

业绩大幅增长，集团资产注入值得期待

2022 年 01 月 16 日

► **事件**：2022 年 1 月 14 日，公司发布 2021 年年度业绩预告，公司预计 2021 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 48.68 亿元左右，与上年同期相比将增加 39.92 亿元左右，同比增加 455.84% 左右。扣除上述非经常性损益的净利润为 46.76 亿元左右，与上年同期相比将增加 38.02 亿元左右，同比增加 434.83% 左右。

► **四季度业绩大幅增长**。根据公告测算，四季度公司实现归属于母公司股东的净利润 22.72 亿元，同比增长 1910%，环比增长 84%。据公告，公司业绩预增主要原因为：1) 煤炭价格上涨，公司商品煤销量有所增加。2) 参股公司同忻煤矿效益良好，致公司投资收益大幅增加。3) 公司全面推行精细化管理，为公司整体盈利水平带来较大增长。

► **长协基准价格提升，2022 年公司业绩有望持续释放**。公司为山西省动力煤龙头企业，长协合同比例较高，长协波动大多数时候弱于港口价格波动，公司盈利稳定性强。2022 年长协基准价有望由 535 元/吨提升至 700 元/吨，长协中枢有望上移，公司长协占比较高，2022 年公司盈利中枢同样有望上移，业绩有望持续释放。长期来看，煤炭行业产能瓶颈或将持续，供给或持续保持供应偏紧的状态，价格中枢有望持续高位，公司高长协有望保障持续高盈利水平。

► **公司控股股东晋能控股煤业集团整体资源储备实力雄厚，有资产注入可能**。2021 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。晋能控股集团汇集了山西原三大煤炭企业的优质煤炭资源，目前涉及煤炭总产能约 4.04 亿吨/年，是省内第一、全国第二大煤炭企业，实力雄厚，公司作为其唯一煤炭上市平台，煤炭资源整合的定位明晰。上市公司煤炭产能仅 4810 万吨/年（含同忻矿），截至 2021 年三季度末，控股股东资产证券化率仅 24% 左右，在大股东提升自身资产证券化率的背景下，公司资产注入空间广阔。

► **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。同时，山西省国企改革持续推进，控股股东有提升资产证券化率的诉求，资产注入有望拉开序幕。预计 2021-2023 年公司归母净利为 48.68 亿元、60.29 亿元、61.85 亿元，折合 EPS 分别为 2.91/3.60/3.70 元/股，对应 PE 均为 3 倍（基于 2022 年 1 月 14 日股价），行业中估值较低。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示**：煤价大幅下行，山西国企改革进展不及预期，集团资产注入不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10905	18143	21754	22614
增长率（%）	-4.0	66.4	19.9	4.0
归属母公司股东净利润（百万元）	876	4868	6029	6185
增长率（%）	-2.4	455.9	23.8	2.6
每股收益（元）	0.52	2.91	3.60	3.70
PE	19	3	3	3
PB	1.4	1.3	0.9	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 14 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

10.07 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

目录

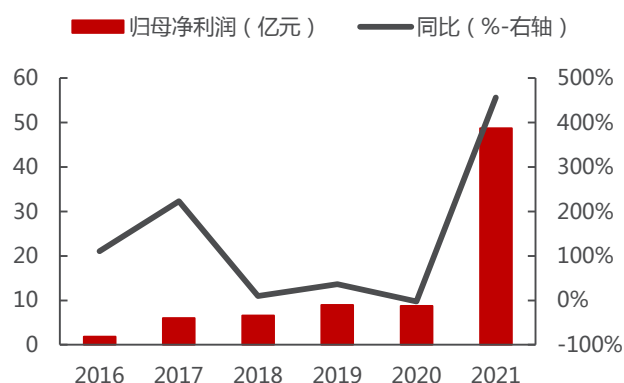
1 业绩不断改善，四季度业绩超预期	3
2 长协价格基准价有望提升，公司盈利有望持续释放	4
2.1 动力煤价格有望长期保持高位	4
2.2 公司综合售价有望随长协价格上升	7
3 存量产能产量稳定释放，延成长空间广阔	8
3.1 存量产能盈利能力提升	8
3.2 国改背景下或迎外延增长	10
4 盈利预测与投资建议	13
4.1 盈利预测假设与业务拆分	13
4.2 估值分析	13
5 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 业绩不断改善，四季度业绩超预期

近年来业绩不断改善，四季度业绩创历史新高。2016 年供给侧改革以来，公司业绩呈现持续改善趋势。据 Wind 数据，2021 年秦皇岛 Q5500 动力煤均价为 1030 元/吨，较 2020 年增长 79%，受益于 2021 年煤炭价格的大幅增长，公司 2021 年实现归属于母公司股东的净利润 48.68 亿元，同比增长 455.84%。根据公告测算，四季度公司实现归属于母公司股东的净利润 22.72 亿元，同比增长 1910%，环比增长 84%，为单季度历史新高点。

