

山西焦煤 (000983.SZ) Q3 业绩如期释放, 长协价涨幅扩大 Q4 业绩可期

2021 年 10 月 29 日

——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

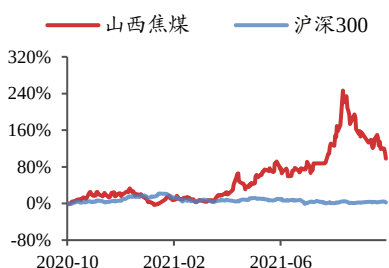
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/10/28
当前股价(元)	9.18
一年最高最低(元)	16.71/0.00
总市值(亿元)	376.06
流通市值(亿元)	376.06
总股本(亿股)	40.97
流通股本(亿股)	40.97
近 3 个月换手率(%)	184.26

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司资产收购点评-资产注入预案出炉, 看好公司外延增长》-2021.8.20
 《公司中报点评报告-量价齐升业绩同比大增, 焦煤高景气利好业绩释放》-2021.8.6
 《公司年报及一季报点评-受益焦煤供给收紧, 静待焦煤龙头业绩释放》-2021.4.27

● **Q3 业绩如期释放, 长协价涨幅扩大 Q4 业绩可期。维持“买入”评级。**
 公司发布三季报, 2021 年前三季度实现总营业收入 297 亿元, 同比增长 24.6%; 归母净利润 31.7 亿元, 同比增长 91.5%; 扣非后归母净利润 31.5 亿元, 同比增长 90.2%。公司 Q3 实现归母净利润 12.3 亿元, 环比增长 18.9%, 单季业绩符合预期, 主要受益于焦煤价格上涨。后期来看, 焦煤紧供给支撑下, Q4 焦煤价格涨幅有望持续偏高运行, 利好公司长协价上调, 业绩仍有增长空间。考虑到公司长协调价存在滞后性, 我们上调 2022-2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 46.1/62.3/63.8 (前值 46.1/48.6/49.7) 亿元, 同比增长 135.6%/35.3%/2.4%; EPS 为 1.13/1.52/1.56 (前值 1.13/1.19/1.21) 元, 当前股价对应 PE 为 8.2/6.0/5.9 倍。除价格端增长潜力外, 公司还受益于山西国改背景下集团资产证券化加速, 未来优质资产注入预期增强, 看好公司外生增长动力。维持“买入”评级。

● Q3 焦煤涨势延续, Q4 业绩可期

受焦煤紧供给支撑, 焦煤价格持续高位运行。根据 Wind 数据, Q3 山西吕梁主焦煤车板价环比上涨 68%。考虑到公司焦煤长协比例约 90%, 且采用季度调价的定价模式, Q3 公司煤炭价格涨幅弱于市场表现 (Q3 长协均价上调约 100 元/吨)。Q4 焦煤供给紧缺问题或仍较难缓解, 一方面动力煤保供挤占部分配焦煤资源, 同时铁路发运以动力煤为主, 焦煤运力受限, 加剧了焦煤供给收紧; 另一方面, 澳煤禁运仍在持续, 蒙煤通关受疫情影响难以形成有效替代。近期政策限价以动力煤控价为主, 焦煤或受影响较小。总体来看 Q4 焦煤价格仍有支撑。根据互动平台信息, 公司 Q4 长协价格分煤种上调 300-500 元/吨, 幅度环比扩大, 利好公司业绩释放。

