



600740.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.78

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	37.2	14.2	28.3	3.6
相对上证指数	5.2	6.5	1.8	(1.0)

发行股数(百万)	1,516
流通股(%)	43
总市值(人民币 百万)	16,343
3个月日均交易额(人民币 百万)	344
净负债比率(%) (2019E)	48.9
主要股东(%)	
山西焦化集团有限公司	51

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

山西焦化

18年业绩飙升16倍, 稀缺的焦煤资产表现靓丽

18年归属母公司净利润同比飙升16倍至15.3亿元, 主要由于投资收益贡献了11.1亿元。收购的中煤华晋业绩表现靓丽, 预计吨煤净利高达269元。公司自身的焦炭、化工业务表现也较好, 产销量大增、盈利改善明显。19年市盈率9.5倍, 低于行业平均。作为有用稀缺资源、有成长性的高弹性公司, 我们认为估值不贵, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 18年归属母公司净利润15.3亿元, 同比飙升16倍, 源于收购煤炭资产产生的高达11.1亿元的投资收益; 各项财务指标和财务结构改善明显。18年公司实现归属母公司净利润15.3亿元。同比增加16倍。每股收益1.21元。每股红利0.28元, 派息率20%。营业收入同比增加21%至72亿元, 毛利润同比增加48%至8.22亿元。毛利润率10%, 同比增加1.68个百分点, 经营利润率由去年同期的1.3%大幅提高至17%, 净利润率由1.5%大幅提升至21%。期间费用率由7.4%小幅增长至8%。净资产收益率由4.41%大幅提升至22%。业绩大幅增长主要原因是主要由于收购中煤华晋的优秀煤炭资产后产生的投资收益高达11.1亿元, 不考虑税收, 占归属母公司净利润的73%。净负债率由187%大幅下降至60%的较合理水平。
- 中煤华晋业绩大幅增长, 表现靓丽, 带来的投资收益符合预期。公司去年收购并表的中煤华晋公司(公司持股49%)18年归母净利润29.6亿元, 同比大幅增长增加37%, 业绩靓丽。中煤华晋公司的煤矿是高产高效的现代化大型焦煤矿井, 优质的资产在行业内十分稀缺, 如果按照1,100万吨产能满产计算, 吨煤净利高达269元, 几乎代表了行业的最高盈利水平。未来将继续为公司的业绩发力。
- 焦炭和化工业务也有较好改善, 产销量大幅增长, 盈利改善明显。18年公司焦炭产销量分别增长18.4%和5.9%至301万吨和300万吨。甲醇产销量同比皆增长24.5%至19万吨。公司的焦炭价格同比增长18%至1,777元/吨, 由于单位成本只增加4.9%至1,538元(控制较好, 绝大部分是焦煤), 吨煤毛利大幅增长450%至239元。公司的化工品综合价格同比增长7%至4,780元, 化工板块的毛利率由去年同期的-1%大幅提高至13%。
- 中长期看煤焦油制烯烃。作为山西省转型发展的重点项目, 公司60万吨煤焦油制甲醇再制烯烃项目有望近期开工。煤焦油为原料制烯烃是烯烃生产工艺中成本最低的。预计每年将带来50亿元的收入, 净利6亿元左右, 除去少数股东权益, 增厚当年业绩20%左右。有望成为公司中长期增长点。但目前开工、投产建成时间受限于环评、资金等有一定不确定性。
- 由于18年业绩略好于我们预期, 我们小幅上调了19年、20年盈利预测1.8%和10.9%。

