

业绩同比下滑，期待主业修复及产能外延增长

- **事件：**2023 年 8 月 28 日，公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 74.53 亿元，同比下降 15.95%；归母净利润 13.86 亿元，同比下降 40.58%。2023 年二季度，公司实现营业收入 37.38 亿元，同比下降 21.19%，环比增长 0.62%；归母净利润 6.75 亿元，同比下降 52.87%，环比下降 5.08%。
- **煤价下滑、费用增长拖累业绩。**2023 年二季度以来煤价下行，影响公司营收水平。此外，由于忻州窑矿已无可布工作面，资源枯竭，公司于 2023 年 4 月 28 日公告拟对其实施关闭退出。因忻州窑矿经营调整和子公司活性炭阶段性停产，导致 23H1 公司管理费用大幅增长 1.91 亿元或 113.57%，拖累盈利水平。
- **煤炭销量微增，售价回落，色连矿释放产量增量。**23H1 公司完成原煤产量 1700.68 万吨，同比下降 0.87%；商品煤销量 1448.41 万吨，同比增长 1.08%；吨煤售价 504.48 元/吨，同比下降 15.90%。23Q2 公司生产原煤 848.16 万吨，同比下降 0.5%，环比下降 0.5%；销售商品煤 748.74 万吨，同比增长 2.1%，环比增长 7.0%；吨煤售价为 488.42 元/吨，同比下降 21.92%，环比下降 6.37%。分矿井来看，23H1 公司塔山矿实现产/销量 1313.30/1084.55 万吨，分别同比下降 3.11%/2.89%，净利润同比下降 35.28%；色连矿实现产/销量 387.39/356.54 万吨，分别同比大幅增长 22.59%/28.60%，净利润同比下降 4.45%；同忻矿净利润同比下降 64.58%。
- **长协比例高保障业绩稳定性，净现金水平行业领先。**公司销售结构中长协占比较高，从而业绩季度间环比波动较小、稳定性强，这也是公司 23Q2 营收环比微增、盈利环比降幅较小的原因。此外，23H1 末公司净现金水平达到 142.34 亿，净现金/市值比高达 92.44%，同行业领先。
- **控股股东晋能控股煤业集团整体资源储备实力雄厚，有资产注入可能。**2022 年 4 月 29 日公司发布《关于避免同业竞争的解决方案及签署相关协议的公告》，提出晋能控股集团未来会逐步将符合条件的煤炭资产置入晋控煤业。晋能控股集团汇集了山西原三大煤炭企业的优质煤炭资源，目前涉及煤炭总产能约 4.04 亿吨/年，晋控煤业煤炭产能仅 5050 万吨/年（含同忻矿），资产注入空间广阔。
- **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 25.20/28.55/32.17 亿元，对应 EPS 分别为 1.51/1.71/1.92 元/股，对应 2023 年 8 月 29 日收盘价的 PE 分别均为 6/5/5 倍。考虑到公司长协比例高，业绩稳定性强，上调至“推荐”评级。
- **风险提示：**煤价大幅下行；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）	16,082	16,172	17,455	18,844
增长率（%）	-12.0	0.6	7.9	8.0
归属母公司股东净利润（百万元）	3,044	2,520	2,855	3,217
增长率（%）	-34.7	-17.2	13.3	12.7
每股收益（元）	1.82	1.51	1.71	1.92
PE	5	6	5	5
PB	1.1	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价）

推荐
上调评级
当前价格：
9.20 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. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：产销下滑拖累业绩，静待煤炭主业恢复-2023/04/30
2. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年三季报点评：产销下滑引发利润环比下降，期待未来产销恢复-2022/10/29
3. 晋控煤业 (601001.SH) 2022 年半年报点评：煤炭主业发力，期待产能外延增长-2022/08/30
4. 晋控煤业 (601001.SH) 22 中报业绩预告点评：煤炭主业业绩大增，产能外延增长潜力大-2022/07/11
5. 晋控煤业 (601001.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩充分释放，资产注入值得期待-2022/04/29

