

山西焦化 (600740)

注入优质炼焦煤资产，盈利能力大幅提升 买入（首次）

2018 年 1 月 30 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199761

chaiqh@dwzq.com.cn

投资要点

■ **公司为山西省独立焦化龙头**：公司现有 360 万吨焦炭产能，上游配套有煤炭资源和洗煤装置，下游配套 30 万吨/年煤焦油加工装置、8 万吨/年炭黑生产装置、10 万吨/年粗苯加氢精制装置、以焦炉煤气和水煤气为原料的甲醇生产装置，已形成完整的煤焦化及其副产品初加工的产业链。

■ **焦化行业去产能力度仍有望加强，焦化格局长期向好**：针对焦化行业的环保标准实施力度将继续加强，随着焦炉尾气的排放限值不断升级，5 米以下的焦炉配套干熄焦很难达到环保要求，我们预计未来行业 4.3 米焦炉有可能会被逐步淘汰，淘汰比例占焦化总产能 1/3 左右。此外，由于京津冀地区环保要求严格，未来焦化产业有望向西北地区集中，行业的区位布局可能出现调整。需求端看，下游钢铁行业盈利转好，但是平均资产负债率仍处于较高的位置，行业平均资产负债率大幅改善前，钢铁盈利有所保障。我们预计未来焦化盈利中枢有望继续上移。

■ **拟收购中煤华晋 49%股权，盈利有望大幅提升**：公司拟以发行股份和现金支付的方式，认购控股股东山西焦化集团持有的中煤华晋 49%股权。中煤华晋拥有优质的焦煤资产，拥有王家岭矿、韩咀矿、华宁矿三处煤矿，合计年产能 1,020 万吨。中煤华晋经营业绩良好，2017 年上半年实现营业收入 42.19 亿元，归母净利 15.87 亿元。未来若收购成功，公司将有望从中煤华晋获得丰厚的投资收益，从而大幅提升公司的盈利能力和资产质量。

■ **公司有望成为优质低估值焦炭、焦煤标的**：公司传统焦炭业务盈利逐渐向好，注入焦煤资产后，公司盈利水平可实现大幅增长。假设 2018 年焦煤价格维持 2017 年平均水平，以中煤华晋 2017 年上半年的业绩为参考，我们预计中煤华晋 2018 年有望为公司带来 17 亿的投资收益，公司利润水平有望大幅增厚。

投资建议

若不考虑收购中煤华晋 49%股权，我们预计公司 17-19 年营业收入为 55.79、62.82、65.84 亿元，净利润为 0.95、1.29 和 1.51 亿元，EPS 为 0.12、0.17 和 0.20 元，当前股价对应 PE 为 103X、76X 和 65X。

若收购中煤华晋 49%股权顺利完成，并于 2018 年计入投资收益，我们预计公司 17-19 年净利润分别为 0.95、18.3、18.5 亿元，按交易完成后的股本计算（暂不考虑配套融资），2018 年摊薄 EPS 为 1.28 元，当前股价对应 2018 年 10 倍 PE。

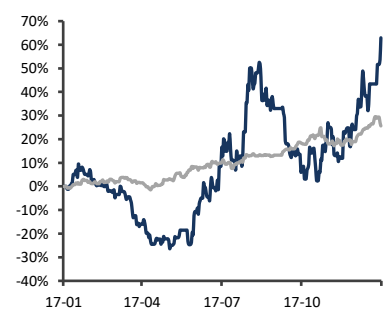
首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：焦炭、焦煤价格大幅波动，收购进度的不确定性。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4038	5579	6282	6584
同比(%)	20%	38%	13%	5%
净利润(百万元)	44	95	129	151
同比(%)	-105%	115%	35%	18%
每股收益(元/股)	0.06	0.12	0.17	0.20
P/E	222.4	103.4	76.4	65.0

资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：尚未考虑收购中煤华晋 49%股权）

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.84
一年最低/最高价	5.74/13.30
市净率(倍)	4.70
流通市值(百万元)	8433.73

基础数据

每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	76.29%
总股本(百万股)	765.70
流通股(百万股)	656.83

相关研究

目 录

1. 公司简介.....	4
1.1. 山西省独立焦化龙头	4
1.2. 收购中煤华晋 49%股权，打造“煤-焦-化”化工链	4
1.3. 业绩回升态势明显	5
2. 供给侧改革力度逐步加大，焦化行业逐渐回暖.....	7
2.1. 环保标准趋严带动焦炭供给收缩	7
2.2. 钢铁利润上行带动焦炭价格回升	9
3. 拟注入中煤华晋 49%股权，煤焦行业联动提升公司实力	11
3.1. 供给侧改革推进，煤炭供需格局改善	12
3.2. 中煤华晋拥有优质炼焦煤，颇具市场竞争力.....	12
3.3. 焦煤需求未来进一步释放，价格有望高位震荡	13
4. 盈利预测与财务分析	14
4.1. 基本假设	14
4.2. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示	15
5.1. 焦炭、焦煤价格大幅下跌.....	15
5.2. 重组进度存不确定性.....	15

