

中信证券研究部



**祖国鹏**  
煤炭行业分析师  
S1010512080004

### 核心观点

公司是山西省最大的动力煤上市公司，主力矿井盈利稳定，新参股矿井有望进一步增厚投资收益。受益于今年煤价上涨，公司短期业绩或大幅改善。公司控股股东是山西国企改革后成立的惟一省属动力煤集团，在集团资产证券化率提升的规划下，上市公司成长前景可期。我们看好公司短期业绩弹性和长期产能成长，维持公司“买入”评级。

■ **山西动力煤龙头，积极优化产能布局。**公司控股股东晋控煤业集团前身为大同煤业集团，2020年由山西国企改革中重组而来，现为省内第一、全国第二的煤炭集团。晋控煤业是旗下唯一的煤炭业务上市平台。公司是历史悠久的煤炭开采企业，产品优质，深受业内认可。公司地处大秦铁路起点，交通便利，下游客群稳定。2016年供给侧改革以来，公司积极优化产能布局，剥离亏损煤矿至集团，积极核增核心盈利矿产能，增持集团优质矿井股权，盈利能力得以系统性改善。

■ **存量产能保持稳定，短期业绩弹性显著提升。**公司目前3座煤矿在产，商品煤销量每年在2700万吨左右，主力盈利矿井为塔山矿，忻州矿和色连矿近年处于亏损状态，但今年受益于煤价上涨，色连矿有望实现盈利。2021年一季度公司实现净利润5.02亿元，吨煤净利约在55~60元/吨。预计二季度随着市场煤价的环比上涨，公司吨煤净利环比增厚约30元/吨，加上参股的同忻煤矿投资收益环比增加，预计公司Q2净利润环比可增长2.5亿元达到7.6亿元，业绩弹性明显放大。

■ **集团资产证券化或助力公司长期成长。**公司控股股东晋控煤业集团在去年国企改革中重组了山西三大省属煤企的优质煤炭资源，新集团2020年原煤产量3.04亿吨，是上市公司产量的9.6倍。根据山西省国资改革的规划，“十四五”期间各集团的资产证券化率需要提高至80%，若规划落地，预计有更多资产注入公司，长期成长性可期。

■ **风险因素：**动力煤价格波动，影响业绩增长；集团资产证券化进度不及预期。

■ **投资建议：**考虑到目前煤价上涨预期及公司业绩弹性，我们上调公司2021~2023年EPS预测至1.28/1.08/1.12元（原预测值为0.97/0.76/0.81元），当前股价7.35元，对应2021~2023年P/E分别为5.6/6.7/7.8x。我们看好公司在国企改革下长期成长性，给予公司目标价10元，对应2021年P/E8x。在中报预期向好的背景下，短期股价弹性也有望放大，维持“买入”评级。

晋控煤业	601001
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	7.35 元
目标价	10.00 元
总股本	1,674 百万股
流通股本	1,674 百万股
总市值	123 亿元
近三月日均成交额	338 百万元
52 周最高/最低价	8.55/4.32 元
近 1 月绝对涨幅	-1.61%
近 6 月绝对涨幅	23.95%
近 12 月绝对涨幅	42.17%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,358	10,905	14,189	13,888	14,290
营业收入增长率 YoY	0.9%	-4.0%	30.1%	-2.1%	2.9%
净利润(百万元)	897	876	2,145	1,810	1,875
净利润增长率 YoY	36.0%	-2.4%	144.9%	-15.6%	3.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.54	0.52	1.28	1.08	1.12
毛利率	55.3%	35.4%	48.6%	44.8%	44.5%
净资产收益率 ROE	14.0%	12.0%	22.7%	16.1%	14.3%
每股净资产 (元)	3.83	4.35	5.63	6.71	7.84
PE	13.6	14.1	5.7	6.8	6.6
PB	1.9	1.7	1.3	1.1	0.9
PS	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.8	7.4	4.0	4.7	4.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年7月6日收盘价

## 目录

山西动力煤龙头，控股股东实力雄厚.....	1
煤炭储量丰富，产能具备增长空间.....	2
产品优质、交通便利，下游客户保持稳定.....	2
智能化生产转型，技术优势日益凸显.....	3
行业分析：供给紧张格局短期或难逆转，煤价整体维持高位.....	4
煤炭供给始终未出现有效增长.....	4
7月煤价并不存在大幅下跌的基础.....	5
公司存量业务：产能稳定释放，短期业绩弹性可期.....	7
主力矿井产销平稳，定价机制减弱煤价波动性.....	7
塔山矿引领整体盈利水平，同忻矿投资收益锦上添花.....	10
高煤价提升 2021 年公司业绩弹性.....	11
公司整体营运效率有所提升.....	13
国企改革开新局，集团或赋能上市公司高成长.....	14
三强联合，新集团资源实力大增.....	14
集团资产证券化或逐步提上日程.....	16
集团整体盈利能力弱于上市公司，但也处于改善通道.....	17
风险因素.....	19
盈利预测、估值及投资评级.....	20
盈利预测.....	20
估值与评级.....	21
相关研究.....	22

## 插图目录

图 1：公司股权结构图（截至 2021 年一季度）	1
图 2：公司近五年各板块营收以及整体净利润情况	2
图 3：大秦铁路线路示意图	3
图 4：公司前五大客户销售额及其占比	3
图 6：全国及煤炭主产省分原煤产量累计同比增速	4
图 7：鄂尔多斯公路日均销量	4
图 8：广州港进口与国内煤价差	5
图 9：国际油煤价格比	5
图 10：全国原煤产量月度变化图	6
图 11：沿海六大电厂 2010~2019 年下半年旬度环比变化统计	6
图 12：月度累计供需增量对比	7
图 13：动力煤均价预测	7
图 13：公司 2015 年以来煤炭产销量及同比变动情况	8
图 14：公司近五年吨煤均价与市场煤（山西）价格情况比较	9
图 15：公司 2015 年以来吨煤成本情况	9
图 16：公司煤炭板块毛利率与净利率情况	9
图 17：公司 2015 年以来营业成本与销售费用及同比变动情况	9
图 18：近五年塔山煤矿营收情况	10
图 19：近五年塔山煤矿净利润情况	10
图 20：公司分矿井吨煤价格	11
图 21：公司分矿井吨煤成本	11
图 22：公司投资收益及其占净利润比重情况	11
图 23：山西地区 5000 大卡动力煤市场价	12
图 24：港口长协、市场煤价格	12
图 25：公司煤炭业务盈利预测	12
图 26：公司近五年 ROE 和 ROA 水平	13
图 27：公司近五年资产负债率、流动比率、速动比率水平	13
图 28：公司近五年总资产周转率、存货/应收账款周转天数情况	13
图 29：公司近五年预收账款及在营收中的占比	13
图 27：晋控煤业集团股权结构图	14
图 28：晋能控股集团旗下一级子公司介绍	14
图 32：晋控煤业集团煤炭板块主要经营数据	16
图 33：集团与公司营收、煤炭产销数据对比	16
图 34：集团大型矿井产量	17
图 35：集团大型矿井产量	17
图 36：集团与公司吨煤售价及同比变动对比	18
图 37：集团与公司吨煤成本及同比变动对比	18
图 38：集团与公司煤炭板块毛利率水平对比	18
图 39：2015 年以来集团资产负债率情况	19
图 40：2015 年以来集团流动、速动比率和利息保障倍数情况	19
图 41：2015 年以来集团现金流情况	19

## 表格目录

表 1：公司煤矿基本信息.....	2
表 2：煤炭行业供需平衡表 .....	6
表 3：公司主要矿井产能及产量情况.....	7
表 4：公司煤炭业务盈利预测.....	12
表 5：晋能控股煤业集团旗下原同煤、晋能、晋煤三大集团介绍 .....	14
表 6：晋能控股煤业集团主要矿区/煤矿基本信息.....	15
表 6：山西省政府推进省属企业资产证券化的政策内容.....	17
表 7：公司历史煤炭业务营业收入及预测 .....	20
表 8：公司历史煤炭业务营业成本及预测 .....	20
表 9：公司非煤业务营业成本及预测.....	20
表 10：晋控煤业盈利预测表 .....	21

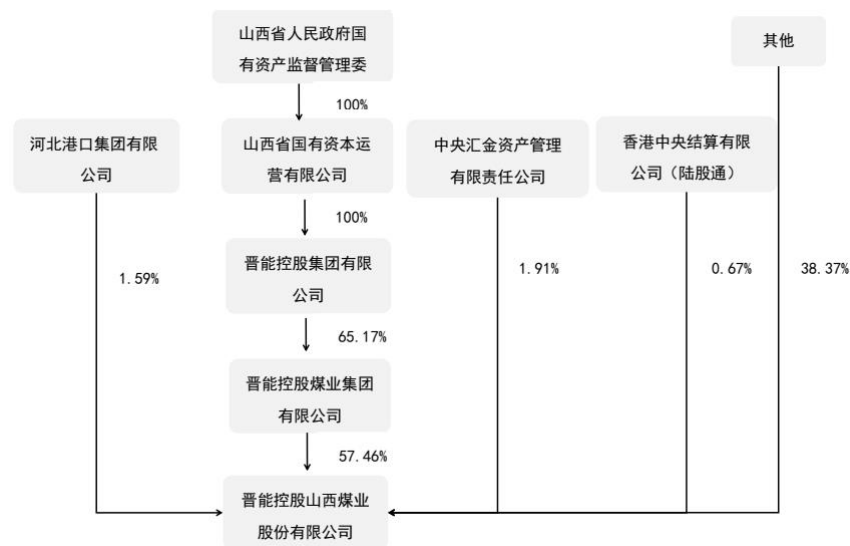
## ■ 山西动力煤龙头，控股股东实力雄厚

晋能控股山西煤业股份有限公司（晋控煤业）前身为大同煤业股份有限公司，是经山西省人民政府批准，由大同煤矿集团有限责任公司（原同煤集团）为主发起人，联合其他七家发起人共同发起设立的股份有限公司。公司核心业务是煤炭生产、洗选、加工和销售一体化，于 2006 年 6 月在上海证券交易所上市，股票简称大同煤业。公司控股股东为同煤集团，实控人为山西省国资委。

2020 年 9 月，为发挥省内能源企业产业集群优势、推动能源革命综合改革试点、加快转型高质量发展，山西省委省政府对国有资本布局结构进行重塑性优化，将原同煤、晋能、晋煤三大集团整合重组，同步整合潞安集团、华阳新材料集团的部分动力煤矿和电厂等资产，以及改制转企后的太原煤炭交易中心，新设成立晋能控股集团。

晋能控股集团的经营版图以煤炭、电力和煤炭机械制造为主，并相应组建晋能控股煤业集团公司、晋能控股电力集团公司、晋能控股装备制造集团公司。其中，晋能控股煤业集团公司主要运营晋能控股集团旗下的煤炭板块，负责整合省内动力煤资源，而晋控煤业作为其动力煤板块唯一上市公司，战略地位显著。2020 年 12 月，控股股东同煤集团更名为晋能控股煤业集团有限公司（下称“晋控煤业集团”），随之公司也更名为晋控煤业，实控人未发生本质变化。

