

## 业绩符合预期，焦煤价格边际改善后续向好

➤ **事件：**2023 年 8 月 7 日，公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 275.60 亿元，调整后(下同)同比下降 15.70%；归母净利润 45.17 亿元，同比下降 29.43%。据公告测算，2023 年二季度，公司实现营业收入 128.08 亿元，同比下降 11.27%，环比下降 13.18%；归母净利润 20.47 亿元，同比下降 36.78%，环比下降 17.13%。

➤ **焦煤长协价下调、混煤保供售价下滑拖累公司业绩。**2023 年上半年，因下游需求疲弱焦煤价格回落，京唐港山西产主焦煤均价较上年同期下降 27.09%至 2243 元/吨，焦煤公司长协价格也于 6 月初下调 300-500 元/吨不等。公司焦煤产品 80%以上为长协，其余为现货，长协价下调和现货大幅回落或对公司售价形成拖累，但因公司长协比例高、稳定性较强，整体影响有限。而据公司半年报，23H1 公司斜沟矿所属晋兴能源子公司（公司持股比例 90%）归母净利润减少 15.4 亿元，同比大幅下降 46.14%，减少公司盈利约 13.9 亿元，其主要原因因为 23H1 公司所产混煤（主要来自斜沟矿）由上年同期的现货煤变为保供煤，且 22H1 动力煤现货价较高，从而 23H1 公司混煤售价下滑明显，拖累公司业绩。

➤ **短期补库需求叠加地产宽松政策预期，焦煤价格有望反弹。**因前期产业链过度去库，近期焦煤价格在补库需求拉动下逐渐反弹，叠加 7 月 24 日中央政治局会议提出要适时调整优化房地产政策，地产链预期有所修复。虽然 2023 年下半年可能面临粗钢平控，但在海外钢价走强作用下废钢价格较高，性价比降低，我们预计下半年废钢需求和产量或将有所减少，生铁产量占比相应提升，对焦煤需求影响不大，我们认为后续焦煤价格有望反弹。由于焦煤长协价调整存在滞后性，我们预计 23Q3、23Q4 公司长协价相比上半年或有所下降，伴随现货价格受益地产链修复进入上行周期，2024 年公司焦煤长协价有望抬升。

➤ **有息负债持续降低，资产负债表不断修复。**公司有息负债规模持续降低，2023 年二季度末为 210.28 亿元，较 2022 年末下降 5.07%；资产负债率持续降低，2023 年二季度末为 52.06%，较 2022 年末下降 2.93 个百分点。此外，公司流动比率、速动比率较 2022 年末有所提升，资产负债表不断修复。

➤ **产能外延式扩张，未来资产注入空间广阔。**公司 2020 年收购水峪煤业及腾晖煤业，2022 年收购华晋焦煤及明珠煤业股权，涉及煤炭产能 1190 万吨/年。公司控股股东山西焦煤集团现有 151 座煤矿，截至 2022 年末，拥有原煤核定产能 1.76 亿吨/年，上市公司体外仍有约 0.89 亿吨煤炭产能，按照集团规划，焦煤资产注入山西焦煤，公司资产注入空间仍然广阔。

➤ **投资建议：**考虑到焦煤长协价调整滞后，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 70.34/93.80/108.63 亿元，对应 EPS 分别为 1.24/1.65/1.91 元/股，对应 2023 年 8 月 7 日的 PE 分别均为 7/5/5 倍。下调至“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**需求修复不及预期；煤炭价格大幅下行；集团资产注入不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	65,183	54,542	61,052	66,303
增长率 (%)	20.3	-16.3	11.9	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,722	7,034	9,380	10,863
增长率 (%)	110.2	-34.4	33.4	15.8
每股收益 (元)	1.89	1.24	1.65	1.91
PE	5	7	5	5
PB	1.5	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 7 日收盘价）

**谨慎推荐**
**下调评级**
**当前价格：**
**8.74 元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 李航**

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

### 相关研究

- 山西焦煤 (000983.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：股息率创新高，优质资产背书未来成长-2023/04/25
- 山西焦煤 (000983.SZ) 2022 年业绩预告点评：2022 业绩大增，期待业绩持续释放-2023/01/20
- 山西焦煤 (000983.SZ) 2022 年三季报点评：业绩高增，关注 22Q4 价格修复及资产注入-2022/10/18
- 山西焦煤 (000983.SZ) 事件点评：收购华晋焦煤再出发，权益产能增加 16%-2022/09/30
- 山西焦煤 (000983.SZ) 22 年中报业绩预告点评：经营业绩大幅提升，产能版图扩大在即-2022/07/11