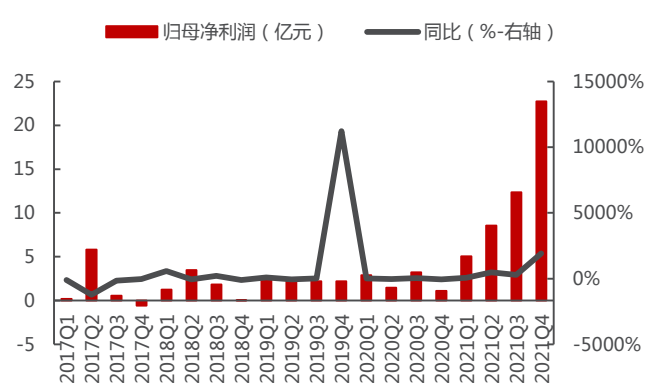
据公告，公司业绩预增主要原因为：1) 煤炭价格上涨，公司商品煤销量有所增加。2) 参股公司同忻煤矿效益良好，致公司投资收益大幅增加。3) 公司全面推行精细化管理，通过建设智能化矿井，推广小煤柱开采，加大降本增效力度，强化经营管理，为公司整体盈利水平带来较大增长。

图 1：2021 年归母净利润大幅增长



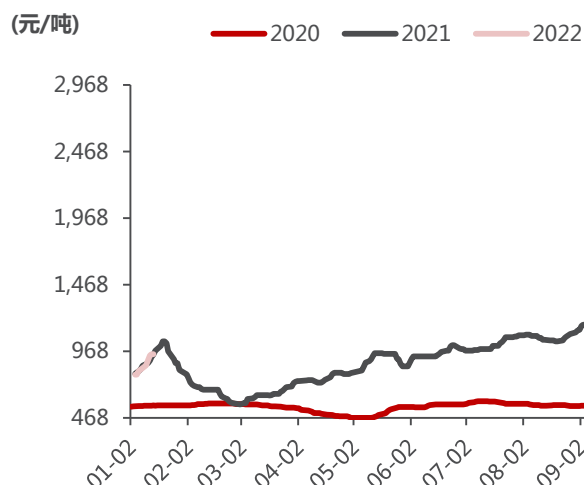
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2021Q4 为近年来单季度最高盈利



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：2021 年煤价大幅走高（秦皇岛 Q5500 动力煤）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 长协价格基准价有望提升，公司盈利有望持续释放

2.1 动力煤价格有望长期保持高位

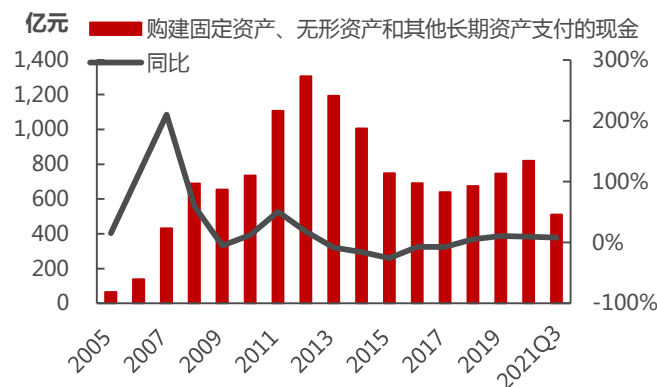
煤炭行业固定资产投资呈现持续下降趋势。2012年后行业固定资产投资持续下行，2018年下半年起才转正，2020年小幅下滑，预计2021年绝对量依然少于2015年。煤矿产能建设周期至少5-6年时间。18、19年投产项目为“四万亿”时期建设矿井的投产，2014年后固定资产投资锐减，因此2019年后投产产能将开始锐减。Wind数据显示，2021年1-10月煤炭行业固定资产投资完成额小幅回升，但从绝对量来看仍大幅低于2011-2015年时期，同理，上市公司构建固定资产的现金流也处于相对低位水平。

图4：煤炭行业固定资产投资绝对量仍然较低



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：煤炭上市公司构建固定资产的现金流绝对量仍低



资料来源：wind，民生证券研究院

“碳达峰、碳中和”背景下行业投资新建产能的意愿减弱。预计在2030年碳达峰后的30年时间里，煤炭消费总量下降趋势基本确定。受此影响行业新建产能的意愿进一步减弱。此外，资金问题成为制约行业新建产能的重要因素之一。目前行业负债率仍高，外部融资成本仍偏高。在上述背景下，考虑5年左右的建设周期，假设产业端在当下转变心态开始新建产能，这批产能可以贡献产量也在5年以后，因此预计未来5年以内煤炭行业供给端的增速将始终维持低速。

新建产能供给量有限。据不完全统计，预计2021年-2023年新投产产能的供给增量分别为7811万吨，8451万吨与10283万吨，以2020年全国原煤产量为基数，对应产量增速分别为2.03%，2.20%与2.68%。从区域来看，三成左右的增量来自于新疆地区，疆煤外运难度较高，难以对煤炭市场形成有效补充。近一半的新建产能增量来自于内蒙，但多为煤化工项目的配套煤矿，最后多以化工品形式流通，参与市场交易较少。综上，新投产产能的产量增量带来的实际影响或低于测算值。

非主产地产能持续退出。目前我国尚存在大量的中小煤矿，中东部、西南地区存在大量产能规模60万吨以下的矿井，这些矿井大多源濒临枯竭，水害、瓦斯等风险突出，经济效益差，因此非主产地产能持续退出，据不完全统计，2021年煤炭产能退出118处，涉及产能2968万吨/年，平均单井规模约25万吨/年。

