

山西焦化(600740)/煤炭开采

焦化业务盈利大幅提升, 中煤华晋贡献利润有望进一步上升

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.52

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

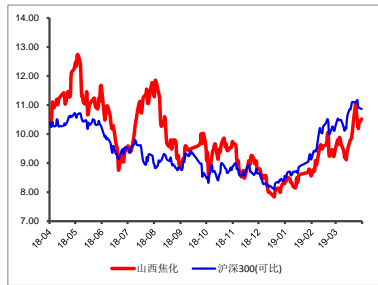
Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,516.0
流通股本(百万股)	656.8
市价(元)	10.52
市值(百万元)	15,948.8
流通市值(百万元)	6,909.9

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 山西焦化 2018 半年报点评: 中煤华晋贡献业绩符合预期, 公司盈利能力大幅增强

2 山西焦化 2017 年报点评: 焦炭业务盈利显著提升, 煤焦联姻未来可期

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,995	7,229	6,680	6,863	7,053
增长率 yoy%	48.46%	20.58%	-7.60%	2.75%	2.76%
净利润	92	1,533	1,471	1,523	1,574
增长率 yoy%	107.89%	1567.38	-4.04%	3.58%	3.35%
每股收益(元)	0.12	1.07	0.97	1.00	1.04
每股现金流量	0.26	0.39	-0.52	1.05	-0.42
净资产收益率	4.31%	16.60%	13.73%	12.45%	11.40%
P/E	87.63	9.83	10.84	10.47	10.13
P/B	7.48	1.73	1.49	1.30	1.15

备注:

投资要点

- 公司披露 2018 年年度报告:** 实现营业收入 72.29 亿元 (+20.58%), 归属于上市公司股东净利润 15.33 亿元 (+1567.38%), 公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 12.94 亿元 (+1152.37%), 每股收益为 1.21 元/股 (+909.25%), 加权平均 ROE 为 21.59% (+17.18pct)。
- 焦炭业务业绩同比上升, 主因量价双升。** 报告期内, 公司焦炭业务实现营业收入 53.09 亿元, 同比上升 25%; 焦炭业务成本为 46.24 亿元, 同比上升 24%; 毛利为 7.02 亿元, 同比增加 1.53 亿元。业绩增长的主要原因是量价双升。其中, 焦炭产(301 万吨)、销(300 万吨)量分别同比上升 7% 和 6%; 吨焦售价(1777 元/吨)同比上升 18%、相比吨焦成本(1543 元/吨, +17%)涨幅更大, 使得吨焦毛利(234.29 元/吨)同比上升 17%。
- 化工业务业绩扭亏为盈, 主因各产品价格大幅上涨。** 报告期内, 公司化工业务实现营收 18.69 亿元, 同比上升 11%; 化工业务成本为 17.63 亿元, 同比上升 4%; 实现毛利 1.0 亿元, 上年度同期为亏损 500 万实现扭亏为盈。业绩的大幅提升得益于各化工产品价格的大幅上涨。其中, 甲醇单位售价为 2217.48 元/吨, 同比上升 15%; 炭黑单位售价为 5399.8 元/吨, 同比上升 13.8%; 工业萘单位售价为 3988.3 元/吨, 同比上升 31.2%; 沥青单位售价为 3208.2 元/吨, 同比上升 5.22%。
- 中煤华晋贡献利润稳步增长, 未来有望进一步上升。** 报告期内, 中煤华晋实现营业收入 98.24 亿元, 同比上升 12.8%; 实现归母净利润为 29.11 亿元, 同比上升 11.99%。按公司持股比 49% 计算为 14.26 亿元, 由于 2018 年 1-2 月中煤华晋未并表(实现归母净利润 5.7 亿元, 折算后为 2.79 亿元), 因此公司全年投资收益为 11.15 亿元。从 2019 年开始中煤华晋将实现全年利润并表, 预计将进一步增厚公司业绩。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 2019/20/201 年实现归属于母公司股东净利润分别为 14.715/15.7 亿元, 折合 EPS 分别是 0.97/1.00/1.04 元/股, 当前 10.52 元股价, 对应 PE 分别为 10.8/10.5/10.1 倍, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性去产能的不确定性、环保限产政策的不确定性。