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>65,183</b>	<b>54,542</b>	<b>61,052</b>	<b>66,303</b>
营业成本	37,677	34,964	36,882	39,139
营业税金及附加	3,385	2,832	3,171	3,443
销售费用	415	347	389	422
管理费用	3,543	2,965	3,419	3,713
研发费用	1,223	1,023	1,145	1,244
EBIT	19,085	12,531	16,182	18,490
财务费用	1,156	1,208	1,092	1,026
资产减值损失	<b>-270</b>	<b>-223</b>	<b>-224</b>	<b>-225</b>
投资收益	347	290	325	353
<b>营业利润</b>	<b>18,008</b>	<b>11,392</b>	<b>15,193</b>	<b>17,594</b>
营业外收支	<b>-4</b>	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>18,004</b>	<b>11,392</b>	<b>15,193</b>	<b>17,594</b>
所得税	4,770	3,018	4,025	4,662
净利润	13,234	8,373	11,167	12,932
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,722</b>	<b>7,034</b>	<b>9,380</b>	<b>10,863</b>
EBITDA	23,095	16,713	20,615	23,075

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,591	29,533	38,514	48,156
应收账款及票据	3,685	3,056	3,420	3,715
预付款项	271	252	266	282
存货	2,192	1,939	2,045	2,170
其他流动资产	3,108	2,635	2,875	3,069
<b>流动资产合计</b>	<b>26,847</b>	<b>37,415</b>	<b>47,121</b>	<b>57,391</b>
长期股权投资	3,687	3,977	4,302	4,655
固定资产	37,740	35,355	32,917	30,427
无形资产	21,664	21,739	21,664	21,565
<b>非流动资产合计</b>	<b>68,891</b>	<b>66,902</b>	<b>64,740</b>	<b>62,651</b>
<b>资产合计</b>	<b>95,738</b>	<b>104,317</b>	<b>111,860</b>	<b>120,042</b>
短期借款	1,726	1,626	1,626	1,626
应付账款及票据	14,802	13,736	14,490	15,376
其他流动负债	12,778	10,660	11,262	11,872
<b>流动负债合计</b>	<b>29,306</b>	<b>26,023</b>	<b>27,378</b>	<b>28,875</b>
长期借款	6,791	6,291	5,791	5,391
其他长期负债	16,553	16,468	16,457	16,571
<b>非流动负债合计</b>	<b>23,344</b>	<b>22,759</b>	<b>22,249</b>	<b>21,962</b>
<b>负债合计</b>	<b>52,651</b>	<b>48,782</b>	<b>49,627</b>	<b>50,837</b>
股本	4,097	5,677	5,677	5,677
少数股东权益	10,047	11,387	13,174	15,243
<b>股东权益合计</b>	<b>43,087</b>	<b>55,535</b>	<b>62,233</b>	<b>69,205</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>95,738</b>	<b>104,317</b>	<b>111,860</b>	<b>120,042</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	20.33	-16.33	11.94	8.60
EBIT 增长率	61.54	-34.34	29.14	14.26
净利润增长率	110.17	-34.40	33.37	15.81
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	42.20	35.89	39.59	40.97
净利润率	16.45	12.90	15.36	16.38
总资产收益率 ROA	11.20	6.74	8.39	9.05
净资产收益率 ROE	32.45	15.93	19.12	20.13
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.92	1.44	1.72	1.99
速动比率	0.81	1.33	1.61	1.88
现金比率	0.60	1.13	1.41	1.67
资产负债率 (%)	54.99	46.76	44.37	42.35
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	20.63	20.63	20.63	20.63
存货周转天数	21.24	21.24	21.24	21.24
总资产周转率	0.69	0.55	0.56	0.57
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.89	1.24	1.65	1.91
每股净资产	5.82	7.78	8.64	9.51
每股经营现金流	2.98	2.18	2.92	3.29
每股股利	1.20	0.79	1.05	1.22
<b>估值分析</b>				
PE	5	7	5	5
PB	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.83	2.52	2.05	1.83
股息收益率 (%)	13.73	9.01	12.01	13.91
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	13,234	8,373	11,167	12,932
折旧和摊销	4,009	4,182	4,433	4,585
营运资金变动	<b>-1,670</b>	<b>-734</b>	499	727
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,915</b>	<b>12,377</b>	<b>16,568</b>	<b>18,667</b>
资本开支	<b>-1,812</b>	<b>-1,906</b>	<b>-1,933</b>	<b>-2,113</b>
投资	<b>-249</b>	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,765</b>	<b>-1,904</b>	<b>-1,933</b>	<b>-2,113</b>
股权募资	0	10,357	0	0
债务募资	<b>-3,681</b>	<b>-1,909</b>	<b>-500</b>	<b>-400</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-8,987</b>	<b>1,469</b>	<b>-5,654</b>	<b>-6,912</b>
<b>现金净流量</b>	<b>6,164</b>	<b>11,942</b>	<b>8,981</b>	<b>9,642</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026