表 1：2021 部分省份煤炭产能退出情况

省份	矿井数	产能（万吨/年）
贵州	51	945
湖南	1	30
内蒙古	6	330
广西	1	10
重庆	14	1150
湖南	22	144
四川	7	77
河南	16	282
合计	118	2968

资料来源：各省份能源局、应急管理厅、工信厅等，民生证券研究院

由于落后产能矿因资源枯竭，产能利用率均远低于 100%水平，我们假设落后产能产能利用率为 60%。抵消掉产能的退出后，我们预计 2021 年-2023 年新投产产能的供给增量分别为 6048 万吨，6891 万吨与 8903 万吨，以 2020 年全国原煤产量为基数，对应产量增速分别为 1.57%、1.79% 与 2.32%。

表 2：2021-2023 年新建产能增量测算

单位：万吨	2021 净增量 E	2022 净增量 E	2023 净增量 E
山西	790	1994	2386
内蒙	1586	3112	3315
陕西	1020	300	670
新疆	3626	2051	3072
其他地区	789	995	840
新建产能增量合计	7811	8451	10283
非主产地去产能	-2938	-2600	-2300
非主产地减量	-1763	-1560	-1380
合计	6048	6891	8903

资料来源：国家发改委，各集团债券募集说明书，上市公司公告，民生证券研究院

存量产能方面，产能核增的潜力减弱。首先，存量产能超产积极性大幅降低。刑法修正案（十一）规定：对未发生生产事故，但存现实危险的违法行为提出追究刑事责任。该规定直接造成煤矿超产意愿大幅降低，导致存量产能弹性大幅收缩。其次，安监层面对产能核增持有谨慎态度，据国家矿山安全监察局新闻发布会表示，发改委累积提供 976 处具备增产潜力的煤矿名单，经审核后仅批复 153 处符合安全增产保供条件的煤矿（合计产能 2.2 亿吨/年）列入应急保供名单，纳入产能核增快速通道。然后，宽松的政策环境结束，核增产能释放时间延长。本轮产能核增释放速度

快,主要由于增产保供的政策影响,在后续能源供应恢复稳定后,预计类似当前宽松的政策难以持续,后续的核增产能或许需要较长的准备建设期才能释放产能。最后,本轮保供已经挖掘了部分增产潜力,在新建产能并不充沛的背景下,未来存量产能释放的增量同样有限。

需求方面,“碳达峰”之前,煤炭依旧是主要能源。因为煤炭不受季节、气候影响,具有经济、可靠、稳定的优点,而目前无论是光伏、风电等新能源短期内无法解决稳定性、发电有效时长、储能成本等一系列问题,所以煤炭作为电力能源主要上游材料的优势依然存在。综合考虑水电以及核电机组装机高峰已过,因此,预计“十四五”期间,火电需求有望平稳增长。

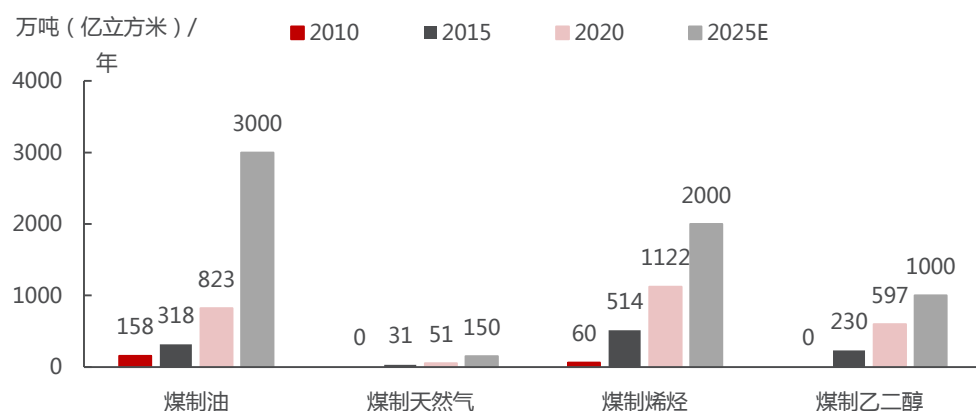
限电基本结束,电力需求或合理释放。从三季度开始,能耗双控政策监管趋严,多个地区在发改委发布的能耗双控晴雨表中列为一、二级预警,全国大范围内实行有序用电,并且部分高耗能产业受到严格限制,抑制了电力消费。2022 年预计工业企业用电恢复常态,进一步带动电力消费。

煤化工产业用煤有望大幅增加。内循环背景下,现代煤化工是提高煤炭清洁高效利用水平,实现煤炭由单一燃料向燃料和原料并重转变的有效途径,对保障国家能源安全稳定供应具有重要的战略意义,而推动新型煤化工产业和石油代替战略,已经成为保障国家能源安全和维持经济稳健发展的重要抓手。此外,今年 9 月国家主席习近平到陕西榆林考察了国家能源集团榆林化工有限公司 40 万吨/年的乙二醇项目,侧面印证国家对现代煤化工发展的态度。

原料用能不纳入能源消费总量控制,利好煤化工产业发展。2021 年 12 月 8 日-10 日召开的中央经济工作会议提出:“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制,创造条件尽早实现能耗‘双控’向碳排放总量和强度‘双控’转变”。在煤化工行业,原料煤不纳入能源消费总量控制后,行业受到“能耗双控”的扰动变少,开工率有望提升。

十四五规划发展空间仍然较大。近年来,现代煤化工产业快速发展,煤制油、气、烯烃、乙二醇等四大类投产项目累计完成投资约 6060 亿元,生产主要产品 2647 万吨,开工率分别达到 63.4%、91.7%、96.37%、55.8%,年转化煤炭约 9380 万吨(标煤),年营业收入 1212 亿元。煤(甲醇)路线乙烯和丙烯产能分别占比 20.1%和 21.5%,煤制乙二醇产能占全国乙二醇总产能的 38.1%。据《现代煤化工“十四五”发展指南》,“十四五”的发展目标是形成 3000 万吨/年煤制油、150 亿立方米/年煤制气、1000 万吨/年煤制乙二醇、100 万吨/年煤制芳烃、2000 万吨/年煤(甲醇)制烯烃的产业规模,据此判断,煤化工仍有较大发展空间。

图 6：煤化工“十四五”发展目标



资料来源：王强，徐向阳，《“双碳”背景下现代煤化工发展路径研究》；《现代化工》，民生证券研究院

我们依据供需平衡表测算 2022 需求总量为 45.20 亿吨,同比增长 3%。供给缺口仍然存在,且较 2021 年有所扩大,供需整体平衡,我们预计 2022 秦皇岛港动力煤均价为港口价格全年均价预计 1000 元/吨,比目前时点价格略高,价格整体走势是季节性波动为主。

表 3：煤炭供需平衡表

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
原煤产量（百万吨）	3546	3746	3844	4045	4154
增速		4.2%	2.6%	5.2%	2.7%
进口量（百万吨）	281	300	304	323	305
出口量（百万吨）	4.93	6.03	3	2.6	2.5
总供给（百万吨）	3822	4039	4145	4365	4456
增速		5.7%	2.6%	5.3%	2.1%
火电（亿千瓦时）	49795	51654	52799	58184	60942
增速		1.9%	2.2%	10.2%	4.7%
火电耗煤（百万吨）	1939	2025	2056	2266	2373
生铁产量（百万吨）	771	809	888	858	849
增速		5.3%	9.7%	-3.4%	-1.0%
钢铁耗煤（百万吨）	617	647	710	686	679
水泥产量（百万吨）	2177	2330	2377	2373	2361
增速		6.1%	2.0%	-0.2%	-0.5%
建材耗煤（百万吨）	651	691	711	710	706
煤化工（百万吨）	175	199	225	293	336
增速		13.8%	13.1%	30.0%	15.0%
其他行业及洗选损耗（百万吨）	455	438	435	431	426
增速		-3.7%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
需求合计（百万吨）	3837	4000	4138	4385	4520
需求增速		4%	3%	6%	3%
供给-需求（百万吨）	-15	39	7	-21	-64

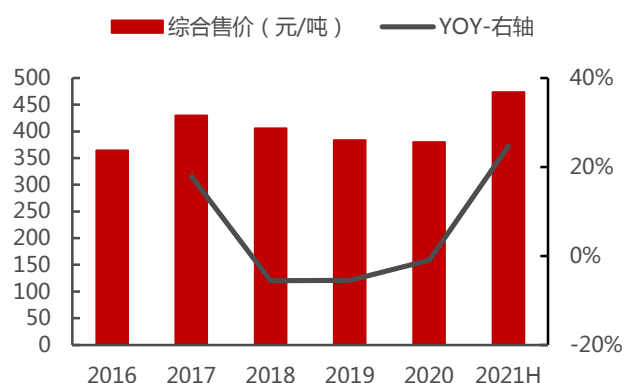
资料来源：煤炭资源网,民生证券研究院

2.2 公司综合售价有望随长协价格上升

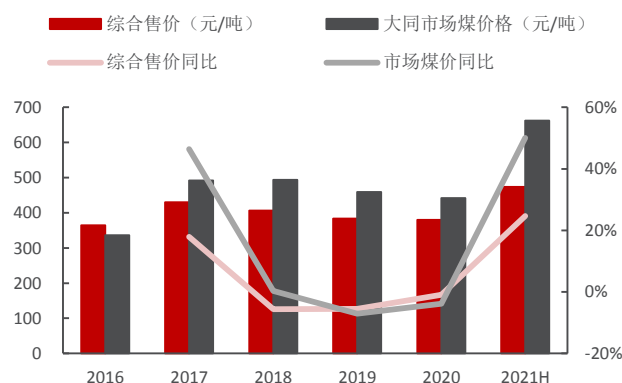
公司长协占比高，价格涨幅慢于市场。近三年公司吨煤均价在 380-470 元/吨的区间内波动。2021 年前半年，公司商品煤销售均价 473.54 元/吨，同比上升 24.65%，同期市场煤均价 662.29 元/吨，同比上升 50%。如果以长周期维度计算，2016-2021 上半年，公司煤炭售价年均复合增幅为 6.78%，而大同地区市场煤价年均复合增幅为 19.09%。由于公司长协占比较高，在长协定价机制的影响下，公司煤炭综合售价上涨幅度低于市场煤炭价格上涨幅度。

长协基准价上调，公司综合售价有望上涨。在 2021 年 12 月 3 日举行的全国煤炭交易会上公布了《2022 年煤炭长期合同签订履约方案征求意见稿》，该文件规定，5500 大卡动力煤调整区间在 550-850 元之间，其中下水煤长协基准价为 700 元/吨，较此前的 535 元上调约 31%。2021 年长协均价为 648 元/吨，长协基准价提升意味着长协价格中枢上移，公司长协煤占比高，长协基准价提升有助于公司综合售价的走高。

图 7：公司综合售价前期平稳，2021 年大幅上涨
图 8：公司售价波动幅度弱于市场价



资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

3 存量产能产量稳定释放，延成长空间广阔

3.1 存量产能盈利能力提升

截至 2020 年末，公司权益产能 2735 万吨/年。公司现拥有 3 座矿井，分别为忻州窑矿、塔山煤矿及色连矿，均为在产矿井，合计年产能 3210 万吨，全部为优质动力煤。其中，色连矿位于鄂尔多斯；其余 2 座均处于大同地区。2020 年，公司以现金方式收购同忻煤矿 32% 股权（控股股东晋控煤业集团仍持股 40%），同忻矿核增后的产能为 1600 万吨/年，公司权益产能增加 512 万吨/年，综上，公司合计权益产能 2735 万吨/年。

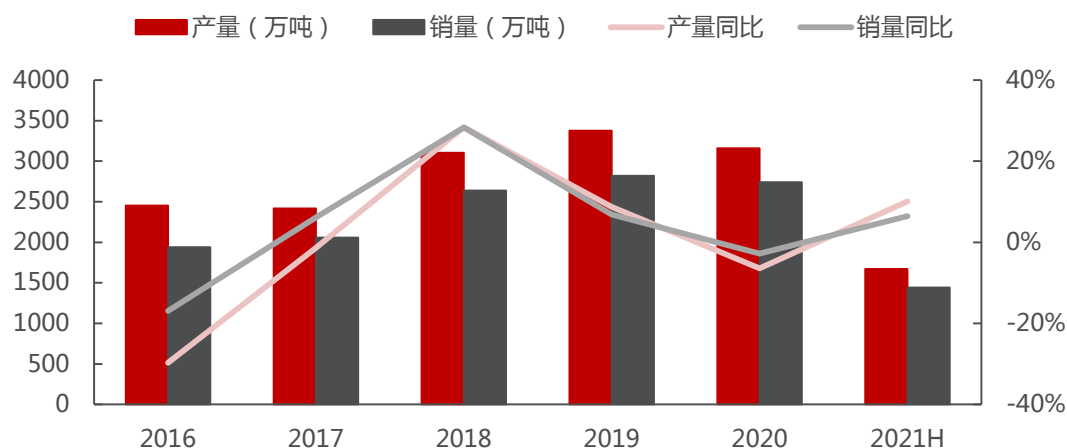
表 4：公司产能情况（截至 2020 年末）

矿井名称	煤种	地区	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
塔山煤矿	气煤、1/3 焦煤	山西大同	45.67	25.19	72%	2650	1908	在产
色连煤矿	长焰煤、不粘煤	鄂尔多斯	7.39	3.30	51%	500	255	在产
忻州窑煤矿	弱黏煤	山西大同	0.98	0.48	100%	60	60	在产
小计			54.04	28.97		3210	2223	
同忻煤矿	气煤、1/3 焦煤	山西大同	13.95	5.88	32%	1600	512	在产
合计			67.99	34.85		4810	2735	

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

公司产销量高位稳定，预计 2021 年保供政策下产量有望增加。近年来公司产量高位稳定，产量基本在 3100-3300 万吨之间波动，2021 年上半年公司实现煤炭产量 1672 万吨，同比增长 10%。四季度由于煤炭资源整体紧缺，行业开始保供，在保供的背景下，公司产能利用率有望进一步提升，预计 2021 年产量有所增加。但考虑到公司下属产能均为在产产能，且并无在建矿井，因此预计公司自有产能的增产空间有限，在不考虑资产注入的背景下，预计 2022 年产量增量有限。

图 9：产销量高位稳定



资料来源：公司公告，民生证券研究院

分矿井来看，公司主要利润来源为塔山矿，色连矿持续亏损。2020 年由于地质条件及煤炭热值影响，色连矿吨煤售价仅 100 元/吨，亏损近 4 亿元。2021 年起，色连矿已经实现扭亏为赢，由业绩拖累转为盈利增长点。

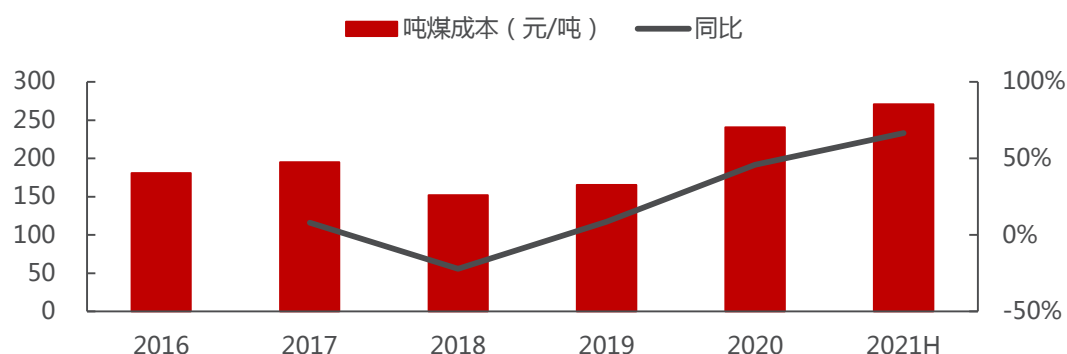
表 5：公司分矿井利润情况

净利润	单位	2019	2020	2021H	2021E
塔山矿	万元	250,053	232,011	161,898	323,796
色连矿	万元	-46,943	-39,696	9,968	19,935
同忻矿	万元		58,551	59,576	119,151
ROE					
塔山矿	%	18%	14%	9%	18%
色连矿	%	-26%	-28%	6%	13%
同忻矿	%		8%	14%	28%