图表目录

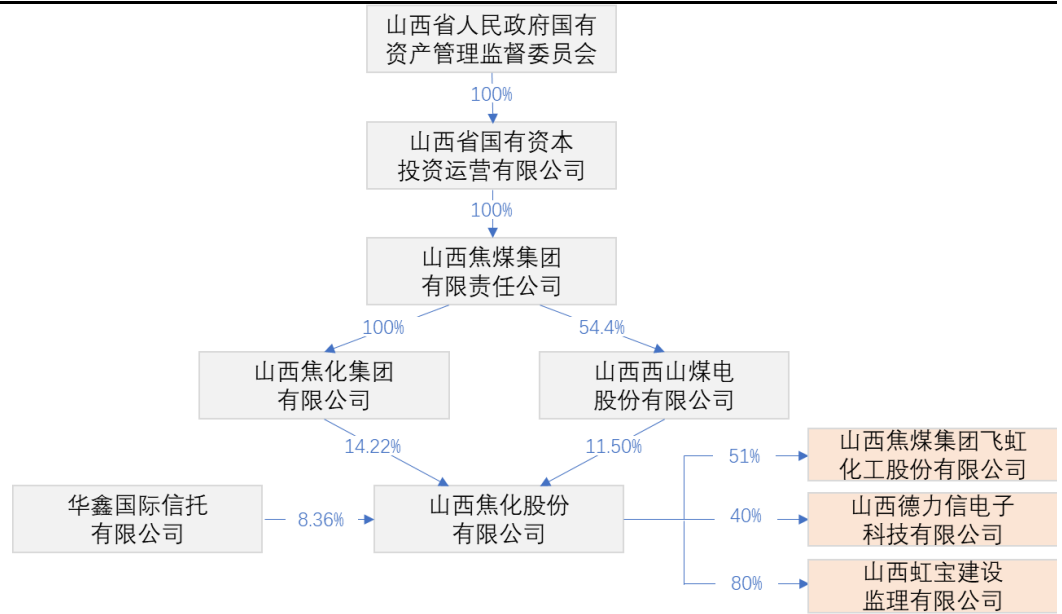
图表 1: 公司的组织结构示意图.....	4
图表 2: 中煤华晋的股权结构示意图.....	5
图表 3: 营业收入及同比增速.....	6
图表 4: 归母净利润及同比增速.....	6
图表 5: 营收构成 (%)	6
图表 6: 毛利构成 (%)	6
图表 7: 公司主要产品毛利率和综合毛利率 (%)	7
图表 8: 焦炭产量在 2013 年基本见顶.....	7
图表 9: 焦炭的价格和价差 (元/吨)	7
图表 10: 焦化厂炼焦煤和焦炭库存 (万吨)	8
图表 11: 焦煤和焦炭的价格 (元/吨)	8
图表 12: 焦化厂开工率和产能利用率 (%)	8
图表 13: 生铁和焦炭的产量累计同比 (%)	8
图表 14: 传统焦化尾气治理技术无法有效治理氮氧化物.....	9
图表 15: 不同地区的焦炉尾气法规污染物排放限值标准 (mg/m ³)	9
图表 16: 焦炭下游应用构成.....	10
图表 17: 钢材需求持平, 粗钢需求好转 (%)	10
图表 18: 各类型钢铁利润 (考虑库存, 元/吨)	11
图表 19: 各类型钢铁利润 (不考虑库存, 元/吨)	11
图表 20: 交易前后公司的股权结构变动.....	11
图表 21: 炼焦煤供需缺口 (缺口=总需求-总供给, 万吨)	12
图表 22: 炼焦煤月供给 (万吨)	13
图表 23: 炼焦煤月需求 (万吨)	13
图表 24: 山西省各类型焦煤价格 (元/吨)	14
图表 25: 分版块盈利预测 (单位: 百万元)	14
图表 26: 中煤华晋净利润预测 (单位: 百万元)	15
图表 27: 可比公司估值.....	15

1. 公司简介

1.1. 山西省独立焦化龙头

山西焦化股份有限公司是一家在山西省注册的股份有限公司，于 1995 年 10 月 23 日经山西省人民政府批准，由山西焦化集团有限公司独家发起募集设立，公司总部位于山西省洪洞县广胜寺镇。公司 1996 年 8 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易，实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。

图表1：公司的组织结构示意图



资料来源：Wind，东吴证券研究所

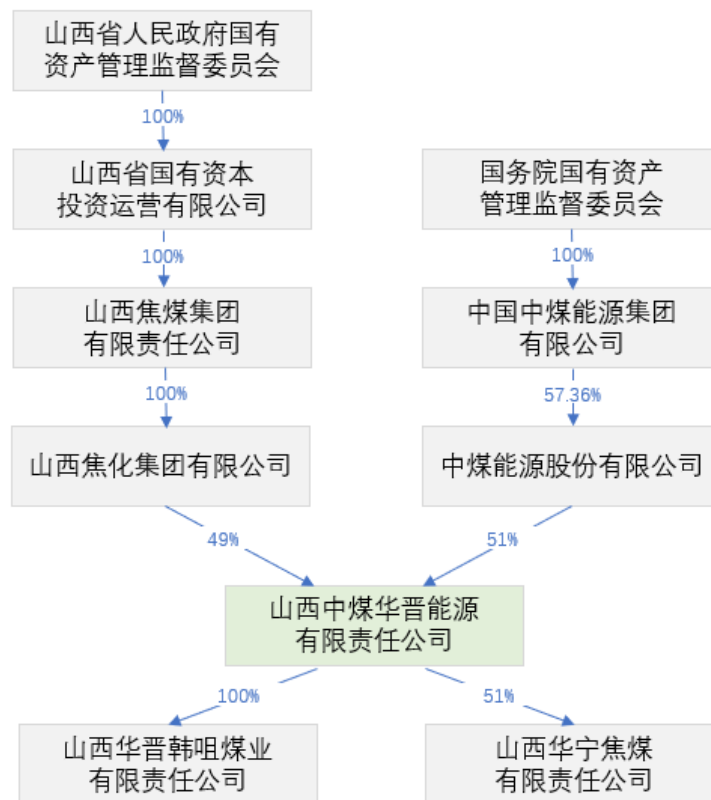
公司现有焦炭产能 360 万吨，上游配套有煤炭资源和洗煤装置；下游配套 30 万吨/年煤焦油加工装置、8 万吨/年炭黑生产装置、10 万吨/年粗苯加氢精制装置、以焦炉煤气和水煤气为原料的甲醇生产装置，已形成完整的煤焦化及其副产品初加工的产业链。此外，公司还正在建设省级重点项目 60 万吨/年煤制烯烃项目及其原料配套项目 100 万吨甲醇/年。

1.2. 拟收购中煤华晋 49%股权，打造“煤-焦-化”化工链

公司拟向山焦集团发行股份及支付现金购买其所持有的中煤华晋 49%的股权。本次交易已经获得中国证监会并购重组委审核通过，尚未收到正式核准文件。交易完成后，山西焦化控股股东山焦集团在公司的持股比例进一步提升，但山西焦化控股股东及实际控制人控制公司的情况、公司的业务构成均不会发生较大变化。

¹实习生胡兴锦对本报告有较大贡献

图表2：中煤华晋的股权结构示意图



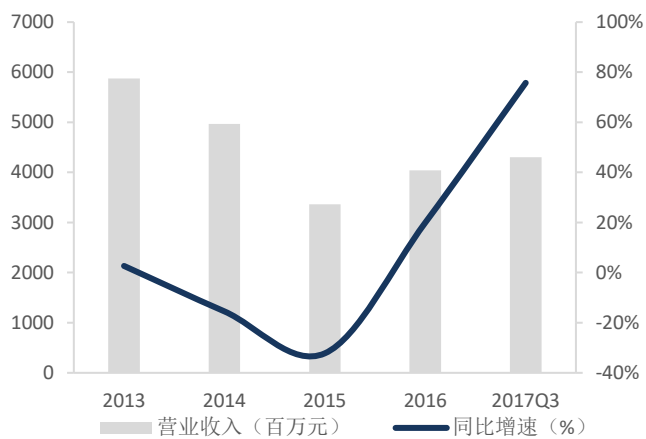
资料来源：Wind，东吴证券研究所

中煤华晋主要经营煤炭开采业务。中煤华晋下属王家岭煤矿、华宁焦煤下属崖坪矿、韩咀煤业下属韩咀矿三座煤矿，年设计生产能力合计 1,020 万吨。公司主营业务为焦炭及相关化工产品的生产和销售。中煤华晋所属的煤炭开采和洗选业为山西焦化所属焦化行业的上游行业。通过本次交易，公司在专注焦化主营业务的同时，获得上游优质煤炭企业的长期股权投资收益，实现公司经营业绩从焦化行业扩展到煤焦行业联动，体现行业协同效应，分散公司行业经营风险，提升公司运营效率和盈利水平。

1.3. 业绩回升态势明显

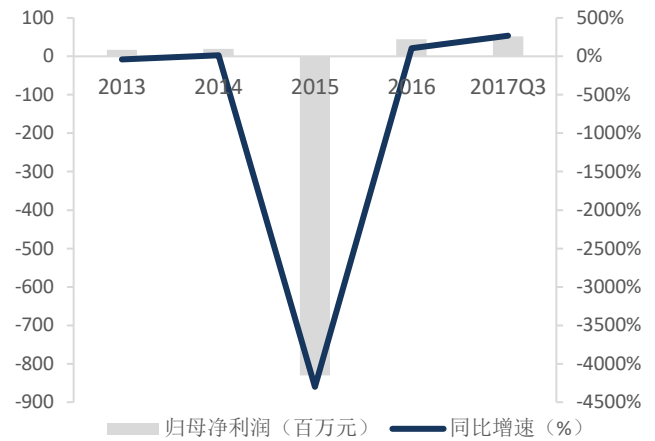
2016 年开始，焦炭行业开始回暖，公司营业收入和净利润恢复增长。2012-2016 年，公司营业收入的复合增长率为-11.75%，净利润的复合增长率为 36.60%。2016 年之前，中国经济增速呈现放缓的态势，焦炭行业产能过剩情况严重，焦炭市场受到钢铁行业较严重的打压，国内焦炭价格屡破新低。焦炭下游化工产品价格受石油、化工行业影响下跌明显，焦化行业利润受到严重挤压，产业亏损面加剧。2015 年，归母公司净利润呈现巨额亏损。2016 年 5 月份以来，受国家供给侧结构性改革因素影响，国内钢铁企业复工率不断提高，焦炭和化工产品市场日趋回暖，公司效益明显好转。

图表3：营业收入及同比增速



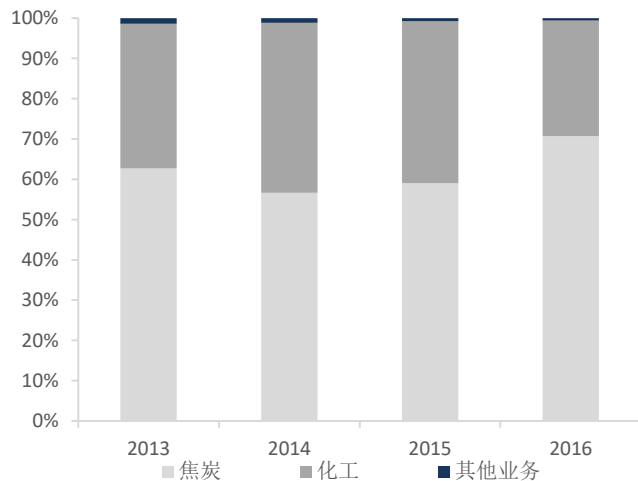
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表4：归母净利润及同比增速



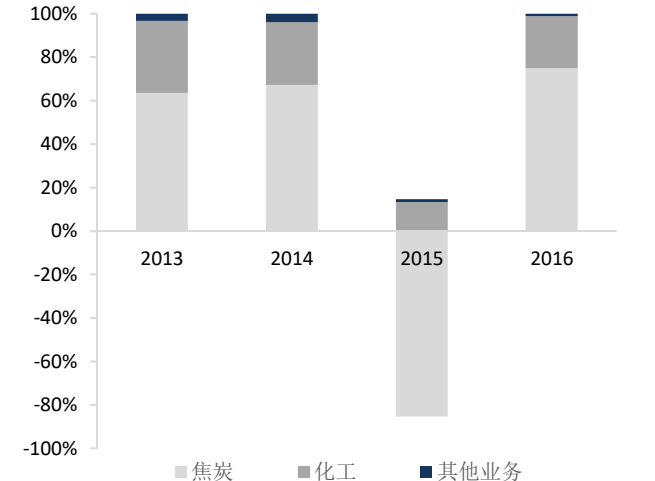
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表5：营收构成 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

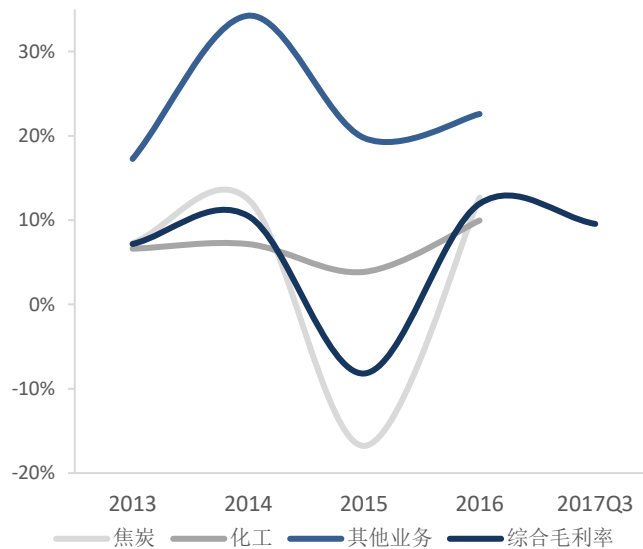
图表6：毛利构成 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司主要产品的毛利率和综合毛利率回归常态。经历了 2015 年公司业绩的低谷，2016 年公司焦炭和化工业务毛利率回升到了过去四年的最高水平。可以看出，焦炭业务的毛利率波动较大，化工业务的毛利率相对稳定。同时，因为公司焦炭业务规模较大，公司整体的综合毛利率基本上随着焦炭业务毛利率的波动而变化。2016-2017 年，公司的毛利率恢复到 10%-12% 的正常水平。

图表7: 公司主要产品毛利率和综合毛利率 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 供给侧改革力度逐步加大, 焦化行业逐渐回暖

2.1. 环保标准趋严带动焦炭供给收缩

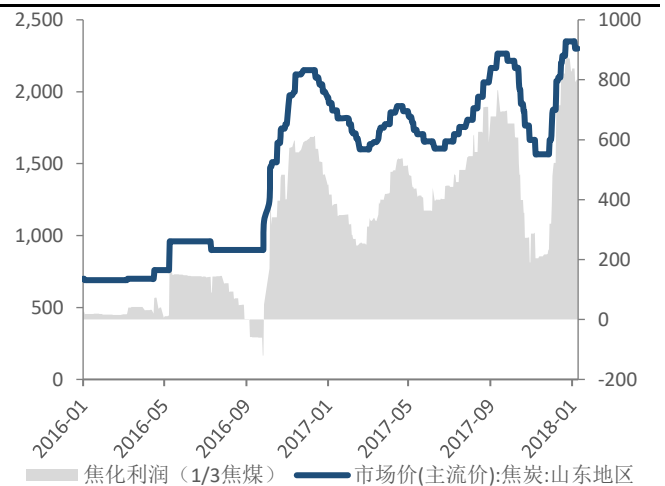
我国焦炭供给趋于稳定。据智研咨询统计,“十二五”期间我国焦炭产能由2010年的4.2亿吨到2015年的6.87亿吨。产量方面,我国的焦炭产量2013年基本见顶,达到4.8亿吨,2016年的焦炭产量大约4.5亿吨,目前处于企稳的阶段。

图表8: 焦炭产量在2013年基本见顶



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表9: 焦炭的价格和价差 (元/吨)



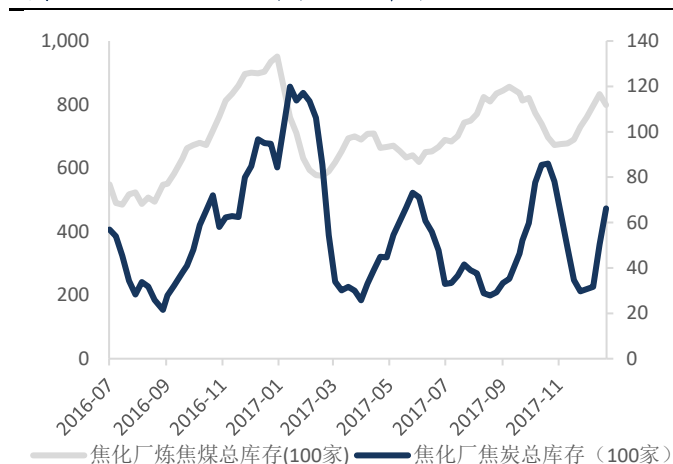
资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

由于特殊的国情,我国的独立焦化占比较高,独立焦化的焦炭产量约占焦炭总产量的66%。独立焦化企业竞争力主要体现在焦炭生产过程中副产品的深度加工和焦炉煤气的综合利用,但是环保标准趋严,比如干熄焦、烟道气脱硫脱硝标准的不断提升,都给焦化,尤其是独立焦化的发展带来一些挑战。

短期看,受粗钢景气度好转的影响,焦化行业盈利复苏势头明显。焦炭供求偏紧,

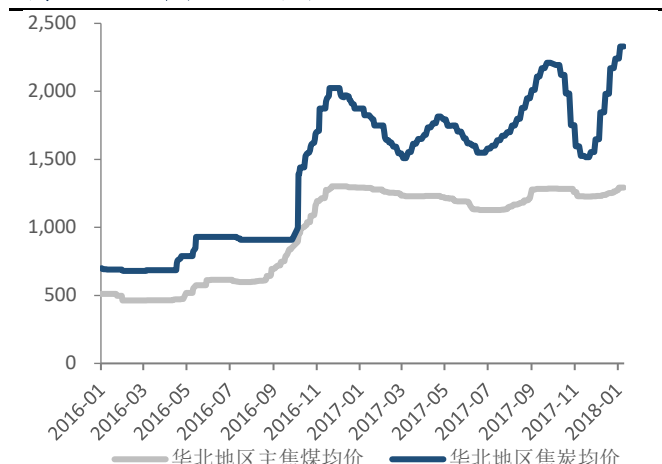
价格明显上升，焦炭和焦煤的价差水平也有所扩大。

图表10: 焦化厂炼焦煤和焦炭库存(万吨)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表11: 焦煤和焦炭的价格(元/吨)



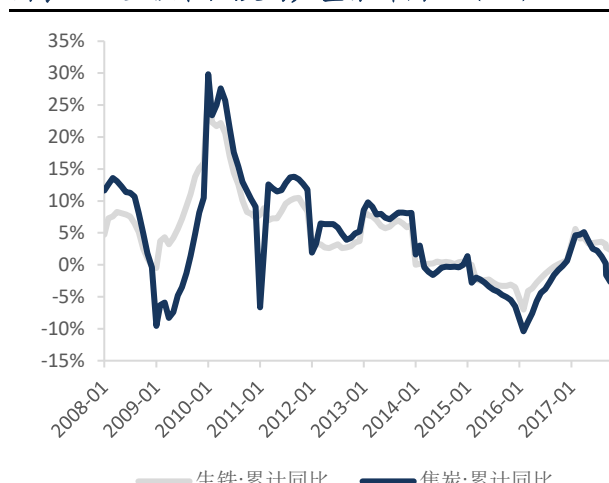
资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图表12: 焦化厂开工率和产能利用率(%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

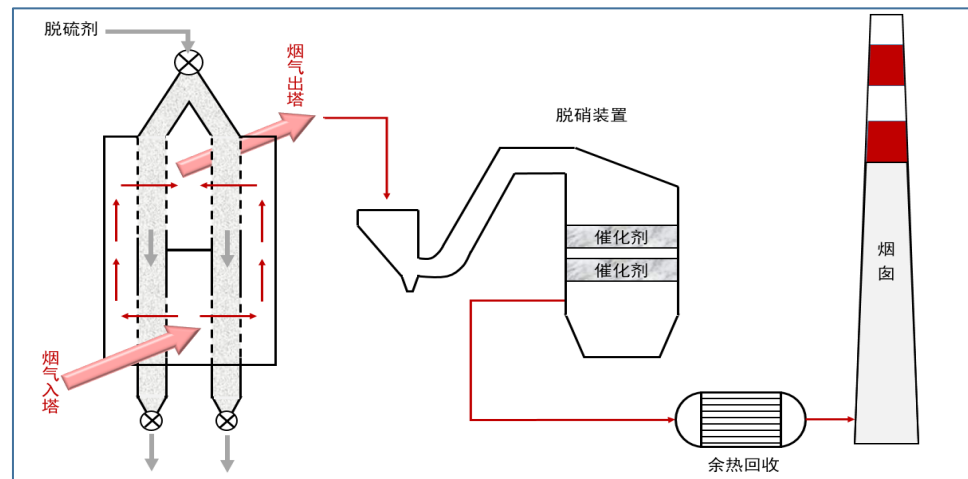
图表13: 生铁和焦炭的产量累计同比(%)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

长期看, 应密切关注政府利用环保这个抓手促进产能出清。焦炉尾气的排放限值不断升级, 根据中国炼焦行业协会的数据, 截至 2014 年年底, 全国焦化行业 2000 多台焦炉真正能达到《炼焦化学工业污染物排放标准》第二时段标准(二氧化硫 50 毫克/立方米、烟尘 30 毫克/立方米、氮氧化物 500 毫克/立方米)的不足一成。个别地区, 比如陕西省在 2014 年 11 月出台了《关中地区重点行业大气污染物排放限值》, 该地方标准比《炼焦化学工业污染物排放标准》更加严格, 其中规定的二氧化硫排放限值为 30 毫克/立方米、氮氧化物 150 毫克/立方米、颗粒物 15 毫克/立方米。现有的技术要想实现这一排放限值还有很多的工作要做。

图表14：传统焦化尾气治理技术无法有效治理氮氧化物



资料来源：Cnki，东吴证券研究所

除了尾气排放限值不断提升外，余热回收的标准也在不断提高。和联合焦化装置相比，小型独立焦化企业水力熄焦的废水处置难度较大，实施干熄焦也有技术上的难点要克服。

随着环保力度的加码，部分企业已经不堪其扰。焦化行业的总产能 6.7 亿吨，但是 5 米以下的焦炉配套干熄焦非常困难，虽然国家并无法规要求强行淘汰 4.3 米以下的焦炉，但是已经有很多企业主动淘汰 4.3 米以下的焦炉。初步估计 4.3 米以下的焦炉占比约在 30-40%。随着焦化的氮氧化物排放问题引发关注，预计未来很多地区会逐步限制焦化新增产能的发展，目前很多地区已经不再新批焦化装置，只可能通过等量置换带动相关产业的发展，预计焦化供求形势也会逐步趋于好转。

图表15：不同地区的焦炉尾气法规污染物排放限值标准（mg/m³）

标准类型	颗粒物	SO ₂	NO _x	备注
GB16171-1996	250	400	-	
国标 GB16171-2012， 第一时段标准	50	100	800	2012 年 10 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日现有焦化企业执行
国标 GB16171-2012， 第二时段标准	30	50	500	2015 年 1 月 1 日起，现有焦化企业执行
DB61/941-2014	15	30	150	关中地区重点行业大气污染物排放限值

资料来源：环保部，东吴证券研究所

2.2. 钢铁利润上行带动焦炭价格回升

钢铁行业是焦炭最重要的下游应用领域，大约 85% 的焦炭应用于钢铁行业。焦化产能有约三分之一为钢企自身配套，三分之二为独立焦化企业，独立焦化行业的景气度和下游钢铁行业的景气度直接相关。

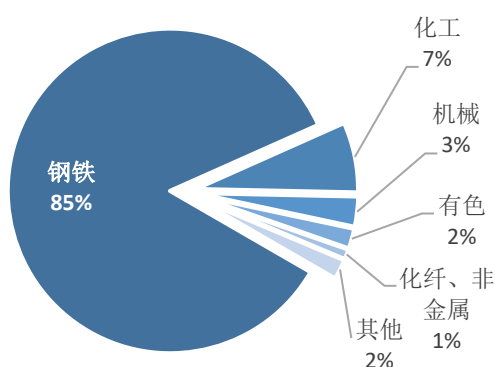
我国粗钢产能 11.3 亿吨，但是 2016 年的粗钢产量只有 8.08 亿吨，行业开工率约 71.5%，产能过剩。由于无序产能、落后产能较多，行业基本处于全面亏损，2015 年一季度国内大中型钢企亏损面近 50%。

钢铁行业是国家供给侧改革的重点，化解产能过剩、帮助钢企脱困得到国务院和党中央的高度重视，根据国务院印发的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，从2016年开始用5年时间再压减粗钢产能1亿—1.5亿吨。《2017年政府工作报告》提出要扎实有效去产能，年内压减钢铁产能5000万吨左右。

除了加强环保核查，政府在淘汰落后产能方面也毫不手软，政府严令取缔地条钢，这或是带动粗钢，进而带动焦化行业盈利好转的本质原因。据估算，中国地条钢的产量估计约有8000万吨左右。²政府严令取缔地条钢以后，一方面带动电炉炼钢的需求增加，另一方面带动粗钢需求增加，焦炭产业需求回暖。

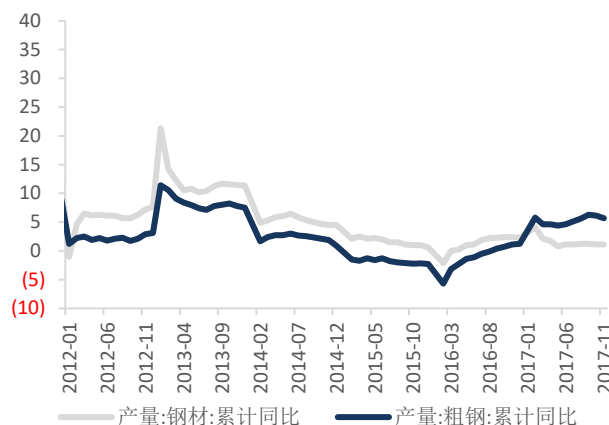
2017年以来，尤其是进入二季度后，钢铁行业的利润高速增长，钢厂均开足马力生产，产能利用率较去年同期有明显提高，粗钢产量保持4.4%以上的增速。

图表16：焦炭下游应用构成



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

图表17：钢材需求持平，粗钢需求好转（%）

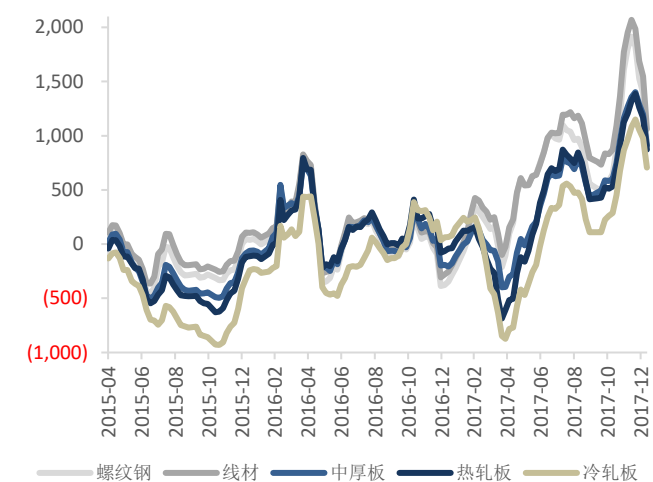


资料来源：Wind，东吴证券研究所

目前，钢铁企业的盈利较好，但是我们预计仍可持续。钢铁企业的资产负债率水平仍然较高，目前水平在69.6%，经过3~5年的努力钢铁行业的平均资产负债率有望降到60%以下。³在这之前，钢铁产业的盈利水平有望维持，这也进一步支撑了焦炭的行情。

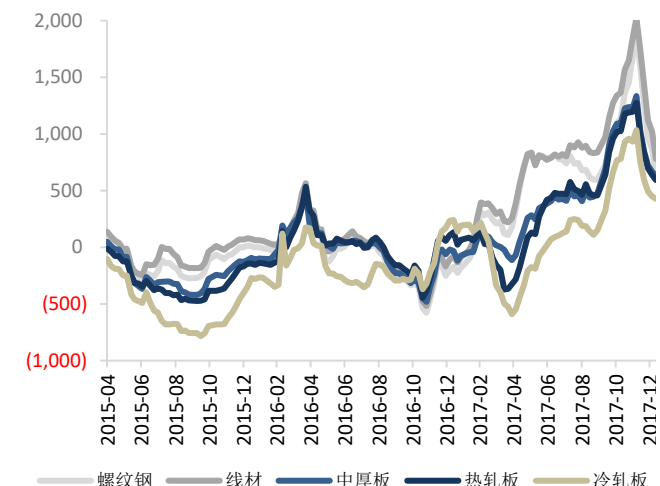
²新闻数据来源：<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-04-12/doc-ifxrcizs7301564.shtml>³新闻数据来源：http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1637273

图表18: 各类型钢铁利润 (考虑库存, 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图表19: 各类型钢铁利润 (不考虑库存, 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

3. 拟注入中煤华晋 49%股权, 煤焦行业联动提升公司实力

公司拟向山焦集团发行股份及支付现金购买其所持有的中煤华晋 49%的股权, 收购完成后, 可有效提高公司的资产质量和盈利能力。

根据拟注入资产的交易作价以及股份支付、现金支付对价的方案安排, 本次交易完成前后公司股权结构变动如下, 公司控股股东山焦集团持股比例上升至 54.14%。

图表20: 交易前后公司的股权结构变动

公司股东	本次交易前		本次交易后 (不考虑配套融资)	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
山焦集团	108,867,242	14.22%	775,335,842	54.14%
西山煤电	88,045,491	11.50%	88,045,491	6.15%
其他股东	568,787,267	74.28%	568,787,267	39.72%
合计	765,700,000	100.00%	1,432,168,600	100.00%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

本次交易完成后, 公司将直接持有中煤华晋 49%的股权, 中煤华晋将成为公司的联营企业。本次交易完成后, 中煤华晋在公司资产负债表长期股权投资科目核算。截至 2017 年 9 月 30 日, 山西焦化总资产 112.74 亿元, 总负债 86.01 亿元, 资产负债率为 76.29%, 而根据 2017 年 9 月 30 日的山西焦化备考合并报表, 本次交易完成后, 山西焦化总资产 177.58 亿元, 总负债 90.95 亿元, 资产负债率下降至 51.22%。通过本次交易, 将大幅增加公司的总资产和净资产, 同时公司的资产负债率将在本次交易完成后有所下降。

中煤华晋主要经营煤炭开采、加工、销售以及电力生产等。中煤华晋及其下属子公司现有煤矿 3 座 (王家岭煤矿、华宁焦煤公司崖坪矿、韩咀煤业公司韩咀矿), 设计生产能力合计 1,020 万吨/年。根据经国土资源部备案的各矿的储量核实报告, 截至 2015 年 12 月 31 日, 中煤华晋王家岭矿保有资源储量 149,912 万吨, 已核定采矿权价款的可采储量 21,813.04 万吨; 华宁焦煤保有的资源储量 33,050 万吨, 已核定采矿权价款的保有

储量 18,487.40 万吨；韩咀煤业保有资源储量 20,588 万吨，已核定采矿权价款的保有储量为 9,398.63 万吨。

3.1. 供给侧改革推进，煤炭供需格局改善

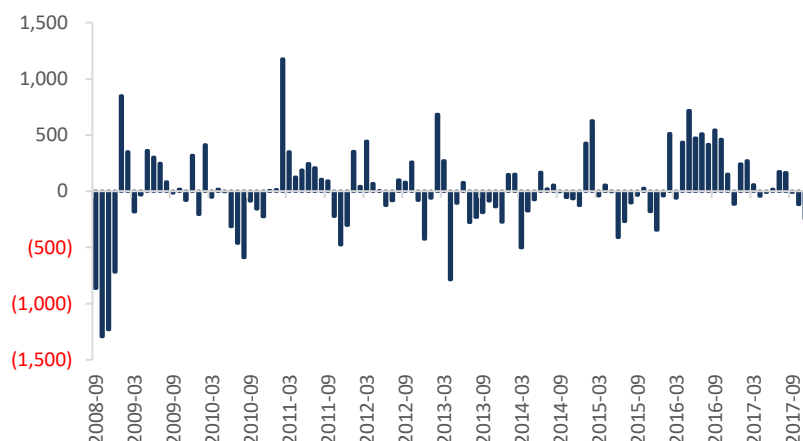
2016 年以来，我国煤炭行业出现了深刻变化。煤炭行业供给侧改革政策全面推出，国务院出台了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号），后续一系列供给侧改革和煤炭去产能政策出台并得到有效实施，煤炭行业的总体供求关系有所改善。

据全国煤炭交易会统计，到 2017 年底，全国煤矿数量从 2015 年的 1.08 万处减少到 7000 处左右。2016、2017 年，我国共去煤炭产能 4.4 亿吨，去产能成效显著。

需求方面，随全球经济复苏，中国经济形势向好，煤炭需求有所回升。2017 年，中国经济表现强于预期，煤炭需求旺盛，全国原煤产量 34.45 亿吨，同比 2016 年增长 3.2%。

分种类来看，炼焦煤出现结构性紧缺。由于下游焦炭品位提升，对优质主焦煤的需求量增加，出现了焦煤结构性紧缺的现象。从 2012 年以来炼焦煤的供需缺口情况来看，过去长期处于产能过剩的状态，而 2016 年以来受供给侧改革因素影响，焦煤供给收缩，焦煤价格也出现大幅度上涨。

图表21：炼焦煤供需缺口（缺口=总需求-总供给，万吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

展望未来，煤炭行业格局将持续改善。根据《煤炭工业“十三五”规划》，到 2020 年，“十三五”期间要化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右，到 2020 年，全国煤炭产量控制在 39 亿吨左右。同时，建立增减挂钩指标交易制度、最高和最低库存制度、调峰和应急储备产能制度、特殊情况下的减量化生产制度等一系列长效机制，有效防范煤炭产能过剩，从而有效防范煤价跌出合理区间。未来煤炭行业供需格局将持续改善，同时煤炭行业供给侧改革的系列政策将长期发挥效力，煤炭行业再次出现煤炭价格大幅度波动，供需关系严重扭曲的可能性较小。

3.2. 中煤华晋拥有优质炼焦煤，颇具市场竞争力

根据煤炭产品的用途，可以分为动力煤，炼焦煤和煤化工用煤等。其中主要用于生

产焦炭的炼焦煤储量少，仅占我国煤炭总储量的四分之一左右，特别是优质炼焦煤资源稀缺，从而导致动力煤与炼焦煤的市场价格有较大差距。不同于其他煤炭上市公司大部分以动力煤为主的煤炭产品结构，中煤华晋全部煤炭产品主要为炼焦煤，主导产品在产品用途上属于优质的低硫低灰炼焦煤，具有较强的市场竞争力。

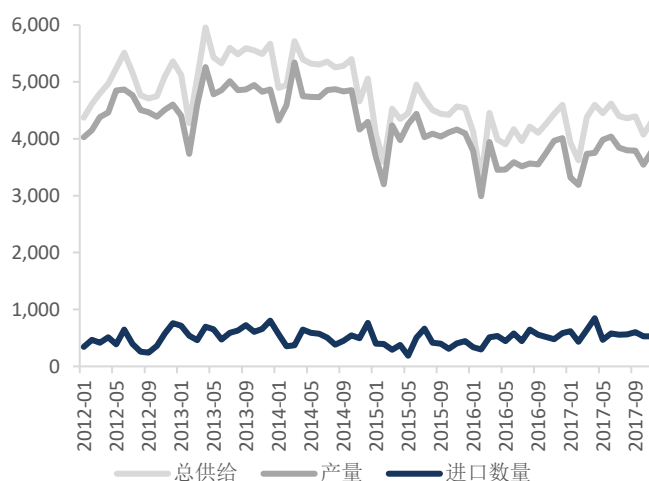
由于中煤华晋主导产品具备质量优势、公司拥有先进的技术水平及管理措施，即便在煤炭行业的下行周期，中煤华晋依然保持了相对良好的经营业绩。中煤华晋 2015 年和 2016 年分别实现营业收入 36.75 亿元和 49.10 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 6.19 亿元和 12.71 亿元，而 2017 年上半年更是实现 42.19 亿元的营业收入及 15.87 亿元的归属于母公司所有者的净利润。若股权收购顺利完成，公司将从中煤华晋获得丰厚的投资收益，从而大幅提升公司的盈利能力和资产质量。

3.3. 焦煤需求未来进一步释放，价格有望高位震荡

短期看，下游焦炭冬季限产政策略有松动，春季采暖季结束后，焦炭开工或有所增加，下游需求释放，推动焦煤短期价格上涨。

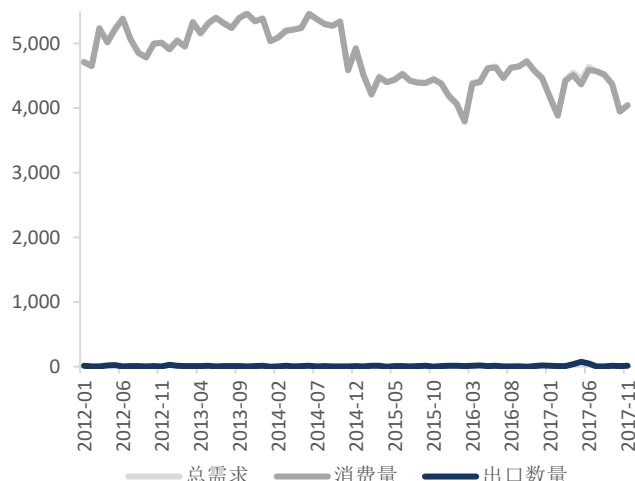
长期看，焦煤供应格局趋于稳定，价格受下游焦化开工影响，在高位震荡的可能性较大；对于炼焦煤而言，优质的炼焦煤或仍存在供应缺口，品种价差有可能会扩大。

图表22: 炼焦煤月供给 (万吨)



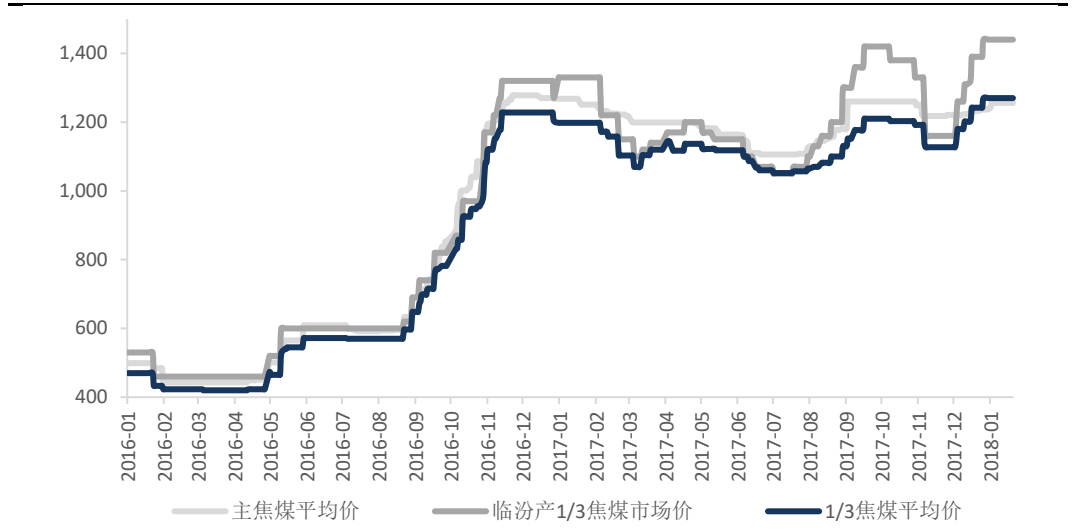
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表23: 炼焦煤月需求 (万吨)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表24: 山西省各类型焦煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与财务分析

4.1. 基本假设

假设公司 2017-2019 年焦炭产量分别为 280 万吨、300 万吨、310 万吨，对应税后价格分别为 1499 元/吨、1560 元/吨、1600 元/吨。

