

2018年10月25日

陕西黑猫 (601015.SH)

主要产品售价大幅提升，业绩有望继续改善

■事件：2018年10月24日，公司披露三季报，报告期内实现营业收入73.25亿元，同比降低5.05%，实现归母净利润2.03亿元，同比提高20.77%。

点评

■三季度实现归母净利润9829.98万元，同比增加29.73%，环比增241.62%：三季度业绩大增的主要原因为焦化产品售价上涨以及购买理财等投资收益的增加。

■焦化产品量价齐升：1) 焦炭、LNG以价补量。2018年三季度，公司销售焦炭125.97万吨，同比下滑13.73%，环比下滑2.89%。但售价的上涨弥补了销量的下滑，三季度公司焦炭平均售价为1848.98元/吨，同比上涨20.8%，环比上涨21.18%。焦炭销售收入23.29亿元，同比增加4.2%，环比增加17.67%。三季度公司销售LNG2.97万吨，同比下降10.69%，环比提升10.31%。三季度LNG销售均价为3693.12元/吨，同比增加37.62%，环比增加22.83%。三季度LNG创造销售收入1.10亿元，同比增加22.91%，环比增加35.49%。2) 焦油、甲醇量价齐升。2018年三季度，公司销售焦油4.91万吨，同比增加24.89%，环比增加13.2%。平均售价为2858.95，环比上涨4.67%，同比上涨2.64%。煤焦油实现销售收入1.4亿元，同比增加28.19%，环比增加18.49%。三季度销售甲醇5.02万吨，同比增加9.17%，环比增加47.3%，平均售价为2269.6元/吨，同比升高24.8%，环比升高2%。甲醇实现销售收入1.14亿元，同比提高36.25%，环比升高50.25%。3) 粗苯产销同比下滑。三季度，公司生产粗苯1.36万吨，同比下降0.19%，环比增加6.58%。销量方面，销售粗苯1.28万吨，同比下降5.8%，环比增加0.78%。价格方面，三季度均价为4269.99元/吨，同比增加4.84%，环比增加7.17%。实现销售收入5452.57万元，同比下降1.24%，环比提升8.01%。

■焦煤成本较为稳定：据公告三季度公司炼焦煤的采购成本为1062.72元/吨，环比下降0.22%，同比提高6.05%。成本较为稳定。

■报告期内经营性现金流恶化：据公告，报告期内经营活动产生的现金流量净额较上年同期减少94.18%。我们认为一方面与公司受到环保因素影响，主营收入下降有关；另一方面，主要由于购买主要原材料所支付的现金比上年同期增加。

■四季度焦化行业环保限产升级，焦炭价格或将持续走强，建议关注公司量减价升的趋势：公司位于陕西韩城，属于汾渭平原重点城市。供暖期的逐渐临近有望催化焦炭行业限产升级。届时，公司量减价升

公司快报

证券研究报告

焦炭

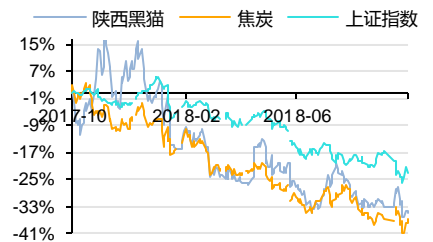
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**7.00元**
股价(2018-10-24) **6.27元**

交易数据

总市值(百万元)	7,860.60
流通市值(百万元)	5,831.10
总股本(百万股)	1,253.68
流通股本(百万股)	930.00
12个月价格区间	6.14/11.25元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.51	2.88	-12.03
绝对收益	-5.43	-7.52	-35.2

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

陕西黑猫：量减价增，业绩提升/周泰	2018-08-15
陕西黑猫：业绩同比改善，产业链纵向延展/周泰	2018-03-25

趋势或将持续，建议关注环保限产因素对公司业绩的影响。

■**投资建议：**我们预计公司 2018 年-2020 年的归母净利润分别为 2.68、3.62、3.63 亿元，折合 EPS0.21/0.29/0.29 元/股；考虑四季度限产给焦化行业带来的投资机会，给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 7.00 元，相当于 2018 年 28 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**环保限产不及预期，原材料价格大幅上涨

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,558.4	9,583.5	10,062.6	10,817.3	11,033.7
净利润	215.6	247.6	268.0	361.5	363.3
每股收益(元)	0.17	0.20	0.21	0.29	0.29
每股净资产(元)	2.18	4.30	4.50	4.78	5.05