估值

- 19年市盈率9.5倍, 低于行业平均。作为有用稀缺资源、有成长性的高弹性公司, 我们认为估值不贵, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行超预期, 焦煤焦炭价格下跌, 中煤华晋业绩低于预期, 煤制烯烃项目进展缓慢, 缺乏中长期增长点。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,995	7,229	7,663	7,882	8,426
变动(%)	48.5	20.6	6.0	2.8	6.9
净利润(人民币 百万)	92	1,533	1,785	2,006	2,279
全面摊薄每股收益(人民币)	0.12	1.21	1.14	1.32	1.50
变动(%)	107.9	791.4	16.5	6.1	13.6
先前预测摊薄每股收益(人民币)			1.12	1.19	
调整幅度(%)			1.8	10.9	
全面摊薄市盈率(倍)	89.8	8.9	9.5	8.1	7.2
价格/每股现金流量(倍)	0.51	0.47	1.21	1.43	1.59
每股现金流量(人民币)	21.0	23.0	8.9	7.5	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	245.8	145.0	61.7	64.7	33.2
每股股息(人民币)	0.00	0.21	0.24	0.26	0.30
股息率(%)	0.0	2.0	2.2	2.4	2.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 18 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017	2018	同比变动(%)
营业收入	5,995	7,229	21
营业成本	5,439	6,407	18
毛利润	556	822	48
营业税金及附加	32	68	114
销售费用	58	54	(8)
管理费用	187	262	40
财务费用	195	291	49
资产减值损失	17	18	6
投资净收益	1	1,116	104,219
营业利润	77	1,258	1,528
营业外收入	2	248	12,114
营业外支出	3	2	(41)
税前利润	76	1,504	1,884
所得税	(17)	(1)	(95)
少数股东损益	1	(28)	(3,309.1)
归属于母公司所有净利润	92	1,533	1,567
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.12	1.21	909
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0.31	0.39	26
毛利率 (%)	8.75	10.43	
经营利润率 (%)	1.3	17.4	
净利润率 (%)	1.5	21.2	
期间费用率 (%)	7.35	8.00	
净资产收益率 (%)	4.41	21.59	
有效税率 (%)	(22.4)	(0.1)	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 产销量数据

单位: 万吨	2017	2018	同比变动 (%)
焦炭: 产量	254	301	18.4
销量	283	300	5.9
甲醇: 产量	15.28	19.03	24.5
销量	15.11	18.82	24.5
炭黑: 产量	6.59	5.57	(15.5)
销量	6.49	5.49	(15.5)
沥青: 销量	8.59	7.26	(15.5)
焦化甲苯; 销量	7.55	7.55	0.0

资料来源: 公司数据, 中银证券

图表 3. 单位价格和成本

价格 (元/吨):	2017	2018	同比变动 (%)
焦炭	1510	1777	17.7
化工产品 (甲醇、炭黑、沥青、焦化甲苯)	4470	4780	6.9
原料煤价格	1380	1479	7.2
单位成本 (元/吨):			
焦炭	1466	1538	4.9
甲醇和炭黑	7736	7165	(7.4)
吨焦毛利	43	239	450.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



图表 4. 采购、加工量

采购量: 万吨	2017	2018	同比变动 (%)
原料煤	356	395	11.0
煤焦油	22	18	(16.3)
粗苯	7	7	(1.5)
加工量: 万吨			
煤焦油	30	26	(14.3)
粗苯	11	10	(5.5)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 占比及毛利率

	2017	2018
收入占比(%)		
焦炭	71	74
化工	28	26
其他业务	0	0
毛利占比(%)		
焦炭	99	87
化工	(1)	13
其他业务	0	0
毛利率(%)	9.6	13.2
焦炭	12.8	13.2
化工	(0.9)	5.7
其他业务	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 6. 产能利用率

主要产区或项目	设计产能 (万吨)	产能利用率 (%)	
		2017	2018
焦炭	353.6	71.8	80.53
焦油加工	30	100	86.1
甲醇	35.74	42.75	53.24
粗苯精制	10	100	103.4
炭黑	8	82.4	69.63

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,995	7,229	7,663	7,882	8,426
销售成本	(5,439)	(6,407)	(6,606)	(6,820)	(7,042)
经营费用	(473)	(675)	(727)	(755)	(801)
息税折旧前利润	83	147	330	307	583
折旧及摊销	308	311	319	347	383
经营利润(息税前利润)	400	464	656	660	972
净利息收入/(费用)	(195)	(291)	(306)	(321)	(337)
其他收益/(损失)	400	464	656	660	972
税前利润	76	1,504	1,753	2,005	2,280
所得税	17	1	1	1	(1)
少数股东权益	(1)	28	31	0	0
净利润	92	1,533	1,785	2,006	2,279
核心净利润	92	1,533	1,785	2,006	2,279
每股收益(人民币)	0.120	1.211	1.137	1.323	1.503
核心每股收益(人民币)	0.120	1.211	1.137	1.323	1.503
每股股息(人民币)	0.000	0.212	0.238	0.262	0.297
收入增长(%)	48	21	6	3	7
息税前利润增长(%)	70	76	124	(7)	90
息税折旧前利润增长(%)	10	16	41	1	47
每股收益增长(%)	108	909	(6)	16	14
核心每股收益增长(%)	108	909	(6)	16	14

