

山西焦煤 (000983.SZ) H1 煤价整体高位，公司业绩大超预期

2022 年 07 月 13 日

——公司中报预告点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

陈晨（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

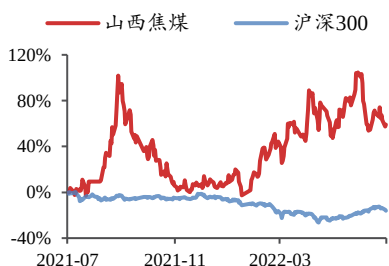
chenchen1@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

日期	2022/7/13
当前股价(元)	11.96
一年最高最低(元)	17.17/7.55
总市值(亿元)	489.95
流通市值(亿元)	489.95
总股本(亿股)	40.97
流通股本(亿股)	40.97
近 3 个月换手率(%)	152.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-全年业绩稳健释放，Q1 业绩再创新高》-2022.4.16

《公司三季报点评报告-Q3 业绩如期释放，长协价涨幅扩大 Q4 业绩可期》-2021.10.29

《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

● H1 煤价整体高位，公司业绩大超预期，维持“买入”评级

公司发布 2022 年半年度业绩预告，预计 2022 年上半年实现归母净利润 53.5-59.3 亿元，同比+175-205%。受益于国际能源价格高位及国内煤炭市场需求旺盛、价格上涨，公司主营煤炭产品盈利高增。根据业绩预告，我们适当上调盈利预测，不考虑本次资产注入，预计 2022-2024 年实现归母净利润 95.9/101.2/106（前值 92.2/97.4/103.4）亿元，同比增长 130.2%/5.5%/4.8%；EPS 分别为 2.34/2.47/2.59 元，对应当前股价 PE 为 5.3/5.0/4.8 倍。除煤炭价格有望维持高位外，集团资产注入可期，看好公司外延增长潜力。维持“买入”评级。

● 炼焦煤价格高位运行，公司定价灵活保证利润

2021 年炼焦煤价格达到历史高位，公司长协价格随之上涨，2022 年上半年炼焦煤市场价格先跌后涨，古交 2 号焦煤车板价 Q1 均价 2778 元/吨，环比下降 13%，Q2 均价 3178 元/吨，环比上涨 14%。公司炼焦煤长协采用较为灵活的“年度定量，季度调价”方式，公司 Q1 长协价延续 2021 年 Q4 价格，未随市场价下调，Q2 长协价又调整提涨。当前炼焦煤价格依旧维持高位运行，2022H1 古交 2 号焦煤均价 2978 元/吨，同比增长 74%，古交肥煤车板价均价 2830 元/吨，同比增长 90%。煤炭价格同比大幅上涨带来盈利高增，公司煤炭板块主业优势突出，2022 年 H1 业绩再创历史新高。

● 下半年基建即将发力，盈利高增有望持续

需求向好推动炼焦煤价格高涨：炼焦煤由市场定价，受政策影响较小。供给端：国内炼焦煤产量增量很小，由于澳煤禁运、蒙煤运力受阻加疫情影响，当前国内炼焦煤供给端持续偏紧。需求端：上半年受疫情影响下游需求较弱，经济受到较大影响，预计下半年政策端即将发力，地产基建开工率将逐渐提升，炼焦煤需求有望改善，价格上涨有望持续。迎峰度夏动力煤供给偏紧：6 月国内平均气温达到 1961 年以来高峰，电厂日耗不断攀升，加之欧盟禁止进口俄罗斯煤炭，进一步助推海外煤价上涨，国内外煤炭差价拉大抑制进口需求。随着疫情缓解稳增长发力叠加迎峰度夏，煤价仍有上涨空间。

● 集团资产证券化需求助推产能外延增长

集团煤炭资产正加速注入。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华晋焦煤 51%股权和李金玉、高建平持有的明珠煤业 49%股权，当前受外部因素影响交易暂停，后续收购流程有望重新启动。华晋焦煤总产能 1110 万吨/年，公司收购完成后权益产能将增加 513 万吨/年，产能增长 16%。除此之外，集团煤炭资产仍有证券化需求，公司外延产能增长可期。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,757	45,285	56,012	56,565	57,420
YOY(%)	2.4	34.2	23.7	1.0	1.5
归母净利润(百万元)	1,956	4,166	9,590	10,116	10,601
YOY(%)	14.4	112.9	130.2	5.5	4.8
毛利率(%)	26.2	29.7	42.8	43.8	44.9
净利率(%)	5.8	9.2	17.1	17.9	18.5
ROE(%)	10.1	17.9	32.0	25.3	20.9
EPS(摊薄/元)	0.48	1.02	2.34	2.47	2.59
P/E(倍)	25.8	12.1	5.3	5.0	4.8
P/B(倍)	2.7	2.2	1.7	1.3	1.0

