

山西焦化 (600740.SH)

16 年扭亏，收购中煤华晋的方案等待审核

- 16 年实现净利润 0.44 亿元，4 季度环比上涨 35%

2016 年权益净利润 0.44 元，扭亏为盈（2015 年亏损 8.3 亿元），折合每股收益 0.06 元。其中，单季度 EPS 分别为 -0.13 元、0.02 元、0.07 元和 0.10 元，4 季度净利润环比上涨 35%。

- 16 年焦炭售价同比上涨 39%，下半年吨焦毛利 151 元

焦炭：公司焦炭产量 331.8 万吨，同比减少 1.6%；销量 336.2 万吨，同比增加 3.4%；焦炭销售价格 850 元/吨，同比上涨 39%；焦炭生产成本 742 元/吨，同比上涨 4.1%；焦炭毛利 108 元/吨，实现扭亏为盈。

副产品：公司 2016 年生产甲醇 21 万吨，加工煤焦油 30 万吨，加工粗苯 9 万吨，同比下降 8.5%，7.1%和 21.3%。化工产品综合售价下降 50.5 元。2016 年焦炭和化工业务分别占营业总收入的 71%和 29%。

- 收购中煤华晋的方案等待审核，60 万吨/年甲醇制烯烃进展缓慢

公司拟以发行股份及支付现金的方式购买大股东山西焦化集团所持有中煤华晋 49%的股权，作价 48.9 亿元。中煤华晋 14 年、15 年和 16 年上半年分别实现归母净利润 10.14 亿元、6.19 和 1.96 亿元，下属的王家岭矿区拥有优质焦煤资产，煤炭年产能达 600 万吨。目前正等待证监会审核。

公司在建甲醇制烯烃产能 60 万吨/年，持股 51%，需要配套 180 万吨/年的甲醇产能，目前正在实施甲醇产能改扩建，但受困于资金问题，项目进展缓慢，仅完成工程进度的 19%。

- 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.08 元、0.09 元、0.10 元

公司若成功收购中煤华晋，将实现焦化产业上、中、下游全产业链布局，增强公司盈利能力和抗风险能力。目前公司估值偏高，PB 为 2.9 倍，维持“持有”评级。

- 风险提示

资产重组进度低于预期；焦炭价格走势低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,365.84	4,038.15	4,897.51	5,085.78	5,283.60
增长率(%)	-32.21%	19.97%	21.28%	3.84%	3.89%
EBITDA(百万元)	-231.35	557.33	667.31	681.99	697.55
净利润(百万元)	-830.21	44.22	62.87	68.76	75.07
增长率(%)	-4,299.9%	105.33%	42.18%	9.38%	9.17%
EPS（元/股）	-1.084	0.058	0.082	0.090	0.098
市盈率（P/E）		136.98	97.32	88.97	81.50
市净率（P/B）	2.49	2.97	2.90	2.80	2.70
EV/EBITDA	-23.92	11.42	8.74	7.65	6.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格

7.99 元

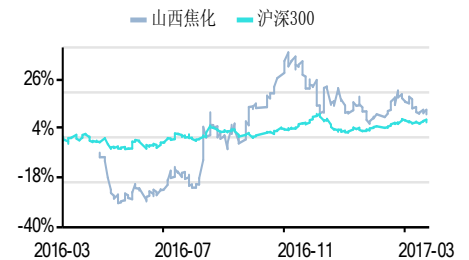
前次评级

持有

报告日期

2017-03-21

相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

山西焦化 (600740.SH)：预 2015-04-28

计甲醇制烯烃项目 2017 年建成

山西焦化 (600740.SH)：预 2014-05-12

计未来以甲醇制烯烃为中心，向上下游延伸

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16 年实现净利润 0.44 亿元，4 季度环比上涨 35%

受国家供给侧结构性改革因素影响，焦炭和化工产品市场需求日趋回暖，公司 2016 年实现营业收入 40.4 亿元，同比增长 20%，归母净利润 0.44 亿元，扭亏为盈（2015 年亏损 8.3 亿元），折合每股收益 0.06 元。其中，单季度 EPS 分别为 -0.13 元、0.02 元、0.07 元和 0.10 元，4 季度净利润环比上涨 35.3%。

公司同时采取了一系列的降本措施，16 年毛利率为 11.9%，相较于 15 年（-8.2%）得到明显提升，第 4 季度毛利率 15.7%，环比上涨 1.3 个百分点。16 年期间费用率为 10.1%，同比下降 3.3 个百分点。其中，管理费用较去年减少 21.5%，主要原因是工资及日常经费减少。

16 年焦炭售价同比上涨 39%，下半年吨焦毛利 151 元

公司作为山西省独立焦化行业的龙头企业，拥有焦炭产能 360 万吨/年，主要生产准一级冶金焦，焦化深加工产品主要包括 30 万吨/年的煤焦油、34 万吨/年的焦炉煤气制甲醇、10 万吨/年的粗苯加氢项目和 6 万吨/年炭黑项目。2016 年焦炭和化工业务分别占营业总收入 71% 和 29%。

2016 年：公司焦炭产量 331.8 万吨，同比减少 1.6%；销量 336.2 万吨，同比增加 3.4%；焦炭销售价格 849.8 元/吨，同比上涨 39.1%；焦炭生产成本 742.3 元/吨，同比上涨 4.1%；焦炭毛利 107.5 元/吨，实现扭亏为盈。

16 年下半年：焦炭产量 176.8 万吨，销量 171.6 万吨，环比上涨 14.1% 和 4.3%；焦炭销售价格 1140.8 元/吨，焦炭生产成本 989.8 元/吨，环比上涨 108.9% 和 104.5%。焦炭毛利 151 元/吨，环比上涨 143%。

副产品：公司 2016 年生产甲醇 21 万吨，加工煤焦油 30 万吨，加工粗苯 9 万吨，同比下降 8.5%，7.1% 和 21.3%。化工产品综合售价下降 50.5 元。

表1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	33.7	40.4	5.6	8.7	10.1	15.9	20.0%	57.0%
营业成本	36.4	35.6	5.7	7.8	8.7	13.4	-2.3%	54.7%
毛利率	-8.2%	11.9%	-0.9%	10.3%	14.5%	15.7%	-	1.3%
管理费用	1.9	1.5	0.3	0.2	0.2	0.8	-21.5%	251.6%
销售费用	0.6	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	7.4%	30.2%
财务费用	2.0	1.9	0.5	0.5	0.5	0.5	-1.9%	-9.3%
期间费用率	13.4%	10.1%	16.8%	9.4%	8.7%	9.1%	-3.3%	0.4%
营业利润	-7.7	0.4	-1.0	0.1	0.5	0.8	-	39.7%
净经营现金流	-7.2	11.4	-2.2	3.0	-0.2	10.8	-	-
销售现金/收入	72.8%	72.3%	95.8%	101.0%	98.3%	31.7%	-0.5%	-66.5%
EPS（元）	-1.08	0.06	-0.13	0.02	0.07	0.10	-	35.3%

数据来源：wind、公司公告、广发证券发展研究中心

表2: 公司主要产品产销量基本情况 (单位: 万吨)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2016H1	2016H2	16A 同比	H2 环比
产量								
焦炭	315.3	318.9	337.2	331.8	155.0	176.8	-1.6%	14.1%
甲醇	23.3	30.9	23.0	21.0	10.0	11.0	-8.5%	9.8%
炭黑	4.2	5.3	6.5	6.4	3.0	3.5	-1.2%	16.9%
销量								
焦炭	324.2	340.3	325.2	336.2	164.5	171.7	3.4%	4.3%
甲醇	23.2	31.0	23.4	20.8	9.2	11.7	-11.1%	27.3%
炭黑	4.3	5.5	6.2	6.6	2.9	3.7	5.8%	26.0%
沥青	11.1	9.5	9.2	9.1	4.7	4.4	-1.0%	-5.6%
焦化甲苯	7.3	7.7	1.5	5.9	3.0	2.9	296.0%	-4.6%
采购量								
原料煤	452.4	446.7	428.3	439.0	212.3	226.7	2.5%	6.8%
煤焦油	21.5	21.1	23.4	20.0	9.4	10.6	-14.5%	11.9%
粗苯	6.9	6.8	7.4	5.2	3.0	2.2	-29.9%	-24.3%
业务量								
煤焦油加工量	31.9	31.8	32.3	30.0	14.2	15.9	-7.1%	11.8%
粗苯加工量	11.1	11.0	11.4	9.0	4.4	4.6	-21.3%	3.6%

数据来源: wind、公司公告、广发证券发展研究中心

表3: 公司主营业务分行业基本情况

	2013A	2014A	2015A	2016A	2016H1	2016H2	16A 同比	H2 环比
营业收入 (亿元)	58.7	49.7	33.7	40.4	14.3	26.0	20.0%	81.6%
产品	57.9	49.1	33.4	40.1	14.1	26.0	20.2%	84.1%
焦炭	36.8	28.1	19.9	28.6	9.0	19.6	43.8%	117.9%
化工	21.1	20.9	13.5	11.6	5.1	6.4	-14.4%	25.1%
营业成本 (亿元)	54.5	44.4	36.4	35.6	13.5	22.1	-2.4%	63.7%
产品	53.9	44.1	36.2	35.4	13.4	22.0	-2.3%	64.9%
焦炭	34.2	24.6	23.2	25.0	8.0	17.0	7.6%	113.3%
化工	19.7	19.4	13.0	10.4	5.4	5.0	-19.8%	-6.6%
毛利 (亿元)	4.2	5.2	-2.8	4.8	0.9	4.0	-	365.9%
产品	4.1	5.0	-2.8	4.8	0.8	4.0	-	413.6%
焦炭	2.7	3.5	-3.3	3.6	1.0	2.6	-	153.5%
化工	1.4	1.5	0.5	1.2	-0.2	1.4	120.8%	-
焦炭产量 (万吨)	315.3	318.9	337.2	331.8	155.0	176.8	-1.6%	14.0%
焦炭销量 (万吨)	324.2	340.3	325.2	336.2	164.5	171.6	3.4%	4.3%
焦炭价格 (元/吨)	1136.5	826.3	610.7	849.8	546.2	1140.8	39.1%	108.9%
焦炭成本 (元/吨)	1083.9	771.9	773.3	742.3	513.7	989.8	4.1%	104.5%
焦炭毛利 (元/吨)	52.6	54.4	-162.5	107.5	32.4	151.0	-	143.0%

数据来源: wind、公司公告、广发证券发展研究中心

收购中煤华晋的方案在等待审核，60 万吨/年甲醇制烯烃进展缓慢

拟收购中煤华晋优质焦煤资产：公司拟以发行股份及支付现金的方式购买大股东山西焦化集团所持有中煤华晋49%的股权，作价48.9亿元。其中，拟以6.44元/股向山焦集团发行6.66亿股，占交易总金额的87.74%，其余6亿元以现金支付。中煤华晋14A/15A/16H1分别实现归母净利润10.14/6.19/1.96亿元，下属的王家岭矿区拥有优质焦煤资产，煤炭年产能达600万吨。此次交易有助于公司整合优质资源，实现全产业链布局，目前正等待证监会审核。

60万吨/年甲醇制烯烃：公司在建甲醇制烯烃产能60万吨/年，持股51%，需要配套180万吨/年的甲醇产能，目前正在实施甲醇产能改扩建。但受困于资金问题，目前项目建设进展缓慢，仅完成工程进度的19%。预计甲醇制烯烃项目最快2018年建成，19年释放利润。

