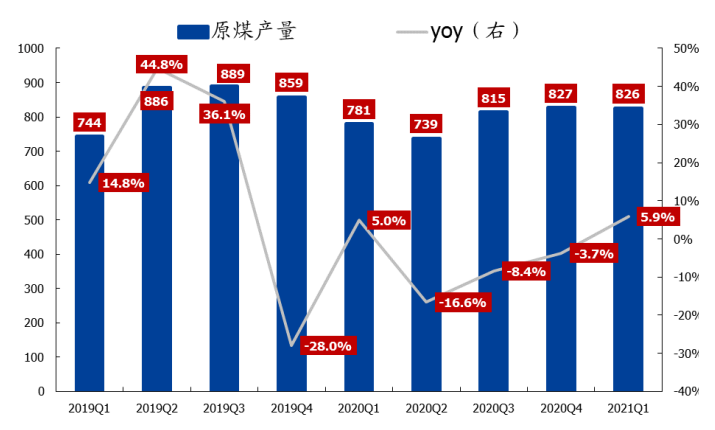
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 公司商品煤单季产量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

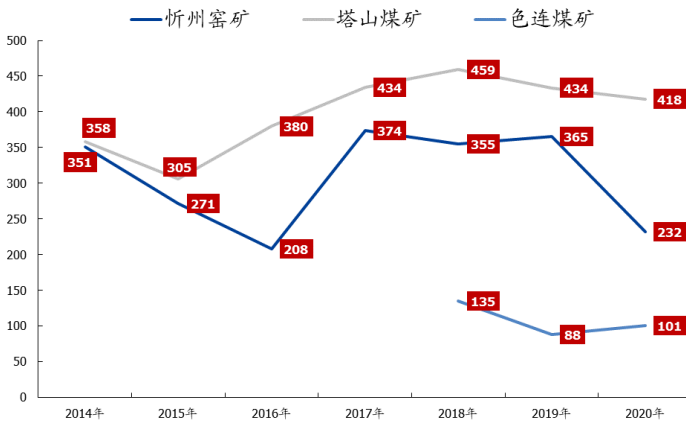
图表 23: 公司自产商品煤单季销量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

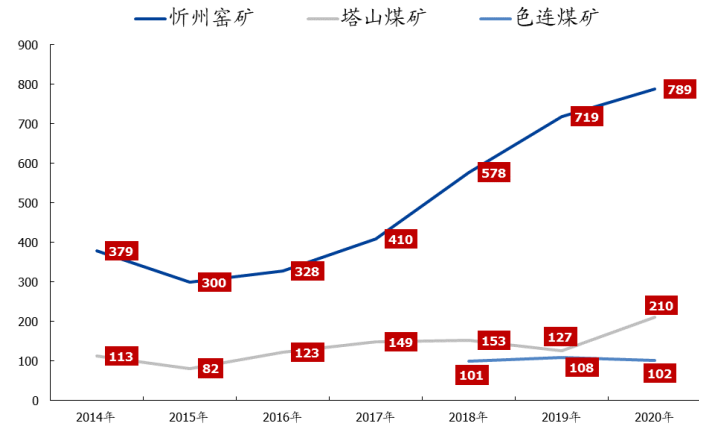
**售价、成本方面**, 色连煤矿于 2019 年 9 月竣工验收、2020 年 3 月完成生产要素公示, 由于初期开采时所采煤层煤质较差, 导致销售价格明显偏低 (2018 年~2020 年销售均价分别为 135 元/吨、88 元/吨、101 元/吨), 均处于亏损状态 (2018 年~2020 年分别亏损 2.6 亿元、4.7 亿元、4 亿元)。今年色连煤矿随着开采逐渐深入、煤质有望恢复至正常水平, 售价有望明显抬升, 盈利亦有望扭亏为盈。**售价方面**, 2020 年公司吨煤销售均价 380 元/吨, 同比下降 1%。**成本方面**, 由于公司下属的主力矿井塔山煤矿煤层赋存稳定、地质构造简单、开采机械程度高, 致使公司吨煤成本长期处于行业地位。**2020 年, 因新会计准则将销售费用转入成本项, 公司煤成本上升 75% 至 242 元, 吨煤毛利下降 43.6% 至 139 元/吨, 毛利率为下滑 20.5Pct 至 36.5%。**