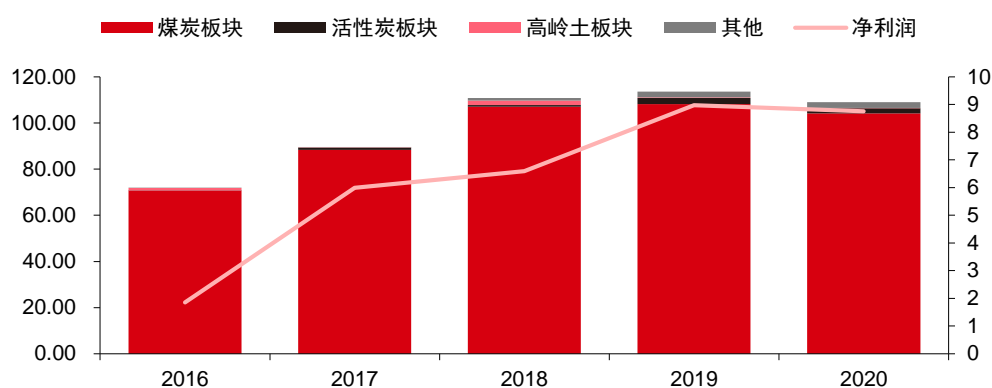
图 1：公司股权结构图（截至 2021 年一季度）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司自上市以来就是山西省动力煤龙头上市公司，主要从事煤炭业务，辅以化工、建材等非煤业务，业务链完整，具备规模效应。其中煤炭业务一直是公司利润的主要来源，2020 年公司煤炭板块、活性炭板块、高岭土板块和其他板块的营业收入分别为 104.14/2.25/0.17/2.50 亿元。2020 年公司实现归母净利润 8.97 亿元，其中资产减值和信用减值因素分别拖累 0.96/0.90 亿元。

图 2：公司近五年各板块营收以及整体净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 煤炭储量丰富，产能具备增长空间

公司矿区主要位于山西大同，属于国内动力煤的核心产地，同时公司的色连矿位于内蒙古的鄂尔多斯。公司煤炭资源储量丰富，拥有塔山煤矿、忻州窑煤矿和色连煤矿 3 座在产矿井，地质总储量为 53.68 亿吨，可采储量 28.75 亿吨，核定年产能 3210 万吨，煤种主要为不粘煤、弱粘煤、气煤等优质动力煤，规模优势较强。

公司控股股东晋控煤业集团是山西省最大的煤矿国有企业，综合实力雄厚，拥有煤田面积 6157 平方公里，总储量 892 亿吨。公司作为集团旗下唯一上市公司平台，承担着整合省内煤炭优质资产的责任。2020 年，集团将同忻煤矿 32% 的股权注入公司，同忻矿核增后的产能为 1600 万吨，具备规模效应，预计可有效增厚公司投资收益。未来，随着集团不断将优质资产整合进上市平台，公司产能仍具有较大增长空间。

表 1：公司煤矿基本信息

矿井名称	煤种	地区	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定年产能 (万吨)	热值(大卡)
塔山煤矿	气煤、1/3 焦煤	山西大同	45.4	25	2650	4800~5000
色连煤矿	长焰煤、不粘煤	鄂尔多斯	7.4	3.3	500	4300
忻州窑矿	弱粘煤	山西大同	0.9	0.5	60	5300
小计			53.68	28.75	3,210	
同忻煤矿	气煤、1/3 焦煤	山西大同	13.9	5.9	1600	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 产品优质、交通便利，下游客户保持稳定

山西是主要的动力煤输出省，公司以开采优质动力煤闻名，其控股股东晋控煤业集团（原同煤集团）已形成“大友”、“大沫”、“口泉”和“大有”四大品牌，市场知名度较高，具有品牌优势。公司产品具有低灰、低硫、高发热量等特点，主要应用于电力、冶金、有色、建材和化工等行业，其中电力行业应用占比较高。

公司位于大同市，是京包、同蒲铁路交汇地，又是大秦线起点，地理位置优越，煤炭运输便利。大秦铁路直达全国最大的现代化煤码头秦皇岛港，帮助公司有效扩大销售半径，拓展销售渠道，降低销售成本，为公司煤炭产品的运输和外销提供了十分便利的条件。



截至 2020 年，公司的煤炭运输由以铁路为主转为以船舶为主，船舶运输量占比超过 71%，公路运量占比增至 20%以上；省外的煤炭销售主要是通过大秦铁路发往秦皇岛港，京包、北同蒲、大秦三条国铁干线与大同矿区铁路专用线相连，运输条件便利，形成了长期稳定的市场占有率和客户群体。另一方面，煤炭海运的距离短，缩短了供货时间，降低了运输成本，相比其他公司更具竞争优势。

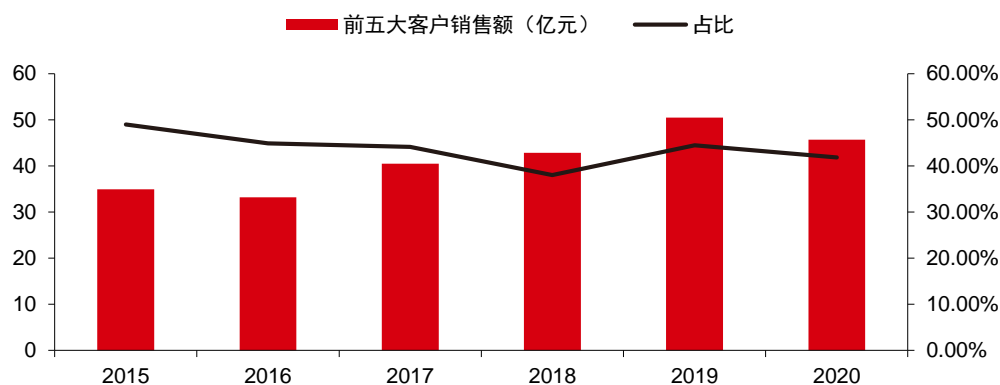
图 3：大秦铁路线路示意图



资料来源：大秦铁路 IPO 招股书

公司的销售网络遍及全国 20 多个省、市、自治区，规模优势较强，市场占有率较高，具有长期稳定的客户群体和下游需求。2020 年公司煤炭销售前五大客户销售额占销售收入比重达到 41.86%，主要包括贸易商、水泥生产者和环保能源公司，目标市场较明确，客户群体较为集中。此外，公司还与中国华能集团有限公司，南方水泥有限公司等国内多家大型企业签订了长期战略合作协议。

图 4：公司前五大客户销售额及其占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 智能化生产转型，技术优势日益凸显

公司生产技术优势较强，且与国内多家知名科研院所建立了长期的战略合作关系，形成了多项科技成果，如石炭系塔山矿综采放顶煤技术开创了我国特厚煤层综放技术的先例。2019 年起，公司加大技术研发的投入，2020 年研发投入 1.33 亿元，占营收比重的 1.22%。研发投入方向主要为提升绿色开采水平，开展充填开采、保水开采、“三下开采”等绿色

开采技术攻关, 推进智能化矿山建设, 通过机器人替代人工, 推进“物质流、信息流、业务流”高度一体化协同, 实现有人管理向无人操作的智能化转变。

公司的塔山矿搭建了矿山云图-智能决策平台、5G 高速网络通道, 实现了掘进工作面可视化管理, 完成了 6 项应用场景部署, 成功打造了第一座山西省典范智能化矿山, 开启了矿井新技术综合开发应用新局面。

## ■ 行业分析：供给紧张格局短期或难逆转，煤价整体维持高位

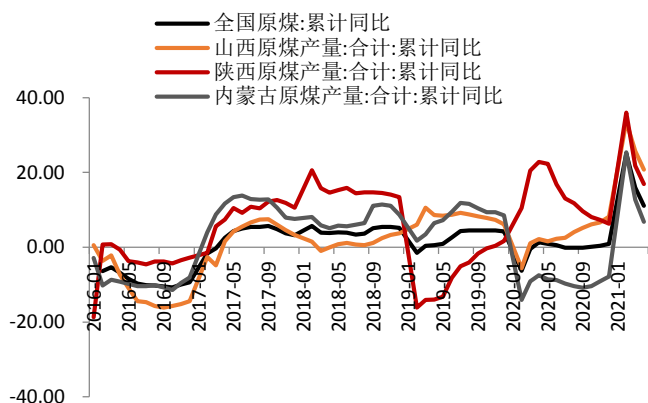
### 煤炭供给始终未出现有效增长

2020 年以来, 影响全国供给弹性的变量主要在内蒙古地区, 内蒙矿权领域的反腐对区域内供给造成了长期影响。随着冬季旺季“保供”政策的退出, 3~5 月内蒙单月产量同比降幅连续超过 5%, 显示供给始终没有有效增加。全国煤炭产量 3~4 月份也出现了小幅负增长, 5 月单月增速同比虽转正, 但仅有 0.6% 的增速。

尽管 5 月国常会以来, 政策对大宗商品价格和煤炭保供领域表态逐渐增多, 但从高频统计数据看, “保供”政策始终未发挥实质效果。以内蒙古鄂尔多斯产量为例, 今年 6 月日均销量数据仅 102 万吨/天, 环比 5 月下降 14%, 为 3 月份以来的最低水平。与 2020 年底冬季保供的数据比, 日均销量也低 50 万吨左右, 月度销量低 1500 万吨。今年以来, 鄂尔多斯煤炭日均销量均低于去年四季度, 所以今年“保供”的力度远不如去年冬季效应强。

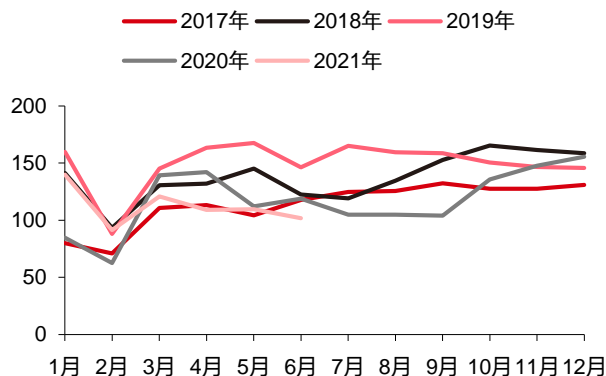
全国范围看, 6 月安监政策强化对供给产生了进一步抑制, 但从目前的高频数据观察, 7 月份也仅略有增加, 供给难有大幅增加, 目前供给偏紧的状态很难在 7 月发生扭转。

图 5：全国及煤炭主产省分原煤产量累计同比增速（%）



资料来源：SXCOAL, WIND, 中信证券研究部

图 6：鄂尔多斯公路日均销量（万吨）



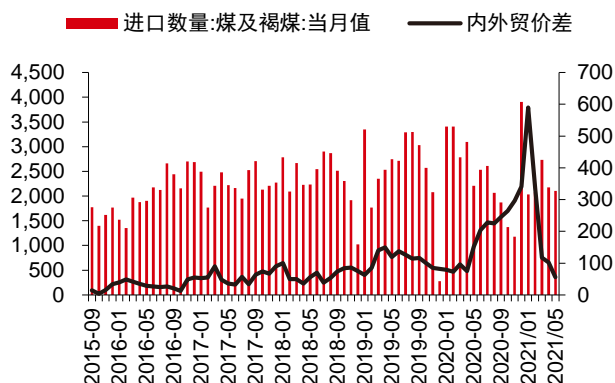
资料来源：国能 360 内蒙煤炭交易中心, 中信证券研究部

进口煤的价格优势也已消失, 折价从 2020 年的 300 元人民币/吨（下同）以上收窄到 4 月份的 150 元/吨以内, 推断 5~6 月份已经收窄到 50 元/吨以内, 已经不足以弥补贸易



