

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

焦煤价格大幅下跌拖累二季度业绩，成本优势&盈利能力依旧突出

2023年8月8日

事件: 2023年8月8日，山西焦煤发布半年度报告，2023年上半年公司实现营业收入275.60亿元，同比下降15.70%，二季度实现归母净利润45.17亿元，同比下降29.43%；扣非后净利45.47亿元，同比下降19.85%。经营活动现金流量净额44.67亿元，同比下降44.67%；基本每股收益0.84元/股，同比下降32.43%。资产负债率为52.06%，同比下降3.23pct，较2022年全年下降2.93pct。

2023年第二季度，公司单季度主营收入128.08亿元，同比下降25.1%，环比一季度下降13.18%；单季度归母净利润20.47亿元，同比下降43.49%，环比一季度下降17.11%；单季度扣非净利润20.55亿元，同比下降36.45%，环比一季度下降17.54%。

点评:

- **受煤炭价格下滑等因素影响，公司业绩有所下降，但毛利率仍处于较高水平。**公司上半年煤炭板块实现营收171.66亿元，同比下降19.72%，根据中价新华山西焦煤综合价格指数，2023年上半年均值1743.08元/吨，较去年同期1889.13元/吨下降7.73%。根据山西主焦煤平均价，2023年上半年均价1895.57元/吨，较去年同期2547.14元/吨下降25.58%。公司严控成本支出，同时抓好生产组织，优化产品结构，有效降低了煤炭价格对公司业绩和盈利能力的影响。2023年上半年公司营业成本59.49亿元，同比下降1.33%；根据6月披露的跟踪评级报告，公司一季度实现商品煤销量689万吨，同比去年一季度628万吨增长9.71%。值得关注的是，公司2022年吨煤毛利为865元，毛利率为67.04%；2023年上半年毛利率为65.34%，同比下降6.46pct，但仍保持较高盈利水平。
- **受益于经济复苏和地产链修复带来的需求弹性，叠加刚性供给，炼焦煤或更具有中长期投资价值。**7月24日，中央政治局召开会议，提出适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，地产链有望获得修复，焦煤需求或将得到支撑。我们认为，在经济复苏好转及地产链修复预期下，焦煤板块在地产链中或拥有较高弹性。一方面我国炼焦煤供给几乎无弹性甚至还有进一步收缩的风险，而需求有弹性且蕴含着较大的预期差，长期看供需或仍是偏紧的供需格局，尤其是伴随钢铁高质量转型发展和高炉大型化背景下优质主焦煤或更加稀缺；另一方面，产地端安全监管趋强以及房地产等经济刺激政策等有望带来的供需短期边际好转，有望继续支撑炼焦煤市场走强，叠加焦煤板块整体处于低估水平（3-5倍pe），焦煤板块或仍具备中长期投资价值。
- **优质资源禀赋带来突出成本优势，煤炭主业盈利更具弹性与韧性。**公司所属矿区煤层赋存稳定，属近水平煤层，地质构造简单，开采成本较低，