图表 24: 公司各矿井吨煤售价情况 (元/吨)



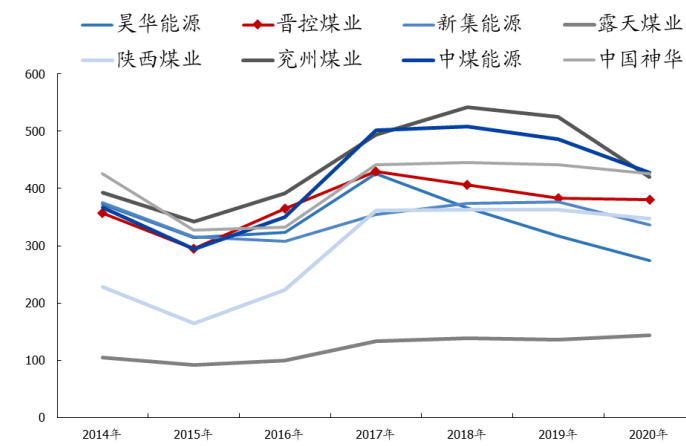
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 公司各矿井吨煤成本情况 (元/吨)



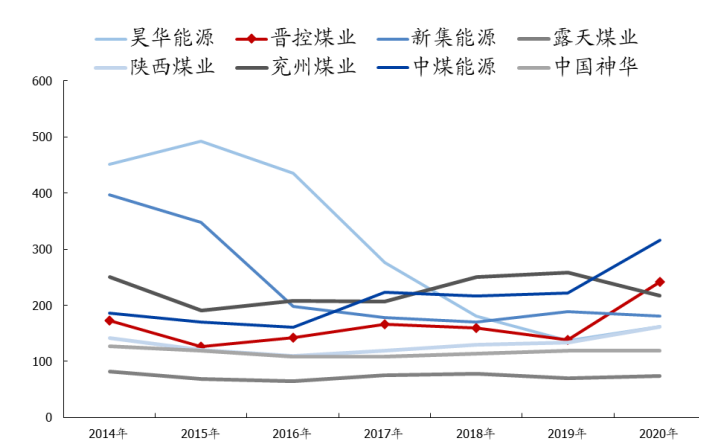
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 可比公司吨煤售价情况 (元/吨)



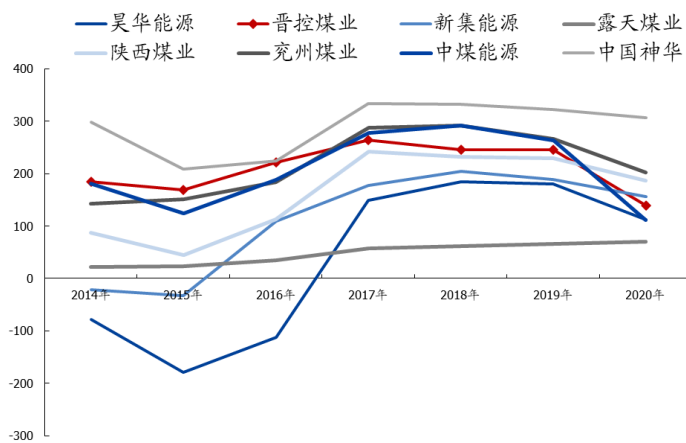
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 可比公司吨煤成本情况 (元/吨)



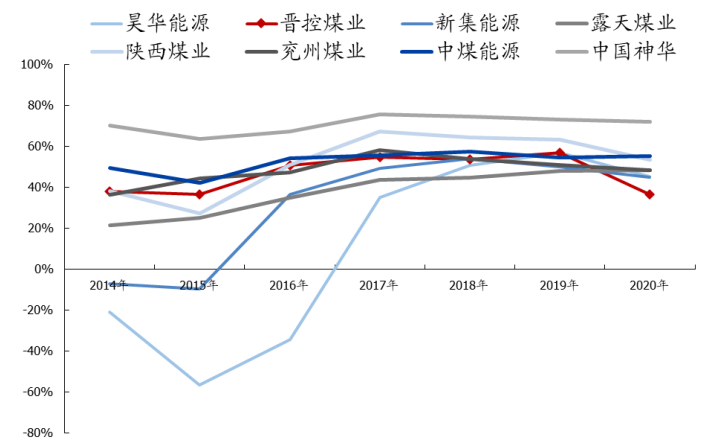
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 可比公司吨煤毛利情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 可比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

