

产销下滑引发利润环比下降，期待未来产销恢复

2022 年 10 月 29 日

➤ **事件:** 2022 年 10 月 28 日，公司发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 33.83 亿元，同比增长 30.29%；营业收入 127.89 亿元，同比增长 13.05%。

➤ **22Q3 公司业绩同环比皆下滑。** 22Q3 公司实现归属于母公司股东的净利润 10.5 亿元，同比下降 14.9%，环比下降 26.63%。投资收益方面，22Q3 公司实现投资净收益 2.21 亿元，同比下滑 48.82%，环比下滑 48.87%。

➤ **22Q3 煤炭产销环比小幅下滑。** 2022 年前三季度公司完成原煤产量 2402.87 万吨，同比下降 5.6%；商品煤销量 2052.41 万吨，同比下降 3.3%。测算吨煤收入 604.31 元/吨，同比增长 18.2%，吨煤销售成本 254.87 元/吨，同比下滑 5.5%。煤炭业务毛利率 57.82%，同比提升 10.6 个百分点。单季度来看，22Q3 公司生产原煤 687 万吨，同比增长下降 21.2%，环比下降 19.4%，销售商品煤 619.5 万吨，同比下降 9%，环比下降 15.5%。吨煤售价为 614.6 元/吨，同比增长 4%，环比下降 1.7%。

➤ **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。** 2022 年 4 月 29 日公司发布《关于避免同业竞争的解决方案及签署相关协议的公告》，公告中提出“对保留煤炭资产，晋能控股集团将采取积极有效措施，促使该等资产尽快满足或达到注入上市公司条件（包括但不限于：产权清晰、手续合规完整、资源优质、收益率不低于上市公司同类资产等），并在满足注入上市公司条件之日起两年内，采用适时注入、转让控制权或出售等方式，启动逐步将相关资产全部置入晋控煤业的程序”。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，晋控煤业煤炭产能仅 4810 万吨/年（含同忻矿），资产注入空间广阔。

➤ **长协占比相对较低，建材煤盈利弹性足。** 公司地处大秦铁路起点，煤炭运输具备便利的条件，因此公司所产煤炭产品基本运往港口销售，地销占比少。从客户结构来看，下游客户中大部分是水泥以及化工用户，受政策的干扰较小，接受涨价的能力强。在煤价上行周期中，公司盈利弹性较强。

➤ **投资建议:** 基于公司的产销情况，我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 47.51 亿元、54.00 亿元、58.45 亿元，对应 EPS 分别为 2.84/3.23/3.49 元/股，对应 2022 年 10 月 28 日股价的 PE 分别为 5 倍、4 倍、4 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。

推荐**维持评级****当前价格:****14.22 元****分析师 周泰**

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@mszq.com

相关研究

1. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年半年报点评: 煤炭主业发力，期待产能外延增长-2022/08/30
2. 晋控煤业 (601001.SH) 22 中报业绩预告点评: 煤炭主业业绩大增，产能外延增长潜力大-2022/07/11
3. 晋控煤业 (601001.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 业绩充分释放，资产注入值得期待-2022/04/29
4. 晋控煤业 (601001.SH) 22Q1 业绩预告点评: 22Q1 盈利同比增长 78%，静待产能外延增长-2022/04/09
5. 晋控煤业动态报告: 业绩大幅增长，集团资产注入值得期待-2022/01/16

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	18265	19904	21940	23006
增长率 (%)	67.5	9.0	10.2	4.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	4658	4751	5400	5845
增长率 (%)	431.9	2.0	13.7	8.2
每股收益 (元)	2.78	2.84	3.23	3.49
PE	5	5	4	4
PB	2.0	1.6	1.3	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 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	18265	19904	21940	23006
营业成本	8335	9670	10447	10640
营业税金及附加	1377	1564	1724	1808
销售费用	148	155	171	179
管理费用	492	392	432	453
研发费用	216	219	241	253
EBIT	7540	8008	9028	9777
财务费用	326	286	252	305
资产减值损失	-158	-82	-90	-93
投资收益	963	1208	1332	1396
营业利润	8302	8647	9818	10619
营业外收支	-27	-78	-78	-78
利润总额	8275	8569	9740	10541
所得税	1938	1966	2234	2418
净利润	6337	6603	7506	8123
归属于母公司净利润	4658	4751	5400	5845
EBITDA	8679	9211	10275	11061

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16386	22108	24481	28386
应收账款及票据	1092	1417	1430	2204
预付款项	86	104	113	223
存货	357	823	334	1182
其他流动资产	1626	600	2028	1172
流动资产合计	19547	25051	28386	33168
长期股权投资	4899	5620	6301	6794
固定资产	10518	10272	10078	9803
无形资产	3672	3813	3952	4034
非流动资产合计	20798	21750	22762	23459
资产合计	40345	46802	51147	56627
短期借款	3773	3000	3000	4000
应付账款及票据	5814	8382	6650	5290
其他流动负债	6671	6554	7146	5616
流动负债合计	16257	17936	16796	14906
长期借款	2670	2270	1870	2870
其他长期负债	3603	3603	3603	3603
非流动负债合计	6273	5873	5473	6473
负债合计	22530	23809	22269	21379
股本	1674	1674	1674	1674
少数股东权益	5913	7765	9870	12149
股东权益合计	17815	22992	28878	35248
负债和股东权益合计	40345	46802	51147	56627

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	67.49	8.97	10.23	4.86
EBIT 增长率	230.21	6.20	12.75	8.29
净利润增长率	431.88	2.00	13.67	8.22
盈利能力 (%)				
毛利率	54.37	51.42	52.38	53.75
净利润率	25.50	23.87	24.61	25.40
总资产收益率 ROA	11.54	10.15	10.56	10.32
净资产收益率 ROE	39.14	31.20	28.41	25.30
偿债能力				
流动比率	1.20	1.40	1.69	2.23
速动比率	1.16	1.33	1.65	2.12
现金比率	1.01	1.23	1.46	1.90
资产负债率 (%)	55.84	50.87	43.54	37.75
经营效率				
应收账款周转天数	17.70	23.60	23.00	27.00
存货周转天数	19.57	22.70	21.31	27.00
总资产周转率	0.50	0.46	0.45	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	2.78	2.84	3.23	3.49
每股净资产	7.11	9.10	11.36	13.80
每股经营现金流	4.67	5.88	3.50	2.86
每股股利	0.40	0.85	0.97	1.05
估值分析				
PE	5	5	4	4
PB	2.0	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	2.01	1.14	0.75	0.53
股息收益率 (%)	2.81	5.99	6.81	7.37

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6337	6603	7506	8123
折旧和摊销	1139	1203	1247	1284
营运资金变动	615	2529	-2241	-3907
经营活动现金流	7820	9838	5854	4782
资本开支	-481	-1555	-1704	-1575
投资	0	-721	-681	-493
投资活动现金流	-397	-1068	-1054	-671
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-259	-1173	-400	2000
筹资活动现金流	-435	-3048	-2427	-205
现金净流量	6989	5721	2373	3905

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026