



600740.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.27

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)	15,569
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25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

优质焦煤资产盈利能力强劲带来较好的一季度业绩

19年一季度归母净利润4.73亿元, 同比增长38%, 表现不错。中煤华晋带来的投资收益高达6.35亿元, 强劲且超预期, 很好对冲了主营业务1.6亿元的亏损。显示了优质焦煤资源的盈利能力和公司焦煤股的属性。我们维持盈利预测不变。19年市盈率9.0倍, 低于行业平均。我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 19年一季度归属母公司净利润4.73亿元, 同比增长38%, 略好于我们的预期。公司1季度4.73亿元的归母净利润占我们2019年全年盈利预测的27%, 好于预期。其中主营业务收入同比下降20%至14.42亿元, 低于预期, 主要由于焦炭产销量大幅下降。营业利润同比大幅增长163%至4.73亿元, 主要由于中煤华晋带来的投资收益大幅增长281%至6.35亿元且超预期。如果不考虑投资收益, 则公司主营业务(焦炭和化工)亏损1.6亿元, 低于预期, 上一次的亏损发生在16年一季度供给侧改革以前, 行业最低迷的时候, 亏损略显意外。毛利率率-2.49%, 经营利润率和净利润率都为32.8%。期间费用率由去年同期的6.9%小幅上涨至7.9%, 每股经营现金流由去年同期的0.04元大幅增长129%至0.09元, 净资产收益率由3.97%提升至4.78%。
- 中煤华晋带来的投资收益非常强劲且超预期。公司持股49%的中煤华晋(主营焦煤开采业务, 为公司焦炭业务的上游)于18年3月并表, 因而本期投资收益同比大幅增长281%至6.35亿元。根据公司披露, 2017、2018年中煤华晋公司的归属母公司净利润分别为25.7亿元和29.6亿元。根据49%的持股比例推算中煤华晋1季度的净利润大约为12亿元, 占2018年全年归母净利润的高达41%, 盈利非常强劲且超预期, 对公司业绩起到了压倒性的作用。再次显示了优质焦煤资源的盈利能力和议价能力以及公司焦煤股的属性。
- 公司主营业务亏损1.6亿元, 低于预期, 主要是焦炭产量下降12%以及原料煤(焦煤)价格增长12%导致单位成本上升。1季度公司焦炭产销量分别为6,110万吨和6,135万吨, 分别同比下降12%和13%, 据公司解释按照临汾市大气污染防治行动指挥部办公室等部门要求的生产负荷执行是主要原因。1季度公司原料煤(焦煤)的采购均价1,215元, 同比增长13%, 由于焦煤价格的大幅上涨导致单位成本上升。而公司的焦炭均价1,657元, 同比下降0.15%, 几乎是稳定。
- 主营的意外亏损被强劲的投资收益很好的对冲掉, 显示了公司产业链一体化运营的优势。我们继续看好这种业务模式。

估值

- 我们维持盈利预测不变, 2019、2020年的每股收益分别为1.14元、1.32元。19年市盈率9.0倍, 低于行业平均。作为有用稀缺优质资源、有成长性的公司, 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, 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
全面摊薄市盈率(倍)	85.5	8.5	9.0	7.8	6.8
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)	20.0	21.9	8.5	7.2	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	237.1	140.1	59.5	62.3	32.0
每股股息(人民币)	0.00	0.21	0.24	0.26	0.30
股息率(%)	0.0	2.1	2.3	2.5	2.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 19 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 年 1 季度	2019 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	1,802	1,442	(20)
营业成本	1,657	1,478	(11)
毛利润	145	(36)	(125)
营业税金及附加	9	14	58
销售费用	13	11	(10)
管理费用	42	59	42
财务费用	70	43	(38)
资产减值损失	0	0	
投资净收益	167	635	281
营业利润	180	473	163
营业外收入	164	0	(100)
营业外支出	1	0	(51)
税前利润	344	473	38
所得税	0	0	2
少数股东损益	0	0	(100)
归属于母公司所有净利润	343	473	38
每股收益 (人民币, 元)	0	0	30
基本每股收益 (元)	0	0	30
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0	0	129
毛利率 (%)	8	(2)	
经营利润率 (%)	10	33	
净利润率 (%)	19	33	
期间费用率 (%)	7	8	
净资产收益率 (%)	4	5	
有效税率 (%)	0	0	

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)	85.5	8.5	9.0	7.8	6.8
核心业务市盈率(倍)	85.5	8.5	9.0	7.8	6.8
市净率(倍)	3.7	1.6	1.5	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	20.0	21.9	8.5	7.2	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	237.1	140.1	59.5	62.3	32.0
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