运输方面, 公司地处大秦铁路起点, 煤炭运输具备便利的条件。公司煤炭运销主要以铁路为主, 公路为辅。公司大部分矿井地处大同煤田, 紧邻工业发达、能源紧缺的京津冀地区和能源运输重点海港, 拥有全国最好的煤炭运输条件。京包、北同蒲、大秦三条

国铁干线与大同矿区铁路专用线相连，形成大秦线、丰沙线、京原线、朔黄线、石太线、侯月线等六条铁路运输网。公司地处大秦铁路起点，煤炭运输便捷，大秦铁路专用线直达全国最大的现代化煤码头秦皇岛港，年运量 3.8 亿吨，公司商品煤通过大秦铁路发运到秦皇岛港的专用煤码头，煤炭海运距离短，供货时间和供货方式上的优势使公司运输成本相对低廉，竞争优势明显。

图表 30: 我国煤炭主要外运通道示意图



资料来源: 百度, 国盛证券研究所

### 3. 肩负晋能控股煤炭资产上市重任，未来成长空间巨大

晋控煤业为晋能控股集团煤炭资产的主要上市平台。晋能控股集团是以省国资运营公司持有的同煤集团、晋煤集团、晋能集团三户煤炭企业股权作价出资，采取联合重组方式，同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团煤炭、电力、煤机装备制造产业相关资产，新设成立而成。晋能控股集团组建后，同煤集团更名为晋能控股煤业集团（负责煤炭板块），晋能集团更名为晋能控股电力集团（负责电力板块），晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团（负责装备制造板块），三户企业成为晋能控股集团二级子公司。晋能控股集团现有晋控煤业、晋控电力、通宝能源三个上市平台，分别专注于不同业务，其中晋控煤业为煤炭资产主要上市平台。

图表 31: 晋能控股集团简介

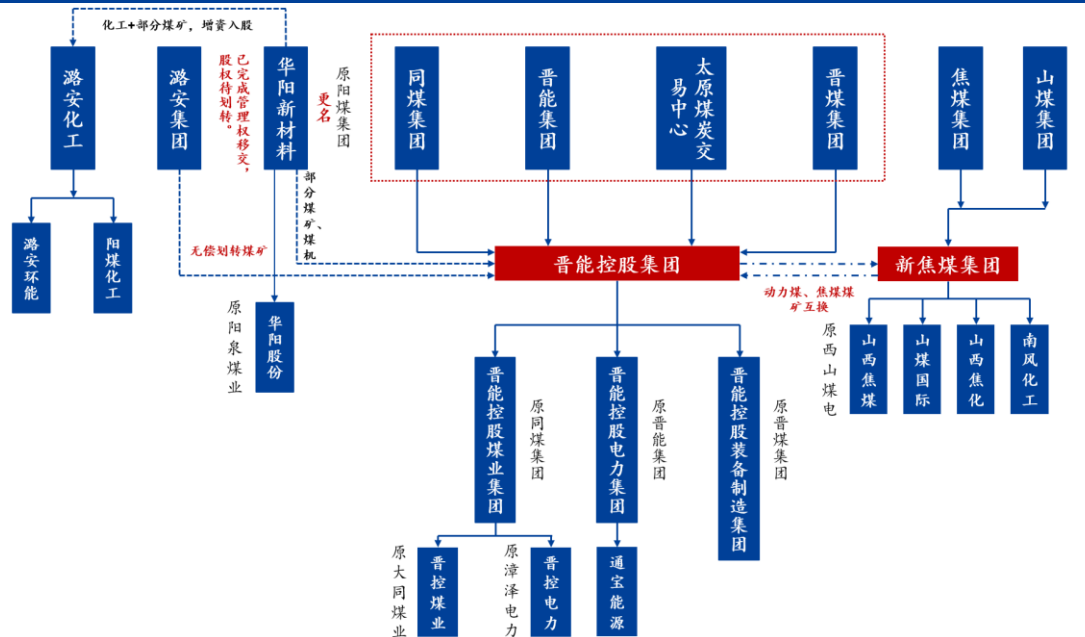
#### 晋能控股集团简介

行业地位	山西省大型煤炭集团公司之一，产能规模全国第二
业务范围	涉及煤炭、电力和煤炭机械制造三大核心产业
股权结构	实控人山西省国资委，山西省国资运营公司持有公司 100% 股权
上市平台	晋控煤业（601001.SH）、晋控电力（000767.SZ）、通宝能源（600780.SH）
煤炭资源	资产总额达 1.14 万亿元，煤炭产能约 4.4 亿吨，电力装机容量约 3814 万千瓦，装备制造资产总额约 367 亿元。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



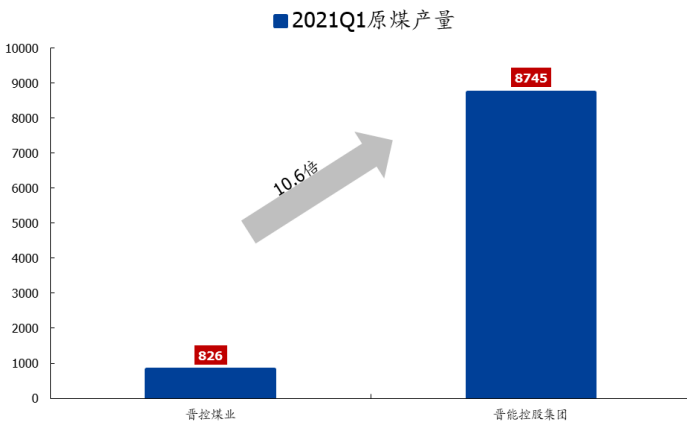
图表 32: 山西省属煤企重组示意图



资料来源: 山西省国运, 国盛证券研究所

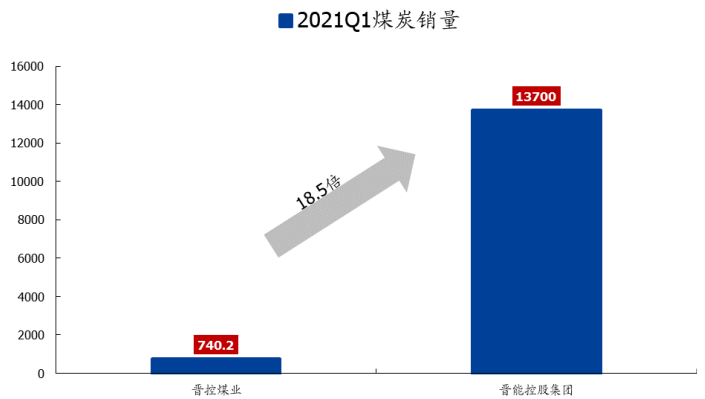
晋能控股集团为山西省第一、全国第二大煤炭企业，集团资源储备丰富，实力雄厚。整合重组后的晋能控股集团汇聚了原同煤、晋能、晋煤三大集团等的优质煤炭资源，**煤炭产能约 4.4 亿吨（全部由晋能控股煤业集团管理，体量为晋控煤业 13.7 倍）**，拥有煤炭储量 600 多亿吨，煤炭产能规模仅次于国家能源集团，位居山西省第一，全国第二。2020 年全年，晋能控股集团完成商品煤产量 3.04 亿吨；2021 年一季度，晋能控股集团充分发挥重组后的集中优势和高效率优势，**商品煤产量完成 8745 万吨，同比增长 11.3%；煤炭销量完成 1.37 亿吨，同比增长 15.3%，产销规模远大于上市公司晋控煤业。**

图表 33: 原煤产量情况 (万吨)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 34: 煤炭销量情况 (万吨)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 晋能控股煤业集团部分 (产能 &gt; 500 万吨/年) 矿井信息

