

➤ **事件:** 2023 年 4 月 24 日, 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年, 公司实现营业收入 120.75 亿元, 同比增长 7.55%; 归母净利润 25.82 亿元, 同比增长 104.87%。2023 年一季度, 公司实现营业收入 24.67 亿元, 同比减少 20.85%; 归母净利润 7.63 亿元, 同比减少 32.03%。

➤ **中煤华晋贡献可观投资收益。** 公司持有中煤华晋 49% 股权, 其主要煤炭产品为国家稀缺优质瘦煤, 且为现货销售, 具备稳定的、较强的持续盈利能力。2022 年煤价上行, 公司确认中煤华晋的投资收益 34.42 亿元, 较 2021 年的 18.62 亿元增加 15.80 亿元, 同比增长 84.81%。23Q1, 炼焦煤现货价格有所下降, 影响公司投资净收益同比下降 8.57% 至 11.36 亿元, 我们预计 23Q2 或将再度降低。

➤ **2022 年成本抬升明显, 焦炭毛利率下滑, 23Q1 售价环比回暖。** 2022 年, 公司实现焦炭产量为 353.78 万吨, 同比增长 2.12%; 焦炭销量 354.69 万吨, 同比增长 2.42%; 销售均价 2552.36 元/吨, 同比增长 1.10%; 吨焦炭成本为 2726.51 元/吨, 同比增长 13.85%; 焦炭业务毛利率同比下降 11.69pct 至 -6.82%。23Q1, 公司实现焦炭产量 74.08 万吨, 同比下降 16.27%, 环比下降 15.86%; 焦炭销量 73.11 万吨, 同比下降 17.60%, 环比下降 16.94%; 销售均价 2492.41 元/吨, 同比下降 4.56%, 环比上升 8.27%。成本方面, 23Q1 公司洗精煤采购单价为 1973.73 元/吨, 同比增长 0.97%, 环比下降 1.61%。

➤ **2022 年化工品产量整体略有下降, 23Q1 售价环比下滑。** 2022 年, 公司加工煤焦油 32.17 万吨, 同比减少 1.83%; 加工粗苯 11.61 万吨, 同比增长 1.31%; 生产甲醇 27.53 万吨, 同比增长 14.66%; 生产炭黑 2.80 万吨, 主要受环保因素影响同比减少 60.28%。23Q1, 公司主要化工产品售价环比下滑, 其中沥青售价同比上涨 11.05%, 环比下降 17.82%; 工业萘售价同比上涨 16.12%, 环比下降 0.52%; 甲醇售价同比下降 4.06%, 环比下降 4.74%; 炭黑售价同比上涨 11.15%, 环比下降 13.97%; 纯苯售价同比下降 10.39%, 环比下降 0.04%。

➤ **拟现金分红 19.85%, 股息率 3.66%。** 公司拟每股派发现金红利 0.2 元 (含税), 共计派发现金股利 5.12 亿元, 占归属于母公司净利润的 19.85%, 以 2023 年 4 月 24 日收盘价计算, 股息率 3.66%。

➤ **投资建议:** 据年报公告, 2023 年公司计划生产干熄焦 320 万吨, 加工焦油 34 万吨, 加工粗苯 11.5 万吨, 生产甲醇 26 万吨, 生产炭黑 7 万吨。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 20.42/26.73/28.67 亿元, 对应 EPS 分别为 0.80/1.04/1.12, 对应 2023 年 4 月 24 日的 PE 分别为 7/5/5 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	11,954	13,149	13,807
增长率 (%)	7.6	-1.0	10.0	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,582	2,042	2,673	2,867
增长率 (%)	104.9	-20.9	30.9	7.3
每股收益 (元)	1.01	0.80	1.04	1.12
PE	5	7	5	5
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价)

**谨慎推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**5.46 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 年三季报点评: 焦化主业盈利下滑, 投资收益依旧可观-2022/10/25

2.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, 业绩稳步提升-2022/07/13

3.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	11,954	13,149	13,807
营业成本	12,249	12,310	12,926	13,443
营业税金及附加	41	41	45	47
销售费用	55	55	60	63
管理费用	283	280	309	324
研发费用	92	91	100	105
EBIT	-666	-798	-262	-146
财务费用	220	366	447	539
资产减值损失	-46	-46	-48	-50
投资收益	3,442	3,228	3,392	3,562
营业利润	2,577	2,039	2,659	2,852
营业外收支	-4	-4	5	6
利润总额	2,574	2,035	2,664	2,858
所得税	0	0	0	0
净利润	2,573	2,035	2,664	2,858
归属于母公司净利润	2,582	2,042	2,673	2,867
EBITDA	-294	-413	138	270

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,881	1,860	1,727	2,131
应收账款及票据	54	62	68	71
预付款项	33	33	35	36
存货	586	544	571	594
其他流动资产	603	479	521	545
流动资产合计	3,157	2,977	2,921	3,376
长期股权投资	14,921	18,148	21,541	25,103
固定资产	4,063	3,912	3,745	3,563
无形资产	283	283	283	282
非流动资产合计	20,300	23,450	26,751	30,206
资产合计	23,457	26,427	29,672	33,582
短期借款	3,518	3,718	4,318	5,018
应付账款及票据	2,724	2,737	2,874	2,989
其他流动负债	733	985	484	502
流动负债合计	6,975	7,440	7,676	8,509
长期借款	1,692	2,692	3,442	4,192
其他长期负债	120	118	118	118
非流动负债合计	1,812	2,810	3,560	4,310
负债合计	8,786	10,249	11,236	12,819
股本	2,562	2,562	2,562	2,562
少数股东权益	218	212	203	193
股东权益合计	14,671	16,178	18,436	20,763
负债和股东权益合计	23,457	26,427	29,672	33,582

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	7.55	-1.00	10.00	5.00
EBIT 增长率	-406.97	-19.82	67.18	44.38
净利润增长率	104.87	-20.92	30.90	7.29
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	-1.44	-2.98	1.70	2.64
净利润率	21.38	17.08	20.33	20.77
总资产收益率 ROA	11.01	7.73	9.01	8.54
净资产收益率 ROE	17.87	12.79	14.66	13.94
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.45	0.40	0.38	0.40
速动比率	0.36	0.32	0.29	0.32
现金比率	0.27	0.25	0.22	0.25
资产负债率 (%)	37.46	38.78	37.87	38.17
<b>经营效率</b>				
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	0.48	0.47	0.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.01	0.80	1.04	1.12
每股净资产	5.64	6.23	7.12	8.03
每股经营现金流	-0.23	-0.10	0.07	0.12
每股股利	0.20	0.16	0.21	0.22
<b>估值分析</b>				
PE	5	7	5	5
PB	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	-59.91	-46.19	144.68	78.08
股息收益率 (%)	3.66	2.90	3.79	4.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,573	2,035	2,664	2,858
折旧和摊销	372	385	400	415
营运资金变动	-360	136	40	40
经营活动现金流	-600	-265	189	318
资本开支	-228	-291	-280	-278
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-8	-290	-280	-278
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,780	1,450	828	1,450
筹资活动现金流	588	535	-42	364
现金净流量	-20	-21	-133	404

## 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。	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