

山西焦化 (600740.SH)

上半年扭亏为盈，拟继续推进资产重组

● 17年上半年归母净利1989万元，其中第2季度净利润690万元

公司17年上半年归母净利1989万元，扭亏为盈（2016年上半年亏损8637万元），每股收益0.026元。其中第1、2季度EPS分别为0.017元、0.009元。第2季度净利润690万元，环比下滑47%；主要是由于焦炭价格环比持平，而精煤采购价格环比增长41%。

● 焦炭产能360万吨/年，60万吨/年甲醇制烯烃工程进度20%，

焦炭业务：公司拥有焦炭产能360万吨/年，2017年上半年焦炭产量125万吨，同比减少19%，主要受第1季度错峰生产措施的政策影响；单位售价1430元/吨，同比上行162%；

化工业务：公司拥有30万吨/年焦油加工、34万吨/年焦炉煤气制甲醇、10万吨/年粗苯精制等生产能力，2017年上半年甲醇产量5.81万吨，同比减少42.0%；上半年炭黑产量分别为3.03万吨，同比增加1.0%；17年上半年甲醇、炭黑售价分别为2868元/吨、3104元/吨，其中二季度为3115元/吨、3067元/吨，环比增加23.3%、减少2.2%。

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/年甲醇产能，目前在实施甲醇产能改扩建，但受困于资金问题，进展较慢，目前仅完成20%进度。

● 公司继续推进重大资产重组

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。8月15日，公司董事会决定继续推进重大资产重组。

● 预计17-19年EPS分别为0.08元、0.09元、0.10元

我们预计，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，17年PB为3.2倍，维持“持有”评级。

● 风险提示

焦炭价格走势低于预期，甲醇制烯烃项目进度低于预期，重组低于预期。

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	106.09	96.99	88.84
市净率(P/B)	2.49	2.97	3.16	3.05	2.94
EV/EBITDA	-23.92	11.42	9.56	8.46	7.37

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 8.90元

前次评级 持有

报告日期 2017-08-22

相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

山西焦化(600740.SH)：16 2017-03-21

年扭亏，收购中煤华晋的方案
等待审核

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：徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

17年上半年归母净利 1989 万元，其中第 2 季度净利润 690 万元

公司17年上半年归母净利1989万元，扭亏为盈(2016年上半年亏损8637万元)，主要源于宏观经济健康发展，以及环保政策稳步推进，焦钢产业链盈利较好，公司主要产品焦炭价格上行。分季度看，第2季度净利润690万元，同比降低45.9%，环比下滑46.9%。17年上半年每股收益0.026元，其中第1、2季度EPS分别为0.017元、0.009元。

公司17年上半年实现营业收入26.7亿元，同比增加86.3%，主要原因是公司产品价格上升，收入大幅增加；营业成本24.1亿元，同比增加78.5%，主要原因是公司原材料价格上升，导致产品生产成本增加；管理费用0.7亿元，同比增加48.1%，主要原因是上半年公司的职工薪酬、中介机构费用、日常经费增加了3221万元。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016H1	2017H1	H1 同比	Q2 环比
营业收入	5.6	8.7	12.1	14.6	14.3	26.7	86.3%	21.3%
营业成本	5.7	7.8	10.7	13.4	13.5	24.1	78.5%	24.5%
毛利率	-0.9%	10.3%	11.2%	8.8%	5.9%	9.9%	3.9%	-2.3%
管理费用	0.3	0.2	0.4	0.4	0.5	0.7	48.1%	9.7%
销售费用	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	-3.7%	21.4%
财务费用	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.5%	-13.0%
期间费用率	16.8%	9.4%	8.4%	6.8%	12.3%	7.5%	-4.8%	-1.5%
营业利润	-1.0	0.1	0.3	0.1	-0.9	0.3	138.0%	-76.6%
净经营现金流	-2.2	3.0	0.9	-0.4	0.8	0.5	-41.9%	-147.9%
销售商品现金/收入	95.8%	101.0%	78.4%	71.2%	98.9%	74.4%	-24.5%	-7.2%
EPS	-0.13	0.02	0.02	0.01	-0.11	0.03	123.0%	-46.9%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