煤矿名称	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	设计产能 (万吨/年)	状态	可采年限
<b>原同煤集团</b>						
四台	不黏煤	5.1	1.5	500	在产	29.9
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	9.6	-	750	在产	-
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤	9.8	-	855	在产	-
朔州煤电	不黏煤、气煤	10.2	-	651	在产	-
同发东周窑	长焰煤	17.5	6.2	1,000	在产	62
<b>小计</b>		<b>52.2</b>	<b>7.7</b>	<b>3756</b>		
<b>原晋煤集团</b>						
成庄	无烟煤	6.3	3.6	830	在产	30.7
寺河	无烟煤	7.0	3.8	900	在产	29.9
赵庄	无烟煤、贫煤	6.7	3.2	800	在产	28.9
长平	无烟煤	2.3	1.6	500	在产	23.2
东大矿井	无烟煤	8.9	4.2	500	在建	-
三交一号	焦煤、肥煤	20.0	12.0	600	在建	-
巴楞矿井	不粘煤	15.0	-	800	在建	-
<b>小计</b>		<b>66.2</b>	<b>28.4</b>	<b>4930</b>		
<b>合计</b>		<b>118.4</b>	<b>36.1</b>	<b>8686</b>		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 原晋煤集团 500 万吨以上矿井信息截至 2019 年末)

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。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”; 要求组织有上市平台的 9 户省属企业摸清资产底数, 能够注入或通过培育后可注入现有上市公司的, 全部注入上市公司; 凡是不能注入现有上市公司平台, 凡是没有上市计划安排的, 原则上纳入“腾笼换鸟”范围。

图表 36: 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 <b>全面提高省属国企资产证券化率</b> 。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， <b>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</b> 。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； <b>加快资产证券化，全面实施资本赋能行动</b> ；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。
2021年2月	省属企业“一企一策”考核签约大会	“十四五”期间，省属企业改革“转型出雏型”的定量目标是，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， <b>资产证券化率达到80%以上</b> 。 指导省属上市公司多渠道股权再融资。 <b>组织有上市平台的9户省属企业摸清资产底数，能够注入或通过培育后可注入现有上市公司的，全部注入上市公司；凡是不能注入现有上市公司平台，凡是没有上市计划安排的，原则上纳入“腾笼换鸟”范围</b> 。对后备企业逐户现场调研，压实与上市密切相关的董事长、总经理、董秘等“关键少数”责任。晋信资本成立十个项目组，分别负责跟踪辅导协调相关工作。今年重点推动大地控股旗下大地民基、太重集团旗下向明智装、晋能控股旗下宏力再生和山西建投旗下山安蓝天IPO上市，完成中条山北方铜业借壳上市工作。强化考核激励辅助支撑，优化壳资源配置，将现有壳资源优先配置给专业化重组后新成立的新兴产业集团。

资料来源：山西省政府，国盛证券研究所

**公司更名“晋控煤业”，明确动力煤平台战略地位，迎重大历史性发展机遇。2020年**

12月，晋控煤业揭牌仪式中，晋能控股副董事长、煤业集团董事长崔建军在致辞中表示“晋控煤业要全面实施“上市公司+”战略，通过并购优质资产、盘活存量资产、重组不良资产等方式，提升集团资产证券化水平，力争到“十四五”末，70%以上具备注入条件的煤矿注入上市公司，打造世界一流煤炭行业上市公司”。对于上市公司的未来发展，晋控煤业前董事长武望国表示“晋能控股煤业集团作为晋能控股集团这艘巨无霸航母的重要动力源，势必要充分发挥比前身同煤集团资产规模和体量实现翻番的优势，为晋控煤业带来了前所未有的重大历史性发展机遇。站在新的历史起点，晋控煤业要充分借助煤业集团作为全球第三大煤企的资源优势，全力以赴提升煤业集团资产证券化率，推动市值和价值再上新台阶，朝着国际知名、国内一流的煤炭采选上市公司目标加快迈进”。2020年10月，晋控煤业集团将同忻煤矿优质煤炭资产成功注入上市公司。未来晋能控股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，未来成长空间巨大。

## 4. 盈利预测

### 4.1. 核心假设

**1) 煤炭产销量：**预计 2021-2023 年商品煤产量分别为 3,703 万吨 (+17.1%)、3,858 万吨 (+4.2%)、3,980 万吨 (+3.2%)；销量分别为 2,919 万吨 (+6.5%)、2,956 万吨 (+1.3%)、2,994 万吨 (+1.3%)。