● 资产注入加速推进, 看好外生增长潜力

8 月 19 日公司发布重大资产重组预案公告, 拟收购华晋焦煤 51% 股份与明珠煤业 49% 股份, 目前重组所涉审计、评估等相关工作正在积极推进中。此次资产注入是山西国改深化背景下加速推进资产证券化的关键一步, 顺应了省内煤企集团整体上市的政策方向。华晋焦煤现有焦煤煤矿四座, 合计产能达 1190 万吨, 收购完成后归属山西焦煤权益产能为 576 万吨。公司核定/权益产能将分别增长 33%/17%, 进一步巩固焦煤龙头实力。截至 2021 年 6 月, 山西焦煤集团 (不考虑山煤集团, 下同) 资产证券化率仅约 20%, 仍有近八成资产未证券化。从煤炭产能来看, 集团合计产能 10075 万吨, 其中 6475 万吨产能 (64.3%) 未证券化, 包含汾西矿业、霍州煤电等核心资产, 看好公司外生增长潜力。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期; 煤价下跌超预期; 集团重组不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,955	33,757	38,737	44,568	44,804
YOY(%)	2.1	2.4	14.8	15.1	0.5
归母净利润(百万元)	1,710	1,956	4,609	6,234	6,384
YOY(%)	-5.1	14.4	135.6	35.3	2.4
毛利率(%)	31.9	26.2	34.7	37.4	37.8
净利率(%)	5.2	5.8	11.9	14.0	14.2
ROE(%)	8.7	10.1	19.6	20.9	17.6
EPS(摊薄/元)	0.42	0.48	1.13	1.52	1.56
P/E(倍)	22.0	19.2	8.2	6.0	5.9
P/B(倍)	1.8	2.0	1.6	1.3	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,225	15,133	25,527	38,242	53,526
现金	6,974	4,987	13,289	27,317	41,123
应收票据及应收账款	2,307	3,124	4,941	3,751	4,864
其他应收款	629	705	829	932	840
预付账款	333	247	538	335	532
存货	2,783	2,721	3,486	3,202	3,442
其他流动资产	2,198	3,349	2,444	2,705	2,726
非流动资产	49,888	55,477	51,135	46,745	42,104
长期投资	2,990	3,175	3,482	3,771	4,048
固定资产	28,419	33,725	32,349	29,452	25,693
无形资产	8,198	12,489	12,217	11,945	11,673
其他非流动资产	10,281	6,088	3,088	1,578	690
资产总计	65,113	70,611	76,662	84,987	95,630
流动负债	23,012	32,560	23,322	31,791	23,506
短期借款	3,394	4,904	4,904	4,904	4,904
应付票据及应付账款	13,874	15,516	13,442	18,892	13,400
其他流动负债	5,744	12,139	4,976	7,995	5,202
非流动负债	18,971	16,311	13,631	11,332	8,687
长期借款	12,310	8,039	5,824	3,400	795
其他非流动负债	6,661	8,272	7,807	7,932	7,892
负债合计	41,983	48,871	36,953	43,124	32,193
少数股东权益	2,677	3,024	3,602	4,385	5,186
股本	3,151	4,097	4,097	4,097	4,097
资本公积	1,013	345	345	345	345
留存收益	15,548	13,508	17,139	22,050	27,080
归属母公司股东权益	20,453	18,716	36,107	37,478	58,251
负债和股东权益	65,113	70,611	76,662	84,987	95,630

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,534	5,242	12,995	15,531	15,396
净利润	2,021	2,202	5,187	7,017	7,185
折旧摊销	2,486	3,008	2,690	2,725	2,725
财务费用	839	887	878	869	860
投资损失	-71	-132	-0	-0	-0
营运资金变动	1,801	-985	4,331	4,920	4,625
其他经营现金流	459	263	-91	-0	-0
投资活动现金流	-2,774	-4,974	1,652	1,664	1,916
资本支出	1,927	2,712	-207	-298	-298
长期投资	-871	0	-306	-286	-278
其他投资现金流	-1,719	-2,262	1,139	1,080	1,341
筹资活动现金流	-4,777	-2,367	-6,345	-3,167	-3,506
短期借款	-1,284	1,510	-0	-0	-0
长期借款	-296	-4,271	-2,215	-2,424	-2,605
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	-3,106	116	-4,130	-743	-901
现金净增加额	-18	-2,099	8,303	14,028	13,806

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,955	33,757	38,737	44,568	44,804
营业成本	22,450	24,898	25,285	27,880	27,880
营业税金及附加	1,373	1,430	1,627	1,872	1,882
营业费用	2,305	437	310	357	358
管理费用	2,260	2,506	2,518	2,897	2,912
研发费用	296	383	387	446	448
财务费用	839	887	878	869	860
资产减值损失	-436	-296	200	100	100
其他收益	34	36	46	41	42
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	71	132	-0	-0	-0
资产处置收益	0	2	-0	-0	-0
营业利润	3,076	3,128	7,579	10,189	10,405
营业外收入	20	59	41	43	45
营业外支出	61	77	67	69	70
利润总额	3,035	3,109	7,552	10,163	10,380
所得税	1,015	908	2,365	3,146	3,195
净利润	2,021	2,202	5,187	7,017	7,185
少数股东损益	310	246	579	783	801
归母净利润	1,710	1,956	4,609	6,234	6,384
EBITDA	6,289	6,769	10,433	12,758	12,582
EPS(元)	0.42	0.48	1.13	1.52	1.56

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.1	2.4	14.8	15.1	0.5
营业利润(%)	-5.3	1.7	142.3	34.4	2.1
归属于母公司净利润(%)	-5.1	14.4	135.6	35.3	2.4
获利能力					
毛利率(%)	31.9	26.2	34.7	37.4	37.8
净利率(%)	5.2	5.8	11.9	14.0	14.2
ROE(%)	8.7	10.1	19.6	20.9	17.6
ROIC(%)	5.7	6.4	13.1	15.6	14.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	69.2	48.2	50.7	33.7
净负债比率(%)	72.3	81.3	16.3	-35.8	-69.9
流动比率	0.7	0.5	1.1	1.2	2.3
速动比率	0.4	0.3	0.8	1.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.53	0.55	0.50
应收账款周转率	7.8	12.4	9.6	10.3	10.4
应付账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.48	1.13	1.52	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	1.28	3.17	3.79	3.76
每股净资产(最新摊薄)	4.99	4.57	5.59	7.12	8.67
估值比率					
P/E	22.0	19.2	8.2	6.0	5.9
P/B	1.8	2.0	1.64	1.29	1.06
EV/EBITDA	9.1	8.6	4.36	2.35	1.14

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn