

# 山西焦煤 (000983)

证券研究报告

2023年04月27日

## 焦煤市场依然强势，后续成长可期

### 财务表现优秀，股息率高回报超预期

公司 2022 年全年实现营业收入 651.83 亿元，同比增长 20.33%；全年累计实现归母净利润 107.22 亿元，同比增长 110.17%；扣非净利润 93.35 亿元，同比增长 129.14%；经营性现金流净额 169.15 亿元，同比增长 12.98%，现金流较为充裕，全年表现较为亮眼。

另一方面，根据公司《2022 年度利润分配预案》，向全体股东每 10 股派发现金红利 12 元（含税），分红大约为 68.1 亿元（含税），股利支付率达到 63.5%，股息率高达 10.3%。

2022 年全年公司一共生产原煤 4385 万吨，同比减少 1.46%，洗精煤产量为 1833 万吨，同比减少 7.05%。商品煤全年销量达到 3217 万吨，同比减少 11.18%，商品煤全年平均综合售价达到 1271.26 元/吨，同比增长 36.87%，增幅大于行业销售价格。

### 资产注入、定增或为公司带来一定成长性

公司拟通过定增及支付现金的方式购买华晋焦煤 51% 股权以及明珠煤业 49% 股权，本次公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 44 亿元。

预计定增结束、资产注入结束之后，公司一共新增 564.3 万吨的权益产能增量，其中明珠煤业 44.1 万吨/年，华晋焦煤 520.2 万吨/年，相对此前权益产能 3447.1 万吨/年，大约有 16.3% 的增长，或为公司带来一定成长性。

### 焦煤供给依然紧张，需求有望前低后高

我们认为焦煤国内供给主要受限于三方面因素，分别是保供增产的主要集中于动力煤而炼焦煤新增产能极其有限、在矿难事故之后各省份安全检查政策有所趋严、以及铁路运能或成为供给瓶颈之一。另一方面，近期在国内炼焦煤经历一轮下跌后，进口煤性价比已经大幅度减少，我们预计一季度超预期的进口量不可持续，大概率维持前高后低态势。

需求方面，一季度基建投资表现较好，粗钢出口增速可观，地产开工增速相对不明显，GDP 增速为 4.5%，我们认为为了实现全年 GDP 增速 5% 的目标，下半年需求端或持续发力，全年需求有概率前低后高。

**盈利预测与估值：**原本我们预测公司 2023/2024 归母净利润为 153/171 亿元，但今年存在需求不及预期的风险，我们将公司 2023/2024 年归母净利润调整为 130/153 亿元，新增 2025 年预测 168 亿元，对应 2023 年 4 月 26 日市值 PE 分别为 4.14/3.53/3.22 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资不及预期；地产投资不及预期；水电发力超预期；原煤产量持续超预期；进口煤产量持续超预期；

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,285.26	65,183.45	74,124.06	79,743.49	83,757.64
增长率(%)	34.15	43.94	13.72	7.58	5.03
EBITDA(百万元)	11,970.94	24,640.76	27,810.98	31,227.31	34,069.28
归属母公司净利润(百万元)	4,165.83	10,721.93	13,030.54	15,290.23	16,790.89
增长率(%)	112.94	157.38	21.53	17.34	9.81
EPS(元/股)	0.80	2.06	2.50	2.94	3.23
市盈率(P/E)	12.96	5.04	4.14	3.53	3.22
市净率(P/B)	2.39	1.63	1.25	1.01	0.84
市销率(P/S)	1.19	0.83	0.73	0.68	0.64
EV/EBITDA	3.53	2.12	1.81	1.04	0.77

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.38 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	5,202.96
流通 A 股股本(百万股)	4,096.56
A 股总市值(百万元)	54,006.76
流通 A 股市值(百万元)	42,522.29
每股净资产(元)	6.89
资产负债率(%)	52.69
一年内最高/最低(元)	17.17/9.98

### 作者

张樨樨 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《山西焦煤-公司点评:业绩较为强势，华晋焦煤注入或有望提升竞争力》2023-01-20
- 《山西焦煤-公司深度研究:华晋焦煤注入有望量价齐升，后续或受益于行业资源整合趋势》2022-11-07
- 《山西焦煤-公司点评:三季度预增 150% 以上，依然看好公司四季度业绩提升》2021-10-15

