

山西焦煤 (000983.SZ) 长协价下调业绩承压，稳增长政策或提振焦煤价格

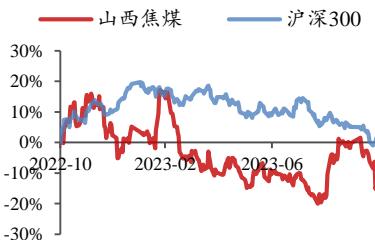
2023年10月31日

——公司三季度点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/30
当前股价(元)	8.56
一年最高最低(元)	14.18/8.01
总市值(亿元)	485.96
流通市值(亿元)	350.67
总股本(亿股)	56.77
流通股本(亿股)	40.97
近3个月换手率(%)	76.69

股价走势图



相关研究报告

《Q2 焦煤价下跌业绩承压，稳增长政策或提振焦煤价格—公司半年报点评报告》-2023.8.9

《全年业绩高增&高分红，资产注入后成长可期—公司年报及一季报点评报告》-2023.4.25

《业绩同比高增&完成资产注入，关注炼焦煤需求改善—公司年报预告点评报告》-2023.1.28

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

汤悦（联系人）

tangyue@kysec.cn

证书编号：S0790123030035

● 长协价下调业绩承压，稳增长政策或提振焦煤价格，维持“买入”评级

公司发布三季报，2023年前三季度公司实现营业收入407.0亿元，同比-16%，归母净利润56.4亿元，同比-39.7%，扣非后归母净利润为56.7亿元，同比-31.5%，其中Q3实现营业收入131.4亿元，同比-16.7%，环比+2.6%；实现归母净利润11.2亿元，同比-61.9%，环比-45.2%。考虑到2023年上半年煤价处于下行趋势，下半年焦煤价格已企稳反弹，但预计全年煤价仍将同比有一定下滑，同时长协价调整相较于市场价有一定滞后性。我们下调2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润70.6/81.0/84.5亿元（前值85.1/96.0/96.6亿元），同比-34.2%/+14.8%/+4.3%；对应EPS分别为1.24/1.43/1.49元，对应回购股价PE为6.9/6.0/5.7倍。炼焦煤国内新增产能有限，下游地产需求有望改善，炼焦煤价格已出现反弹，维持“买入”评级。

● 长协价下调施累煤炭板块，电力业务业绩改善

煤炭业务：2023年在进口煤大超预期及经济复苏程度有限下，煤价出现一定程度下行。2023年三季度公司销售毛利率为34.88%，环比下滑6.39个百分点，主要由于长协价调整相对滞后，公司6月初将炼焦煤长协价整体下调约400元/吨且三季度按照下调后长协价执行，叠加公司长协比例较高导致盈利能力有所承压。**非煤业务：**受益于煤价下行，电力板块盈利改善，2023H1公司电力热力实现35.37亿元，同比+7.99%，毛利率为0.99%，同比增加9.51个百分点。考虑到三季度动力煤均价环比二季度继续回落，预计公司电力业务三季度盈利能力进一步改善。

● 稳增长强政策提振焦煤需求，长协上调改善吨煤售价

稳增长政策下焦煤受益：中央政治局会议反映政策层面稳增长意图超预期，多方向布局尤其是对地产支持政策超预期，如没再重申“房住不炒”、“减免房产交易的各种税费”、“降低首套房首付比、落实认房不认贷”等，后续有望对地产新开工带来边际改善，同时增发国债1万亿元主要投向灾后重建，有利于从基建层面带动钢材需求改善，利多焦煤。**双焦价格有望维持高位，长协上调改善吨煤售价：**在安监力度升级背景下焦煤开工率难以明显上升，自二季度末开始下游钢厂补库、焦企去库幅度较大，而钢厂焦炭库存并没有增加，说明钢厂对焦炭实际需求有所增加，双焦价格反弹幅度明显。截止至2023年10月25日山西主焦煤市场价格反弹至2200元/吨，较Q2低点1450元/吨上涨51.7%，较Q3均价也已反弹17.8%；焦炭现货价格反弹至2200元/吨，较Q2低点1800元/吨上涨+22.2%，较Q3均价也已反弹9.8%。四季度公司长协价根据煤种不同分别上调100-200元/吨不等，有利于改善吨煤售价。