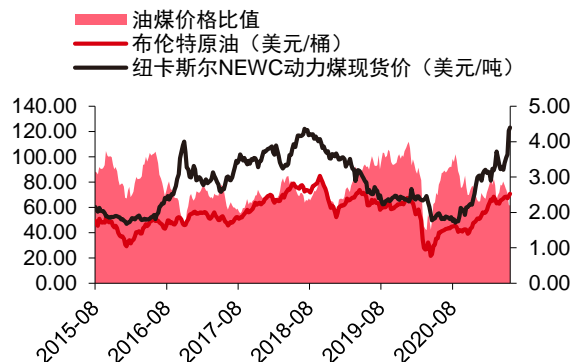
商的风险溢价，难以刺激贸易商进口。同时，海外煤炭也不时出现供应紧张的现象，性价比高的煤炭品种也出现缺货，因此预计进口煤量难有大幅增加。

图 7：广州港进口与国内煤价差（万吨，元/吨）



资料来源：SXCOAL, WIND, 中信证券研究部

图 8：国际油煤价格比



资料来源：WIND, 中信证券研究部

## 7 月煤价并不存在大幅下跌的基础

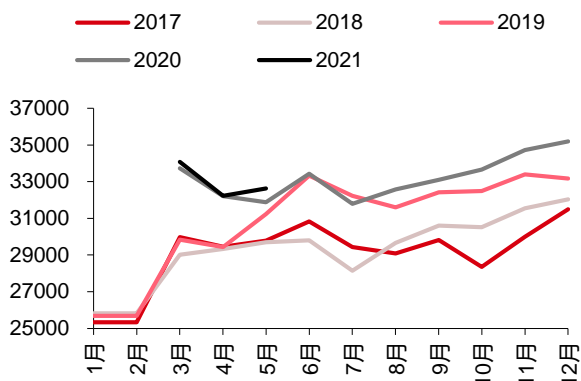
根据央广网相关报道，国家发改委经济运行调节局有关负责人 6 月 26 日表示，今年以来，受经济加快恢复等因素影响，煤炭市场供需两旺，价格高位波动。为贯彻落实国务院常务会议精神，国家发展改革委会同有关方面，采取了多项保供稳价措施。在“七一”过后，随着产地供应逐渐恢复，水电出力明显回升，供应和需求两端偏紧的状况都明显改善。预计 7 月份煤价将进入下降通道，价格将出现较大幅度下降。

诚然，前期推高煤价的因素在 6 月中下旬得以强化共振，7 月开始安监对供给的约束或有所放松，但仅是相对于 6 月下旬收紧下的边际宽松，国家发改委官员在谈话中也提及，“七一”过后供给恢复到 6 月上旬水平，而 6 月上旬的供给相对于往年和冬季保供的强度，整体并不宽松。

从历史数据分析，7 月原煤月度产量环比多处于下降的状态，2010~2020 年环比增速均值为-1.69%，仅 2014 年出现过环比正增长。我们分析主要是因为 7 月下旬西北等主产地会出现暴雨，会短暂影响煤矿开工率，考虑也会影响到部分煤炭运输线路的效率，实际供给增速会更低。今年或因为安监抑制了 6 月产量基数，预计 7 月产量环比大概率有增加，但根据往年的统计数据，因为季节性的原因，产量增速难有显著提升。

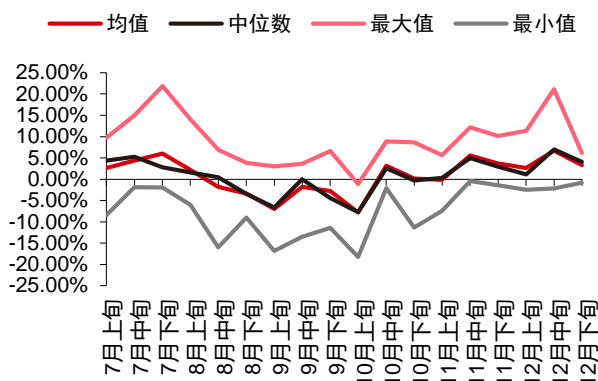
反观需求，7 月上旬到 8 月上旬四个旬度，电厂日耗环比都是上升的，2010~2019 年的环比增速平均值分别为 2.61%/4.38%/6.05%/2.21%，个别旬度出现明显下降，主要是天气因素影响，影响短暂，且会在其他旬度中出现补偿性需求，旺季特征明显。但是 8 月中旬开始，电厂日耗则会连续环比下降，持续到 10 月下旬，才会进入系统性回升的阶段。

图 9：全国原煤产量月度变化图（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：沿海六大电厂 2010~2019 年下半年旬度环比变化统计



资料来源：Wind，中信证券研究部

按照国家统计局公布的原煤月度产量历史数据分析，7 月产量环比易出现负增长，而电厂日耗等数据月度平均接近 10%左右的增速，本身就是供给偏紧的，在这种格局下，除非出现供给大幅增长，如环比增速超过 10%，方能改变目前供给偏紧的格局。但从目前供给预期看，短期很难实现供需格局的逆转，因此我们认为，7 月煤价或维持高位，不存在大幅下跌的基础。按照季节性的波动，预计 8 月开始，动力煤价会显著走弱，逐步进入秋季淡季，煤价或出现一定幅度的调整。

今年前 5 月表内煤炭产量同比增速为 8.8%，推断表外产量同比几乎无增长，实际产量增速同比约 8%左右。而需求端，下游火电行业增速接近 16%，生铁、水泥产量同比分别为 5.4%/19%，推断整体煤炭需求增速在 14%左右，供需缺口明显。我们预计下半年产量同比增速在 1.5%以内，需求同比增速有望在 3%左右，行业供给紧张的格局延续。

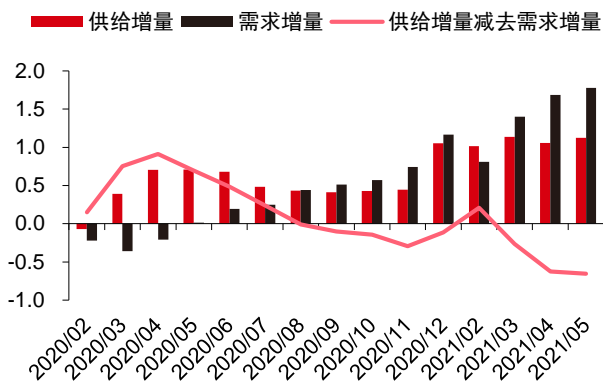
表 2：煤炭行业供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
四大行业合计	335629	348537	360113	364353	390488	391101	397088	399494
电力	196943	208839	211003	213535	226347	229742	233188	235520
增长率	3.59%	6.04%	1.04%	1.20%	6.00%	1.50%	1.50%	1.00%
钢铁	64556	64769	68007	70387	73907	73168	73899	73899
增长率	1.43%	0.33%	5.00%	3.50%	5.00%	-1.00%	1.00%	0.00%
建材	53761	55374	58697	58697	66327	65001	65651	64994
增长率	1.47%	3.00%	6.00%	0.00%	13.00%	-2.00%	1.00%	-1.00%
化工	20369	19555	22406	21734	23908	23190	24350	25080
增长率	-11.73%	-4.00%	14.58%	-3.00%	10.00%	-3.00%	5.00%	3.00%
煤炭总消费量	381397	396064	409219	414037	441230	441922	446166	448870
消费量增速	1.23%	3.85%	3.32%	1.18%	6.57%	0.16%	0.96%	0.61%
产量	352000	367840	383289	386739	402208	414275	422560	426786
增长率	3.23%	4.50%	4.20%	0.90%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%
净进口煤量	27100	28100	29967	30300	28500	28000	27000	25000
供给剩余	-2297	-124	4037	3001	-10521	353	3394	2916

资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部预测

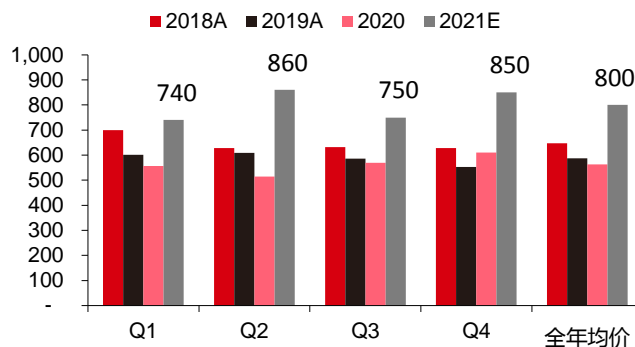
展望下半年，煤炭供给紧张的格局逆转需要时间，预计三季度淡季时间较长，Q3 均价或降至 Q1 均价水平，Q4 随需求恢复，供需错配的情况将再度凸显，煤价有望再度上行。以全年预期，今年秦港 5500 大卡煤价预计均值在 800 元/吨附近，环比涨幅约 40%。

图 11：月度累计供需增量对比（万吨）



资料来源：CCTD，中信证券研究部

图 12：动力煤均价预测（元/吨）



资料来源：国家统计局，WIND，中信证券研究部测算

## ■ 公司存量业务：产能稳定释放，短期业绩弹性可期

### 主力矿井产销平稳，定价机制减弱煤价波动性

公司目前控股 3 座矿井、参股 1 座矿井，核定产能 4810 万吨，权益产能 2735 万吨。其中，塔山煤矿、忻州窑矿和同忻煤矿均位于山西大同煤田中东部（山西晋北动力煤基地），色连煤矿位于内蒙古鄂尔多斯东胜煤田万利矿区（国家大型煤炭基地），这两处煤田均属于当地优质动力煤的主产区。公司开采的动力煤具有低灰、低硫、高发热量等特点，是国内最有品牌认知度的煤种，在煤炭市场具有良好的信誉。

