

# 山西焦煤 (000983.SZ)

## 集团资产大盘点，资产注入空间大

**事件:**公司拟购买华晋焦煤51%的股权和明珠煤业49%的股权。标的方面，华晋焦煤拟以7月31日为基准日分立为华晋焦煤(存续公司)和山西华晋能源科技有限公司(新设公司)，原股东在分立后的存续及新设公司中保持原有股权比例不变。本次收购标的为焦煤集团持有的分立后存续的华晋焦煤51%股权、及李金玉、高建平合计持有的明珠煤业49%股权。**交易方面**，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买；其中股份发行价格为6.21元/股，发行股份对象为焦煤集团(锁定期36个月)、明珠煤业(锁定期12个月)；此外，公司拟向合计不超过35名特定对象非公开发行股份募集配套资金，价格为发行前20个交易日均价的80%，数量不超过总股本的30%，锁定期为6个月。**省属国企整体上市大幕开启，公司肩负焦煤集团煤炭资产上市重任。**21年2月，山西国运召开省属企业“一企一策”考核签约大会，提出**省属企业“资产证券化率达80%以上”**。山西焦煤为集团煤炭资产的主要上市平台，肩负焦煤集团煤炭资产上市重任。

**亿吨级煤炭生产企业，集团资源禀赋优异、规模优势显著。**公司所属焦煤集团主要开采西山、霍西、河东、沁水、宁武五大煤田，**优质炼焦煤占全省总量80%以上，居全国第一位，资源禀赋优异。**集团为全国第二家煤炭产量过亿、销售收入超千亿元的“双化”级煤炭企业，**焦煤生产产能稳居全国第一、世界第二，规模优势显著。**且随着山西焦煤集团重组事项的完成，集团规模进一步增长；截至2020年年末，集团可开采储量117亿吨，煤炭矿井109座，原煤总产能2.07亿吨/年，单井产能190万吨/年；此外，公司尚有7座拟建矿井，合计产能2750万吨/年。山西国改下，焦煤集团成为省内焦煤资源整合平台，2021年1-4月，公司接管晋能控股划转移交的59座矿井和员工，涉及总产能5340万吨/年，力图打造**“具有全球竞争力和世界一流炼焦煤和焦化企业”**。**产销率方面**，集团2020年原煤产量完成1.6亿吨，其中精煤产量6,836万吨，精煤洗出率53.4%；总销量1.1亿吨，产销率70.7%。2021年Q1原煤产量3604万吨，精煤产量1346万吨，精煤洗出率41.3%；总销量2631万吨，产销率73%。**盈利方面**，集团2020年吨煤售价550元，吨煤毛利243元，实现收入2101.3亿元，归母净利润11亿元；焦煤行业高景气背景下，2021年Q1吨煤售价提升至639元/吨，吨煤毛利333元，实现收入562亿元，归母净利润7.6亿元。

**下辖六大煤炭子公司**，焦煤集团旗下煤炭子公司为西山煤电集团、华晋焦煤、汾西矿业、霍州煤电、投资公司、山煤集团。

- > **汾西矿业：核定产能3060万吨/年。**2020年煤炭产量2,781万吨；2021年Q1产量641万吨。2020年实现营业收入276.1亿元，净利润19.6亿元；2021年Q1实现营业收入68亿元，净利润1.3亿元。
- > **霍州煤电：核定产能1730万吨/年。**2020年煤炭产量2,607万吨；2021年Q1产量619万吨。2020年实现营业收入242.9亿元，净利润4亿元；2021年Q1实现营业收入61亿元，净利润2.3亿元。
- > **西山煤电：核定产能3935万吨/年。**2020年煤炭产量4,675万吨；2021年Q1产量1,323万吨。2020年实现营业收入666.2亿元，净利润8.2亿元；2021年Q1实现营业收入158.1亿元，净利润4亿元。
- > **华晋焦煤：核定产能1140万吨/年。**2020年煤炭产量873万吨；2021年Q1产量214万吨。2020年实现营业收入59.4亿元，净利润7.1亿元；2021年Q1实现营业收入16.7亿元，净利润3.3亿元。
- > **山煤集团：核定产能3000万吨/年。**2020年煤炭产量4,479万吨；2021年Q1产量764万吨。2020年实现营业收入555.5亿元，净利润2.3亿元；2021年Q1实现营业收入131亿元，净利润1.2亿元。
- > **投资公司：核定产能210万吨/年。**2020年煤炭产量177万吨；2021年Q1产量42万吨。2020年实现营业收入19.8亿元，净利润0.03亿元；2021年Q1实现营业收入5.6亿元，净利润0.04亿元。
- > 其他：公司于2021年1~4月顺利接管晋能控股划转移交的59座矿井，**涉及产能5340万吨/年，其中生产产能1830万吨/年。**