● 风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；产量释放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54,170	65,183	52,778	54,598	56,277
YOY(%)	60.5	20.3	-19.0	3.4	3.1
归母净利润(百万元)	5,102	10,722	7,056	8,100	8,446
YOY(%)	160.8	110.2	-34.2	14.8	4.3
毛利率(%)	34.7	42.2	38.4	39.2	40.0
净利率(%)	9.4	16.4	13.4	14.8	15.0
ROE(%)	20.6	30.7	19.5	19.2	18.2
EPS(摊薄/元)	0.90	1.89	1.24	1.43	1.49
P/E(倍)	9.5	4.5	6.9	6.0	5.7
P/B(倍)	1.9	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21436	26847	35177	38682	41177	营业收入	54170	65183	52778	54598	56277
现金	9934	17591	26056	28933	31956	营业成本	35347	37677	32522	33218	33742
应收票据及应收账款	3085	3685	1743	4045	1718	营业税金及附加	2928	3385	2797	2864	2967
其他应收款	261	254	324	177	384	营业费用	443	415	343	351	364
预付账款	224	271	157	272	177	管理费用	3115	3543	3167	3122	3297
存货	3905	2192	3457	2109	3647	研发费用	858	1223	913	984	994
其他流动资产	4027	2854	3440	3147	3294	财务费用	1493	1156	451	263	124
非流动资产	72063	68891	58784	60982	63099	资产减值损失	-201	-270	0	0	0
长期投资	3570	3687	4356	4950	5582	其他收益	117	178	148	163	155
固定资产	39986	37740	25384	24359	23054	公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
无形资产	22081	21681	24780	27551	30411	投资净收益	359	347	353	350	351
其他非流动资产	6426	5783	4264	4122	4051	资产处置收益	6	1	4	3	3
资产总计	93499	95738	93961	99665	104275	营业利润	10486	18008	13051	14264	15229
流动负债	34193	29306	26843	27995	27792	营业外收入	76	138	107	122	115
短期借款	2667	1726	2197	1961	2079	营业外支出	307	142	224	183	204
应付票据及应付账款	17967	14802	14267	14949	14946	利润总额	10256	18004	12934	14203	15140
其他流动负债	13559	12778	10379	11084	10767	所得税	3151	4770	3701	3913	4252
非流动负债	24813	23344	19714	18072	16503	净利润	7104	13234	9234	10290	10889
长期借款	9784	8790	4922	3399	1771	少数股东损益	2003	2512	2178	2190	2443
其他非流动负债	15029	14554	14792	14673	14732	归属母公司净利润	5102	10722	7056	8100	8446
负债合计	59006	52651	46556	46067	44295	EBITDA	14746	22044	15996	17160	18159
少数股东权益	8643	10047	12225	14415	16858	EPS(元)	0.90	1.89	1.24	1.43	1.49
股本	4097	4097	4097	4097	4097						
资本公积	2333	3754	3754	3754	3754						
留存收益	18527	24044	28195	33294	38439						
归属母公司股东权益	25850	33040	35179	39183	43122						
负债和股东权益	93499	95738	93961	99665	104275						
主要财务比率											
成长能力											
营业收入(%)											
60.5											
营业利润(%)											
235.2											
归属于母公司净利润(%)											
160.8											
获利能力											
毛利率(%)											
34.7											
净利率(%)											
9.4											
ROE(%)											
20.6											
ROIC(%)											
13.4											
偿债能力											
资产负债率(%)											
63.1											
净负债比率(%)											
57.4											
流动比率											
0.6											
速动比率											
0.5											
营运能力											
总资产周转率											
0.7											
应收账款周转率											
28.0											
应付账款周转率											
2.7											
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)											
0.90											
每股经营现金流(最新摊薄)											
2.64											
每股净资产(最新摊薄)											
4.55											
估值比率											
P/E											
9.5											
P/B											
1.9											
EV/EBITDA											
4.3											

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn