东兴证券 DONGXING SECURITIES

环保限产致使业绩下滑 循环经济链条日益完善

——陕西黑猫（601015）财报点评

2018 年 08 月 16 日

中性/首次

陕西黑猫 | 财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	

事件：

公司发布 2018 年半年度业绩公告，报告期内公司实现营业收入 45.42 亿元，同比降低 5.55 亿元，降幅 10.88%；实现归属于公司股东的净利润 1.05 亿元，同比增加 0.92 亿元，增幅 13.44%。实现基本每股收益 0.08 元，同比减少 0.02 元，减少 20%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万	1954.4	2168.15	2929.01	2617.35	1868.97	2209.62	2332.88
增长率（%）	67.03%	98.38%	131.98%	109.64%	-4.37%	1.91%	-20.35%
毛利率（%）	20.14%	8.04%	9.14%	11.30%	19.11%	13.03%	9.38%
期间费用率	7.25%	6.18%	6.28%	8.18%	11.45%	7.97%	8.97%
营业利润率	13.34%	1.82%	3.61%	3.77%	7.15%	5.10%	1.50%
净利润（百万	201.55	36.97	79.44	96.67	103.92	105.71	26.21
增长率（%）	-142.81%	3792.68%	-398.87%	77.16%	-48.44%	185.94%	-67.00%
每股盈利（季	0.15	0.03	0.07	0.08	0.06	0.06	0.02
资产负债率	59.11%	57.76%	55.16%	57.57%	49.00%	50.16%	50.44%
净资产收益率	4.23%	0.83%	1.75%	2.09%	1.45%	1.46%	0.36%
总资产收益率	1.73%	0.35%	0.78%	0.88%	0.74%	0.73%	0.18%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- **受焦炭板块收入下滑影响，业绩不达预期。**公司主营业务中，焦炭收入占比 81.93%。报告期内公司焦炭收入约 37.22 亿元，同比下降 12.63%。公司上半年焦炭产量为 238.48 万吨，同比下降 6.88%；销量 234.48 万吨，同比下降 19.67%。焦炭业绩的下降主要是环保限产政策导致报告期内产销量的下降导致的。而焦炭作为公司主营业务，直接导致公司上半年业绩的降低。其他主营业务方面，粗苯收入约 1.09 亿元，下降 9.92%，占比 2.40%；甲醇收入约 1.67 亿元，下降 4.02%，占比 3.68%；焦油收入约 2.47 亿元，增长 19.90%，占比 5.44%； LNG 收入约 2.50 亿元，增长 38.89%，占比 5.50%。

- **受环保政策限制，募投项目出现变更。**由于陕西关中地区的“蓝天保卫战”，导致子公司黑猫气化“焦化转型示范项目一期工程”市场环境发生重大变化，公司决定对非公开发行募投项目进行变更。同意将原募集资金投资项目黑猫气化“焦化转型示范项目一期工程”项目变更为内蒙古黑猫“年产 10 万吨己内酰胺和利用焦炉煤气年产 40 万吨液化天然气项目”，项目为在内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特后旗青山工业园区投资 55.24 亿元，建设年产 30 万吨甲醇联产 8 万吨合成氨项目。同时，陕西黑猫拟向全资子公司内蒙古黑猫分批增资 23.4 亿元，增资完成后，内蒙古黑猫注册资本将由 5000 万元增加至 23.9 亿。

- **新项目相继投入生产，循环经济产业链更加完善。**公司子公司龙门煤化的“400 万吨/年焦化技改项目”、“48 万吨/年尿素项目”相继实施后，公司新增利用焦炉煤气制 LNG 联产甲醇产业链，以及利用 LNG 联产甲醇剩余氢气和分离出的氮气、二氧化碳制合成氨联产尿素产业链。公司全资子公司新丰科技实施的“焦化转型升级改造项目”也在 2018 年 6 月开始试生产。公司的煤化工业务将进一步壮大，下半年煤化工业务预期增长。

- **LNG 平均售价涨幅接近 60%，贡献利润可观。**报告期内，公司 LNG 平均售价为 3908.35 元/吨，同比上涨 57.06%，在产销量下降约 10%的前提下，仍实现销售收入 2.5 亿元，同比上升 38.89%。目前国家大力推行煤改气，因此预计 LNG 售价维持高位，公司 LNG 板块为公司利润做出的贡献值得关注。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 101.10 亿元、102.91 亿元和 114.08 亿元；归母净利润分别为 2.86 亿元、3.44 亿元和 3.67 亿元；EPS 分别为 0.23 元、0.27 元和 0.29 元，对应 PE 分别为 32X、27X 和 25X，首次给予“中性”评级。

