

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山西焦煤(000983)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

优质资源禀赋&资产再注入预期, 焦煤龙头稳健成长尤可期

2023年4月25日

事件: 4月24日公司发布2022年报及2023年一季报, 2022年公司实现营业收入651.83亿元, 同比上升20.33%; 实现归母净利润107.22亿元, 同比增长110.17%; 扣非后归母净利润为93.35亿元, 同比增长129.14%; 经营活动产生的现金流量为169.15亿元。ROE为32.5%, 较2021年19.7%同比提高12.7pct, ROA为11.2%, 较2021年的5.5%提高5.7pct; 基本每股收益2.09元, 同比增加1.09元/股, 分红率63.54%。

2023Q1 公司实现营业收入147.52亿元, 同比下降5.40%; 归母净利润24.70亿元, 同比下降11.10%; 扣非后归母净利润为24.92亿元, 同比下降14.73%。Q1业绩的下滑可能是煤炭价格下降所致。

点评:

- **受益煤价上涨&完成资产注入, 公司业绩大幅提升。**煤炭业务方面, 2022年公司原煤产量4385万吨, 同比下降65万吨(-1.46%); 洗精煤产量1833万吨, 同比下降139万吨(-7.05%), 产量的下降可能来自地质条件等井下因素的影响。随着未来生产逐步恢复正常, 原煤产量有望进一步增加。公司商品煤销量3217万吨, 同比下降405万吨(-11.18%), 可能由于10-11月疫情冲击影响煤炭销售。其中, 焦精煤销量732万吨, 同比下降22万吨(2.92%)。公司煤炭产品单位销售成本425.14元/吨, 同比增长6.37%, 主要原因可能是会计政策变化, 运费记录在营业成本中导致成本有所增加, 以及商品煤销量下降。公司商品煤综合售价为1271.26元/吨, 同比提高342.43元/吨(+36.87%)。其中, 焦精煤平均售价为1814.93元/吨, 同比提高500.8元/吨(+38.11%)。公司全年煤炭业务实现营业收入415亿元, 同比增长20.52%; 毛利率67.04%, 同比增长9.08pct。**电力及热力业务方面,**2022年公司电力生产量215亿度, 同比增长8亿度(+3.86%), 主要是收购的华晋焦煤抽采瓦斯发电(3.2亿度)所致。供热生产量2891万GJ, 同比增长115万GJ(4.14%)。全年公司电力及热力业务实现营业收入72.12亿元, 同比增长21.71%; 毛利率-2.08%。**焦炭业务方面,**2022年公司焦炭产量410万吨, 同比下降5万吨(-1.20%); 焦炭销量419万吨, 同比增长7万吨(1.70%)。全年公司焦炭业务实现营业收入127.77亿元, 同比增长22.14%; 毛利率-3.05%, 同比下降8.3pct。电力及热力与焦炭业务亏损主要是原料煤价格上涨导致营业成本抬升所致。
- **2023年焦钢产业链或整体向优, 看好公司优质焦煤资源价格韧性与弹性。**根据世界钢铁协会于4月18日发布的最新版短期(2023-2024年)钢铁需求预测报告, 2023年, 全球钢铁需求将反弹2.3%, 达到18.223亿吨。其中, 预计我国钢铁需求量2023年将增长2.0%, 发展中国家经济体将增长3.6%(尤其印度+7.3%)。这将有利于支撑全球炼焦煤需求,

全球炼焦煤供需或仍将偏紧，全球炼焦煤价格有望持续维持高位。同时，发展中国家经济体旺盛的钢铁需求也将加大我国焦煤进口难度，随着国内经济的持续复苏与地产数据的逐步回暖，炼焦煤需求或迎来释放，焦煤价格也有望企稳回升保持高位。值得注意的是，山西焦煤生产矿区位于国家大型煤炭规划基地的晋中基地，坐拥丰富的炼焦煤资源，富含焦煤、肥煤等优质稀缺煤种，具有低灰分、低硫分、结焦性好等优点，更加契合未来高炉大型化和钢铁工业转型发展新趋势，公司焦煤产品或将具有更强的价格弹性与韧性。

