

信义山证汇通天下

证券研究报告

炼焦煤

山西焦煤 (000983.SZ)

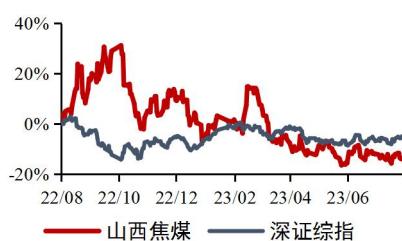
增持-A(维持)

焦煤毛利率回调但仍处高位，资产注入将助力外延增长

2023年8月8日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月7日

收盘价（元）：	8.74
年内最高/最低（元）：	15.71/8.63
流通A股/总股本(亿)：	40.97/56.77
流通A股市值（亿）：	358.04
总市值（亿）：	496.18

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益：	0.47
摊薄每股收益：	0.47
每股净资产(元)：	8.95
净资产收益率：	6.61

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布2023年半年度报告：2023年1-6月公司实现营业总收入275.6亿元，同比变化-15.70%；实现归母净利润45.17亿元，同比变化-29.43%；扣非后归母净利润45.47亿元，同比变化-19.85%；基本每股收益0.84元/股。加权平均资产收益率为14.28%，同比降低7.96个百分点。经营活动产生的现金流净额44.67亿元，同比变化-23.89%；资产负债率52.06%，同比下降3.23个百分点，比2022年底减少2.93个百分点。

事件点评

➤ 上半年焦煤下游需求不振，价格回调，煤炭板块营收和毛利下滑。2023年上半年受地产等下游消费影响，焦煤价格同比回调。2023年上半年京唐港主焦煤均价2242.60元/吨，同比变化-27.09%；新华山西焦煤长协价格指数均值1706.5元/吨，同比变化2.52%；但6月份焦煤长协提前下调至1399元/吨，环比下跌14.95%；公司主营炼焦煤生产销售，业绩受焦煤价格影响明显。上半年，煤炭板块营收171.66亿元，同比变化-19.72%；成本59.49亿元，同比变化-1.33%；实现毛利112.17亿元，同比变化-3.03%；毛利率65.34%，同比降低6.46个百分点，但仍是除2022以外的高位。

➤ 焦炭业务毛利率下滑、电力受益于成本下降毛利率提升。上半年焦化行业开工率高位波动，但下游需求一般，焦炭价格整体回调，毛利率下降；但动力煤价格高位回调，火电受益于成本下降，毛利率有所上涨。公司焦炭、电力板块营收分别为52.18亿元和35.37亿元；同比分别变化-18.32%和7.99%；营业成本分别为52.22亿元、35.02亿元，同比分别变化-15.78%和-1.22%；毛利分别为-0.04亿元和0.35亿元；同比分别变化-101.87%和112.72%；毛利率分别为-3.01%和9.23%。

➤ 2023年Q2业绩环比下降。上半年煤炭营收占比62.29%，毛利占比98.84%，是影响公司业绩的主要因素。2023年Q2营业收入128.08亿元，环比变化-13.18%；同比变化-25.10%；归母净利润20.47亿元，环比-17.13%，同比-43.49%。主要因二季度尤焦煤价格回调，二季度京唐港主焦煤均价1960.16元/吨，同比变化-39.05%；新华焦煤长协价格指数均值1645元/吨，同比变化-5.52%。

➤ 三季度以来双焦价格反弹，下半年业绩有望增长；集团产能规模大，公司外延增长仍有空间。随着特大城市城中村改造等地产政策边际改善，7月份开始焦煤价格有所反弹，三季度至今京唐港主焦煤均价2000元/吨，环比二季度增长2.03%；同时，美元加息接近尾声，海外需求有望恢复，国际焦



