

22Q1 盈利同比增长 78%，静待产能外延增长

2022 年 04 月 09 日

➤ **事件：**2022 年 4 月 8 日，公司发布 2022 年第一季度业绩预增公告，公司预计 2022 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为 9 亿元左右，与上年同期相比将增加 3.95 亿元，同比增加 78.22% 左右。

➤ **业绩同比增长 78%，但略低于我们预期。**据公告，公司业绩增长的主要原因是 2022 年一季度国内煤炭市场价格增长，公司煤炭业务收入同比上涨。但从环比角度来看，wind 数据显示，秦皇岛动力煤市场价 2022 年 1 月、2 月均价均低于 2021 年四季度水平，因此公司 22Q1 盈利较 21Q4 利润有所下滑。

➤ **销售结构调整，利好价格弹性释放。**2022 年电煤长协基准价由 535 元/吨提升至 675 元/吨，同比增长 26%，随着长协中枢的提升，公司长协煤售价同样有望走高。除此以外，公司在保证电力长协用户合同兑现率的基础上，将动力煤市场结构进一步向建材用户倾斜，将高热值煤炭尽量销售到市场或有长协计划的水泥及贸易用户。水泥、贸易用户对价格的传导相对通畅，受到政策端的扰动较小，价格弹性高于电煤长协，在煤价向上的周期中，公司价格弹性或有望释放，进而带动公司业绩释放。

➤ **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。根据业绩预告调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 46.58 亿元、59.98 亿元、62.74 亿元，对应 EPS 分别为 2.78/3.58/3.75 元/股，对应 PE 分别为 6 倍、4 倍、4 倍（基于 2022 年 4 月 8 日股价），行业中估值较低。维持“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	18265	21900	23423
增长率（%）	-4.0	67.5	19.9	7.0
归属母公司股东净利润（百万元）	876	4658	5998	6274
增长率（%）	-2.4	431.9	28.8	4.6
每股收益（元）	0.52	2.78	3.58	3.75
PE	30	6	4	4
PB	2.1	1.4	1.0	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.61 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

1. 晋控煤业动态报告：业绩大幅增长，集团资产注入值得期待

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	18265	21900	23423
营业成本	7040	9553	10593	11210
营业税金及附加	723	1300	1559	1648
销售费用	123	159	191	234
管理费用	432	519	622	709
研发费用	133	0	0	48
EBIT	1903	6734	8936	9573
财务费用	386	387	349	306
资产减值损失	-96	-40	-40	-40
投资收益	216	1644	1971	2108
营业利润	2113	8073	10422	11334
营业外收支	-11	-30	-30	-30
利润总额	2102	8043	10392	11304
所得税	771	1770	2286	2826
净利润	1331	6274	8106	8478
归属于母公司净利润	876	4658	5998	6274
EBITDA	2907	7895	10115	10798

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9233	14427	20996	27183
应收账款及票据	799	1488	1769	1864
预付款项	83	107	118	126
存货	550	709	807	847
其他流动资产	481	559	605	621
流动资产合计	11146	17289	24295	30642
长期股权投资	5428	6918	8649	10508
固定资产	10491	10590	10416	10326
无形资产	3885	4216	4629	5085
非流动资产合计	20863	22848	24901	27219
资产合计	32009	40137	49196	57861
短期借款	4410	4000	4000	4000
应付账款及票据	4862	6120	6960	7367
其他流动负债	3613	5018	5532	5811
流动负债合计	12885	15139	16492	17178
长期借款	3258	2858	2458	1958
其他长期负债	3254	3254	3254	3254
非流动负债合计	6512	6112	5712	5212
负债合计	19397	21251	22204	22391
股本	1674	1674	1674	1674
少数股东权益	5328	6944	9052	11256
股东权益合计	12612	18886	26992	35470
负债和股东权益合计	32009	40137	49196	57861

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.99	67.49	19.90	6.95
EBIT 增长率	-8.02	253.77	32.70	7.14
净利润增长率	-2.42	431.89	28.78	4.59
盈利能力 (%)				
毛利率	35.45	47.70	51.63	52.14
净利润率	12.20	34.35	37.01	36.20
总资产收益率 ROA	2.74	11.60	12.19	10.84
净资产收益率 ROE	12.02	39.00	33.43	25.91
偿债能力				
流动比率	0.87	1.14	1.47	1.78
速动比率	0.82	1.09	1.42	1.73
现金比率	0.72	0.95	1.27	1.58
资产负债率 (%)	60.60	52.95	45.13	38.70
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	0.46	0.45	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	2.78	3.58	3.75
每股净资产	7.54	11.28	16.13	21.19
每股经营现金流	2.24	4.67	5.22	5.08
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	30	6	4	4
PB	2.1	1.4	1.0	0.7
EV/EBITDA	9.31	2.67	1.39	0.69
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	6274	8106	8478
折旧和摊销	1004	1161	1179	1224
营运资金变动	907	1575	775	387
经营活动现金流	3749	7822	8732	8508
资本开支	-792	-1467	-1531	-1619
投资	-2886	-1490	-1731	-1859
投资活动现金流	-3600	-1313	-1291	-1370
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1074	-810	-400	-500
筹资活动现金流	987	-1315	-873	-950
现金净流量	1137	5194	6568	6188

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
行业评级	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