



中煤华晋带来业绩巨变 未来积极转型现代煤化工

——山西焦化（600740）财报点评

2018年08月15日

推荐/首次

山西焦化

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35.08亿元，同比增加8.37亿元，增幅31.33%；实现归属于上市公司股东的净利润8.23亿元，同比增加8.03亿元，增幅4038.96%；实现基本每股收益0.75元，同比增加0.72元，增幅2781.15%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1591.04	1206.96	1464.2	1629.93	1693.9	1801.92	1706.1
增长率（%）	108.17%	114.67%	67.97%	60.88%	6.46%	49.29%	16.52%
毛利率（%）	15.74%	11.15%	8.81%	9.04%	8.58%	8.06%	10.57%
期间费用率（%）	9.12%	8.36%	6.83%	6.65%	7.76%	6.90%	6.74%
营业利润率（%）	4.73%	2.21%	0.43%	2.04%	0.65%	10.01%	28.13%
净利润（百万元）	75.42	13.02	6.89	32.57	40.32	343.72	480.14
增长率（%）	-119.40%	-113.18%	-47.45%	-41.61%	-46.54%	2540.09%	6871.02%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.02	0.01	0.04	0.05	0.24	0.33
资产负债率（%）	75.53%	75.38%	76.44%	76.29%	75.61%	49.74%	49.39%
净资产收益率（%）	2.88%	0.49%	0.26%	1.22%	1.49%	3.72%	4.93%
总资产收益率（%）	0.70%	0.12%	0.06%	0.29%	0.36%	1.87%	2.49%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- **转型升级，积极发展现代煤化工。**公司是山西省独立焦化行业的龙头企业，拥有焦炭产能360万吨/年、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。公司未来将持续拓展甲醇现有规模和煤制烯烃项目，正在建设山西省政府2018年现代煤化工产业重点工程项目60万吨/年煤制烯烃及原料配套煤制甲醇100万吨/年项目，逐步向现代煤化工企业转变，全力打造“煤-焦-化”循环经济园区。
- **中煤华晋带来业绩巨大改善。**报告期内公司完成中煤华晋重大资产重组工作，通过发行股份及支付现金

方式购买其 49%的股权。2018 年 3 月至 6 月期间公司确认投资受益 6.11 亿元，增加利润 6.11 亿元，且由于公司对中华晋煤的初始投资成本小于被投资单位的资产公允价值，根据会计准则计入营业外收入 1.64 亿元。中煤华晋现有 3 座煤矿：王家岭矿（600 万吨/年）、华宁焦煤公司崖坪矿（300 万吨/年）、韩咀煤业韩咀矿（120 万吨/年），合计产能 1020 万吨/年，主产优质炼焦煤，经营状况良好，公司有望从中获得丰厚投资收益。

- **受制于焦煤采购成本大幅上涨，焦炭板块盈利水平欠佳。**报告期内公司累计销售焦炭 154.12 万吨，较去年同期增加 25.13 万吨，增幅 19.5%；焦炭平均售价 1620.16 元/吨，较上年同期增加 225.7 元/吨，增幅 16.19%；焦炭业务共实现收入 25 亿元，较去年同期增加 38.8%。但受制于焦煤价格上涨，报告期内共采购洗精煤 215.28 万吨，采购均价 1087 元/吨，较去年同期增加 268 元/年，增幅 32.7%，采购金额 23.4 亿元，较去年同期增加 67.5%。由于洗精煤采购价格增幅远高于焦炭售价增幅，焦炭板块毛利率继续走低，盈利水平欠佳。
- **“蓝天保卫战”下，焦化格局持续向好。**临近“蓝天保卫战”，焦化和钢铁作为两大重污染行业，预计环保限产力度将继续加强，两者产量都会受到不同程度影响。尽管焦炭需求也面临钢铁产量缩减的威胁，但考虑到焦化企业集中度较差，大多为民企，过去环保投入严重不足，因此在本轮环保限产中焦化行业受到的影响将更为明显。在下游钢铁盈利持续向好和油价高位震荡的背景下，我们预计焦化行业盈利中枢有望继续上移。
- **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 72.59 亿元、75.97 亿元和 77.87 亿元；归母净利润分别为 17.47 亿元、18.04 亿元和 20.2 亿元；EPS 分别为 1.22 元、1.26 元和 1.41 元，对应 PE 分别为 9X、9X 和 8X，首次给予“推荐”评级。

风险提示：

焦炭价格大幅下跌，宏观经济下滑，中煤华晋利润不及预期，环保限产力度不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表			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	4698	4979	6027	6613	8724	营业收入	4038	5995	7259	7597	7787
货币资金	3253	3755	4547	5058	7123	营业成本	3556	5439	6549	6816	6947
应收账款	619	385	466	488	500	营业税金及附加	24	32	39	40	41
其他应收款	28	19	23	24	24	营业费用	64	58	60	61	61
预付款项	40	49	60	71	83	管理费用	153	187	218	220	218
存货	384	340	410	426	435	财务费用	193	195	221	211	211
其他流动资产	9	15	19	21	21	资产减值损失	6.94	16.67	16.67	16.67	16.67
非流动资产	6011	6146	13668	13588	13495	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投	12	13	7594	7594	7594	投资净收益	0.95	1.07	1448.00	1592.80	1752.08
固定资产	3897.33	3765.88	3824.42	3834.92	3816.50	营业利润	43	77	1604	1825	2044
无形资产	165	231	234	236	238	营业外收入	11.05	2.03	165.00	2.00	2.00
其他非流动	210	160	154	154	154	营业外支出	7.92	3.46	3.63	3.82	4.01
资产总计	10709	11125	19695	20200	22219	利润总额	46	76	1765	1823	2042
流动负债合	6506	7056	7428	6058	6157	所得税	1	-17	18	18	20
短期借款	1448	1747	1550	0	0	净利润	46	93	1748	1805	2022
应付账款	463	262	359	373	381	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	73	88	106	125	145	归属母公司净利	44	92	1747	1804	2020
一年内到期	1032	1483	1483	1483	1483	EBITDA	712	812	2163	2403	2636
非流动负债	1582	1356	1778	2028	2128	EPS（元）	0.06	0.12	1.22	1.26	1.41
长期借款	1083	451	1051	1351	1451	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	8088	8411	9207	8087	8286	成长能力					
少数股东权	580	581	582	583	584	营业收入增长	19.97%	48.46%	21.08%	4.66%	2.50%
实收资本(或	766	766	1432	1432	1432	营业利润增长	-105.58%	79.13%	1977.00%	13.79%	12.00%
资本公积	2256	2257	7793	7793	7793	归属于母公司净	-105.33%	107.89%	1800.23%	3.28%	12.00%
未分配利润	-1207	-1115	195	1548	3063	获利能力					
归属母公司	2041	2133	9907	11530	13349	毛利率(%)	11.94%	9.28%	9.78%	10.28%	10.78%
负债和所有	10709	11125	19695	20200	22219	净利率(%)	1.13%	1.55%	24.08%	23.76%	25.96%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	2.94%	0.41%	0.83%	8.87%	8.93%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	2.17%	4.31%	17.63%	15.65%	15.14%
经营活动现	1137	393	1199	909	927	偿债能力					
净利润	46	93	1748	1805	2022	资产负债率(%)	76%	76%	47%	40%	
折旧摊销	476.22	539.48	332.56	362.39	376.72	流动比率	0.72	0.71	0.81	1.09	1.42
财务费用	193	195	221	211	211	速动比率	0.66	0.66	0.76	1.02	1.35
应收账款减	0	0	-81	-22	-12	营运能力					
预收帐款增	0	0	18	19	20	总资产周转率	0.38	0.55	0.47	0.38	0.37
投资活动现	-205	-136	-6428	1292	1451	应收账款周转率	6	12	17	16	16
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.47	16.55	23.39	20.75	20.65
长期股权投	0	0	-7581	0	0	每股指标（元）					
投资收益	1	1	1448	1593	1752	每股收益(最新	0.06	0.12	1.22	1.26	1.41
筹资活动现	-640	-120	6021	-1691	-313	每股净现金流	0.38	0.18	0.55	0.36	1.44
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	2.67	2.79	6.92	8.05	9.32
长期借款增	0	0	600	300	100	估值比率					
普通股增加	0	0	666	0	0	P/E	200.35	96.33	9.48	9.18	8.19
资本公积增	0	1	5536	0	0	P/B	4.34	4.15	1.67	1.44	1.24
现金净增加	291	137	792	511	2065	EV/EBITDA	12.87	10.81	7.44	5.96	4.69

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。央视财经嘉宾。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法律责任。

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。