- **“三步走”战略步入振兴崛起期，优质资产注入或仍可期。**2020年7月29日，焦煤集团在2020年下半年工作会上提出“三个三年三步走”战略规划，全面打造具有全球竞争力的世界一流炼焦煤和焦化企业。2022年是第一个“三步走”战略初见成效阶段的收官之年，年内公司收购华晋焦煤51%股权以及明珠煤业49%股权，并于2022年12月过户完毕。标的资产华晋焦煤下属四个矿井总产能为1110万吨/年，权益产能为512.7万吨/年，2021年实现产量880.8万吨，实现归母净利18.35亿元。目前公司沙曲一号、二号矿井尚未满产，公司预计2024年可以实现达产，届时将进一步释放业绩。2023是第二个“三步走”战略振兴崛起阶段的开局之年，公司在2022年报中，再次提到坚定做优做强煤炭主业的发展路径，加快煤炭先进产能兼并重组，发挥资本市场的融资和资源配置两大基本功能。我们预计公司将持续推进煤炭产能兼并重组战略，截至2021年末，集团拥有煤炭产能2.07亿吨，集团仍有大量优质资产未上市，公司焦煤资源重组有望持续推进。
- **优质资源禀赋带来突出经营效率，公司持续保持高分红回报股东。**公司所属矿区资源储量丰富，煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，开采成本较低。2022年公司吨煤毛利为865元，毛利率为67.04%，远远高于可比公司。同时，公司人均工效持续增长，经营效率不断提升，2022年公司人均工效为1142吨/人，同比下降18.81%，虽由于员工人数增长(+21.36%)导致人均工效有所下滑，但仍远远高于可比公司。未来，随着公司精益管理工作不断推进，公司煤炭业务销售成本有望进一步下降，并保持行业领先的经营效率。同时，公司持续保持高比例现金分红，2022年，公司分红率为63.54%，截止4月24日股价，股息率达11.76%。
- **盈利预测与投资评级：**公司拥有的丰富炼焦煤煤种及优质主焦煤，具有规模优势，处于市场龙头地位，叠加后续有望持续实施优质煤炭资产注入带来的外延增长，高效经营带来的内生强劲动能，未来成长性值得期待。我们预计公司2023-2025年归母净利润为118.13亿、139.86亿、158.81亿，EPS分别2.27/2.69/3.05元/股；截止4月24日股价对应2023-2025年PE分别为4.49/3.79/3.34倍；我们看好公司的收益空间，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济严重下滑导致煤价大幅下跌、行业政策存在不确定性、安全生产事故风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54,170	65,183	68,399	75,081	81,229
同比(%)	60.5%	20.3%	4.9%	9.8%	8.2%
归属母公司净利润	5,102	10,722	11,813	13,986	15,886
同比(%)	160.8%	110.2%	10.2%	18.4%	13.6%
毛利率(%)	34.7%	42.2%	41.9%	43.7%	44.9%
ROE(%)	19.7%	32.5%	27.7%	25.9%	23.7%
EPS (摊薄)(元)	0.98	2.06	2.27	2.69	3.05
P/E	8.43	5.65	4.49	3.79	3.34
P/B	1.66	1.83	1.24	0.98	0.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	21,436	26,847	47,880	67,896	92,636	
货币资金	9,934	17,591	38,295	57,744	81,950	
应收票据	1,115	1	1	1	1	
应收账款	1,970	3,684	3,866	4,243	4,591	
预付账款	224	271	286	304	322	
存货	3,905	2,192	2,312	2,458	2,602	
其他	4,287	3,108	3,120	3,146	3,170	
非流动资产	72,063	68,891	60,437	56,527	49,742	
长期股权投资	3,570	3,687	3,767	3,817	3,867	
固定资产	39,986	37,740	29,987	22,126	14,156	
无形资产	22,064	21,664	20,948	24,877	26,039	
其他	6,443	5,800	5,735	5,707	5,680	
资产总计	93,499	95,738	108,317	124,424	142,377	
流动负债	34,193	29,306	29,884	31,578	33,229	
短期借款	2,667	1,726	1,000	1,000	1,000	
应付票据	2,810	1,507	1,589	1,690	1,789	
应付账款	15,157	13,295	14,022	14,909	15,782	
其他	13,559	12,778	13,273	13,979	14,658	
非流动负债	24,813	23,344	22,960	22,735	22,430	
