

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

量价回落拖累业绩，四季度长协抬升有望推动业绩环比改善

2023年10月26日

事件: 2023年10月25日，山西焦煤发布三季度报告，2023年前三季度，公司实现营业收入406.97亿元，同比下降16.02%，实现归母净利润56.38亿元，同比下降39.66%；扣非后净利润56.72亿元，同比下降31.49%。经营活动现金流量净额89.15亿元，同比下降25.71%；基本每股收益1.03元/股，同比下降43.34%。资产负债率为49.66%，同比下降4.73pct，较2022年全年下降5.33pct。

2023年第三季度，公司单季度营业收入131.37亿元，同比下降-16.68%，环比上涨2.6%；单季度归母净利润11.21亿元，同比下降-61.91%，环比下降-45.2%；单季度扣非后净利润11.25亿元，同比下降-56.82%，环比下降-45.2%。

点评:

- 受煤炭价格下滑与销量减少影响，公司业绩大幅下滑。根据中价新华山西焦煤综合价格指数，2023年前三季度均值1655.55元/吨，较去年同期1883.53元/吨下降12.1%。2023年三季度均值1480.48元/吨，较二季度均值1618.75元/吨下降8.54%。需要注意的是，业绩下降的同时，公司管控成本支出，同时抓好生产组织，降低了煤炭价格对公司业绩和盈利能力的影响。2023年前三季度公司营业成本247.66亿元，同比下降7.92%。
- 优质资源禀赋带来突出成本优势，随着公司四季度长协价格抬升，业绩有望环比改善。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，公司焦煤资源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。随着四季度公司长协价格的进一步抬升，公司四季度业绩有望稳健向好。
- 受益于经济复苏、国债增发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。10月24日，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，我们预计会对四季度及明年的基建投资增速带来一定提升，或将拉动钢铁及焦煤需求水平抬升。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。

- **盈利预测与投资评级：**公司拥有的丰富炼焦煤煤种及优质主焦煤，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，高效经营有望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 74.15 亿、81.59 亿、90.23 亿，EPS 分别 1.31/1.44/1.59 元/股；截至 10 月 25 日收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 7.23/6.58/5.95 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	53,815	59,703	63,383
同比(%)	60.5%	20.3%	-17.4%	10.9%	6.2%
归属母公司净利润(百万元)	5,102	10,722	7,415	8,159	9,023
同比(%)	160.8%	110.2%	-30.8%	10.0%	10.6%
毛利率(%)	34.7%	42.2%	37.1%	36.6%	37.3%
ROE(%)	19.7%	32.5%	17.0%	16.2%	15.6%
EPS (摊薄) (元)	0.90	1.89	1.31	1.44	1.59
P/E	9.20	6.17	7.23	6.58	5.95
P/B	1.82	2.00	1.23	1.07	0.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表						利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,436	26,847	32,899	41,285	49,405	营业总收	54,170	65,183	53,815	59,703	63,383
货币资金	9,934	17,591	24,582	32,347	40,123	营业成本	35,347	37,677	33,839	37,880	39,756
应收票据	1,115	1	1	1	1	营业税金及附加	2,928	3,385	2,795	3,101	3,292
应收账款	1,970	3,684	3,041	3,374	3,582	销售费用	443	415	343	380	404
预付款项	224	271	244	273	286	管理费用	3,115	3,543	2,925	3,245	3,445
存货	3,905	2,192	1,969	2,204	2,313	研发费用	858	1,223	1,010	1,120	1,189
其他	4,287	3,108	3,063	3,086	3,101	财务费用	1,493	1,156	679	539	424
非流动资产	72,063	68,891	71,805	74,716	77,494	减值损失	-201	-270	-100	-100	-100
长期股权投资	3,570	3,687	3,687	3,687	3,687	合计					
固定资产(合计)	39,986	37,740	32,076	27,096	22,687	投资净收益	359	347	286	318	337
无形资产	22,064	21,664	29,888	37,406	44,221	其他	341	147	149	165	175
其他	6,443	5,800	6,155	6,527	6,900	营业利润	10,486	18,008	12,559	13,821	15,286
资产总计	93,499	95,738	104,70	116,00	126,89	营业外收支	-230	-4	16	16	16
流动负债	34,193	29,306	25,951	28,495	29,711	利润总额	10,256	18,004	12,575	13,837	15,302
短期借款	2,667	1,726	1,000	1,000	1,000	所得税	3,151	4,770	3,332	3,666	4,054
应付票据	2,810	1,507	1,353	1,515	1,590	净利润	7,104	13,234	9,243	10,171	11,248
应付账款	15,157	13,295	11,941	13,367	14,029	少数股东损益	2,003	2,512	1,828	2,012	2,225
其他	13,559	12,778	11,657	12,613	13,092	归属母公司净利润	5,102	10,722	7,415	8,159	9,023
非流动负债	24,813	23,344	23,344	23,344	23,344	EBITDA	15,717	22,950	23,442	25,561	28,040
长期借款	9,784	6,791	6,791	6,791	6,791	EPS(当年)(元)	0.90	1.89	1.31	1.44	1.59
其他	15,029	16,553	16,553	16,553	16,553						
负债合计	59,006	52,651	49,296	51,839	53,055						
少数股东权益	8,643	10,047	11,875	13,887	16,111						
归属母公司股东权益	25,850	33,040	43,534	50,275	57,733						
负债和股东权益	93,499	95,738	104,70	116,00	126,89						
重要财务指标						现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54,170	65,183	53,815	59,703	63,383	经营活动现金流	14,972	16,915	18,736	24,265	25,428
同比(%)	60.5%	20.3%	-17.4%	10.9%	6.2%	净利润	7,104	13,234	9,243	10,171	11,248
归属母公司净利润	5,102	10,722	7,415	8,159	9,023	折旧摊销	4,238	4,009	10,538	11,583	12,742
同比(%)	160.8	110.2	-30.8%	10.0%	10.6%	财务费用	1,464	1,205	849	822	822
毛利率(%)	34.7%	42.2%	37.1%	36.6%	37.3%	投资损失	-359	-347	-286	-318	-337
ROE%	19.7%	32.5%	17.0%	16.2%	15.6%	营运资金变动	2,424	-1,670	-1,691	1,924	871
EPS(摊薄)(元)	0.90	1.89	1.31	1.44	1.59	其它	101	484	83	83	83
P/E	9.20	6.17	7.23	6.58	5.95	投资活动现金流	-5,576	-1,765	-13,060	-14,045	-15,026
P/B	1.82	2.00	1.23	1.07	0.93	资本支出	-2,176	-1,812	-13,347	-14,363	-15,363
EV/EBITDA	2.65	1.92	1.80	1.35	0.95	长期投资	-3,431	-249	0	0	0
						其他	32	297	286	318	337
						筹资活动现金流	-5,914	-8,987	1,314	-2,454	-2,627
						吸收投资	497	0	1,581	0	0
						借款	-3,668	-3,681	-726	0	0
						支付利息或股息现金流净增加额	-1,519	-4,252	-2,332	-2,454	-2,627
							3,483	6,164	6,990	7,766	7,775

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。