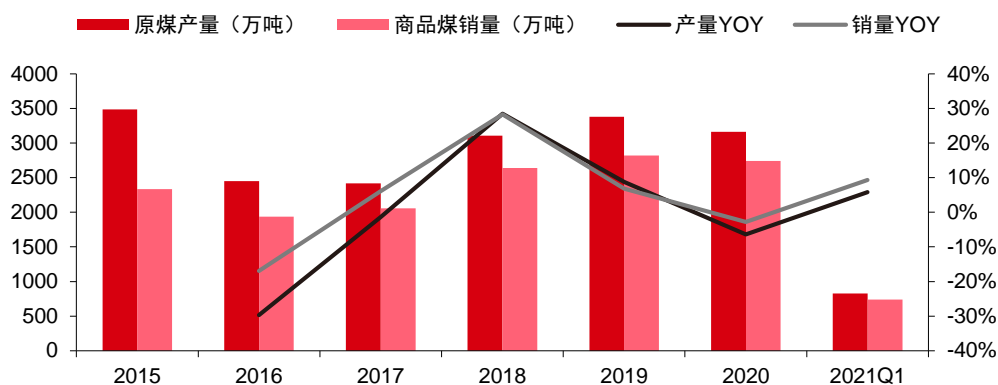
表 3：公司主要矿井产能及产量情况

矿井名称	权益占比	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	实际产量 (万吨)		
				2020 年	2019 年	2018 年
塔山煤矿	72%	2650	1908	2681	2860	2547
色连煤矿	51%	500	255	407	450	458
忻州窑矿	100%	60	60	69	68	100
小计		3210	1564	3157	3378	3105
同忻煤矿	32%	1600	512	1582	1575	1534

资料来源：公司公告，中信证券研究部

近三年，公司煤炭的产量和销量保持稳定，约在 3200/2700 万吨左右。2020 年，公司原煤产量 3161.49 万吨，同比下降 6.49%，商品煤销量 2741.29 万吨，同比下降 2.79%，主要是一季度受到疫情影响。2021 年一季度，公司原煤产量 826.3 万吨，同比上升 5.82%，商品煤销量 740.18 万吨，同比上升 9.35%。在今年保供政策的影响下，预计公司煤炭产销量有望出现小幅增长。

图 13：公司 2015 年以来煤炭产销量及同比变动情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

就销售结构而言，公司的煤炭销售去向主要是秦皇岛港及地销。具体而言，色连矿在鄂尔多斯基本都是在销售，忻州窑矿全部产煤基本都销往港口，而塔山矿地销煤的比例接近 700 万吨，因此，公司地销煤每年大约 1100~1200 万吨左右，销往港口的煤炭大约在 2000 万吨。因此，下水煤占比大约为 60~65%。

公司销往港口的煤炭主要分为年度长协煤和月度长协煤，定价公式基本与中国神华在港口的定价模式一致，定价公式为：

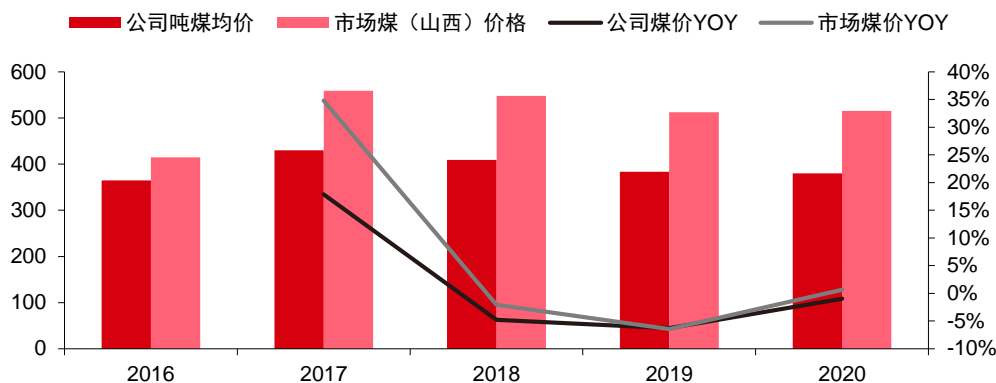
- 年度长协价=535×50%+（上月末环渤海动力煤 5500 大卡动力煤指数报价+ CCTD5500 大卡动力煤报价+沿海电煤采购指数报价）/3×50%
- 月度长协价=（CCTD5500 大卡动力煤报价+API8 指数报价+CCI5500 大卡动力煤报价+沿海电煤采购指数）/4

年度长协价以“基准价+浮动价”的定价方式，基准价为 535 元，对于浮动价部分，由于计价的指数也嵌入了长协煤成交价格和销量加权，因此指数波动较小，所以年度长协价格涨幅相对较小。而月度长协价格不设立基准价，去年下半年以来也变成了周度定价，采购市场指数平均计算，增加了月度长协对市场现货价格的反映，因此从定价结果看，月度长协价格更接近于市场价格，但有小幅度折价，可以看成市场机制下，对大客户的折扣价格。

地销煤定价机制类似于年度长协煤，基本上是按照港口年度长协煤定价，倒减坑口到港口运输成本，按照热值折算出的价格，同时再结合煤矿当地市场煤价指数进行加权，涨幅略高于年度长协煤。

近三年公司吨煤均价在 380~410 元/吨区间内波动。2020 年公司商品煤销售均价为 379.89 元/吨，同比下降 0.96%，同期市场价格均价为 515.63 元/吨，同比上升 0.63%。如果以长周期维度计算，2016~2020 年，公司煤炭售价年均复合涨幅为 1.03%，而山西地区市场煤价年均复合涨幅在 5.59%。

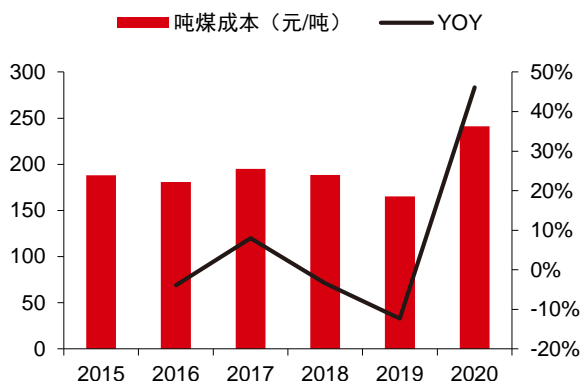
图 14：公司近五年吨煤均价与市场煤（山西）价格情况比较（单位：元/吨、%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

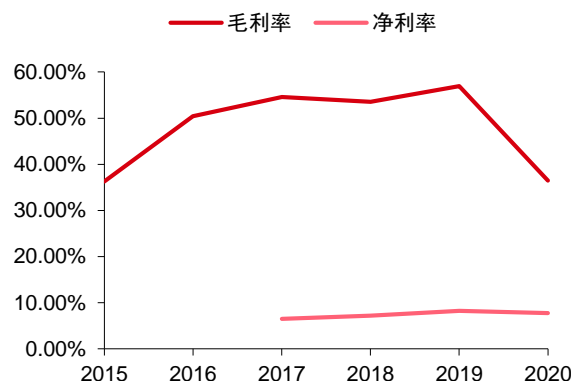
成本方面，2019 年以前公司吨煤成本基本保持在 190 元/吨左右，2020 年吨煤成本提高到 241 元/吨，此外公司毛利率也从 2019 年的 56.93%下降至 2020 年的 36.48%，大幅下降 20.45pcts。这是由于新会计准则将销售费用转入成本项所致，可见 2020 年公司营业成本为 66.15 亿元，同比增长 42.01%，而销售费用为 1.23 亿元，同比大幅下降 94.4%。因此，实际上公司吨煤成本没有大幅提升，预计未来继续保持稳定。

图 15：公司 2015 年以来吨煤成本情况



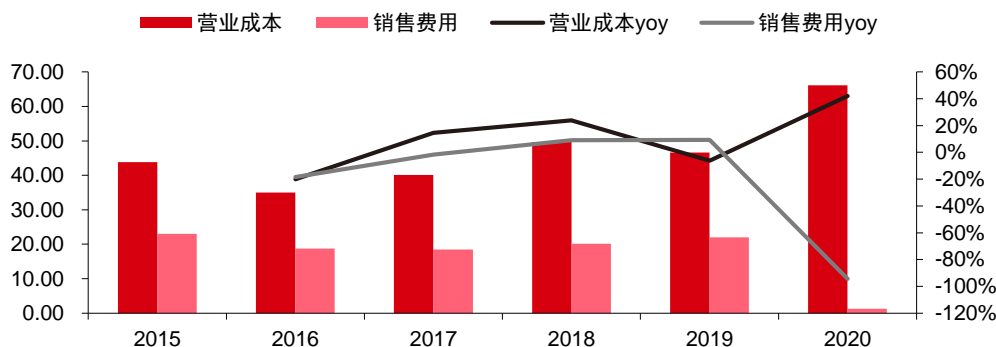
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 16：公司煤炭板块毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 17：公司 2015 以来营业成本与销售费用及同比变动情况（单位：亿元、%）



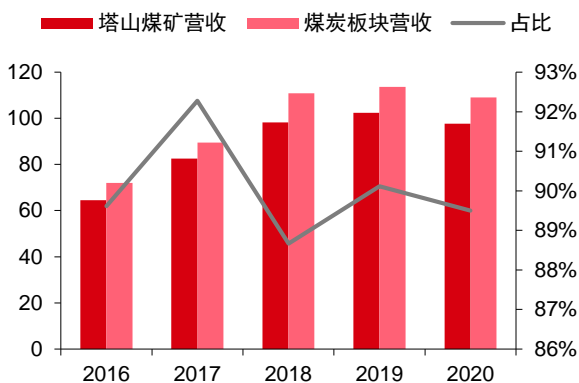
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 塔山矿引领整体盈利水平，同忻矿投资收益锦上添花

供给侧改革以来，公司持续优化产能布局，于 2016 和 2017 年分别将燕子山矿/煤峪口矿相关资产（含负债）整体转让给晋控煤业集团（原同煤集团），两次交易作价分别为 18.28/5.14 亿元。2018 年，公司继续优化资产结构，通过现金收购方式向晋控煤业集团（原同煤集团）购买塔山煤矿 21% 的股权，交易作价 24.88 亿元，此次收购后公司持有塔山煤矿 72% 的股权，进一步增强了公司的盈利能力。

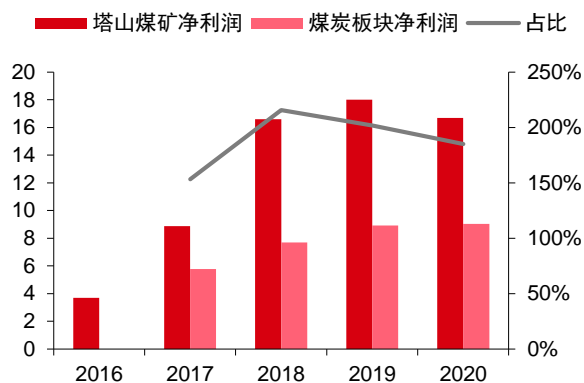
目前，塔山煤矿成为公司的主力盈利矿，自 2018 年收购其 21% 的股权后，塔山煤矿的盈利能力进一步增强。近五年，塔山煤矿的营收占比一直保持在 90% 左右，2020 年实现营收 97.6 亿元，在煤炭板块中占比 89.5%。净利润方面，塔山煤矿近三年平均盈利 17.1 亿元，2020 年实现净利润 16.7 亿元，在煤炭板块中占比高达 184.98%。2021 年一季度，塔山煤矿实现盈利 7.68 亿元，较往年大幅提高。

图 18：近五年塔山煤矿营收情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 19：近五年塔山煤矿净利润情况（单位：亿元、%）