长期借款	9,784	6,791	6,407	6,182	5,877	
其他	15,029	16,553	16,553	16,553	16,553	
负债合计	59,006	52,651	52,844	54,313	55,659	
少数股东权益	8,643	10,047	12,815	16,091	19,812	
归属母公司	25,850	33,040	42,658	54,020	66,906	
负债和股东权益	93,499	95,738	108,317	124,424	142,377	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	54,170	65,183	68,399	75,081	81,229	
同比 (%)	60.5%	20.3%	4.9%	9.8%	8.2%	
归属母公司净利润	5,102	10,722	11,813	13,986	15,886	
同比 (%)	160.8%	110.2%	10.2%	18.4%	13.6%	
毛利率 (%)	34.7%	42.2%	41.9%	43.7%	44.9%	
ROE%	19.7%	32.5%	27.7%	25.9%	23.7%	
EPS (摊薄)(元)	0.98	2.06	2.27	2.69	3.05	
P/E	8.43	5.65	4.49	3.79	3.34	
P/B	1.66	1.83	1.24	0.98	0.79	
EV/EBITDA	2.65	1.92	0.91	0.23	-0.45	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	54,170	65,183	68,399	75,081	81,229	
营业成本	35,347	37,677	39,736	42,251	44,724	
营业税金及附加	2,928	3,385	3,552	3,899	4,218	
销售费用	443	415	436	478	517	
管理费用	3,115	3,543	3,718	4,081	4,415	
研发费用	858	1,223	1,283	1,409	1,524	
财务费用	1,493	1,156	240	-66	-339	
减值损失	-201	-270	-167	-167	-167	
合计	359	347	364	400	432	
投资净收益	341	147	189	207	224	
其他	341	147	189	207	224	
营业利润	10,486	18,008	19,820	23,469	26,659	
营业外收支	-230	-4	16	16	16	
利润总额	10,256	18,004	19,836	23,485	26,675	
所得税	3,151	4,770	5,256	6,222	7,068	
净利润	7,104	13,234	14,580	17,262	19,607	
少数股东损益	2,003	2,512	2,767	3,276	3,721	
归属母公司净利润	5,102	10,722	11,813	13,986	15,886	
EBITDA	15,717	22,950	30,212	33,690	37,078	
EPS (当年)(元)	0.98	2.06	2.27	2.69	3.05	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	14,972	16,915	26,374	29,327	32,138	
净利润	7,104	13,234	14,580	17,262	19,607	
折旧摊销	4,238	4,009	10,538	10,726	11,247	
财务费用	1,464	1,205	495	462	449	
投资损失	-359	-347	-364	-400	-432	
营运资金变动	2,424	-1,670	975	1,126	1,117	
其它	101	484	150	150	150	
投资活动现金流	-5,576	-1,765	-1,702	-6,394	-4,001	
资本支出	-2,176	-1,812	-1,986	-6,744	-4,383	
长期投资	-3,431	-249	-80	-50	-50	
其他	32	297	364	400	432	
筹资活动现金流	-5,914	-8,987	-3,968	-3,485	-3,931	
吸收投资	497	0	1,106	0	0	
借款	-3,668	-3,681	-1,111	-225	-305	
支付利息或股息	-1,519	-4,252	-2,857	-3,259	-3,626	
现金流净额增加额	3,483	6,164	20,704	19,448	24,206	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究。

李春驰，李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡涪颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。