

主业盈利及投资收益均受损，拟置换落后产能增效

2023 年 08 月 22 日

➤ **事件：**2023 年 8 月 21 日，公司发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年，公司实现营业收入 44.56 亿元，同比下降 32.08%；归母净利润 9.16 亿元，同比下降 56.15%。2023 年二季度，公司实现营业收入 19.89 亿元，同比下降 42.25%，环比下降 19.38%；归母净利润 1.54 亿元，同比下降 84.13%，环比下降 79.87%。

➤ **焦炭价格走弱拖累公司业绩，华晋焦煤投资收益同比减少。**23H1 焦炭市场整体呈下跌趋势，尤其二季度钢材价格走弱、煤价下行，需求与成本同步走弱，焦炭价格多轮下调，公司焦化业务盈利受损。长期股权投资方面，公司持股 49% 的中煤华晋，其主要煤炭产品为现货销售的瘦煤和无烟煤，23H1 炼焦煤现货价格有所下降，影响公司对中煤华晋的投资收益同比下降 21.94% 至 17.85 亿元。

➤ **焦炭产销下滑，成本降幅不及售价，盈利受损。**23Q2 公司实现焦炭产量 69.44 万吨，同比下降 24.71%，环比下降 6.26%；焦炭销量 69.88 万吨，同比下降 24.31%，环比下降 4.42%。23Q2 公司焦炭平均售价为 1952.19 元/吨，同比下降 34.06%，环比下降 21.67%；炼焦煤单位采购成本为 1570.18 元/吨，同比下降 30.36%，环比下降 20.45%。

➤ **化工品售价同环比均降。**23Q2 公司主要化工产品沥青价格同比下降 26.31%，环比下降 31.49%；工业萘价格同比上涨 0.33%，环比下降 14.12%；甲醇价格同比下降 15.33%，环比下降 9.24%；炭黑价格同比下降 26.53%，环比下降 25.06%；纯苯价格同比下降 21.25%，环比下降 1.00%。

➤ **置换落后产能，依照集团承诺解决同业竞争。**由于公司 1#、2#焦炉运行多年设备性能下降，并结合公司所处的工业园区规划和环保排放指标控制，公司拟将 1#、2#焦炉 90 万吨/年焦化产能置换至山焦集团，由焦煤集团整合其拥有的 84.4 万吨/年焦化产能，在汾阳市三泉焦化园区建设 174.4 万吨/年焦化升级改造项目。本次产能置换不影响 1#、2#焦炉的正常运行和公司正常生产，升级改造项目建成投产后公司 1#、2#焦炉实施关停淘汰。由产能置换产生的同业竞争问题，焦煤集团将按照 2020 年 12 月 9 日出具的《关于整合内部焦化业务的承诺》执行，即以山西焦化为集团内部焦炭及相关化工产品生产经营业务整合发展平台，通过收购兼并、业务转让、资产注入、委托经营等方式将集团控制的焦化类企业或相关资产、业务逐步进行整合，未来公司焦化业务效益及规模有望提升。

➤ **投资建议：**考虑到公司主要产品焦炭价格有所下跌，中煤华晋投资收益同比下降，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 15.16/20.48/22.95 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.80/0.90，对应 2023 年 8 月 21 日的 PE 分别为 9/6/6 倍。维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济增速不及预期；中煤华晋投资收益不及预期；焦炭价格大幅下跌。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12,075	9,660	10,626	11,157
增长率 (%)	7.6	-20.0	10.0	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,582	1,516	2,048	2,295
增长率 (%)	104.9	-41.3	35.1	12.0
每股收益 (元)	1.01	0.59	0.80	0.90
PE	5	9	6	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 21 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

5.03 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

- 1.山西焦化 (600740.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：主业盈利受损，投资收益为业绩主要增长点-2023/04/25
- 2.山西焦化 (600740.SH) 2022 年三季报点评：焦化主业盈利下滑，投资收益依旧可观-2022/10/25
- 3.山西焦化 (600740.SH) 2022 年半年报业绩预告点评：投资收益大幅增加，业绩稳步抬升-2022/07/13
- 4.山西焦化 (600740.SH) 21 年报及 22 年一季报点评：成本侵蚀利润空间，投资收益支撑业绩-2022/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,075	9,660	10,626	11,157
营业成本	12,249	10,154	10,916	11,243
营业税金及附加	41	33	36	38
销售费用	55	44	48	51
管理费用	283	227	249	262
研发费用	92	74	81	85
EBIT	-666	-851	-682	-498
财务费用	220	366	447	545
资产减值损失	-46	-38	-41	-42
投资收益	3,442	2,753	3,188	3,347
营业利润	2,577	1,515	2,037	2,281
营业外收支	-4	-4	5	6
利润总额	2,574	1,511	2,042	2,287
所得税	0	0	0	0
净利润	2,573	1,511	2,041	2,287
归属于母公司净利润	2,582	1,516	2,048	2,295
EBITDA	-294	-466	-276	-61

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,881	1,863	1,060	1,219
应收账款及票据	54	50	55	58
预付款项	33	27	29	30
存货	586	448	482	496
其他流动资产	603	397	431	450
流动资产合计	3,157	2,786	2,058	2,254
长期股权投资	14,921	17,674	20,862	24,209
固定资产	4,063	3,912	3,933	3,985
无形资产	283	283	283	282
非流动资产合计	20,300	22,974	26,063	29,281
资产合计	23,457	25,759	28,120	31,535
短期借款	3,518	3,718	4,318	5,018
应付账款及票据	2,724	2,258	2,427	2,500
其他流动负债	733	1,314	415	426
流动负债合计	6,975	7,290	7,160	7,944
长期借款	1,692	2,692	3,442	4,192
其他长期负债	120	115	115	115
非流动负债合计	1,812	2,807	3,557	4,307
负债合计	8,786	10,097	10,718	12,252
股本	2,562	2,562	2,562	2,562
少数股东权益	218	213	206	199
股东权益合计	14,671	15,662	17,402	19,283
负债和股东权益合计	23,457	25,759	28,120	31,535

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.55	-20.00	10.00	5.00
EBIT 增长率	-406.97	-27.89	19.82	26.99
净利润增长率	104.87	-41.29	35.12	12.04
盈利能力 (%)				
毛利率	-1.44	-5.12	-2.73	-0.78
净利润率	21.38	15.69	19.28	20.57
总资产收益率 ROA	11.01	5.88	7.28	7.28
净资产收益率 ROE	17.87	9.81	11.91	12.02
偿债能力				
流动比率	0.45	0.38	0.29	0.28
速动比率	0.36	0.31	0.21	0.21
现金比率	0.27	0.26	0.15	0.15
资产负债率 (%)	37.46	39.20	38.11	38.85
经营效率				
应收账款周转天数	1.64	1.64	1.64	1.64
存货周转天数	17.48	17.48	17.48	17.48
总资产周转率	0.55	0.39	0.39	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	0.59	0.80	0.90
每股净资产	5.64	6.03	6.71	7.45
每股经营现金流	-0.23	-0.26	-0.07	-0.02
每股股利	0.20	0.12	0.16	0.18
估值分析				
PE	5	9	6	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	-59.51	-37.47	-63.35	-284.78
股息收益率 (%)	3.98	2.33	3.15	3.53

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,573	1,511	2,041	2,287
折旧和摊销	372	385	407	437
营运资金变动	-360	-216	86	12
经营活动现金流	-600	-668	-178	-46
资本开支	-228	-295	-284	-283
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-8	-294	-284	-283
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,780	1,853	425	1,450
筹资活动现金流	588	944	-341	488
现金净流量	-20	-17	-803	159

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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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