

山西焦煤 (000983.SZ)

集团整体上市加速推进，焦煤龙头行稳致远

事件：公司发布 2021 年三季报。2021 年前三季度公司实现营收 296.9 亿元，同比增长 24.6%；实现归母净利润 31.7 亿元，同比增长 91.5%。

量价齐升下，三季度同比增速高达 175%。2021 年第三季度实现营业收入 104.7 亿元，同比增长 26.9%，环比增长 5%；第三季度实现归母净利 12.3 亿元，同比增长 174.9%，环比增长 18.9%；主因公司焦煤板块量、价齐升（公司第三季度长协价格比上季度各煤种平均含税价约上涨 100 元/吨），叠加公司积极推行精益化管理，持续强化成本费用管控，盈利能力持续增强。后市来看，受电煤保供影响，陕西、山西等地区煤矿气煤、贫瘦煤等配焦焦煤供应量缩减明显；而澳煤问题仍未解决，蒙煤进口因疫情、运力受限，进口补给作用有限，焦煤整体供应面临较大收缩，焦煤市场供给偏紧局面难改，主焦尤为强势，价格有望维持高位，公司 Q4 业绩仍具强大推动力，值得期待。

收购华晋焦煤 51% 股权，焦煤集团资产证券化已然提速。8 月，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买华晋焦煤 51% 的股权和明珠煤业 49% 的股权（其余 51% 股份由华晋焦煤持有），考虑华晋焦煤手握离柳、乡宁两大优质焦煤矿区，可采储量达 45.4 亿吨，核定产能 1140 万吨/年，资源禀赋优异、盈利能力强劲，市场竞争力突出，被誉为“中国瑰宝”。华晋焦煤公司 2020 年营业收入 59.4 亿元，净利润 7.1 亿元。**并入华晋焦煤后，公司产能或成长至 4920 万吨/年，较收购前增长 30.2%，**业绩有望进一步增厚。同时，华晋焦煤为原山西焦煤集团五大煤炭子公司之一，相比去年收购的水峪、腾晖煤业，资产级别更高、资产规模更大，焦煤集团资产证券化已然提速。

集团整体上市加速推进，未来注入空间巨大。2 月，山西国运召开省属企业“一企一策”考核签约大会，提出省属企业“资产证券化率达 80% 以上”。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“利用好上市公司平台推动煤炭资源整合和专业化重组”主攻方向。集团资产证券化提速下，集团资产注入空间值得期待。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。

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 49.5 亿元、53.6 亿元、56.8 亿元，EPS 分别为 1.21 元、1.31 元、1.39 元，对应 PE 为 7.6、7.0、6.6，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	41,059	42,739	43,558
增长率 yoy (%)	2.1	2.4	21.6	4.1	1.9
归母净利润（百万元）	1,710	1,956	4,950	5,359	5,681
增长率 yoy (%)	-5.1	14.4	153.0	8.3	6.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.42	0.48	1.21	1.31	1.39
净资产收益率 (%)	8.7	10.1	20.7	18.5	16.6
P/E (倍)	22.0	19.1	7.6	7.0	6.6
P/B (倍)	1.8	2.0	1.6	1.3	1.1

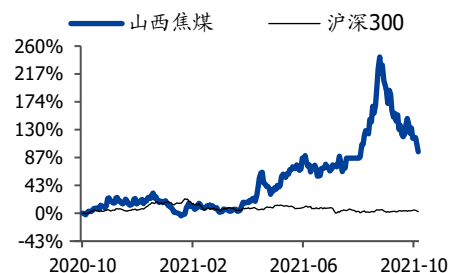
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价(元)	9.18
总市值(百万元)	37,606.42
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)	151.77

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

- 1、《山西焦煤 (000983.SZ)：集团资产大盘点，资产注入空间大》2021-08-20
- 2、《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
- 3、《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

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15225	15133	15415	15455	16753	营业收入	32955	33757	41059	42739	43558
现金	6974	4987	4927	5129	5227	营业成本	22450	24898	26244	27001	27276
应收票据及应收账款	2307	3124	3719	3404	4515	营业税金及附加	1373	1430	1740	1811	1845
其他应收款	629	705	1008	712	1037	营业费用	2305	437	665	684	697
预付账款	333	247	459	276	473	管理费用	2260	2506	3079	3163	3180
存货	2783	2721	2528	2872	2583	研发费用	296	383	466	485	494
其他流动资产	2198	3349	2773	3061	2918	财务费用	839	887	842	904	875
非流动资产	49888	55477	63060	64159	64469	资产减值损失	-436	-296	305	326	312
长期投资	2990	3175	3366	3556	3746	其他收益	34	36	36	36	36
固定资产	28419	33725	38692	38211	36678	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	8198	12489	14091	16009	18231	投资净收益	71	132	132	132	132
其他非流动资产	10281	6088	6911	6384	5814	资产处置收益	0	2	2	2	2
资产总计	65113	70611	78475	79614	81221	营业利润	3076	3128	7887	8536	9048
流动负债	23012	32560	35297	32617	30288	营业外收入	20	59	59	59	59
短期借款	3394	4904	12274	9118	6286	营业外支出	61	77	77	77	77
应付票据及应付账款	13874	15516	16295	14475	17526	利润总额	3035	3109	7868	8518	9029
其他流动负债	5744	12139	6728	9025	6476	所得税	1015	908	2297	2486	2635
非流动负债	18971	16311	16276	14473	12426	净利润	2021	2202	5572	6031	6394
长期借款	12310	8039	8046	6223	4184	少数股东损益	310	246	621	673	713
其他非流动负债	6661	8272	8230	8250	8242	归属母公司净利润	1710	1956	4950	5359	5681
负债合计	41983	48871	51573	47091	42714	EBITDA	6331	6795	11513	12672	13148
少数股东权益	2677	3024	3645	4318	5031	EPS (元)	0.42	0.48	1.21	1.31	1.39
股本	3151	4097	4097	4097	4097	主要财务比率					
资本公积	1013	345	345	345	345	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	15548	13508	17913	22681	27736	成长能力					
归属母公司股东权益	20453	18716	23257	28206	33477	营业收入(%)	2.1	2.4	21.6	4.1	1.9
负债和股东权益	65113	70611	78475	79614	81221	营业利润(%)	-5.3	1.7	152.1	8.2	6.0
						归属于母公司净利润(%)	-5.1	14.4	153.0	8.3	6.0
						获利能力					
						毛利率(%)	31.9	26.2	36.1	36.8	37.4
						净利率(%)	5.2	5.8	12.1	12.5	13.0
						ROE(%)	8.7	10.1	20.7	18.5	16.6
						ROIC(%)	5.8	6.5	11.6	12.6	12.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.5	69.2	65.7	59.1	52.6
						净负债比率(%)	72.3	81.3	88.6	57.6	35.7
						流动比率	0.7	0.5	0.4	0.5	0.6
						速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	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	1.21	1.31	1.39
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	1.28	1.34	2.65	2.46
						每股净资产(最新摊薄)	4.99	4.57	5.68	6.89	8.17
						估值比率					
						P/E	22.0	19.1	7.6	7.0	6.6
						P/B	1.8	2.0	1.6	1.3	1.1
						EV/EBITDA	9.0	8.6	5.7	4.8	4.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 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	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：021-38124100 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	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