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,133	15,544	30,272	39,246	60,612
现金	4,987	6,884	16,463	31,122	46,823
应收票据及应收账款	3,124	1,812	5,848	1,451	5,871
其他应收款	705	213	1,287	152	1,272
预付账款	247	183	526	145	522
存货	2,721	3,660	3,270	3,448	3,235
其他流动资产	3,349	2,792	2,879	2,928	2,889
非流动资产	55,477	54,954	50,741	46,544	42,549
长期投资	3,175	3,575	3,910	4,242	4,586
固定资产	33,725	34,063	32,237	29,209	25,684
无形资产	12,489	12,200	11,903	11,606	11,310
其他非流动资产	6,088	5,116	2,690	1,487	969
资产总计	70,611	70,498	81,013	85,790	103,161
流动负债	32,560	28,067	32,406	24,775	32,434
短期借款	4,904	1,875	1,875	1,875	1,875
应付票据及应付账款	15,516	15,729	18,558	14,950	18,186
其他流动负债	12,139	10,462	11,973	7,950	12,373
非流动负债	16,311	16,441	14,408	12,348	10,276
长期借款	8,039	8,138	6,208	4,164	2,072
其他非流动负债	8,272	8,303	8,200	8,184	8,204
负债合计	48,871	44,508	46,813	37,122	42,710
少数股东权益	3,024	3,429	4,549	5,731	6,969
股本	4,097	4,097	4,097	4,097	4,097
资本公积	345	345	345	345	345
留存收益	13,508	17,264	24,761	32,670	40,957
归属母公司股东权益	18,716	22,561	29,650	42,937	53,482
负债和股东权益	70,611	70,498	81,013	85,790	103,161

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,242	11,008	16,960	16,232	17,478
净利润	2,202	4,652	10,711	11,298	11,839
折旧摊销	3,008	3,133	2,767	2,789	2,789
财务费用	887	939	930	921	912
投资损失	-132	-361	-0	-0	-0
营运资金变动	-985	2,301	2,652	1,224	1,938
其他经营现金流	263	343	-100	-0	-0
投资活动现金流	-4,974	-4,732	1,446	1,408	1,206
资本支出	2,712	1,337	-219	-319	-319
长期投资	0	-0	-336	-339	-344
其他投资现金流	-2,262	-3,395	891	750	543
筹资活动现金流	-2,367	-4,711	-8,826	-2,981	-2,983
短期借款	1,510	-3,030	-0	-0	-0
长期借款	-4,271	99	-1,930	-2,044	-2,091
普通股增加	945	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	-668	-0	-0	-0	-0
其他筹资现金流	116	-1,780	-6,895	-937	-892
现金净增加额	-2,099	1,565	9,580	14,658	15,701

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,757	45,285	56,012	56,565	57,420
营业成本	24,898	31,813	32,050	31,764	31,653
营业税金及附加	1,430	2,294	2,353	2,376	2,412
营业费用	437	284	448	453	459
管理费用	2,506	2,595	3,641	3,677	3,732
研发费用	383	609	560	566	574
财务费用	887	939	930	921	912
资产减值损失	-296	-201	200	100	100
其他收益	36	104	69	75	78
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	132	361	-0	-0	-0
资产处置收益	2	4	-0	-0	-0
营业利润	3,128	7,205	15,900	16,785	17,656
营业外收入	59	76	61	65	65
营业外支出	77	252	162	178	185
利润总额	3,109	7,029	15,798	16,672	17,536
所得税	908	2,376	5,088	5,374	5,697
净利润	2,202	4,652	10,711	11,298	11,839
少数股东损益	246	487	1,120	1,182	1,238
归母净利润	1,956	4,166	9,590	10,116	10,601
EBITDA	6,769	10,590	18,515	19,072	19,520
EPS(元)	0.48	1.02	2.34	2.47	2.59

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.4	34.2	23.7	1.0	1.5
营业利润(%)	1.7	130.3	120.7	5.6	5.2
归属于母公司净利润(%)	14.4	112.9	130.2	5.5	4.8
获利能力					
毛利率(%)	26.2	29.7	42.8	43.8	44.9
净利率(%)	5.8	9.2	17.1	17.9	18.5
ROE(%)	10.1	17.9	32.0	25.3	20.9
ROIC(%)	6.4	11.6	24.2	21.1	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	69.2	63.1	57.8	43.3	41.4
净负债比率(%)	81.3	50.0	-3.6	-40.1	-63.1
流动比率	0.5	0.6	0.9	1.6	1.9
速动比率	0.3	0.3	0.7	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.74	0.68	0.61
应收账款周转率	12.4	18.3	14.6	15.5	15.7
应付账款周转率	1.7	2.0	1.9	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.02	2.34	2.47	2.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	2.69	4.14	3.96	4.27
每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.51	7.05	9.52	12.11
估值比率					
P/E	25.8	12.1	5.3	5.0	4.8
P/B	2.7	2.2	1.75	1.30	1.02
EV/EBITDA	10.5	6.3	2.91	2.01	1.12

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