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	36.5	31.7	29.3	21.7	21.6
市净率(倍)	2.9	1.5	1.4	1.3	1.2
净利润率	3.9%	2.6%	2.7%	3.3%	3.3%
净资产收益率	7.9%	4.6%	4.7%	6.0%	5.7%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	6.5%	9.4%	7.5%	7.2%	10.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,558.4	9,583.5	10,062.6	10,817.3	11,033.7	成长性					
减:营业成本	4,697.3	8,488.6	8,855.1	9,476.0	9,665.5	营业收入增长率	6.5%	72.4%	5.0%	7.5%	2.0%
营业税费	13.7	21.5	19.7	24.0	23.6	营业利润增长率	-145.0%	30.1%	9.6%	33.2%	5.1%
销售费用	372.7	470.4	503.1	540.9	551.7	净利润增长率	-176.8%	14.8%	8.2%	34.9%	0.5%
管理费用	82.1	101.3	130.8	135.2	143.4	EBITDA 增长率	2810.3%	4.2%	2.0%	10.1%	0.9%
财务费用	160.9	174.3	150.0	100.0	80.0	EBIT 增长率	-196.5%	21.7%	2.7%	15.5%	1.3%
资产减值损失	30.5	-26.3	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	-188.6%	31.8%	0.8%	15.5%	-2.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.2%	25.8%	20.0%	-33.8%	38.9%
投资和汇兑收益	89.0	21.1	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	4.8%	61.7%	4.6%	5.9%	5.6%
营业利润	290.3	377.6	413.9	551.3	579.5	利润率					
加:营业外净收支	6.6	-1.0	-	-	-	毛利率	15.5%	11.4%	12.0%	12.4%	12.4%
利润总额	296.9	376.6	413.9	551.3	579.5	营业利润率	5.2%	3.9%	4.1%	5.1%	5.3%
减:所得税	65.0	59.6	70.4	93.7	115.9	净利润率	3.9%	2.6%	2.7%	3.3%	3.3%
净利润	215.6	247.6	268.0	361.5	363.3	EBITDA/营业收入	14.6%	8.8%	8.6%	8.8%	8.7%
						EBIT/营业收入	8.1%	5.7%	5.6%	6.0%	6.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	249	140	127	109	97
货币资金	1,468.7	2,921.3	805.0	3,294.0	1,913.4	流动营业资本周转天数	-2	-12	11	-4	-3
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	305	215	264	244	251
应收账款	983.5	425.3	2,101.7	634.1	1,760.4	应收账款周转天数	65	26	45	46	39
应收票据	640.8	372.7	2,085.8	113.0	1,922.1	存货周转天数	32	22	30	29	27
预付账款	824.1	1,117.6	1,517.2	1,138.5	1,460.1	总资产周转天数	678	463	525	478	470
存货	583.3	596.2	1,102.2	614.2	1,035.0	投资资本周转天数	335	210	245	207	193
其他流动资产	382.6	1,114.3	575.8	690.9	793.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	ROE	7.9%	4.6%	4.7%	6.0%	5.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	2.3%	2.2%	3.4%	3.0%
长期股权投资	57.7	70.1	70.1	70.1	70.1	ROIC	6.5%	9.4%	7.5%	7.2%	10.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,735.4	3,700.4	3,414.9	3,129.4	2,843.9	销售费用率	6.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	1,013.0	2,618.3	2,618.3	2,618.3	2,618.3	管理费用率	1.5%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
无形资产	539.0	624.8	611.9	599.0	586.1	财务费用率	2.9%	1.8%	1.5%	0.9%	0.7%
其他非流动资产	424.2	459.9	451.8	455.4	455.7	三费/营业收入	11.1%	7.8%	7.8%	7.2%	7.0%
资产总额	10,653.3	14,021.8	15,355.5	13,357.7	15,459.6	偿债能力					
短期债务	1,278.0	1,293.0	458.4	-	-	资产负债率	58.5%	49.0%	51.3%	40.7%	45.9%
应付账款	935.3	1,022.5	1,660.8	1,173.0	1,509.8	负债权益比	140.9%	96.1%	105.3%	68.6%	84.9%
应付票据	2,205.0	2,595.5	4,430.8	2,696.2	4,105.5	流动比率	0.90	1.04	1.08	1.26	1.32
其他流动负债	994.3	1,374.9	1,051.2	1,278.6	1,133.8	速动比率	0.79	0.95	0.93	1.14	1.16
长期借款	706.0	105.0	-	-	-	利息保障倍数	2.81	3.15	3.76	6.51	8.24
其他非流动负债	113.1	480.2	275.3	289.5	348.3	分红指标					
负债总额	6,231.7	6,871.1	7,876.4	5,437.3	7,097.4	DPS(元)	-	0.02	0.01	0.01	0.02
少数股东权益	1,686.9	1,756.2	1,831.8	1,927.9	2,028.2	分红比率	0.0%	10.1%	3.4%	4.5%	6.0%
股本	930.0	1,253.7	1,253.7	1,253.7	1,253.7	股息收益率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	1,796.1	4,134.7	4,393.6	4,738.8	5,080.3						
股东权益	4,421.5	7,150.7	7,479.1	7,920.4	8,362.2						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.17	0.20	0.21	0.29	0.29
现金流量表						BVPS(元)	2.18	4.30	4.50	4.78	5.05
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	PE(X)	36.5	31.7	29.3	21.7	21.6
净利润	232.0	317.0	268.0	361.5	363.3	PB(X)	2.9	1.5	1.4	1.3	1.2
加:折旧和摊销	359.7	296.2	298.4	298.4	298.4	P/FCF	22.9	-6.3	-3.7	3.2	-5.2
资产减值准备	-123.1	-37.0	-	-	-	P/S	1.4	0.8	0.8	0.7	0.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	13.7	16.5	11.2	7.2	8.8
财务费用	176.5	171.9	150.0	100.0	80.0	CAGR(%)	25.4%	13.5%	-187.1%	25.4%	13.5%
投资损失	-89.0	-21.1	-20.0	-20.0	-20.0	PEG	1.4	2.4	-0.2	0.9	1.6
少数股东损益	16.4	69.4	75.6	96.1	100.3	ROIC/WACC	0.6	0.9	0.7	0.7	1.0
营运资金的变动	135.2	-747.1	-1,537.9	2,227.9	-2,222.7	REP	3.5	2.5	1.8	2.0	1.2
经营活动产生现金流量	699.3	677.2	-766.0	3,063.9	-1,400.8						
投资活动产生现金流量	-73.6	-1,643.8	-48.3	-9.8	62.6						
融资活动产生现金流量	-825.1	2,202.6	-1,302.0	-565.2	-42.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034