上半年焦炭收入同比增 105%，售价 1430 元/吨

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，17年公司焦炭业务实现营业收入18.45亿元，占主营业务收入的70.61%：

焦炭业务：2017年上半年焦化业务实现收入18.45亿元，同比增长105.38%，焦炭产量125万吨，同比减少19.13%，销量129万吨，同比减少21.59%，单位售价1430元/吨，同比上行161.93%；

化工业务：产销量方面，2017年上半年甲醇产销量分别为5.81万吨、5.82万吨，分别同比减少41.95%、36.70%，主要受第1季度错峰生产措施的政策影响，其中二

季度为4.75万吨、4.49万吨，环比增加350.33%、236.57%；上半年炭黑产销量分别为3.03万吨、3.11万吨，分别同比增加0.95%、7.36%，其中二季度为1.41万吨、1.76万吨，环比减少12.63%、增加29.76%；上半年沥青产销量分别为4.46万吨、4.32万吨，其中二季度为2.49万吨、2.50万吨，环比增加26.37%、37.62%；上半年工业萘产销量分别为1.01万吨、1.03万吨，其中二季度为0.45万吨、0.48万吨，环比减少18.15%、减少14.41%；上半年纯苯产销量分别为3.32万吨、3.53万吨，其中二季度为1.56万吨、1.69万吨，环比减少10.80%、减少8.55%；**售价方面**，17年上半年甲醇、炭黑、沥青、工业萘、纯苯售价分别为2868元/吨、3104元/吨、1834元/吨、4337元/吨、5584元/吨，其中二季度为3115元/吨、3067元/吨、1785元/吨、4489元/吨、5199元/吨，环比增加23.30%、减少2.19%、减少10.69%、增加8.42%、减少12.41%。

表 1: 公司主要产品产销量及售价情况 (单位: 万吨, 元/吨)

	2016A	2016H1	2016H2	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q2 环比	2017H1 同比
产量								
焦炭	293.46	155.00	138.46	56.98	68.37	125.35	19.99%	-19.13%
沥青				1.97	2.49	4.46	26.37%	
工业萘				0.56	0.45	1.01	-18.15%	
甲醇	21.02	10.00	11.02	1.05	4.75	5.81	350.33%	-41.95%
炭黑	6.42	3.00	3.42	1.61	1.41	3.02	-12.42%	0.67%
纯苯				1.75	1.56	3.32	-10.80%	
销量								
焦炭	336.17	164.50	171.67	58.99	70.00	128.99	18.66%	-21.59%
沥青	9.14	4.70	4.44	1.82	2.50	4.32	37.36%	-8.09%
工业萘				0.56	0.48	1.03	-14.41%	
甲醇	20.83	9.20	11.63	1.33	4.49	5.82	237.59%	-36.74%
炭黑	6.60	2.90	3.70	1.36	1.76	3.12	29.41%	7.59%
纯苯				1.84	1.69	3.53	-8.55%	
售价								
焦炭	849.80	546.14	1140.81			1430.48		161.93%
沥青				2526.63	3115.40	2867.62	23.30%	
工业萘				3136.12	3067.39	3104.42	-2.19%	
甲醇				1998.72	1785.12	1834.04	-10.69%	
炭黑				4140.60	4489.05	4337.39	8.42%	
纯苯				5935.64	5198.82	5583.68	-12.41%	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

60万吨/年甲醇制烯烃工程进度 20%，重大资产重组未获证监会通过

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100万吨/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，截至17年6月底仅完成工程进度的20%。预计甲醇制烯烃项目最快2018年建成，19年释放利润。

重大资产重组未通过：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，而于17年6月21日收到证监会通知，该重大资产重组事项未能获得通过，并于8月9日收到《关于不予核准山西焦化股份有限公司向山西焦化集团有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的决定》，主要源于其中介机构资格、有关信息披露不符合规定。

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

我们预计，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，17年PB为3.2倍，维持“持有”评级。

风险提示

焦炭价格走势低于预期，甲醇制烯烃项目进度低于预期，重组低于预期。

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
应付债券	0	0	0	0	0
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	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	106.1	97.0	88.8
P/B	2.5	3.0	3.2	3.1	2.9
EV/EBITDA	-23.9	11.4	9.6	8.5	7.4

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：分析师，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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。