假设中煤华晋 2017-2019 年焦煤产量分别为 980 万吨、1000 万吨、1000 万吨，对应税后价格分别为 862 元/吨、900 元/吨、900 元/吨。

4.2. 盈利预测与估值

若不考虑收购中煤华晋 49% 股权，我们预计公司 17-19 年营业收入为 55.79、62.82、65.84 亿元，净利润为 0.95、1.29 和 1.51 亿元，EPS 为 0.12、0.17 和 0.20 元，当前股价对应 PE 为 103X、76X 和 65X。

若收购中煤华晋 49% 股权顺利完成，并于 2018 年计入投资收益，我们预计公司 17-19 年净利润分别为 0.95、18.3、18.5 亿元，按交易完成后的股本计算（暂不考虑配套融资），2018 年摊薄 EPS 为 1.28 元，当前股价对应 2018 年 10 倍 PE。

2018 年资产注入后，公司利润水平大幅提升，成为低估值的优质煤炭、焦炭标的。考虑到焦炭、炼焦煤未来行业格局仍然向好，盈利能力还可进一步提升，可给予公司 2018 年 13 倍估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表25: 分版块盈利预测 (单位: 百万元)

		2016	2017E	2018E	2019E
焦炭	营业收入	2857	4240	4680	4960
	毛利	361	394	435	461
化工	营业收入	1158	1316	1579	1600
	毛利	115	131	158	160

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

图表26: 中煤华晋净利润预测 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019
营业总收入	8519.79	9067.98	9067.98
归母净利润	3174.76	3469.15	3469.15

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

图表27: 可比公司估值

公司	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			P/E			P/B
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
山西焦化	98.32	12.84	0.06	0.12	0.17	222.35	103.43	76.39	4.82
陕西黑猫	124.49	9.93	0.23	0.23	0.46	41.15	42.74	21.37	2.31
雷鸣科化	49.77	16.58	0.34	1.24	1.42	43.52	12.84	11.17	2.80
兖州煤业	893.50	18.19	0.42	1.34	1.65	25.84	13.61	11.00	1.66
大同煤业	116.82	6.98	0.11	0.45	0.32	55.07	15.40	21.54	2.05
中国神华	5151.41	25.9	1.14	2.15	2.27	14.17	12.07	11.41	1.76

资料来源: Wind (除山西焦化、陕西黑猫外为万得一致预期), 东吴证券研究所

5. 风险提示

5.1. 焦炭、焦煤价格大幅下跌

焦炭、焦煤价格均具有较强周期性, 且受国家限产政策、限价政策影响较大, 价格波动性较强。若出现价格大幅波动, 对公司利润影响较为明显。

5.2. 重组进度存不确定性

本次交易已经获得中国证监会并购重组委审核通过, 尚未收到正式核准文件, 重组进度存不确定性。

资产负债表 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4574	4698	6124	7063	7638
现金	2834	3253	4149	4840	5308
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	707	365	504	568	595
应收款项	681	619	828	933	977
其它应收款	36	28	38	43	45
存货	234	384	534	601	630
其他	81	49	70	79	82
非流动资产	6028	6011	5794	5594	5410
长期股权投资	11	12	12	12	12
固定资产	4159	3897	3697	3512	3341
无形资产	169	165	148	134	120
其他	1689	1936	1936	1936	1936
资产总计	10601	10709	11917	12657	13048
流动负债	5616	6506	7999	8635	8909
短期借款	1592	1448	1448	1448	1448
应付账款	309	463	657	739	775
预收账款	35	73	104	117	122
其他	3680	4522	5791	6331	6563
长期负债	2410	1582	1582	1582	1582
长期借款	1397	1083	1083	1083	1083
其他	1013	499	499	499	499
负债合计	8026	8088	9581	10217	10491
股本	766	766	766	766	766
资本公积金	2256	2256	2256	2256	2256
留存收益	(1026)	(982)	(1270)	(1170)	(1057)
少数股东权益	579	580	583	587	591
归属于母公司所有者权益	1996	2041	1753	1853	1966
负债及权益合计	10601	10709	11917	12657	13048

现金流量表 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(719)	1137	1563	996	779
净利润	(830)	44	95	129	151
折旧摊销	307	315	318	301	285
财务费用	225	229	184	178	173
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(444)	548	955	382	165
其它	25	1	12	8	6
投资活动现金流	(448)	(205)	(99)	(99)	(99)
资本支出	(452)	(229)	(100)	(100)	(100)
其他投资	5	23	1	1	1
筹资活动现金流	1092	(640)	(568)	(206)	(212)
借款变动	1330	449	(1)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(383)	(383)	(383)	(29)	(39)
其他	145	(707)	(184)	(178)	(173)
现金净增加额	(75)	291	896	691	468

利润表 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3366	4038	5579	6282	6584
营业成本	3642	3556	5049	5684	5957
营业税金及附加	9	24	33	37	38
营业费用	59	64	54	60	63
管理费用	195	153	134	151	159
财务费用	196	193	184	178	173
资产减值损失	40	7	15	21	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	(773)	43	112	153	180
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	115	156	183
所得税	26	1	17	23	27
净利润	(831)	46	98	133	156
少数股东损益	(0)	1	3	4	4
归属于母公司净利润	(830)	44	95	129	151
EPS (元)	(1.08)	0.06	0.12	0.17	0.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-32%	20%	38%	13%	5%
营业利润	-2392%	-106%	159%	36%	18%
净利润	-4300%	-105%	115%	35%	18%
获利能力					
毛利率	-8.2%	11.9%	9.5%	9.5%	9.5%
净利率	-24.7%	1.1%	1.7%	2.0%	2.3%
ROE	-41.6%	2.2%	5.4%	6.9%	7.7%
ROIC	-10.0%	3.8%	4.3%	4.7%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	75.7%	75.5%	80.4%	80.7%	80.4%
净负债比率	32.1%	33.3%	29.9%	28.1%	27.3%
流动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	13.0	11.5	11.0	10.0	9.7
应收帐款周转率	4.7	6.2	7.7	7.1	6.9
应付帐款周转率	7.4	9.2	9.0	8.1	7.9
每股资料 (元)					
每股收益	-1.08	0.06	0.12	0.17	0.20
每股经营现金	-0.94	1.48	2.04	1.30	1.02
每股净资产	2.61	2.67	2.29	2.42	2.57
每股股利	0.50	0.50	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	-11.8	222.4	103.4	76.4	65.0
PB	4.9	4.8	5.6	5.3	5.0
EV/EBITDA	-56.3	27.9	24.9	24.2	23.9

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (注: 暂未考虑中煤华晋 49%股权收购)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>