**2) 煤炭售价：**预计 2021-2023 年商品煤综合售价分别为 468 元/吨 (+23.1%)、483 元/吨 (+3.2%)、492 元/吨 (+2%)。

图表 37: 晋控煤业主要业务数据假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
忻州窑矿					
产量 (万吨)	68	69	60	50	40
销量 (万吨)	64	69	60	50	40
平均售价 (元/吨)	365	232	348	358	366
塔山煤矿					
产量 (万吨)	2,860	2,681	2,762	2,789	2,817
销量 (万吨)	2,360	2,335	2,405	2,429	2,453
平均售价 (元/吨)	434	418	523	538	549
色连煤矿					
产量 (万吨)	450	407	447	470	493
销量 (万吨)	396	332	365	384	403
平均售价 (元/吨)	88	101	241	265	279
合计					
产量 (万吨)	3,378	3,161	3,703	3,858	3,980
销量 (万吨)	2,820	2,741	2,919	2,956	2,994
综合售价 (元/吨)	384	380	468	483	492
吨毛利 (元/吨)	246	139	257	275	287

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，我们预计 2021~2023 年公司营业收入分别为 143.0 亿元、149.4 亿元、154.3 亿元，同比分别增长 31.1%、4.5%、3.3%；毛利率分别为 54.2%、56.2%、57.6%。预计公司 2021 年~2023 年实现归母净利分别为 26.4 亿元、28.4 亿元、30.6 亿元，EPS 分别为 1.57 元、1.69 元、1.83 元，对应 PE 为 4.7、4.3、4.0。

图表 38: 晋控煤业主要业务板块盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>煤炭</b>					
营业收入	10,816	10,414	12,318	12,835	13,245
yoy	1.0%	-3.7%	18.3%	4.2%	3.2%
营业成本	4,658	6,615	5,970	6,039	6,109
yoy	-6.3%	42.0%	-9.8%	1.2%	1.2%
毛利率	56.9%	36.5%	51.5%	53.0%	53.9%
<b>其他</b>					
营业收入	542	491	644	673	695
yoy	-1.6%	-9.4%	31.1%	4.5%	3.3%
营业成本	420	425	393	393	393
yoy	-12.7%	1.2%	-7.5%	-0.1%	0.0%
毛利率	22.5%	13.5%	39.0%	41.6%	43.5%
<b>公司总计</b>					
营业收入	11,358	10,905	14,299	14,941	15,430
yoy	0.9%	-4.0%	31.1%	4.5%	3.3%
营业成本	5,078	7,040	6,549	6,545	6,542
yoy	-6.9%	38.6%	-7.0%	-0.1%	0.0%
毛利率	55.3%	35.4%	54.2%	56.2%	57.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.3. 投资建议

公司为山西省动力煤龙头，煤炭资源储量丰富，资源禀赋优异。公司地处大秦线起点、运输便利。在山西国企改革提速下，资产收购序幕开启，公司已于 2020 年 12 月收购集团优质资产同忻煤矿 32% 股权，后续伴随集团有计划地将煤炭资产逐步装入，公司未来成长可期。对比兖州煤业、陕西煤业、中煤能源、中国神华等公司，公司估值处于低位。公司作为区域龙头标的，背靠集团、注资空间巨大，估值预期有望持续提高。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39: 可比公司估值对比 (2021-06-01 收盘价)

证券代码	证券简称	股价/元	PE/倍				EPS/元			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600188.SH	兖州煤业	14.1	6.9	6.3	6.1	5.7	1.47	2.23	2.33	2.47
601225.SH	陕西煤业	12.01	8.0	8.3	8.0	7.9	1.49	1.43	1.49	1.52
601898.SH	中煤能源	7.36	10.0	8.9	8.9	8.4	0.45	0.83	0.83	0.88
601088.SH	中国神华	20.07	10.2	8.8	8.4	8.1	1.97	2.31	2.40	2.49
	<b>均值</b>		<b>8.8</b>	<b>8.1</b>	<b>7.8</b>	<b>7.5</b>	<b>1.34</b>	<b>1.70</b>	<b>1.76</b>	<b>1.84</b>
601001.SH	晋控煤业	7.34	14.0	4.7	4.3	4.0	0.52	1.57	1.69	1.83

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (兖州煤业、中煤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
	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