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,883.65	17,591.37	26,894.45	45,893.20	54,330.02
应收票据及应收账款	1,811.57	3,684.71	4,176.67	4,999.30	3,678.85
预付账款	183.24	271.22	370.25	319.95	307.44
存货	3,660.37	2,191.97	4,861.06	3,146.78	4,669.21
其他	3,005.32	3,107.68	4,139.36	3,371.34	3,913.58
<b>流动资产合计</b>	<b>15,544.15</b>	<b>26,846.96</b>	<b>40,441.79</b>	<b>57,730.57</b>	<b>66,899.10</b>
长期股权投资	3,574.72	3,686.81	3,686.81	3,686.81	3,686.81
固定资产	34,062.89	37,740.01	37,143.00	35,694.20	34,771.51
在建工程	2,810.33	3,279.89	3,779.89	4,279.89	4,779.89
无形资产	12,199.77	21,681.20	21,060.91	20,440.63	19,820.35
其他	2,306.02	2,502.93	2,428.49	2,373.39	2,393.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>54,953.72</b>	<b>68,890.84</b>	<b>68,099.11</b>	<b>66,474.92</b>	<b>65,452.52</b>
<b>资产总计</b>	<b>70,497.88</b>	<b>95,737.79</b>	<b>108,540.90</b>	<b>124,205.49</b>	<b>132,351.62</b>
短期借款	1,874.65	1,726.47	1,700.00	1,700.00	1,700.00
应付票据及应付账款	15,729.43	14,802.05	21,330.49	19,875.09	19,876.95
其他	8,603.00	10,497.44	11,062.36	14,984.20	11,041.78
<b>流动负债合计</b>	<b>26,207.08</b>	<b>27,025.96</b>	<b>34,092.85</b>	<b>36,559.29</b>	<b>32,618.72</b>
长期借款	8,138.27	6,791.26	7,000.00	7,000.00	7,000.00
应付债券	0.00	1,998.84	1,369.16	961.89	1,082.47
其他	8,303.08	14,554.30	11,428.69	12,991.49	12,210.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>16,441.35</b>	<b>23,344.40</b>	<b>19,797.85</b>	<b>20,953.38</b>	<b>20,292.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>44,507.89</b>	<b>52,650.79</b>	<b>53,890.70</b>	<b>57,512.67</b>	<b>52,911.29</b>
少数股东权益	3,428.84	10,047.36	11,541.16	13,177.31	14,990.46
股本	4,096.56	4,096.56	5,202.96	5,202.96	5,202.96
资本公积	344.77	3,754.22	3,754.22	3,754.22	3,754.22
留存收益	17,263.75	24,043.73	33,229.09	43,583.67	54,478.50
其他	856.07	1,145.14	922.77	974.66	1,014.19
<b>股东权益合计</b>	<b>25,989.98</b>	<b>43,087.01</b>	<b>54,650.20</b>	<b>66,692.82</b>	<b>79,440.33</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>70,497.88</b>	<b>95,737.79</b>	<b>108,540.90</b>	<b>124,205.49</b>	<b>132,351.62</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,652.38	13,233.67	13,030.54	15,290.23	16,790.89
折旧摊销	3,132.72	3,883.19	4,324.39	4,443.09	4,595.72
财务费用	918.74	1,204.74	995.88	929.15	852.98
投资损失	(360.76)	(346.96)	(227.90)	(267.00)	(300.66)
营运资金变动	4,556.05	4,982.88	(2,492.38)	5,666.70	(5,475.44)
其它	(1,891.20)	(6,042.21)	2,119.57	2,415.88	2,794.29
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,007.93</b>	<b>16,915.31</b>	<b>17,750.09</b>	<b>28,478.04</b>	<b>19,257.79</b>
资本支出	2,371.57	11,522.78	6,732.71	1,311.20	4,334.14
长期投资	399.42	112.09	0.00	0.00	0.00
其他	(7,503.18)	(13,399.42)	(10,112.79)	(3,917.88)	(7,586.03)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,732.18)</b>	<b>(1,764.54)</b>	<b>(3,380.08)</b>	<b>(2,606.68)</b>	<b>(3,251.89)</b>
债权融资	(3,643.78)	(964.52)	(1,480.45)	(1,208.97)	(731.31)
股权融资	(3,188.27)	3,698.52	(3,586.48)	(5,663.65)	(6,837.77)
其他	2,121.04	(11,720.53)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,711.01)</b>	<b>(8,986.53)</b>	<b>(5,066.93)</b>	<b>(6,872.62)</b>	<b>(7,569.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,564.74</b>	<b>6,164.24</b>	<b>9,303.08</b>	<b>18,998.74</b>	<b>8,436.82</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>45,285.26</b>	<b>65,183.45</b>	<b>74,124.06</b>	<b>79,743.49</b>	<b>83,757.64</b>
营业成本	31,813.50	37,676.92	40,249.36	42,583.02	43,470.22
营业税金及附加	2,293.58	3,385.15	3,458.11	3,819.74	4,127.86
销售费用	284.22	415.15	1,770.45	986.25	1,023.89
管理费用	2,595.38	3,543.10	4,715.63	4,974.31	4,976.56
研发费用	608.77	1,222.88	973.08	1,129.80	1,245.88
财务费用	939.41	1,155.77	995.88	929.15	852.98
资产/信用减值损失	(14.26)	(303.08)	(259.17)	(208.57)	(196.27)
公允价值变动收益	0.11	(0.01)	0.44	(0.16)	(0.10)
投资净收益	360.76	346.96	227.90	267.00	300.66
其他	(800.96)	(267.66)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>7,204.75</b>	<b>18,008.27</b>	<b>21,930.70</b>	<b>25,379.49</b>	<b>28,164.54</b>
营业外收入	75.55	137.60	72.94	86.17	93.06
营业外支出	251.78	141.88	132.99	151.01	169.42
<b>利润总额</b>	<b>7,028.52</b>	<b>18,003.98</b>	<b>21,870.65</b>	<b>25,314.65</b>	<b>28,088.19</b>
所得税	2,376.14	4,770.31	6,720.98	7,608.38	8,502.91
<b>净利润</b>	<b>4,652.38</b>	<b>13,233.67</b>	<b>15,149.67</b>	<b>17,706.27</b>	<b>19,585.28</b>
少数股东损益	486.55	2,511.74	2,119.13	2,416.04	2,794.39
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,165.83</b>	<b>10,721.93</b>	<b>13,030.54</b>	<b>15,290.23</b>	<b>16,790.89</b>
每股收益(元)	0.80	2.06	2.50	2.94	3.23

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	34.15%	43.94%	13.72%	7.58%	5.03%
营业利润	130.31%	149.95%	21.78%	15.73%	10.97%
归属于母公司净利润	112.94%	157.38%	21.53%	17.34%	9.81%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.75%	42.20%	45.70%	46.60%	48.10%
净利率	9.20%	16.45%	17.58%	19.17%	20.05%
ROE	18.46%	32.45%	30.23%	28.57%	26.05%
ROIC	17.15%	45.58%	42.39%	46.81%	62.97%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	63.13%	54.99%	49.65%	46.30%	39.98%
净负债率	25.50%	-9.03%	-25.03%	-49.41%	-51.95%
流动比率	0.55	0.92	1.19	1.58	2.05
速动比率	0.42	0.84	1.04	1.49	1.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	18.35	23.72	18.86	17.38	19.30
存货周转率	14.19	22.28	21.02	19.92	21.43
总资产周转率	0.64	0.78	0.73	0.69	0.65
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.80	2.06	2.50	2.94	3.23
每股经营现金流	2.12	3.25	3.41	5.47	3.70
每股净资产	4.34	6.35	8.29	10.29	12.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.96	5.04	4.14	3.53	3.22
市净率	2.39	1.63	1.25	1.01	0.84
EV/EBITDA	3.53	2.12	1.81	1.04	0.77
EV/EBIT	4.77	2.51	2.14	1.22	0.89

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com