

经营业绩大幅提升，产能版图扩大在即

2022 年 07 月 11 日

➤ **事件：**2022 年 7 月 11 日，公司发布 2022 年半年度业绩预增公告，预计上半年归属于上市公司股东的净利润 53.46 亿元至 59.3 亿元，同比增长 175%-205%，预计扣除非经常性损益后的净利润 53.26 亿元至 59.1 亿元，同比增长 176%-206%。

➤ **煤炭主业盈利大幅释放。**22Q2 公司实现归母净利润 28.9~34.73 亿元，同比增长 179.4%~235.8%，环比增长 17.7%~41.4%。公司公告显示，业绩增长的主要原因为受煤炭市场需求旺盛、价格上涨等因素影响，公司的煤炭产品盈利同比大幅增加。

➤ **长协提价，22Q3 业绩值得期待。**公司长协占比较高，采取“年度定价，季度调价”的定价机制，据 Wind 数据显示，7 月沙曲矿（长协）焦精煤价格为 2345 元/吨，环比上涨 55 元/吨。同时，在“稳增长”的刺激下，下半年地产基建有望拉动炼焦煤需求。动力煤方面，消费旺季到来，电厂日耗快速上行支撑动力煤价格，公司业绩释放值得期待。

➤ **持续收购控股股东资产，产能外延增长可期。**2020 年，公司完成了水峪煤业及腾晖煤业的收购。2022 年 1 月 16 日，公司公告公司拟通过发行股份及支付现金方式购买焦煤集团持有的分立后存续的华晋焦煤 51% 股权、购买李金玉、高建平合计持有的明珠煤业 49% 股权。本次股权收购完成后，公司权益产能规模将增加 513 万吨/年。同时，焦煤集团做出业绩承诺，预计华晋焦煤 2022~2024 年净利润分别为 13.69 亿元、10.96 亿元以及 19.27 亿元，目前收购工作正在推进过程中，若年内可完成，公司业绩将迎来外延增长。此外，根据集团债券募集说明书，截至 2020 年末，集团共有煤炭产能 2.07 亿吨，其中主要矿井产能 1.32 亿吨，剔除上市公司产能与山煤集团产能（主要资产在山煤国际）后，仍有 4480 万吨左右产能具备资产证券化可能，资产注入空间仍然广阔。

➤ **投资建议：**我们上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利为 104.46 亿元、106.32 亿元、111.18 亿元（未考虑资产收购），对应 EPS 分别为 2.55/2.60/2.71 元/股，对应 2022 年 7 月 11 日的 PE 分别为 5 倍、5 倍、5 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤价大幅下行；集团资产注入不及预期；正在进行的资产收购仍存在不确定性，且资产收购仍需募资，因此 EPS 有进一步摊薄风险。

推荐
维持评级
当前价格：
12.53 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.山西焦煤 (000983.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：价格抬升带动业绩释放，期待产能外延增长
- 2.山西焦煤 (000983.SZ) 21 业绩快报及 22Q1 业绩预告点评：22Q1 盈利创历史新高，外延增长空间广阔
- 3.山西焦煤业绩预告点评：盈利稳健，期待煤炭产能外延增长
- 4.山西焦煤点评：资产注入再下一城，外延增长空间广阔

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	45285	54746	55708	56508
增长率 (%)	34.2	20.9	1.8	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	4166	10446	10632	11118
增长率 (%)	112.9	150.8	1.8	4.6
每股收益 (元)	1.02	2.55	2.60	2.71
PE	12	5	5	5
PB	2.3	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 11 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45285	54746	55708	56508
营业成本	31813	31822	32415	32437
营业税金及附加	2294	2759	2808	2848
销售费用	284	383	390	396
管理费用	2595	3104	3159	3210
研发费用	609	630	675	686
EBIT	7980	16135	16349	17020
财务费用	939	503	305	188
资产减值损失	-201	-190	-170	-120
投资收益	361	308	341	354
营业利润	7205	15635	16100	16951
营业外收支	-176	-100	-28	-28
利润总额	7029	15535	16072	16923
所得税	2376	4039	4259	4569
净利润	4652	11496	11813	12354
归属于母公司净利润	4166	10446	10632	11118
EBITDA	11367	19182	19673	20442

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6884	14062	22767	31639
应收账款及票据	1812	1918	1848	1973
预付款项	183	183	187	187
存货	3660	3764	3799	3769
其他流动资产	3005	3062	2949	3048
流动资产合计	15544	22989	31549	40616
长期股权投资	3575	3575	3575	3575
固定资产	34063	33725	33465	33003
无形资产	12200	12117	11984	11841
非流动资产合计	54954	54266	53509	52603
资产合计	70498	77256	85057	93218
短期借款	1875	1000	1000	1000
应付账款及票据	15729	16175	16324	16197
其他流动负债	10462	10685	10831	10891
流动负债合计	28067	27860	28154	28089
长期借款	8138	7138	6438	6038
其他长期负债	8303	8353	8353	8353
非流动负债合计	16441	15491	14791	14391
负债合计	44508	43351	42946	42480
股本	4097	4097	4097	4097
少数股东权益	3429	4478	5660	6895
股东权益合计	25990	33904	42112	50738
负债和股东权益合计	70498	77256	85057	93218

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	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.15	20.89	1.76	1.44
EBIT 增长率	91.17	102.18	1.33	4.10
净利润增长率	112.94	150.77	1.77	4.58
盈利能力 (%)				
毛利率	29.75	41.87	41.81	42.60
净利润率	9.20	19.08	19.08	19.68
总资产收益率 ROA	5.91	13.52	12.50	11.93
净资产收益率 ROE	18.46	35.50	29.17	25.36
偿债能力				
流动比率	0.55	0.83	1.12	1.45
速动比率	0.37	0.64	0.94	1.27
现金比率	0.25	0.50	0.81	1.13
资产负债率 (%)	63.13	56.11	50.49	45.57
经营效率				
应收账款周转天数	13.57	10.00	10.00	10.00
存货周转天数	36.11	42.00	42.00	42.00
总资产周转率	0.64	0.74	0.69	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.02	2.55	2.60	2.71
每股净资产	5.51	7.18	8.90	10.70
每股经营现金流	2.69	3.77	3.87	3.84
每股股利	0.80	0.87	0.88	0.91
估值分析				
PE	12	5	5	5
PB	2.3	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.12	2.57	2.02	1.49
股息收益率 (%)	6.38	6.98	7.02	7.26

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4652	11496	11813	12354
折旧和摊销	3387	3047	3323	3422
营运资金变动	2301	341	380	-320
经营活动现金流	11008	15458	15874	15720
资本开支	-1333	-2612	-2740	-2640
投资	-3431	-33	-19	-19
投资活动现金流	-4732	-2337	-2418	-2305
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2374	-1825	-700	-400
筹资活动现金流	-4711	-5944	-4751	-4543
现金净流量	1565	7178	8705	8872

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
公司评级	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
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