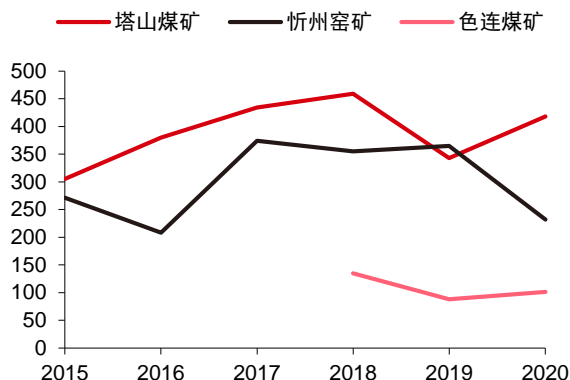
资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司在产煤矿还包括色连煤矿和忻州窑矿。其中，色连煤矿和忻州窑矿近年来都是亏损状态。色连煤矿 2020 年亏损 3.97 亿元，但 2021 年一季度，受益于高煤价高，已实现扭亏为盈，盈利 0.71 亿元。忻州窑矿 2020 年实现营收 1.59 亿元，营业成本 5.45 亿元，毛利亏损 3.86 亿元。忻州窑矿因开采时间较长、产能规模小、人员负担重，很难有效扭亏，因此可以看成是上市公司的成本中心单位。

进一步分析公司主要矿井的吨煤售价和吨煤成本，平均来看，塔山煤矿售价最高（2020 年为 418 元/吨），成本较低（2020 年为 210 元/吨）。而忻州窑矿 2020 年售价仅为 232 元/吨，成本却高达 789 元/吨，属于开采不经济的矿井。

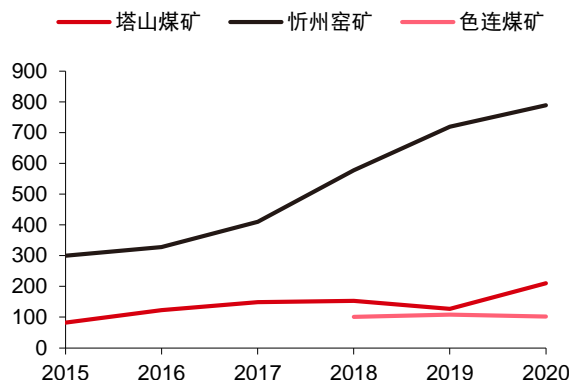


图 20：公司分矿并吨煤价格（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 21：公司分矿并吨煤成本（单位：元/吨）

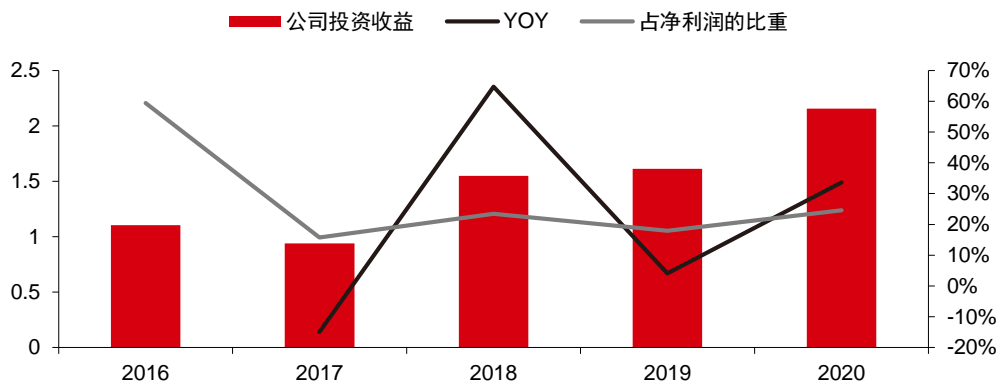


资料来源：公司公告，中信证券研究部

同忻煤矿是公司于 2020 年 12 月向控股股东晋控煤业集团收购其所持 32% 的股权得来，交易对价为现金 28.7 亿元。同忻煤矿盈利能力较强，2020 年实现净利润 5.86 亿元，为公司带来投资收益约 3200 万元。这使得公司 2020 年投资收益同比增长 33.66%，占净利润比重提高 6.64pcts。

2020 年，同忻煤矿核定产能为 800 万吨，2021 年新核增 800 万吨，总计为 1600 万吨，这将进一步增强煤矿的盈利能力，并增厚公司的投资收益。2021 年一季度，同忻煤矿盈利 2.1 亿元，推算贡献投资收益约 0.67 亿元。预计 Q2 随煤价进一步上涨，同忻矿环比业绩可增加 1 亿元左右，对应投资收益有望增厚 0.3 亿元，为公司业绩增长锦上添花。

图 22：公司投资收益及其占净利润比重情况（单位：亿元、%）

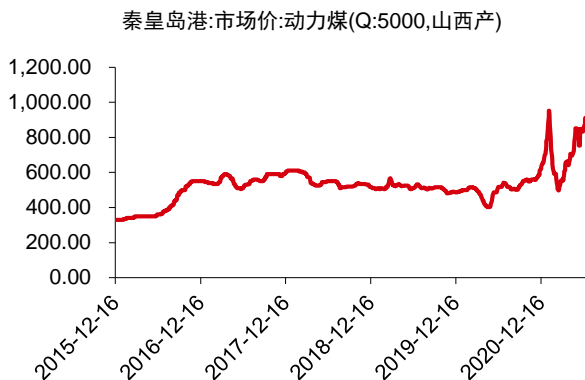


资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 高煤价提升 2021 年公司业绩弹性

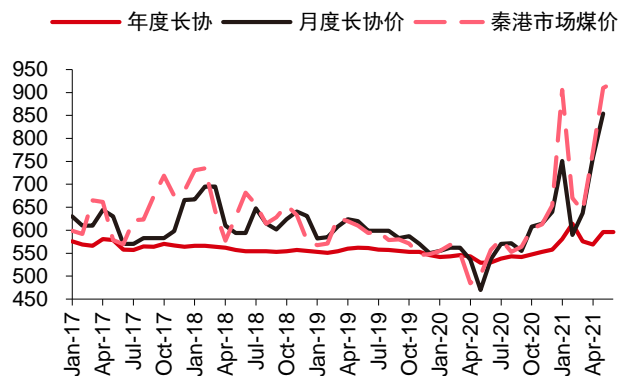
截止 2021 年 6 月底，山西地区 5000 大卡动力煤年初以来均价为 717.88 元，为近三年最高价，较 2020 年、2019 年均价分别高出 202.2/205.5 元/吨。在煤炭供给增长乏力和需求整体向好的作用下，高位煤价将有效增厚煤炭板块利润。

图 23: 山西地区 5000 大卡动力煤市场价 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 24: 港口长协、市场煤价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

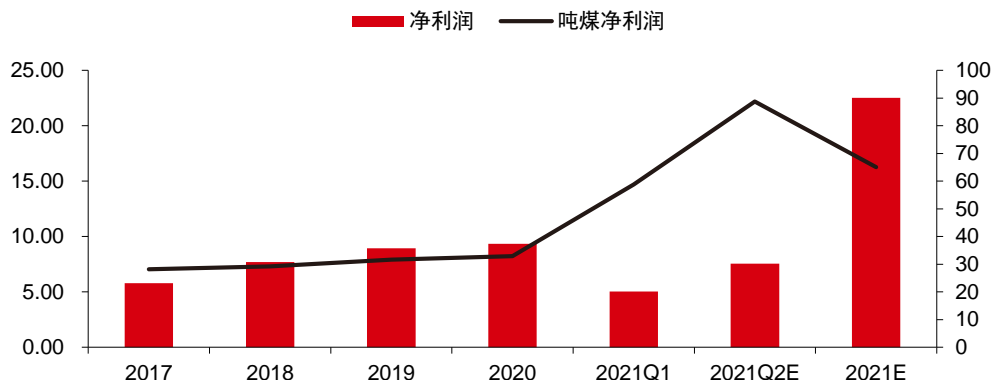
2021 一季度公司实现商品煤销量为 740.18 万吨, 实现净利润 5.02 亿元, 吨煤净利为 58.74 元/吨。受益于煤价上涨, 预计二季度公司市场煤和长协煤价格环比涨幅分别为 80/30 元/吨, 综合计算商品煤售价环比提高 50 元/吨, 扣除增值税和所得税等因素, 预计公司吨煤净利环比涨幅 30 元/吨。按二季度销量 740 万吨计算, 预计二季度公司 (本部) 盈利增厚约 2.2 亿元; 公司参股的同忻煤矿一季度盈利 2.1 亿元, 考虑到煤价涨幅等因素, 预计二季度预计增厚投资收益 0.3 亿元, 合计公司二季度净利润增长约 2.5 亿元, 达到 7.55 亿元。

表 4: 公司煤炭业务盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021Q2E	2021E
销量 (万吨)	2056.68	2638.64	2819.83	2741.29	740.18	740	2960
吨煤净利润 (元/吨)	28.13	29.16	31.64	32.94	58.74	88.74	65
净利润 (本部)	5.79	7.70	8.92	9.03	4.35	6.57	19.24
投资收益 (同忻煤矿)	-	-	-	0.32	0.67	0.98	3.28
净利润 (合计)	5.79	7.70	8.92	9.35	5.02	7.55	22.52

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

图 25: 公司煤炭业务盈利预测 (单位: 亿元、元/吨)

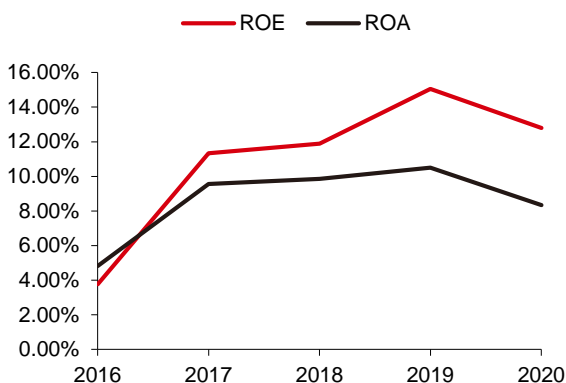


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 公司整体营运效率有所提升

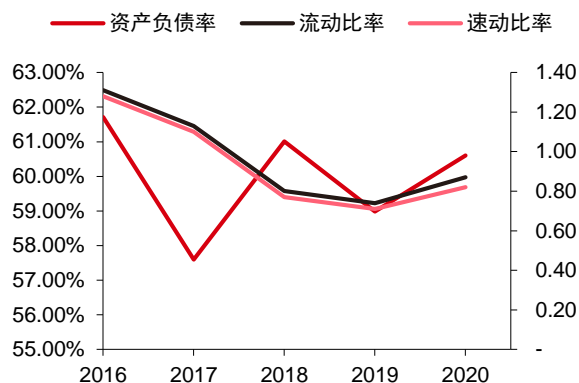
公司近五年盈利水平稳中有进, 2016~2020 年 ROE 和 ROA 分别提升 9.02/3.52pcts, 2020 年 ROE 和 ROA 分别为 12.79%/8.34%。从偿债能力上看, 资产负债率近五年基本保持在 60% 左右, 2020 年资产负债率为 60.6%, 而流动比率和速动比率有所下降, 2020 年流动比率和速动比率分别为 0.87/0.82。2020 年公司首次发行 20 亿元的公司债, 利率仅为 4.29%, 这有助于公司优化债务结构、增加偿债能力。