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



煤价格反弹，内外贸价格价差低位甚至倒挂，预计下半年焦煤进口增量空间不大，也有利于国内焦煤销售。另外，截至 2022 年末，公司控股股东山西焦煤集团拥有煤炭核定产能 1.76 亿吨，2022 年产量 1.82 亿吨，焦煤产能位居全国前列，其中不乏优质煤矿资产，随着山西省国企改革和高质量发展转型要求，集团资产证券化将继续推进，公司未来外延产能增长空间较大。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS（摊薄）分别为 1.63\1.66\1.68 元，对应公司 8 月 7 日收盘价 8.74 元，2023-2025 年 PE 分别为 5.4\5.3\5.2 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险；资产注入不及预期风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45,285	65,183	60,377	64,825	68,316
YoY(%)	34.2	43.9	-7.4	7.4	5.4
净利润(百万元)	4,166	10,722	9,231	9,411	9,521
YoY(%)	112.9	157.4	-13.9	1.9	1.2
毛利率(%)	29.7	42.2	38.9	37.3	36.4
EPS(摊薄/元)	0.73	1.89	1.63	1.66	1.68
ROE(%)	17.9	30.7	20.1	17.9	16.2
P/E(倍)	11.9	4.6	5.4	5.3	5.2
P/B(倍)	2.2	1.5	1.2	1.0	0.9
净利率(%)	9.2	16.4	15.3	14.5	13.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15544	26847	34779	42842	42552	营业收入	45285	65183	60377	64825	68316
现金	6884	17591	26655	32559	33647	营业成本	31813	37677	36873	40666	43481
应收票据及应收账款	1812	3685	1406	4060	1701	营业税金及附加	2294	3385	2817	3105	3367
预付账款	183	271	150	302	174	营业费用	284	415	382	411	433
存货	3660	2192	3535	2781	3973	管理费用	2595	3543	3371	3572	3789
其他流动资产	3005	3108	3033	3140	3058	研发费用	609	1223	972	1130	1145
非流动资产	54954	68891	65689	69808	73270	财务费用	939	1156	486	331	191
长期投资	3575	3687	4086	4524	4996	资产减值损失	-14	-303	-150	-231	-207
固定资产	34063	37740	31692	32759	32561	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	0
无形资产	12200	21681	24809	27614	31031	投资净收益	361	347	228	267	301
其他非流动资产	5116	5783	5101	4911	4682	营业利润	7205	18008	15554	15646	16004
资产总计	70498	95738	100468	112650	115822	营业外收入	76	138	73	86	93
流动负债	28067	29306	26140	31884	29227	营业外支出	252	142	133	151	169
短期借款	1875	1726	1726	1726	1726	利润总额	7029	18004	15494	15581	15928
应付票据及应付账款	15729	14802	15078	17876	17359	所得税	2376	4770	4761	4683	4822
其他流动负债	10462	12778	9336	12282	10141	税后利润	4652	13234	10733	10898	11106
非流动负债	16441	23344	21051	19713	18198	少数股东损益	487	2512	1501	1487	1585
长期借款	8138	8790	6497	5159	3644	归属母公司净利润	4166	10722	9231	9411	9521
其他非流动负债	8303	14554	14554	14554	14554	EBITDA	10605	22044	18610	18643	19202
负债合计	44508	52651	47191	51597	47425						
少数股东权益	3429	10047	11549	13036	14620						
股本	4097	4097	5677	5677	5677						
资本公积	345	3754	6546	6546	6546						
留存收益	17264	24044	30379	36198	41415						
归属母公司股东权益	22561	33040	41728	48017	53777						
负债和股东权益	70498	95738	100468	112650	115822						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11008	16915	13806	18096	13647	主要财务比率					
净利润	4652	13234	10733	10898	11106	成长能力					
折旧摊销	3133	3883	3423	3653	4017	营业收入(%)	34.2	43.9	-7.4	7.4	5.4
财务费用	939	1156	486	331	191	营业利润(%)	130.3	149.9	-13.6	0.6	2.3
投资损失	-361	-347	-228	-267	-301	归属于母公司净利润(%)	112.9	157.4	-13.9	1.9	1.2
营运资金变动	2301	-1670	-607	3481	-1367						
其他经营现金流	343	659	0	0	-0	盈利能力					
投资活动现金流	-4732	-1765	8	-7506	-7179	毛利率(%)	29.7	42.2	38.9	37.3	36.4
筹资活动现金流	-4711	-8987	-4750	-4687	-5380	净利率(%)	9.2	16.4	15.3	14.5	13.9
每股指标(元)						ROE(%)	17.9	30.7	20.1	17.9	16.2
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.89	1.63	1.66	1.68	ROIC(%)	11.7	22.8	16.6	15.3	14.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	2.98	2.43	3.19	2.40	偿债能力					
每股净资产(最新摊薄)	3.97	5.82	7.35	8.46	9.47	资产负债率(%)	63.1	55.0	47.0	45.8	40.9
						流动比率	0.6	0.9	1.3	1.3	1.5
						速动比率	0.3	0.7	1.1	1.2	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	18.3	23.7	23.7	23.7	23.7
						应付账款周转率	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
						估值比率					
						P/E	11.9	4.6	5.4	5.3	5.2
						P/B	2.2	1.5	1.2	1.0	0.9
						EV/EBITDA	6.2	3.1	3.0	2.7	2.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