图表 1: 公司业务拆分详细

焦炭业务	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
焦炭产量(万吨)	332	280	301	285	285	285
焦炭销量(万吨)	336	283	300	285	285	285
单位售价(元/吨)	850	1510	1777	1742	1777	1812
YOY	39%	78%	18%	-2.0%	2.0%	2.0%
单位成本(元/吨)	742	1316	1543	1589	1613	1637
YOY	4%	77%	17%	3.0%	1.5%	1.5%
焦炭收入(百万元)	2857	4272	5326	4964	5063	5165
yoy	44%	50%	25%	16%	2%	2%
焦炭成本(百万元)	2495	3723	4624	4530	4598	4667
yoy	8%	49%	24%	22%	1%	1%
毛利(百万元)	361	549	702	434	466	498
毛利率(%)	13%	13%	13%	9%	9%	10%
收入占比	71%	71%	74%	74%	74%	73%
毛利占比	75%	98%	85%	85%	83%	81%
煤化工业务						
营业收入(百万元)	1157.93	1687.00	1869.58	1682.62	1766.75	1855.09
	-14%	45.7%	11%	-10%	5%	5%
营业成本(百万元)	1042.64	1692.00	1762.50	1621.50	1686.36	1753.81
	-19.8%	62.3%	4%	-8%	4%	4%
毛利(百万元)	115.30	-5.00	107.08	61	80	101
毛利率(%)	10%	0%	6%	4%	5%	5%
收入占比	29%	28%	26%	25%	26%	26%
毛利占比	24%	-1%	13%	12%	14%	17%
其他(百万元)						
其他收入	23.51	36.41	32.97	32.97	32.97	32.97
其他成本	18.20	23.00	20.22	20.22	20.22	20.22
毛利	5.31	13.41	12.75	12.75	12.75	12.75
毛利率	23%	37%	39%	39%	39%	39%
总营业收入(百万元)	4038	5995	7229	6680	6863	7053
YOY	20%	48%	21%	-8%	3%	3%
总营业成本(百万元)	3556	5438	6407	6171	6304	6441
YOY	-2%	53%	18%	13%	2%	2%
总毛利(百万元)	482	557	822	508	559	612
毛利率	12%	9%	11%	8%	8%	9%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,995	7,229	6,680	6,863	7,053
增长率	48.5%	20.6%	-7.6%	2.7%	2.8%
营业成本	-5,439	-6,407	-6,171	-6,304	-6,441
% 销售收入	90.7%	88.6%	92.4%	91.9%	91.3%
毛利	556	822	508	559	612
% 销售收入	9.3%	11.4%	7.6%	8.1%	8.7%
营业税金及附加	-32	-68	-37	-38	-39
% 销售收入	0.5%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-58	-54	-47	-48	-49
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-187	-199	-184	-189	-194
% 销售收入	3.1%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	279	502	241	284	330
% 销售收入	4.6%	6.9%	3.6%	4.1%	4.7%
财务费用	-195	-291	-221	-225	-233
% 销售收入	3.3%	4.0%	3.3%	3.3%	3.3%
资产减值损失	17	18	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1,116	1,498	1,513	1,528
% 税前利润	1.1%	70.2%	97.5%	95.1%	93.0%
营业利润	101	1,345	1,528	1,582	1,635
营业利润率	1.7%	18.6%	22.9%	23.1%	23.2%
营业外收支	-1	246	8	8	8
税前利润	100	1,590	1,536	1,590	1,643
利润率	1.7%	22.0%	23.0%	23.2%	23.3%
所得税	17	1	-15	-16	-16
所得税率	-17.0%	-0.1%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	93	1,504	1,501	1,554	1,607
少数股东损益	1	-28	30	31	32
归属于母公司的净利润	92	1,533	1,471	1,523	1,574
净利率	1.5%	21.2%	22.0%	22.2%	22.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	93	1,504	1,501	1,554	1,607
加: 折旧和摊销	316	317	360	403	449
资产减值准备	17	18	10	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	272	319	221	225	233
投资收益	-1	-1,116	-1,498	-1,513	-1,528
少数股东损益	1	-28	30	31	32
营运资金的变动	84	-461	-1,373	916	-1,402
经营活动现金净流	393	593	-789	1,585	-641
固定资本投资	-102	16	-300	-400	-500
投资活动现金净流	-136	18	1,098	1,013	928
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-120	-72	-684	-1,149	-233
筹资活动现金净流	-120	-72	-684	-1,149	-233
现金净流量	137	539	-376	1,449	54

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,946	4,570	6,019	6,073
应收款项	1,259	226	1,032	501
存货	383	234	326	175
其他流动资产	58	43	66	52
流动资产	6,646	5,073	7,444	6,801
% 总资产	32.9%	27.2%	35.2%	32.9%
长期投资	7,428	7,429	7,430	7,431
固定资产	3,762	3,900	4,020	4,134
% 总资产	18.6%	20.9%	19.0%	20.0%
无形资产	312	402	491	577
非流动资产	13,550	13,595	13,698	13,855
% 总资产	67.1%	72.8%	64.8%	67.1%
资产总计	20,195	18,669	21,142	20,656
短期借款	2,601	2,372	1,448	1,448
应付款项	5,721	3,117	4,915	2,772
其他流动负债	593	617	645	680
流动负债	8,915	6,106	7,009	4,899
长期贷款	695	451	451	451
其他长期负债	798	814	830	847
负债	10,408	7,371	8,290	6,197
普通股股东权益	9,235	10,715	12,239	13,813
少数股东权益	553	583	614	646
负债股东权益合计	20,195	18,669	21,142	20,656

比率分析

	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	1.07	0.97	1.00	1.04
每股净资产 (元)	6.09	7.07	8.07	9.11
每股经营现金净流 (元)	0.39	-0.52	1.05	-0.42
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	16.60%	13.73%	12.45%	11.40%
总资产收益率	7.45%	8.04%	7.35%	7.78%
投入资本收益率	63.02%	20.12%	17.85%	20.13%
增长率				
营业总收入增长率	20.58%	-7.60%	2.75%	2.76%
EBIT 增长率	508.05%	8.05%	3.37%	3.40%
净利润增长率	1567.38%	-4.04%	3.58%	3.35%
总资产增长率	81.53%	-7.56%	13.25%	-2.30%
资产管理能力				
应收账款周转天数	14.8	10.0	8.0	6.0
存货周转天数	18.0	16.6	14.7	12.8
应付账款周转天数	16.6	14.0	12.0	10.0
固定资产周转天数	187.4	206.5	207.7	208.1
偿债能力				
净负债/股东权益	-8.18%	-24.10%	-28.79%	-53.18%
EBIT 利息保障倍数	5.5	7.8	7.9	7.9
资产负债率	51.54%	39.48%	39.21%	30.00%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。