图 26: 公司近五年 ROE 和 ROA 水平



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

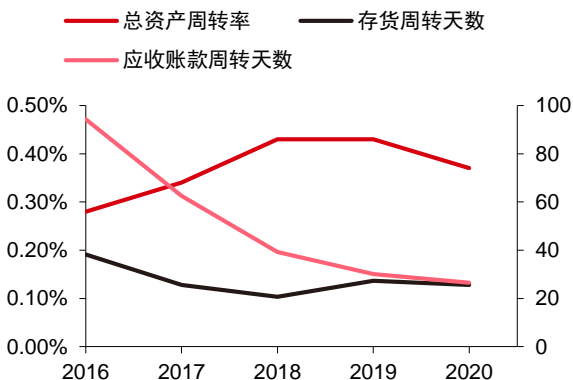
图 27: 公司近五年资产负债率、流动比率、速动比率水平



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

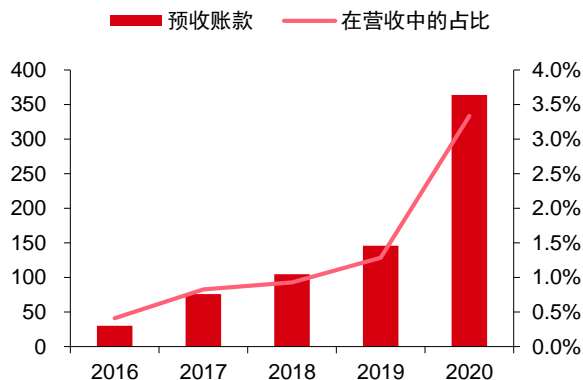
公司营运能力有所提升, 近五年总资产周转率略微提高, 2020 年总资产周转率为 0.37%, 且存货周转天数下降约 13 天, 2020 年为 26.5 天。公司应收账款周转天数明显下降, 同时预收账款在营收中的比重不断提升, 2020 年达到 3.34%, 表明公司在产业链中的议价权不断提高。

图 28: 公司近五年总资产周转率、存货/应收账款周转天数情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 29: 公司近五年预收账款及在营收中的占比 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

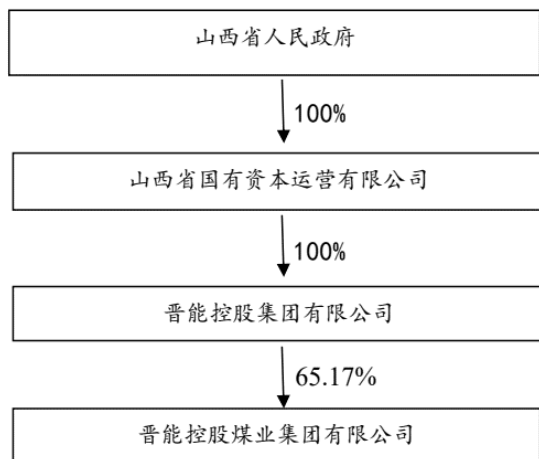
总体而言, 公司存量产能保持稳定, 经营效率有所提升, 加之今年高煤价下的业绩弹性, 公司盈利能力有望迈上新台阶, 预计今年净利润有望突破 21 亿元, 业绩增速有望超过 140%。

## ■ 国企改革开新局，集团或赋能上市公司高成长

### 三强联合，新集团资源实力大增

公司控股股东晋控煤业集团（下称“集团”）是晋能控股集团为整合省内煤炭板块而设立的。晋能控股集团组建于 2020 年 10 月，是以省国资运营公司持有的同煤集团、晋煤集团、晋能集团三家煤炭企业股权作价出资，采取联合重组方式，同步整合潞安集团、华阳新材料科技集团煤炭、电力、煤机装备制造产业相关资产而成，下设晋能控股煤业集团公司（以“同煤集团”为主体整合，负责煤炭板块）、晋能控股电力集团公司（以“晋能集团”为主体整合，负责电力板块）、晋能控股装备制造集团公司（以“晋煤集团”为主体整合，负责装备制造板块）、中国（太原）煤炭交易中心有限公司、晋能控股研究院公司、晋能控股财务公司 6 个一级子公司。

图 30：晋控煤业集团股权结构图



资料来源：晋能控股煤业集团有限公司 2021 年度第三期超短期融资券募集说明书，中信证券研究部

图 31：晋能控股集团旗下一级子公司介绍



资料来源：晋能控股煤业集团有限公司 2021 年度第三期超短期融资券募集说明书，中信证券研究部

按照煤炭工业网披露的信息，2020 年新晋能控股集团实现商品煤产量 3.04 亿吨，煤炭总销量 4.2 亿吨，发电量 722 亿千瓦时，装备制造产值 522.9 亿元，营业收入 4718 亿元，利润总额 77 亿元，上缴税费 268 亿元，资产负债率 76.5%，全员劳动生产率 14.8 万元/人·年，净资产收益率 1.07%。

表 5：晋能控股煤业集团旗下原同煤、晋能、晋煤三大集团介绍

集团名称	所处地区	煤种	资源储量
晋能控股煤业集团（原同煤集团）	大同、朔南、轩岗、保德四大矿区	动力煤为主	299.9 亿吨（截至 2020 年末）
晋能控股装备制造集团（原晋煤集团）	晋东矿区（阳泉矿区、晋城矿区）	无烟煤为主	113.89 亿吨（截至 2020 年末）
晋能控股电力集团（原晋能集团）	山西省各地，分布范围较广	煤种齐全，包括无烟煤、贫煤、气煤等	118 亿吨（截止 2019 年末）
合计			531.79 亿吨

资料来源：各集团债券募集说明书，中信证券研究部

集团目前是山西省第一、全国第二大煤炭企业，集中了原同煤、晋运销、晋煤三大集团的优质煤炭资源，资源储量合计约 531.79 亿吨，居全国第二，为上市公司晋控煤业的 7.87 倍。其中，原同煤集团主要矿区为大同、朔南、轩岗、保德四大矿区，跨越大同、朔州、忻州三市，拥有 58 座矿井，井田面积合计 1,899.03 平方公里，年生产能力 1.58 亿吨，资源储量合计 299.9 亿吨（截至 2020 年末）；原晋煤集团所处晋东矿区是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的 65%、占全国无烟煤储量的 26%，拥有 60 座矿井，设计生产能力 11,380 万吨/年，资源储量合计 113.89 亿吨，可采储量合计 41.24 亿吨（截至 2020 年末）；原晋能集团，整合矿区井田规划总面积 1,293 平方公里，地质储量 118 亿吨，矿井 152 座（截止 2019 年末），煤矿分布范围广，煤种齐全，包括无烟煤、贫煤、气煤等。

表 6：晋能控股煤业集团主要矿区/煤矿基本信息

矿区/煤矿	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨)	2020 年产量 (万吨)	目前经营情况
<b>本部</b>						
晋华宫	不黏煤	3.16	0.87	450	299.36	正常
马脊梁	不黏煤、气煤	1.74	0.33	380	887.27	正常
云冈	弱黏煤	3.81	1.13	480	98.69	正常
燕子山	不黏煤、气煤	3.23	0.94	480	622.28	正常
四台	不黏煤	5.06	1.55	500	145.85	正常
同忻	气煤、1/3 焦煤	13.95	5.88	1000	1582.01	正常
<b>原同煤集团</b>						
忻州窑	不黏煤	0.94	0.24	230	69.1	正常
塔山	气煤	45.62	18.00	1500	2499.98	正常
轩岗煤电	气煤、贫瘦煤	9.63	-	750	2070.56	正常
地煤公司	弱粘煤、1/3 焦煤、气煤	9.82	-	855	414.86	正常
朔州煤电	不黏煤、气煤	10.18	-	651	1549.65	正常
整合矿井	气煤、贫瘦煤	18.94	-	2670	897.78	正常
同发东周窑	长焰煤	17.51	6.20	1000	1029	正常
其他	不黏煤、气煤	-	-	3700	3648.3	正常
<b>晋控煤业集团小计</b>		<b>145.09</b>	<b>35.83</b>	<b>12916</b>	<b>13975</b>	
<b>原晋煤集团（下列设计产能 500 万吨以上矿井）</b>						
成庄	无烟煤	6.3	3.6	830	-	正常
寺河	无烟煤	7	3.8	900	-	正常
赵庄	无烟煤、贫煤	6.7	3.2	800	-	正常
长平	无烟煤	2.3	1.6	500	-	正常
东大矿井	无烟煤	8.9	4.2	500	-	在建
三交一号	焦煤、肥煤	20	12	600	-	在建
巴楞矿井	不粘煤	15	-	800	-	在建
其他	无烟煤等	47.68	12.83	6450	-	正常
<b>原晋煤集团小计</b>		<b>113.89</b>	<b>41.24</b>	<b>11380</b>		
<b>原晋能集团（下列设计产能 1000 万吨公司）</b>						

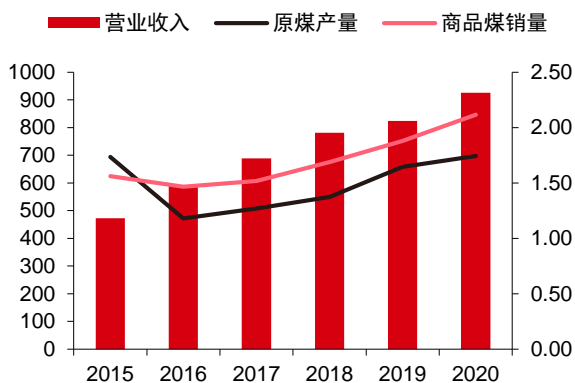
矿区/煤矿	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	设计产能 (万吨)	2020 年产量 (万吨)	目前经营情况
长治公司	贫煤、贫瘦煤	7.23	3.43	1700	-	正常
晋城公司	无烟煤	10.19	5.03	1305	-	正常
阳泉公司	贫煤、无烟煤	20.48	2.32	1050	-	正常
其他	弱粘煤、长焰煤等	-	-	3895	-	正常
<b>原晋能集团小计</b>		<b>118</b>	<b>-</b>	<b>7950</b>		
<b>合计</b>		<b>376.98</b>	<b>-</b>	<b>32246</b>	<b>-</b>	

资料来源：各集团债券募集说明书，中信证券研究部

## 集团资产证券化或逐步提上日程

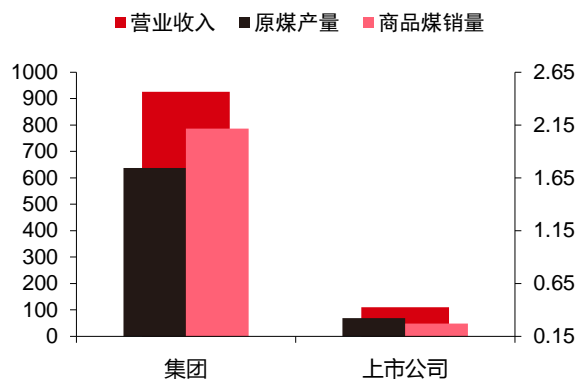
根据晋能煤业集团公告的财务数据分析，集团（以下经营数据仅对应原同煤集团，暂未合并晋煤集团和晋能集团煤炭板块）实力雄厚，营业收入和煤炭产销均数倍于上市公司规模。2015 年以来，煤炭板块营业收入和煤炭产销一直保持着稳健增长趋势。2020 年，集团实现营业收入 925.32 亿元，为上市公司的 8.5 倍；集团原煤产量和商品煤销量分别 1.74/2.11 亿吨，分别为上市公司的 5.4/7.8 倍。

图 32：晋控煤业集团煤炭板块主要经营数据（亿元、亿吨-右轴）



资料来源：晋能煤业集团公告，中信证券研究部

图 33：集团与公司营收、煤炭产销数据对比（亿元、亿吨-右轴）

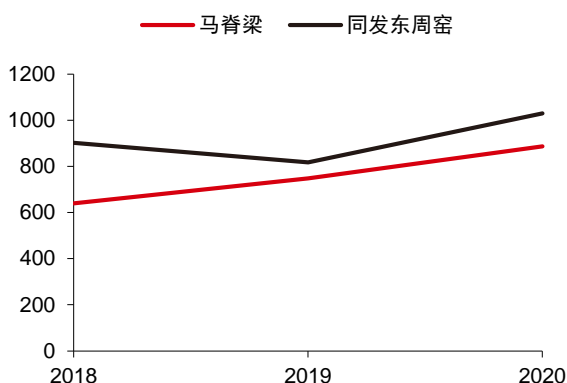


资料来源：晋能煤业集团公告，中信证券研究部

集团部分煤矿产量规模较大，料盈利能力相对较强，也是资产证券化的理想标的。2020 年煤矿产量 1500 万吨以上的有朔州煤电（不黏煤、气煤）、同忻（气煤、1/3 焦煤）和轩岗煤电（气煤、贫瘦煤）。其中，朔州煤电和同忻产量稳定在 1500 万吨，而轩岗煤电产能提升幅度较大，2018-20 年产量分别为 1227/1618/2071 万吨；2020 年煤矿产量 800-1500 万吨的有马脊梁（不黏煤、气煤）和同发东周窑（长焰煤），其中马脊梁近年来产量不断上升，由 2018 年产量 640 万吨上升至 2020 年的 887 万吨。

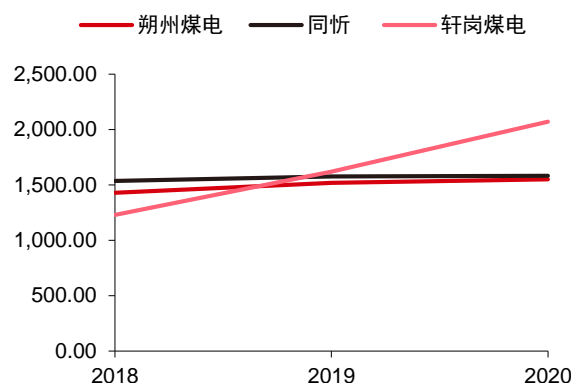


图 34：集团大型矿井产量（800~1000 万吨产能，万吨）



资料来源：晋能煤业集团债券募集说明书，中信证券研究部

图 35：集团大型矿井产量（1500 万吨以上产能，万吨）



资料来源：晋能煤业集团债券募集说明书，中信证券研究部

根据山西省政府对“十四五”期间省属企业改革的政策要求，即“资产证券化率达到 80%以上”、“要求组织有上市平台的 9 户省属企业摸清资产底数，能够注入或通过培育后可注入现有上市公司的，全部注入上市公司”。根据该要求，对应集团 3882 亿元的总资产（截止 2020 年底）中约 3105 亿元资产最终将注入上市公司，这意味着未来可能有更多优质资产将整合进公司，例如同忻（已获得 32%股权）、轩岗煤电、朔州煤电等等，进而增强公司盈利能力。

表 7：山西省政府推进省属企业资产证券化的政策内容

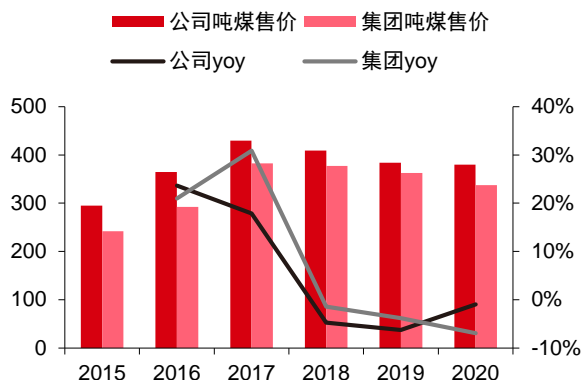
时间	会议	重要内容
2021 年 2 月	省属企业“一企一策”考核签约大会	<p>“十四五”期间，省属企业改革“转型出雏型”的定量目标是，利润总额年均增长 20%以上，平均资产负债率下降 5 个百分点，国有资产保值增值率达到 105%以上，总资产报酬率达到 4%以上，全员劳动生产率增长 36%以上，工业企业研发经费投入翻一番，<b>资产证券化率达到 80%以上。</b></p> <p><b>指导省属上市公司多渠道股权再融资。组织有上市平台的 9 户省属企业摸清资产底数，能够注入或通过培育后可注入现有上市公司的，全部注入上市公司；凡是不能注入现有上市公司平台，凡是没有上市计划安排的，原则上纳入“腾笼换鸟”范围。</b></p>

资料来源：山西省政府网站，中信证券研究部

## 集团整体盈利能力弱于上市公司，但也处于改善通道

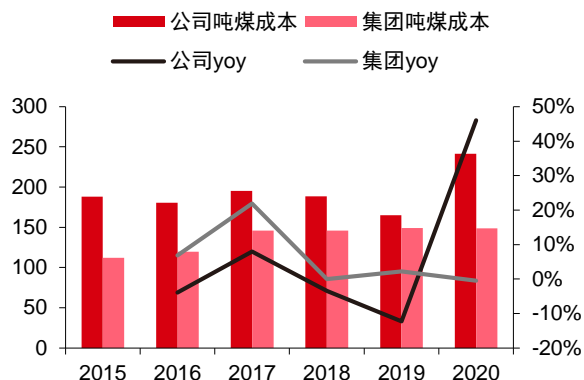
从吨煤售价上看，上市公司价格更高，2015~20 年平均售价高出约 13%。两者价格变化趋同，近几年均是先上升后回落，2020 年公司和集团的吨煤价格分别为 379.89/337.4 元/吨，两者差距已逐步缩小。从吨煤成本上看，集团销售成本更低，2015~2019 年（因 2020 年上市公司会计准则变更，变动较大，故剔除该年样本，下同）平均成本低约 36%。2019 年公司和集团的吨煤成本分别为 165.19/149.22 元/吨，可以看出，公司成本逐步下降而集团成本却有上升趋势。

图 36：集团与公司吨煤售价及同比变动对比（单位：元/吨、%）



资料来源：公司及晋能煤业集团公告，中信证券研究部

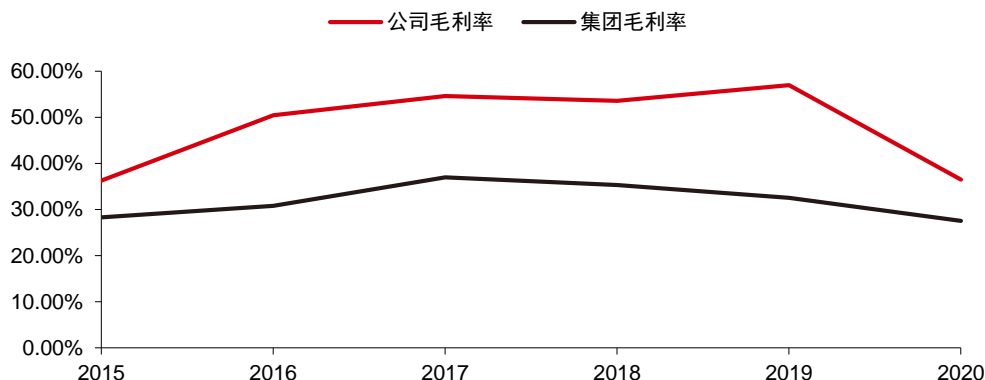
图 37：集团与公司吨煤成本及同比变动对比（单位：元/吨、%）



资料来源：公司晋能煤业集团公告，中信证券研究部

从毛利率水平上看，上市公司盈利能力更强，2015~2019 年公司集团的平均毛利率分别为 50.36%/32.78%，公司高出约 17.58pcts。此外，从变动趋势上看，公司通过现代技术不断降低销售成本，毛利率有缓慢提升之势，而集团毛利率自 2017 年见顶之后就保持下降。

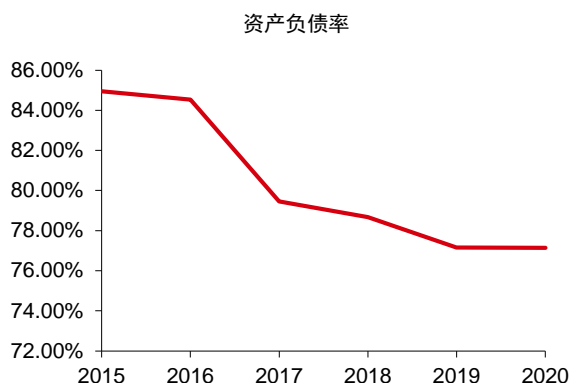
图 38：集团与公司煤炭板块毛利率水平对比（单位：%）



资料来源：公司及晋能煤业集团公告，中信证券研究部

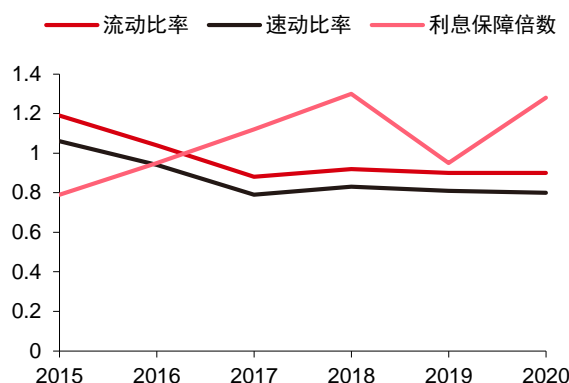
2015 年以来，集团偿债能力不断改善。其中，集团的资产负债率有明显下降，2015-2020 年下降了 7.81pcts，2020 年为 77.14%。从流动比率和速动比率上看，近几年一直保持在 0.8 左右的水平上。而利息保障水平有明显上升趋势，2020 年达到 1.28，表明集团经营现金流能够较好覆盖其有息债务。