风险提示：

宏观经济下滑，环保限产加剧，新项目投产情况不及预期。

公司盈利预测表

资产负债				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	4883	6547	7181	7615	8726	**营业收入**	5558	9583	10110	10291	11408
货币资金	1469	2921	3082	3137	3478	**营业成本**	4697	8489	8795	8953	9925
应收账款	981	424	448	456	505	营业税金及附加	14	21	23	23	26
其他应收款	2	1	1	1	1	营业费用	373	470	587	551	637
预付款项	824	1118	1422	1731	2074	管理费用	82	101	128	120	139
存货	583	596	618	629	697	财务费用	161	174	221	211	211
其他流动资	134	1092	1218	1261	1527	资产减值损失	30.46	-26.35	-26.35	-26.35	-26.35
非流动资产	5770	7474	14747	14723	14699	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投	58	70	7594	7594	7594	投资净收益	89.00	21.15	43.92	43.92	43.92
固定资产	3735.36	3700.35	3554.57	3408.83	3264.44	**营业利润**	290	378	425	504	542
无形资产	539	625	622	620	617	营业外收入	6.87	0.01	8.46	8.46	8.46
其他非流动	318	326	154	154	154	营业外支出	0.27	1.00	1.05	1.10	1.16
资产总计	10653	14022	21928	22338	23425	**利润总额**	297	377	433	511	549
流动负债合	5413	6286	9379	10197	11623	所得税	65	60	69	81	87
短期借款	1278	1293	4382	5060	6012	**净利润**	232	317	364	430	462
应付账款	902	992	963	980	1086	少数股东损益	16	69	78	86	95
预收款项	185	257	333	410	496	归属母公司净利	216	248	286	344	367
一年内到期	663	1029	1029	1029	1029	EBITDA	1338	1461	857	928	967
非流动负债	819	585	111	-540	-1141	**EPS（元）**	0.23	0.25	0.23	0.27	0.29
长期借款	706	105	-496	-1097	-1698	**主要财务比率**	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	6232	6871	9490	9657	10482	**成长能力**					
少数股东权	1687	1756	1835	1921	2016	营业收入增长	6.51%	72.41%	5.49%	1.79%	10.86%
实收资本(或	930	1254	1432	1432	1432	营业利润增长	-144.95%	30.06%	12.64%	18.39%	7.59%
资本公积	645	2892	7793	7793	7793	归属于母公司净	-176.75%	14.84%	15.43%	20.28%	6.84%
未分配利润	1033	1102	1071	1033	993	**获利能力**					
归属母公司	2735	5394	10598	10754	10921	毛利率(%)	15.49%	11.43%	13.00%	13.00%	13.00%
负债和所有	10653	14022	21928	22338	23425	净利率(%)	4.17%	3.31%	3.60%	4.18%	4.05%
现金流量				单位:百万元		总资产净利润	2.94%	2.02%	1.77%	1.30%	1.54%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.89%	4.59%	2.70%	3.20%	3.36%
经营活动现	699	677	238	543	517	**偿债能力**					
净利润	232	317	364	430	462	资产负债率(%)	58%	49%	43%	43%	、
折旧摊销	887.15	908.96	198.14	201.06	202.60	流动比率	0.90	1.04	0.77	0.75	0.75
财务费用	161	174	221	211	211	速动比率	0.79	0.95	0.70	0.69	0.69
应收账款减	0	0	-23	-8	-49	**营运能力**					
预收帐款增	0	0	76	77	86	总资产周转率	0.53	0.78	0.56	0.46	0.50
投资活动现	-74	-1644	-7391	-117	-117	应收账款周转率	6	14	23	23	24
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.72	10.12	10.35	10.59	11.04
长期股权投	0	0	-7502	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	89	21	44	44	44	每股收益(最新	0.23	0.25	0.23	0.27	0.29
筹资活动现	-825	2203	7314	-371	-60	每股净现金流	-0.21	0.99	0.11	0.04	0.24
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	2.94	4.30	7.40	7.51	7.63
长期借款增	0	0	-601	-601	-601	**估值比率**					
普通股增加	310	324	178	0	0	P/E	32.35	29.76	32.63	27.13	25.39
资本公积增	-272	2247	4901	0	0	P/B	2.53	1.73	1.01	0.99	0.98
现金净增加	-199	1236	160	55	341	EV/EBITDA	6.05	6.05	14.57	13.49	12.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。