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	16,082	16,172	17,455	18,844
营业成本	8,037	9,165	9,695	10,257
营业税金及附加	1,293	1,300	1,404	1,515
销售费用	145	112	121	131
管理费用	470	663	716	773
研发费用	63	32	35	38
EBIT	6,001	4,790	5,368	6,004
财务费用	241	211	170	138
资产减值损失	-215	-125	-130	-134
投资收益	586	589	636	686
营业利润	6,047	5,045	5,707	6,420
营业外收支	-46	-78	-78	-78
利润总额	6,000	4,967	5,629	6,342
所得税	1,590	1,316	1,491	1,681
净利润	4,410	3,651	4,137	4,662
归属于母公司净利润	3,044	2,520	2,855	3,217
EBITDA	7,273	6,067	6,680	7,351

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,816	21,890	25,059	28,646
应收账款及票据	1,190	1,071	1,156	1,248
预付款项	71	81	85	90
存货	329	277	293	310
其他流动资产	1,658	1,666	1,782	1,909
流动资产合计	22,063	24,985	28,377	32,203
长期股权投资	5,424	6,013	6,649	7,335
固定资产	9,659	9,165	8,647	8,105
无形资产	3,452	3,310	3,158	2,997
非流动资产合计	20,153	20,125	20,086	20,064
资产合计	42,216	45,110	48,462	52,267
短期借款	1,542	1,342	1,142	942
应付账款及票据	5,636	6,427	6,798	7,193
其他流动负债	9,280	9,146	9,463	9,800
流动负债合计	16,458	16,915	17,403	17,935
长期借款	2,374	1,974	1,574	1,174
其他长期负债	2,194	2,180	2,180	2,180
非流动负债合计	4,568	4,154	3,754	3,354
负债合计	21,026	21,069	21,158	21,289
股本	1,674	1,674	1,674	1,674
少数股东权益	6,661	7,792	9,074	10,518
股东权益合计	21,190	24,041	27,305	30,977
负债和股东权益合计	42,216	45,110	48,462	52,267

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	-11.95	0.56	7.94	7.95
EBIT 增长率	-21.92	-20.18	12.06	11.84
净利润增长率	-34.65	-17.22	13.32	12.68
盈利能力 (%)				
毛利率	50.02	43.33	44.46	45.57
净利润率	18.93	15.58	16.36	17.07
总资产收益率 ROA	7.21	5.59	5.89	6.16
净资产收益率 ROE	20.95	15.51	15.66	15.72
偿债能力				
流动比率	1.34	1.48	1.63	1.80
速动比率	1.30	1.44	1.60	1.76
现金比率	1.14	1.29	1.44	1.60
资产负债率 (%)	49.81	46.71	43.66	40.73
经营效率				
应收账款周转天数	27.02	27.02	27.02	27.02
存货周转天数	14.94	14.94	14.94	14.94
总资产周转率	0.39	0.37	0.37	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	1.82	1.51	1.71	1.92
每股净资产	8.68	9.71	10.89	12.22
每股经营现金流	3.37	3.73	3.36	3.66
每股股利	0.63	0.52	0.59	0.67
估值分析				
PE	5	6	5	5
PB	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	0.74	0.88	0.80	0.73
股息收益率 (%)	6.85	5.67	6.42	7.24

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4,410	3,651	4,137	4,662
折旧和摊销	1,272	1,276	1,312	1,347
营运资金变动	-435	1,293	227	235
经营活动现金流	5,638	6,235	5,630	6,127
资本开支	-594	-681	-676	-676
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-518	-696	-676	-676
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-489	-1,307	-600	-600
筹资活动现金流	-2,522	-2,464	-1,785	-1,865
现金净流量	2,598	3,075	3,169	3,586

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