图 39：2015 年以来集团资产负债率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

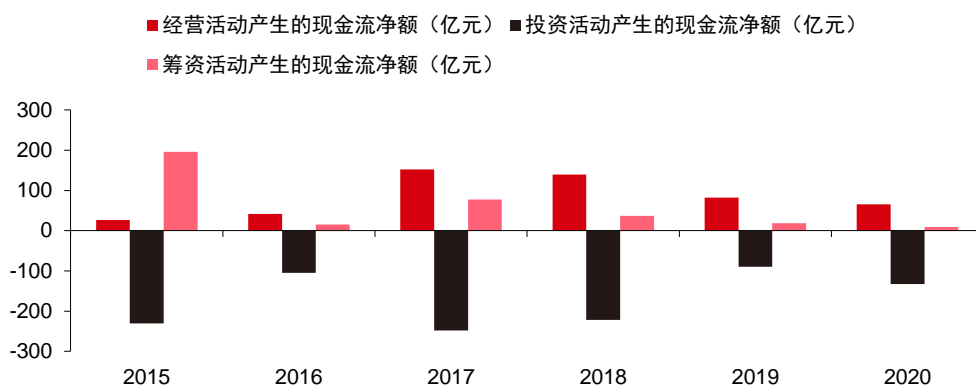
图 40：2015 年以来集团流动、速动比率和利息保障倍数情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

从现金流上看，集团经营性现金流净额近三年逐渐下降，2020 年为 65.41 亿元，主要原因是煤价下跌，以及“其他与经营活动有关的现金流出”有所增加。投资性现金流净额常年保持在 100~250 亿元的流出水平上，主要与集团一直在收购资产、进行资本开支有关。而融资性现金流净额除了 2015 年有了巨额流入（195.83 亿元）以外，一直保持在较低水平上，2020 年为 9.3 亿元，显示公司资金需求并无大幅提升，更多的是资金的周转滚动。

图 41：2015 年以来集团现金流情况



资料来源：晋能煤业集团公告，中信证券研究部

综合吨煤售价、成本及毛利率水平来看，上市公司整体资产盈利能力更佳，体现在高售价、高毛利和降成本三方面。但集团也不乏像同忻煤矿这样的大型先进产能，如果优先注入上市公司，将对公司的中短期成长预期有更强的催化。

## ■ 风险因素

- 1) 动力煤价格波动，影响业绩增长；
- 2) 集团资产证券化进度不及预期。

## ■ 盈利预测、估值及投资评级

### 盈利预测

我们预计 2021~2023 年公司煤炭业务营业收入分别增长 31%/-2%/3%。其中，预计煤炭综合平均价格分别增长 25%/-5%/0%，2021~2023 年公司销量预计分别增长 5%/5%/3%，主要是市场煤炭需求旺盛所致。

表 8：公司历史煤炭业务营业收入及预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
商品煤产量 (万吨)	2,451.93	2,417.89	3,105.48	3,377.66	3,161.49	3256.33	3354.02	3454.65
变化率	-29.69%	-1.39%	28.44%	8.76%	-6.40%	3.00%	3.00%	3.00%
商品煤销量 (万吨)	1938.03	2056.68	2638.64	2819.83	2741.29	2878.35	2964.71	3053.65
变化率	-16.91%	6.12%	28.30%	6.87%	-2.79%	5.00%	3.00%	3.00%
煤炭平均综 合价格 (元/ 吨)	364.63	429.81	409.24	383.58	379.89	474.86	451.12	451.12
变化率	23.66%	17.88%	-4.79%	-6.27%	-0.96%	25.00%	-5.00%	0.00%
煤炭业务总 收入 (亿元)	70.66	88.40	107.98	108.16	1,04.39	136.68	133.74	137.76
变化率	2.75%	25.09%	22.15%	0.17%	-3.72%	31.25%	-2.15%	3.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

我们预计 2021~2023 年公司煤炭业务营业成本分别增长 5.60%/7.51%/3.61%；而商品煤单位销售成本分别增长-2.22%/2.39%/0.59%，这主要基于规模效应、人工成本及原材料成本增加等因素综合考虑。

表 9：公司历史煤炭业务营业成本及预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
煤炭营业成本 合计 (亿元)	35.02	40.13	49.72	46.58	66.15	69.86	75.10	77.82
变化率	-20.13%	14.61%	23.88%	-6.30%	42.01%	5.60%	7.51%	3.61%
商品煤单位销 售成本 (元/吨)	180.69	195.14	188.41	165.20	241.32	235.96	241.60	243.04
变化率	-3.88%	8.00%	-3.45%	-12.32%	46.08%	-2.22%	2.39%	0.59%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

对于公司非煤业务而言，我们预计 2021~2023 年营业收入分别增长 6.31%/-1.43%/0%，营业成本分别增长 2.89%/0.12%/0%，其中营业收入的增加主要源自化工板块收入的增长。

表 10：公司非煤业务营业成本及预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (万 元)	11,029.79	10,713.57	26,077.43	53,791.29	47,467.55	50,463.22	49,739.88	49,739.88
增长率		-2.87%	143.41%	106.28%	-11.76%	6.31%	-1.43%	0.00%
营业成本 (万 元)	12,620.39	10,906.62	33,209.26	41,976.35	42,422.15	43,646.05	43,700.07	43,700.07

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率		-13.58%	204.49%	26.40%	1.06%	2.89%	0.12%	0.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 估值与评级

是从 P/E 角度看，按照一季报年化，公司目前 P/E 约为 6 倍；如果按照 Q2 单季 7.6 亿元的业绩年化，公司 P/E 约为 4 倍。如果按照 21 亿元全年净利润预期，对应 P/E 也仅为 5.6 倍，远低于行业近两年多数时间 8x 左右的 P/E 估值中枢。

考虑到目前煤价上涨及未来优质资产不断注入的预期等因素，我们上调公司 2021~2023 年 EPS 预测至 1.28/1.08/1.12 元（原预测值为 0.97/0.76/0.81 元），当前股价 7.35 元，对应 2021~2023 年 P/E 分别为 5.6/6.7/7.8x。我们给予公司目标价 10 元，对应 2021 年 P/E8x。看好公司今年业绩弹性及未来产能扩张，目前市值约 123 亿元，在中报预期向好的背景下，短期股价弹性也有望放大，维持“买入”评级。

表 11：晋控煤业盈利预测表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,358	10,905	14,189	13,888	14,290
营业收入增长率 YoY	0.9%	-4.0%	30.1%	-2.1%	2.9%
净利润(百万元)	897	876	2,145	1,810	1,875
净利润增长率 YoY	36.0%	-2.4%	144.9%	-15.6%	3.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.54	0.52	1.28	1.08	1.12
毛利率	55.3%	35.4%	48.6%	44.8%	44.5%
净资产收益率 ROE	14.0%	12.0%	22.7%	16.1%	14.3%
每股净资产 (元)	3.83	4.35	5.63	6.71	7.84
PE	13.7	14.1	5.7	6.8	6.6
PB	1.9	1.7	1.3	1.1	0.9
PS	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.8	7.4	4.0	4.7	4.7

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测，股价为 2021 年 7 月 6 日收盘价

## ■ 相关研究

晋控煤业（601001.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评—业绩预期改善，长期成长可期（2021-04-29）

大同煤业（601001）2020 年中报点评：降本效果显著，预计全年业绩波动较小（2020-08-28）



**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,358	10,905	14,189	13,888	14,290
营业成本	5,078	7,040	7,289	7,664	7,925
毛利率	55.3%	35.4%	48.6%	44.8%	44.5%
税金及附加	724	723	921	902	934
销售费用	2,202	123	170	153	163
销售费用率	19.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%
管理费用	478	432	569	564	573
管理费用率	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
财务费用	565	386	333	227	86
财务费用率	5.0%	3.5%	2.3%	1.6%	0.6%
研发费用	175	133	131	170	160
研发费用率	1.5%	1.2%	0.9%	1.2%	1.1%
投资收益	161	216	417	365	332
EBITDA	3,331	3,037	5,612	4,752	4,757
营业利润	2,232	2,113	5,596	4,519	4,691
营业利润率	19.65%	19.38%	39.44%	32.54%	32.83%
营业外收入	4	5	4	4	4
营业外支出	13	17	16	15	16
利润总额	2,222	2,102	5,583	4,508	4,680
所得税	855	771	2,151	1,709	1,765
所得税率	38.5%	36.7%	38.5%	37.9%	37.7%
少数股东损益	469	455	1,287	989	1,040
归属于母公司股东的净利润	897	876	2,145	1,810	1,875
净利率	7.9%	8.0%	15.1%	13.0%	13.1%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,092	9,233	11,919	12,499	13,575
存货	450	550	549	619	619
应收账款	901	704	1,097	1,024	1,026
其他流动资产	743	659	849	899	869
流动资产	10,186	11,146	14,415	15,041	16,089
固定资产	10,732	10,491	10,497	9,948	9,332
长期股权投资	2,445	5,428	5,428	5,428	5,428
无形资产	3,044	3,885	3,826	3,748	3,643
其他长期资产	1,082	1,059	879	1,350	1,737
非流动资产	17,303	20,863	20,631	20,474	20,140
资产总计	27,489	32,009	35,045	35,516	36,229
短期借款	4,076	4,410	4,804	2,649	501
应付账款	3,244	4,825	4,409	4,928	5,107
其他流动负债	6,368	3,650	3,826	3,733	3,801
流动负债	13,688	12,885	13,039	11,311	9,409
长期借款	1,273	3,258	2,708	2,108	1,808
其他长期负债	1,252	3,254	3,254	3,254	3,254
非流动性负债	2,524	6,512	5,962	5,362	5,062
负债合计	16,212	19,397	19,002	16,673	14,472
股本	1,674	1,674	1,674	1,674	1,674
资本公积	242	248	248	248	248
归属于母公司所有者权益合计	6,404	7,284	9,429	11,239	13,114
少数股东权益	4,872	5,328	6,615	7,604	8,644
股东权益合计	11,277	12,612	16,044	18,843	21,758
负债股东权益总计	27,489	32,009	35,045	35,516	36,229

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,367	1,331	3,431	2,799	2,915
折旧和摊销	1,013	1,004	983	1,007	1,031
营运资金的变化	-202	907	-442	302	167
其他经营现金流	516	507	-464	-61	-138
经营现金流合计	2,695	3,749	3,508	4,047	3,975
资本支出	-493	-792	-600	-650	-580
投资收益	161	216	417	365	332
其他投资现金流	62	-3,023	-151	-201	-117
投资现金流合计	-269	-3,600	-333	-486	-365
权益变化	0	0	0	0	0
负债变化	-267	1,074	-156	-2,754	-2,449
股利支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-925	-87	-333	-227	-86
融资现金流合计	-1,192	987	-489	-2,981	-2,535
现金及现金等价物净增加额	1,233	1,137	2,686	580	1,076

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	0.9%	-4.0%	30.1%	-2.1%	2.9%
营业利润	11.9%	-5.3%	164.8%	-19.2%	3.8%
净利润	36.0%	-2.4%	144.9%	-15.6%	3.6%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	55.3%	35.4%	48.6%	44.8%	44.5%
EBITDA Margin	29.3%	27.8%	39.6%	34.2%	33.3%
净利率	7.9%	8.0%	15.1%	13.0%	13.1%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	14.0%	12.0%	22.7%	16.1%	14.3%
总资产收益率	3.3%	2.7%	6.1%	5.1%	5.2%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	59.0%	60.6%	54.2%	46.9%	39.9%
所得税率	38.5%	36.7%	38.5%	37.9%	37.7%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。**