**山西焦煤产能占比约为三成，资产注入空间巨大。**一方面，焦煤集团现有上市平台有山西焦煤、南风化工、山西焦化和山煤国际，2021Q1资产证券化率为30.1%，**山西焦煤并入华晋焦煤后，集团总体资产证券化率或达36.1%**，远低于80%。一方面，并入华晋焦煤后，山西焦煤产能或成长至4920万吨/年，**但仍为集团煤炭总产能的28% (除山煤国际)**；2020年山西焦煤产量3544万吨，华晋焦煤产量873万吨，二者合计占集团总产量的比仅为30% (除山煤国际)，产能、产量占比均低。由此来看，焦煤集团提高资产证券化率的任务艰巨，山西焦煤资产注入空间巨大。

**力图实现集团煤炭优质资产上市，集团整体上市加速推进。**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。去年公司更名“山西焦煤”，集团领导入驻董事会，彰显集团对公司的重视程度之深，打造焦煤板块龙头上市公司意图明确；集团已于去年底现金收购集团所属华峪、腾晖煤业，欲于近期收购集团优质资产华晋焦煤51%的股权。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。

**投资建议。**公司去年更名“山西焦煤”，肩负集团煤炭资产上市重任，明确焦煤板块龙头上市公司地位，资产注入序幕正式拉开，未来空间值得期待。考虑到焦煤持续上行，业绩有望持续增长，预计公司2021年~2023年实现归母净利润分别为44亿元、48亿元、50亿元，EPS分别为1.07元、1.16元、1.23元，对应PE为8.1、7.5、7.1，维持“买入”评级。

**风险提示：**煤价大幅下跌，进口煤管制放松，山西国改进度不及预期，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	39,988	41,600	42,374
增长率yoy (%)	2.1	2.4	18.5	4.0	1.9
归母净利润(百万元)	1,710	1,956	4,390	4,756	5,032
增长率yoy (%)	-5.1	14.4	124.4	8.3	5.8
EPS最新摊薄(元/股)	0.42	0.48	1.07	1.16	1.23
净资产收益率(%)	8.7	10.1	18.8	17.1	15.5
P/E(倍)	20.9	18.1	8.1	7.5	7.1
P/B(倍)	1.7	1.9	1.6	1.3	1.1

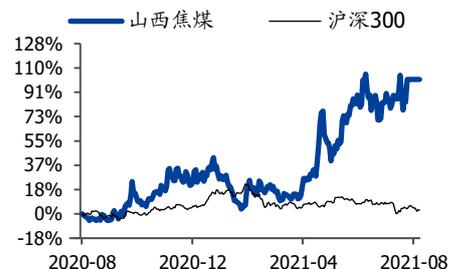
资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为2021年8月19日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
8月19日收盘价(元)	8.71
总市值(百万元)	35,681.04
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)	74.50

#### 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: jiangyuxin@gszq.com

#### 相关研究

- 《山西焦煤(000983.SZ): 收购华晋焦煤51%股权, 焦煤集团整体上市再提速》2021-08-08
- 《山西焦煤(000983.SZ): 量价齐升业绩再攀新高, 资产注入打开成长空间》2021-08-06
- 《山西焦煤(000983.SZ): 中报业绩符合预期, 下半年有望逐季上行》2021-07-01