资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：2021 年数据为根据半年报年化

成本或小幅增加。2021 年上半年公司吨煤成本为 270.52 元/吨，同比增长 66.59%，主要是因为公司执行新的收入准则，将原归为销售费用的运输费调至合同履约成本所致。2021 年 12 月 17 日，公司决定将公司所属省内煤矿的安全费用计提标准由 15 元/吨提高为 30 元/吨，并从 2021 年 10 月 1 日起计提，因此，未来预计上市公司吨煤成本会有小幅上升。

图 10：成本增加因会计政策调整



资料来源：公司公告，民生证券研究院

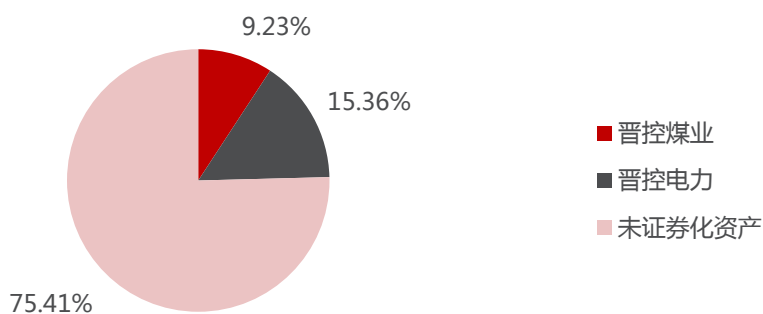
3.2 国改背景下或迎外延增长

公司控股股东为晋能控股煤业集团，持有公司 57.46% 股权。晋能控股集团组建于 2020 年 10 月，通过联合重组同煤集团、晋煤集团、晋能集团三户省属煤炭企业的方式，同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团相关资产和改革后的中国（太原）煤炭交易中心组建而成。下设晋能控股煤业集团公司（负责煤炭板块）、晋能控股电力集团公司（负责电力板块）、晋能控股装备制造集团公司（负责装备制造板块）、中国（太原）煤炭交易中心有限公司、晋能控股研究院公司、晋能控股财务公司 6 个一级子公司。

控股股东拥有煤炭总产能约 4.04 亿吨/年，是省内第一、全国第二大煤炭企业。公司控股股东截至 2020 年末，晋能控股煤业集团（原同煤集团）拥有 58 座矿井，年生产能力 1.58 亿吨。晋能控股装备制造集团（原晋煤集团）所处晋东矿区是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%，截至 2020 年末，拥有 60 座矿井，设计生产能力 1.09 亿吨/年。截至 2021 年 3 月，晋能控股电力集团（原晋能集团）共有矿井 145 座（不含已关闭退出矿井），设计总产能达 1.37 亿吨。

集团资产证券化率低，优质煤炭资产注入空间较大。2021 年 2 月 23 日，山西省国资运营公司召开的省属企业“一企一策”考核签约大会明确了“十四五”省属企业目标。其中要求，“省属企业资产证券化率达到 80% 以上。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。”截至 2021 年三季度末，晋能控股煤业集团拥有资产 3952.22 亿元，上市公司拥有资产 364.73 亿元，仍有约 3500 亿元非上市资产，意味着未来公司可能会有更多的优质资产注入上市公司，进一步加强上市公司盈利水平。从产能角度来看，上市公司以外仍有 1.79 亿吨/年煤炭产能，在控股股东提升资产证券化率的背景下，公司资产注入有望开启。

图 11：公司控股股东资产证券化率较低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：控股股东仍有大量煤炭资产未注入上市公司

矿区/煤矿	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	设计产 (万吨)	矿井状态
晋能控股煤业集团		32.45	11.38	3700	
四老沟	不黏煤	1.21	0.43	320	生产矿井
白洞	气煤	0.3	0.25	90	生产矿井
晋华宫	不黏煤	3.16	0.87	450	生产矿井
马脊梁	不黏煤、气煤	1.74	0.33	380	生产矿井
云岗	弱黏煤	3.81	1.13	480	生产矿井
燕子山	不黏煤、气煤	3.22	0.94	480	生产矿井
四台	不黏煤	5.06	1.55	500	生产矿井
同忻	气煤、1/3 焦煤	13.95	5.88	1000	生产矿井
晋能控股装备制造集团		99.31	0	9355	
成庄	无烟煤	7.93	-	830	生产矿井
寺河	无烟煤	9.81	-	900	生产矿井
赵庄	无烟煤、贫煤	6.66	-	800	生产矿井
长平	无烟煤	2.54	-	500	生产矿井
寺河矿二号井	无烟煤	2.48	-	180	生产矿井
岳城	无烟煤	1.46	-	150	生产矿井
赵庄二号井	贫煤	0.58	-	120	生产矿井
资源整合矿井	无烟煤、焦煤	10.98	-	1755	生产矿井
缓建矿井	无烟煤、贫煤	3.84	-	540	缓建矿井
基建矿井	无烟煤、焦煤、肥煤	24.7	-	1800	基建矿井
车寨矿井	无烟煤	1.99	-	180	筹建矿井
巴楞矿井	无烟煤	15.02	-	800	筹建矿井
龙湾矿井	无烟煤	5.51	-	400	筹建矿井
沟底矿井	无烟煤	5.81	-	400	筹建矿井
晋能控股电力集团		65.08	25.15	4810	
中能煤业	贫煤	2.85	1.74	240	生产矿井
三元煤业	贫瘦煤	1.92	0.63	260	生产矿井
王庄煤业	贫煤	1.43	0.55	240	生产矿井
马堡煤业	贫瘦煤	1.03	0.42	150	生产矿井
长治公司					
燕鑫煤业	贫煤	1.07	0.42	240	生产矿井

上社煤业	贫煤	17.47	0.93	210	生产矿井
保安煤业	无烟煤	1.94	0.97	150	生产矿井
阳泉公司					
大通煤业	无烟煤	1.33	0.98	120	生产矿井
四明山煤业	无烟煤	1.47	0.75	120	生产矿井
鑫基煤业	无烟煤	2.33	1.04	120	生产矿井
野川煤业	无烟煤	0.98	0.38	90	生产矿井
裕兴煤业	无烟煤	0.64	0.24	90	生产矿井
盛泰煤业	无烟煤	1.11	0.6	120	生产矿井
晋城公司					
泰安煤业	弱粘煤、气煤	1.05	0.32	180	生产矿井
泰山隆安煤业	长焰煤	2.39	1.2	240	生产矿井
猫儿沟煤业	长焰煤	1.56	0.46	120	生产矿井
忻州公司					
金达煤业	肥煤	0.77	0.45	150	生产矿井
锦瑞煤业	焦煤	0.42	0.26	150	生产矿井
吕梁公司					
李家窑煤业	气煤	2.03	1.21	120	生产矿井
大同公司					
四通煤业	主焦煤	1.86	1.32	150	生产矿井
吴兴源	主焦煤	0.67	0.43	120	生产矿井
盛平煤业	主焦煤	0.57	0.33	90	生产矿井
临汾公司					
紫金煤业	贫瘦煤	1.5	0.79	120	生产矿井
晋中公司					
磁窑沟煤业	长焰煤	1.64	0.83	240	生产矿井
沙坪煤业	长焰煤	6.68	3.24	400	生产矿井
晋神能源公司					
王家岭煤业	褐煤	7.7	4.31	400	生产矿井
王家岭公司					
福昌煤业	焦煤	0.13	0.06	60	生产矿井
铂龙煤业	焦煤	0.54	0.29	120	生产矿井
合计		196.84	36.53	17865	

资料来源：公司公告，各集团债券募集说明书，民生证券研究院；

注：此处仅列示各集团主要矿井，数据可得性原因，部分整合矿井并未列示。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务为煤炭业务、活性炭业务以及高岭土业务，其中煤炭业务为公司主要利润来源，毛利占比达 98%以上，因此我主要对煤炭业务进行拆分。根据上文我们对公司的煤炭业务产销量、单位售价及单位成本做出如下假设：

产量：由于公司近期无在建矿井投产，因此预计产销量整体保持稳定，而色连矿产能利用率有望提升，预计 2021-2023 年产量分别为 3400/3450/3520 万吨。

售价：据前文分析，由于煤炭行业产能瓶颈持续，预计煤价将长期保持高位，2022 年长协基准价有望提升，进而带动公司综合售价走高，预计 2021-2023 年公司综合售价分别为 590/701/715 元/吨。

成本：公司成本控制良好，2022 年由于计提安全费用的原因成本预计较 2021 年有所增加，预计 2021-2023 年公司吨煤销售成本为 271/289/294 元/吨。

表 7：公司相关假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产销率	0.83	0.87	0.88	0.88	0.88
产量（万吨）	3,377.66	3,161.49	3,400.00	3,450.00	3,520.00
销量（万吨）	2,819.83	2,741.29	2,992.00	3,036.00	3,097.00
单价(元/吨)	383.58	379.89	589.67	700.68	714.7
单位成本(元/吨)	165.20	241.32	271.32	289.04	294.82

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

基于以上假设，预计2021-2023年公司归母净利润为48.68亿元、60.29亿元、61.85亿元，折合EPS分别为2.91/3.60/3.70元/股，对应PE均为3倍（基于2022年1月14日股价）。

4.2 估值分析

基于公司主要盈利来源为煤炭业务，且主要煤种为动力煤，我们选取动力煤龙头公司中国神华、陕西煤业、中煤能源以及电投能源为可比公司，经对比后可见，公司 2021-2023 年 PE 仅 3 倍，估值显著低于其他动力煤龙头公司。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。同时，山西省国企改革持续推进，控股股东有提升资产证券化率的诉求，资产注入有望拉开序幕。行业中估值较低。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601088.SH	中国神华	22.52	1.97	2.68	2.79	11.43	8.40	8.07
601898.SH	中煤能源	6.37	0.45	1.18	1.16	14.16	5.40	5.49
601225.SH	陕西煤业	12.2	1.49	2.00	2.10	8.19	6.10	5.81
002128.SZ	电投能源	15.17	1.08	2.05	2.37	14.05	7.40	6.40
601001.SH	晋控煤业	9.65	2.91	3.60	3.76	3.32	2.68	2.57