预计17-19年EPS分别为0.08元、0.09元、0.10元

公司若成功收购中煤华晋，将实现焦化产业上、中、下游全产业链布局，增强公司盈利能力和抗风险能力。目前公司估值偏高，PB为2.9倍，维持“持有”评级。

风险提示

资产重组进度低于预期；焦炭价格走势低于预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4574	4698	5473	6276	7111
货币资金	2834	3253	3955	4682	5437
应收及预付	1477	1051	1104	1159	1217
存货	234	384	403	424	445
其他流动资产	28	9	10	11	12
非流动资产	6028	6011	5662	5316	4972
长期股权投资	11	12	12	12	12
固定资产	4159	3897	3536	3174	2812
在建工程	1561	1722	1722	1722	1722
无形资产	169	165	157	149	141
其他长期资产	128	215	236	259	285
资产总计	10601	10709	11135	11592	12083
流动负债	5616	6506	6811	7136	7484
短期借款	1592	1448	1448	1448	1448
应付及预收	3606	4017	4218	4428	4650
其他流动负债	418	1041	1145	1259	1385
非流动负债	2410	1582	1632	1687	1747
长期借款	1397	1083	1083	1083	1083
其他非流动负债	1013	499	549	604	664
负债合计	8026	8088	8443	8823	9231
股本	766	766	766	766	766
资本公积	2256	2256	2256	2256	2256
留存收益	-1026	-982	-919	-850	-775
归属母公司股东权益	1996	2041	2111	2186	2268
少数股东权益	579	580	581	583	584
负债和股东权益	10601	10709	11135	11592	12083

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3366	4038	4898	5086	5284
营业成本	3642	3556	4305	4467	4637
营业税金及附加	9	24	29	30	31
销售费用	59	64	77	80	84
管理费用	195	153	185	192	200
财务费用	196	193	234	243	252
资产减值损失	40	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	1	1
营业利润	-773	43	62	68	74
营业外收入	8	11	11	11	11
营业外支出	39	8	8	8	8
利润总额	-804	46	65	71	77
所得税	26	1	1	1	1
净利润	-831	46	64	70	76
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	-830	44	63	69	75
EBITDA	-231	557	667	682	698
EPS (元)	-1.08	0.06	0.08	0.09	0.10

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-719	1137	726	738	751
净利润	-831	46	64	70	76
折旧摊销	307	315	366	366	365
营运资金变动	-508	540	129	135	142
其它	313	235	167	167	167
投资活动现金流	-448	-205	-13	-15	-17
资本支出	-452	-229	-14	-16	-18
投资变动	0	0	1	1	1
其他	5	23	0	0	0
筹资活动现金流	1092	-640	-11	4	21
银行借款	2964	2047	0	0	0
债券融资	-1949	-2205	153	168	185
股权融资	0	0	0	0	0
其他	77	-483	-165	-165	-165
现金净增加额	-75	291	702	727	755
期初现金余额	3189	2834	3253	3955	4682
期末现金余额	3114	3126	3955	4682	5437

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-32.2	20.0	21.3	3.8	3.9
营业利润增长	-2,392.	105.6	43.3	9.5	9.3
归属母公司净利润增长	-4,299.	105.3	42.2	9.4	9.2
获利能力(%)					
毛利率	-8.2	11.9	12.1	12.2	12.2
净利率	-24.7	1.1	1.3	1.4	1.4
ROE	-41.6	2.2	3.0	3.1	3.3
ROIC	-17.8	8.2	12.5	16.9	25.2
偿债能力					
资产负债率(%)	75.7	75.5	75.8	76.1	76.4
净负债比率	0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.5
流动比率	0.81	0.72	0.80	0.88	0.95
速动比率	0.76	0.66	0.74	0.81	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.38	0.45	0.45	0.45
应收账款周转率	4.71	6.21	14.60	14.60	14.60
存货周转率	12.95	11.50	14.60	14.60	14.60
每股指标(元)					
每股收益	-1.08	0.06	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	-0.94	1.48	0.95	0.96	0.98
每股净资产	2.61	2.67	2.76	2.86	2.96
估值比率					
P/E	-6.0	137.0	97.3	89.0	81.5
P/B	2.5	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	-23.9	11.4	8.7	7.6	6.6

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015 年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。