**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
<b>流动资产</b>	15225	15133	15044	15305	16341
现金	6974	4987	4799	4992	5085
应收票据及应收账款	2307	3124	3540	3393	4311
其他应收款	629	705	964	711	991
预付账款	333	247	441	275	454
存货	2783	2721	2528	2872	2583
其他流动资产	2198	3349	2773	3061	2918
<b>非流动资产</b>	49888	55477	61921	63011	63348
长期投资	2990	3175	3366	3556	3746
固定资产	28419	33725	37730	37220	35693
无形资产	8198	12489	14091	16009	18231
其他非流动资产	10281	6088	6735	6227	5678
<b>资产总计</b>	65113	70611	76966	78316	79689
<b>流动负债</b>	23012	32560	34665	32816	30916
短期借款	3394	4904	11704	9378	6974
应付票据及应付账款	13874	15516	16295	14475	17526
其他流动负债	5744	12139	6666	8963	6415
<b>非流动负债</b>	18971	16311	16029	14286	12306
长期借款	12310	8039	7799	6036	4064
其他非流动负债	6661	8272	8230	8250	8242
<b>负债合计</b>	41983	48871	50695	47102	43222
少数股东权益	2677	3024	3575	4172	4804
股本	3151	4097	4097	4097	4097
资本公积	1013	345	345	345	345
留存收益	15548	13508	17414	21646	26123
归属母公司股东权益	20453	18716	22696	27042	31664
<b>负债和股东权益</b>	65113	70611	76966	78316	79689

**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>	7534	5242	5049	9851	9529
净利润	2021	2202	4941	5353	5663
折旧摊销	2486	3008	2972	3348	3555
财务费用	839	887	818	887	892
投资损失	-71	-132	-132	-132	-132
营运资金变动	1801	-985	-3471	363	-446
其他经营现金流	459	263	-79	33	-3
<b>投资活动现金流</b>	-2774	-4974	-9237	-4324	-3765
资本支出	1927	2712	6343	881	133
长期投资	-871	0	-190	-190	-190
其他投资现金流	-1719	-2262	-3084	-3633	-3822
<b>筹资活动现金流</b>	-4777	-2367	-2799	-3009	-3268
短期借款	-1284	1510	0	0	0
长期借款	-296	-4271	-240	-1763	-1972
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	-2559	-1246	-1296
<b>现金净增加额</b>	-18	-2099	-6987	2519	2497

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	32955	33757	39988	41600	42374
营业成本	22450	24898	26244	27001	27276
营业税金及附加	1373	1430	1694	1763	1795
营业费用	2305	437	648	666	678
管理费用	2260	2506	2999	3078	3093
研发费用	296	383	453	472	481
财务费用	839	887	818	887	892
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
<b>营业利润</b>	3076	3128	6996	7578	8016
营业外收入	20	59	59	59	59
营业外支出	61	77	77	77	77
<b>利润总额</b>	3035	3109	6977	7559	7998
所得税	1015	908	2036	2206	2334
<b>净利润</b>	2021	2202	4941	5353	5663
少数股东损益	310	246	551	597	632
<b>归属母公司净利润</b>	1710	1956	4390	4756	5032
EBITDA	6331	6795	10567	11627	12064
EPS (元)	0.42	0.48	1.07	1.16	1.23

**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(%)	2.1	2.4	18.5	4.0	1.9
营业利润(%)	-5.3	1.7	123.6	8.3	5.8
归属于母公司净利润(%)	-5.1	14.4	124.4	8.3	5.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.9	26.2	34.4	35.1	35.6
净利率(%)	5.2	5.8	11.0	11.4	11.9
ROE(%)	8.7	10.1	18.8	17.1	15.5
ROIC(%)	5.8	6.5	10.6	11.5	11.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.5	69.2	65.9	60.1	54.2
净负债比率(%)	72.3	81.3	87.9	60.4	39.5
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.48	1.07	1.16	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	1.28	1.23	2.40	2.33
每股净资产(最新摊薄)	4.99	4.57	5.54	6.60	7.73
<b>估值比率</b>					
P/E	20.9	18.1	8.1	7.5	7.1
P/B	1.7	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.7	8.3	5.9	5.1	4.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 8 月 19 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One561号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

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