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,755	4,946	5,046	5,522	6,085
应收帐款	800	1,248	1,323	1,361	1,455
库存	340	383	395	407	421
其他流动资产	83	68	56	58	61
流动资产总计	4,973	6,640	6,814	7,342	8,016
固定资产	5,742	5,727	6,577	6,494	6,370
无形资产	374	374	367	355	336
其他长期资产	37	7,453	7,457	7,458	7,459
长期资产总计	6,153	13,554	14,402	14,307	14,166
总资产	11,125	20,205	21,043	21,486	22,022
应付帐款	3,473	4,815	4,965	5,126	5,293
短期债务	6,353	7,473	7,534	7,481	7,534
其他流动负债	2,770	3,372	3,506	3,699	3,820
流动负债总计	7,056	8,915	8,992	8,907	9,007
长期借款	451	695	470	470	470
其他长期负债	904	798	1,432	1,267	875
股本	766	1,432	1,432	1,516	1,516
储备	1,367	7,812	8,195	8,804	9,632
股东权益	2,133	9,244	9,627	10,320	11,148
少数股东权益	581	553	522	522	522
总负债及权益	11,125	20,205	21,043	21,486	22,022
每股帐面价值(人民币)	2.79	6.45	6.72	6.81	7.35
每股有形资产(人民币)	2.29	6.17	6.44	6.54	7.09
每股净负债/(现金)(人民币)	3.98	2.25	2.07	1.60	1.27

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	76	1,504	1,753	2,005	2,280
折旧与摊销	(316)	(317)	(325)	(353)	(390)
净利息费用	195	291	306	321	337
运营资本变动	(304)	(451)	60	109	57
税金	(17)	(1)	(1)	(1)	1
其他经营现金流	760	(432)	35	92	129
经营活动产生的现金流	393	593	1,827	2,173	2,415
购买固定资产净值	(145)	(94)	(600)	(800)	(800)
投资减少/增加	9	112	0	0	0
其他投资现金流	(136)	18	(600)	(800)	(800)
投资活动产生的现金流	0	0	0	0	0
净增权益	4,704	5,567	5,000	6,100	6,200
净增债务	334	525	646	718	788
支付股息	(5,157)	(6,164)	(6,087)	(7,714)	(8,040)
其他融资现金流	(120)	(72)	(441)	(897)	(1,052)
融资活动产生的现金流	137	539	787	476	563
现金变动	1,583	1,721	2,259	3,046	3,522
期初现金	257	611	1,227	1,373	1,615
公司自由现金流	4,766	5,887	5,922	7,152	7,478
权益自由现金流	76	1,504	1,753	2,005	2,280

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.7	6.4	8.6	8.4	11.5
息税前利润率(%)	1.4	2.0	4.3	3.9	6.9
税前利润率(%)	1.3	20.8	22.9	25.4	27.1
净利率(%)	1.5	21.2	23.3	25.5	27.0
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	0.4	0.5	1.1	1.0	1.7
净权益负债率(%)	187.3	60.3	48.9	40.9	33.6
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	89.8	8.9	9.5	8.1	7.2
核心业务市盈率(倍)	89.8	8.9	9.5	8.1	7.2
市净率(倍)	3.9	1.7	1.6	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	21.0	23.0	8.9	7.5	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	245.8	145.0	61.7	64.7	33.2
周转率					
存货周转天数	24.3	20.6	21.5	21.5	21.5
应收帐款周转天数	54.3	51.7	61.2	62.2	61.0
应付帐款周转天数	213.8	209.2	232.9	233.6	225.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	19.8	19.1	19.8	19.8
净资产收益率(%)	4.4	26.9	18.9	20.1	21.2
资产收益率(%)	0.8	0.9	1.6	1.4	2.7
已运用资本收益率(%)	0.9	1.1	1.8	1.7	3.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371