



600740.SH

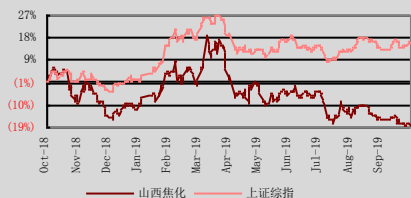
增持

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.36

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	(4.2)	(5.0)	(15.8)	(17.7)
相对上证指数	(24.0)	(5.8)	(16.2)	(33.9)

发行股数(百万)	1,516
流通股(%)	43
总市值(人民币 百万)	11,158
3个月日均交易额(人民币 百万)	66
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10月29日收市价为标准

相关研究报告

《山西焦化》 20190426

《山西焦化》 20190417

《山西焦化》 20190123

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

主营亏损逐季加剧, 三季度业绩低于预期

19年前三季度归母净利润8.99亿元, 同比减少30%, 低于预期。主要是以焦炭为代表的主营业务亏损逐季加剧, 量价齐跌叠加成本增长所致。第三季度归母净利润1.32亿元, 环比大幅减少55%。投资收益仍是业绩的最大支撑, 但第三季度环比下跌20%, 表现略差。我们下调19、20、21年的归母净利润37%、24%和19%, 将评级从买入下调至增持。

支撑评级的要点

■ 19年前三季度归属母公司净利润8.99亿元, 同比减少30%, 每股收益0.60元, 同比下降44%, 业绩低于预期。扣非后归母净利润9.14亿元, 同比减少12%。前三季度主营业务收入同比增加1%至52.5亿元, 但主营业务成本大幅增加16%至53.9亿元, 导致毛利润亏损1.35亿元, 焦炭和化工等主营业务明显亏损是导致业绩低于预期的主要原因。营业利润大幅下降55%至4.73亿元。其中主要由中煤华晋带来的投资收益大幅增长58%至14.8亿元, 但第三季度环比下跌20%, 第三季度投资收益表现略差些。营业外收入由去年同期的2.4亿元(中煤华晋重组利得)下降至只有4,100万元, 也是业绩大幅下降的主要原因。前三季度期间费用率7.7%, 去年同期为6.9%, 有所上升主要是管理费用大幅增长29%至1.6亿元。毛利率-2.57%, 经营利润率9%, 净利润率17%。净资产收益率9.23%, 大幅下降37个百分点, 经营活动现金流同比下降46%至0.74亿元。今年以来主营业务连续出现亏损, 而在之前的亏损发生在16年一季度供给侧改革以前, 行业最低迷的时候。

■ 第三季度量价齐跌, 成本上升。第三季度主营业务收入18.5亿元, 环比下跌6%, 归母净利润1.32亿元, 环比二季度大幅减少55%, 其中主营业务利润亏损8,900万元, 比第一、二季度的亏损3,600万元和亏损1,000万元大幅增加。主要是焦炭等化工品几乎都出现了量价齐跌, 导致收入减少。第三季度公司焦炭均价1,587元/吨, 同比下降14%, 环比下跌5%。焦炭产量72万吨, 同比下降0.2%, 环比下跌8.9% (详见后)。据万得数据, 公司所在地临汾二级冶金焦第三季度价格1,765元/吨, 环比下跌18%, 环比下跌5%, 与公司焦炭的跌幅相似, 符合市场规律。焦炭成本方面, 公司所在地的临汾肥煤坑口价803元/吨, 同比环比都上涨了1%。

■ 投资收益仍是业绩的主力, 但第三季度环比下滑20%。第三季度主要由中煤华晋的优质炼焦煤带来的投资收益3.76亿元, 环比下跌20%, 从当地市场焦煤价格环比微增的走势看, 总体表现略低于预期。

估值

■ 下调盈利预测和评级。当前经济下行压力较大, 以及焦炭及化工品的价格走势和成本的关系看, 主营业务的亏损可能短期无法扭转, 不利局面或仍将持续, 会继续拖累业绩。近期较低迷的股价一定程度反映了这种情况。我们下调19、20、21年的归母净利润37%、24%和19%。19年市盈率10.2倍, 略高于行业平均。我们将评级从买入下调至增持。

评级面临的主要风险

■ 经济下行超预期, 主营亏损加剧, 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	7,141	7,344	7,847
变动(%)	48.5	20.6	(1.2)	2.8	6.9
净利润(人民币 百万)	92	1,533	1,160	1,516	1,841
全面摊薄每股收益(人民币)	0.12	1.21	0.72	1.00	1.21
变动(%)	107.9	791.4	(24.3)	23.4	21.4
先前预测每股收益(人民币)			1.14	1.32	1.50
调整幅度(%)			(36.5)	(24.3)	(19.1)
全面摊薄市盈率(倍)	61.3	6.1	10.2	7.4	6.1
价格/每股现金流量(倍)	0.51	0.47	1.09	1.12	1.32
每股现金流量(人民币)	14.3	15.7	6.7	6.6	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	194.6	116.0	(24.3)	(22.3)	(31.4)
每股股息(人民币)	0.00	0.21	0.15	0.20	0.24
股息率(%)	0.0	2.9	2.1	2.7	3.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 19 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 年前三季度	2019 年前三季度	同比变动(%)
营业收入	5,203	5,250	1
营业成本	4,655	5,385	16
毛利润	549	(135)	(125)
营业税金及附加	48	37	(23)
销售费用	40	38	(4)
管理费用	125	160	29
财务费用	193	205	7
资产减值损失	12	(1)	
投资净收益	934	1,479	58
营业利润	1,053	473	(55)
营业外收入	242	0.41	(100)
营业外支出	7	0	(95)
税前利润	1,288	864	(33)
所得税	(0)	(2)	2,600
少数股东损益	1	(34)	(4,744)
归属于母公司所有净利润	1,287	899	(30)
每股收益 (人民币, 元)	1.06	0.60	(44)
基本每股收益 (元)	1.06	0.60	(44)
毛利率 (%)	10.54	(2.57)	
经营利润率 (%)	20.2	9.0	
净利润率 (%)	24.7	17.1	
期间费用率 (%)	6.9	7.7	
净资产收益率 (%)	46.4	9.2	
有效税率 (%)	(0.0)	(0.2)	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 公司 19 年第三季度经营数据

主要产品	经营指标	单位	2019 年 第三季度	2019 年 第二季度	2018 年 第三季度	环比变动 (%)	同比变动 (%)
焦炭	产量	吨	720,445	791,182	721,997	(9)	(0)
	销量	吨	739,957	778,685	648,016	(5)	14
	销售收入 (不含税)	百万元	1,174	1,296	1,192	(9)	(1)
	平均售价 (不含税)	元/吨	1,587	1,665	1,839	(5)	(14)
沥青	产量	吨	24,061	22,273	17,426	8	38
	销量	吨	19,906	20,823	23,206	(4)	(14)
	销售收入 (不含税)	百万元	50	62	68	(19)	(27)
	平均售价 (不含税)	元/吨	2,503	2,972	2,922	(16)	(14)
工业萘 (液体)	产量	吨	8,527	8,409	2,050	1	316
	销量	吨	8,544	8,349	2,161	2	295
	销售收入 (不含税)	百万元	28	28	9	3	206
	平均售价 (不含税)	元/吨	3,329	3,318	4,304	0	(23)
甲醇	产量	吨	42,541	57,596	52,164	(26)	(18)
	销量	吨	43,971	54,044	53,244	(19)	(17)
	销售收入 (不含税)	百万元	69	97	123	(28)	(44)
	平均售价 (不含税)	元/吨	1,571	1,787	2,306	(12)	(32)
炭黑	产量	吨	16,825	18,500	9,400	(9.06)	79
	销量	吨	18,395	16,538	10,137	11.23	81
	销售收入 (不含税)	百万元	83	83	54	(0.79)	53
	平均售价 (不含税)	元/吨	4,484.9	5,028	5,325	(10.81)	(15.8)
纯苯	产量	吨	12,241	15,970	19,158	(23.4)	(36.1)
	销量	吨	11,887	16,945	18,945	(29.9)	(37.3)
	销售收入 (不含税)	百万元	52	61	106	-14.11	(51)
	平均售价 (不含税)	元/吨	4,390	3,585	5,608	22.45	(22)

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	7,141	7,344	7,847
销售成本	(5,439)	(6,407)	(7,123)	(7,355)	(7,595)
经营费用	(473)	(675)	(699)	(725)	(769)
息税折旧前利润	83	147	(681)	(736)	(516)
折旧及摊销	308	311	319	347	383
经营利润(息税前利润)	400	464	(356)	(383)	(127)
净利息收入/(费用)	(195)	(291)	(306)	(321)	(337)
其他收益/(损失)	400	464	(356)	(383)	(127)
税前利润	76	1,504	1,128	1,515	1,842
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	1,160	1,516	1,841
核心净利润	92	1,533	1,160	1,516	1,841
每股收益(人民币)	0.120	1.211	0.724	1.000	1.214
核心每股收益(人民币)	0.120	1.211	0.724	1.000	1.214
每股股息(人民币)	0.000	0.212	0.152	0.198	0.240
收入增长(%)	48	21	(1)	3	7
息税前利润增长(%)	70	76	(563)	8	(30)
息税折旧前利润增长(%)	10	16	(177)	8	(67)
每股收益增长(%)	108	909	(40)	38	21
核心每股收益增长(%)	108	909	(40)	38	21

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	1,128	1,515	1,842
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)	511	124	76
税金	(17)	(1)	(1)	(1)	1
其他经营现金流	760	(432)	34	91	130
经营活动产生的现金流	393	593	1,654	1,697	1,996
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	523	621	701
支付股息	(5,157)	(6,164)	(5,840)	(7,521)	(7,866)
其他融资现金流	(120)	(72)	(317)	(800)	(965)
融资活动产生的现金流	137	539	737	97	231
现金变动	1,583	1,721	2,259	2,996	3,093
期初现金	257	611	1,054	897	1,196
公司自由现金流	4,766	5,887	5,748	6,676	7,060
权益自由现金流	76	1,504	1,128	1,515	1,842

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	4,996	5,093	5,325
应收帐款	800	1,248	1,233	1,268	1,355
库存	340	383	426	439	454
其他流动资产	83	68	53	54	57
流动资产总计	4,973	6,640	6,702	6,849	7,185
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	20,931	20,993	21,191
应付帐款	3,473	4,815	5,354	5,528	5,708
短期债务	6,353	7,473	7,889	7,848	7,913
其他流动负债	2,770	3,372	3,861	4,066	4,199
流动负债总计	7,056	8,915	9,381	9,309	9,422
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	7,693	7,909	8,386
股东权益	2,133	9,244	9,125	9,425	9,902
少数股东权益	581	553	522	522	522
总负债及权益	11,125	20,205	20,931	20,993	21,191
每股帐面价值(人民币)	2.79	6.45	6.37	6.22	6.53
每股有形资产(人民币)	2.29	6.17	6.09	5.96	6.28
每股净负债/(现金)(人民币)	3.98	2.25	2.35	2.13	2.02

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	(5.0)	(5.2)	(1.6)
息税前利润率(%)	1.4	2.0	(9.5)	(10.0)	(6.6)
税前利润率(%)	1.3	20.8	15.8	20.6	23.5
净利率(%)	1.5	21.2	16.2	20.6	23.5
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	0.4	0.5	(2.2)	(2.3)	(1.5)
净权益负债率(%)	187.3	60.3	55.6	52.5	48.5
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	61.3	6.1	10.2	7.4	6.1
核心业务市盈率(倍)	61.3	6.1	10.2	7.4	6.1
市净率(倍)	2.6	1.1	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	14.3	15.7	6.7	6.6	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	194.6	116.0	(24.3)	(22.3)	(31.4)
周转率					
存货周转天数	24.3	20.6	20.7	21.5	21.5
应收帐款周转天数	54.3	51.7	63.4	62.2	61.0
应付帐款周转天数	213.8	209.2	259.9	270.4	261.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	19.8	18.7	19.8	19.8
净资产收益率(%)	4.4	26.9	12.6	16.3	19.0
资产收益率(%)	0.8	0.9	(3.3)	(3.5)	(2.4)
已运用资本收益率(%)	0.9	1.1	(3.8)	(4.1)	(2.8)

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得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