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 1 月 14 日

5 风险提示

1) 煤价大幅下跌风险。

煤炭为公司主要利润来源，煤炭价格下跌将对公司盈利造成直接影响。

2) 山西国企改革进展不及预期。

我们认为公司大股东加快资产注入的依据为山西对省属企业“十四五”期间资产化率达到 80% 以上的目标，若该目标发生变化或省内工作重点发生偏移，或导致集团资产注入动力不足。

3) 控股股东资产注入不及预期

控股股东完成省内资产重组后，资产众多，审计评估工作繁重，或导致资产注入慢于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10905	18143	21754	22614
营业成本	7040	8536	9180	9532
营业税金及附加	723	1182	1420	1479
销售费用	123	178	215	226
管理费用	432	731	878	910
研发费用	133	204	267	269
EBIT	1903	7312	9793	10198
财务费用	386	329	210	200
资产减值损失	-96	-63	-32	-37
投资收益	216	1633	1958	2035
营业利润	2113	8773	11513	12092
营业外收支	-11	-30	-30	-30
利润总额	2102	8744	11483	12062
所得税	771	2186	2871	3015
净利润	1331	6558	8612	9046
归属于母公司净利润	876	4868	6029	6185
EBITDA	2907	8505	10984	11433

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2023E
货币资金	9233	13243	20065	26851
应收账款及票据	799	1577	1856	1897
预付款项	83	95	102	107
存货	550	669	734	754
其他流动资产	481	557	603	612
流动资产合计	11146	16142	23362	30221
长期股权投资	5428	7319	9251	11344
固定资产	10491	10730	10631	10632
无形资产	3885	4780	5476	6262
非流动资产合计	20863	23955	26565	29537
资产合计	32009	40096	49927	59757
短期借款	4410	4110	4010	4110
应付账款及票据	4862	5469	6032	6264
其他流动负债	3613	4635	4991	5142
流动负债合计	12885	14214	15032	15516
长期借款	3258	3459	3859	4159
其他长期负债	3254	3254	3254	3254
非流动负债合计	6512	6712	7112	7412
负债合计	19397	20926	22145	22929
股本	1674	1674	1674	1674
少数股东权益	5328	7017	9601	12462
股东权益合计	12612	19170	27782	36829
负债和股东权益合计	32009	40096	49927	59757

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.99	66.37	19.90	3.96
EBIT 增长率	-8.02	284.16	33.93	4.14
净利润增长率	-2.42	455.94	23.83	2.60
盈利能力 (%)				
毛利率	35.45	52.95	57.80	57.85
净利润率	12.20	36.14	39.59	40.00
总资产收益率 ROA	2.74	12.14	12.07	10.35
净资产收益率 ROE	12.02	40.06	33.16	25.38
偿债能力				
流动比率	0.87	1.14	1.55	1.95
速动比率	0.82	1.08	1.50	1.89
现金比率	0.72	0.93	1.33	1.73
资产负债率 (%)	60.60	52.19	44.35	38.37
经营效率				
应收账款周转天数	23.58	26.83	26.10	25.92
存货周转天数	28.50	28.62	29.20	28.89
总资产周转率	0.34	0.45	0.44	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	2.91	3.60	3.70
每股净资产	4.35	7.26	10.86	14.56
每股经营现金流	2.24	4.28	5.35	5.42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	19	3	3	3
PB	1.4	1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.95	1.52	0.58	0.00
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1331	6558	8612	9046
折旧和摊销	1004	1193	1191	1234
营运资金变动	907	643	521	311
经营活动现金流	3749	7160	8954	9077
资本开支	-792	-2269	-1932	-2089
投资	-2886	-1891	-1931	-2093
投资活动现金流	-3600	-2527	-1905	-2147
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1074	-100	300	400
筹资活动现金流	987	-623	-227	-144
现金净流量	1137	4009	6822	6785

插图目录

图 1：2021 年归母净利润大幅增长	3
图 2：2021Q4 为近年来单季度最高盈利	3
图 3：2021 年煤价大幅走高（秦皇岛 Q5500 动力煤）	3
图 4：行业固定资产投资绝对量仍然较低	4
图 5：上市公司购建固定资产的现金流绝对量仍低	4
图 6：煤化工“十四五”发展目标	6
图 7：公司综合售价前期平稳，2021 年大幅上涨	7
图 8：公司售价波动幅度弱于市场价	7
图 9：产销量高位稳定	8
图 10：成本增加因会计政策调整	9
图 11：公司控股股东资产证券化率较低	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2021 部分省份煤炭产能退出情况	5
表 2：2021-2023 年新建产能增量测算	5
表 3：供需平衡表	7
表 4：公司产能情况（截至 2020 年末）	8
表 5：公司分矿井利润情况	9
表 6：控股股东仍有大量煤炭资产未注入上市公司	11
表 7：公司相关假设	13
表 8：可比公司 PE 数据对比	13
公司财务报表数据预测汇总	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001