成本优势突出。根据 6 月披露的跟踪评级报告，2023 年一季度，受公司其他成本（包括安全费用、维简井巷费用、资源费、环境恢复治理费用等）下降影响，吨煤生产成本 218.20 元/吨，相较 2022 全年的 228.72 元/吨下降 16.12%。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，在经济复苏带来焦煤行业景气趋好时，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。**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，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，下属四个矿井总产能为 1110 万吨/年，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 2022 年末，集团拥有煤炭产能 1.76 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。
- **盈利预测与投资评级：**公司拥有的丰富炼焦煤种及优质主焦煤，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 91.57 亿、103.42 亿、113.47 亿，EPS 分别 1.61/1.82/2.00 元/股；截至 8 月 7 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 5.42/4.80/4.37 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(百万元)	54,170	65,183	58,319	62,677	66,548
同比(%)	60.5%	20.3%	-10.5%	7.5%	6.2%
归属母公司净利润(百万元)	5,102	10,722	9,157	10,342	11,347
同比(%)	160.8%	110.2%	-14.6%	12.9%	9.7%
毛利率(%)	34.7%	42.2%	40.1%	41.1%	41.8%
ROE(%)	19.7%	32.5%	20.4%	19.4%	18.1%
EPS (摊薄)(元)	0.90	1.89	1.61	1.82	2.00
P/E	9.20	6.17	5.42	4.80	4.37
P/B	1.82	2.00	1.10	0.93	0.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 7 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	35,418	44,735	55,156						
货币资金	9,934	17,591	26,757	35,682	45,751						
应收票据	1,115	1	1	1	1						
应收账款	1,970	3,684	3,296	3,542	3,761						
预付账款	224	271	251	266	279						
存货	3,905	2,192	2,032	2,147	2,252						
其他	4,287	3,108	3,081	3,098	3,113						
非流动资产	72,063	68,891	71,905	74,916	77,794						
长期股权投资	3,570	3,687	3,687	3,687	3,687						
固定资产(合)	39,986	37,740	32,176	27,296	22,987						
无形资产	22,064	21,664	29,888	37,406	44,221						
其他	6,443	5,800	6,155	6,527	6,900						
资产总计	93,499	95,738	107,32	119,65	132,95						
流动负债	34,193	29,306	26,748	28,038	29,223						
短期借款	2,667	1,726	1,000	1,000	1,000						
应付票据	2,810	1,507	1,397	1,475	1,548						
应付账款	15,157	13,295	12,328	13,020	13,658						
其他	13,559	12,778	12,023	12,543	13,016						
非流动负债	24,813	23,344	23,344	23,344	23,344						
长期借款	9,784	6,791	6,791	6,791	6,791						
其他	15,029	16,553	16,553	16,553	16,553						
负债合计	59,006	52,651	50,092	51,382	52,567						
少数股东权益	8,643	10,047	12,305	14,854	17,652						
归属母公司股东权益	25,850	33,040	44,927	53,415	62,732						
负债和股东权益	93,499	95,738	107,32	119,65	132,95						

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	54,17	65,183	58,319	62,677	66,548						
同比(%)	60.5	20.3%	-10.5%	7.5%	6.2%						
归属母公司净利润	5,102	10,722	9,157	10,342	11,347						
同比(%)	160.8	110.2%	-14.6%	12.9%	9.7%						
毛利率(%)	34.7	42.2%	40.1%	41.1%	41.8%						
ROE%	19.7	32.5%	20.4%	19.4%	18.1%						
EPS(摊薄)(元)	0.90	1.89	1.61	1.82	2.00						
P/E	9.20	6.17	5.42	4.80	4.37						
P/B	1.82	2.00	1.10	0.93	0.79						
EV/EBITDA	2.65	1.92	1.37	0.93	0.53						

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	58,319	62,677	66,548						
营业成本	35,347	37,677	34,934	36,896	38,706						
营业税金及附加	2,928	3,385	3,029	3,255	3,456						
销售费用	443	415	371	399	424						
管理费用	3,115	3,543	3,170	3,407	3,617						
研发费用	858	1,223	1,094	1,176	1,248						
财务费用	1,493	1,156	679	528	407						
减值损失合计	-201	-270	0	0	0						
投资净收益	359	347	310	334	354						
其他	341	147	161	173	184						
营业利润	10,486	18,008	15,512	17,523	19,228						
营业外收支	-230	-4	16	16	16						
利润总额	10,256	18,004	15,528	17,539	19,244						
所得税	3,151	4,770	4,114	4,647	5,099						
净利润	7,104	13,234	11,414	12,892	14,145						
少数股东损益	2,003	2,512	2,257	2,550	2,797						
归属母公司净利润	5,102	10,722	9,157	10,342	11,347						
EBITDA	15,717	22,950	26,259	29,128	31,839						
EPS(当年)(元)	0.90	1.89	1.61	1.82	2.00						

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	21,236	25,845	28,170						
净利润	7,104	13,234	11,414	12,892	14,145						
折旧摊销	4,238	4,009	10,538	11,583	12,742						
财务费用	1,464	1,205	849	822	822						
投资损失	-359	-347	-310	-334	-354						
营运资金变动	2,424	-1,670	-1,238	898	833						
其它	101	484	-17	-17	-17						
投资活动现金流	-5,576	-1,765	-13,036	-14,030	-15,009						
资本支出	-2,176	-1,812	-13,346	-14,363	-15,363						
长期投资	-3,431	-249	0	0	0						
其他	32	297	310	334	354						
筹资活动现金流	-5,914	-8,987	966	-2,891	-3,092						
吸收投资	497	0	1,581	0	0						
借款	-3,668	-3,681	-726	0	0						
支付利息或股息	-1,519	-4,252	-2,681	-2,891	-3,092						
现金流净增加额	3,483	6,164	9,166	8,925	10,070						

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工作。

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、电力行业研究。

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，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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。