

600740.SH

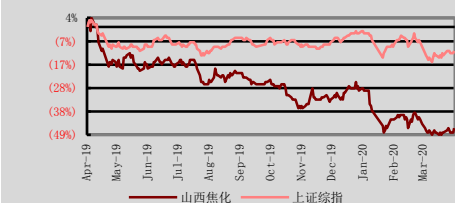
中性

原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.43

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	(25.5)	(3.8)	(25.4)	(45.5)
相对上证指数	(17.2)	(1.8)	(16.4)	(34.2)

发行股数(百万)	1,516
流通股(%)	43
总市值(人民币 百万)	8,369
3 个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2020E)	57.4
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, 中银证券
以 2020 年 4 月 14 日收市价为标准

相关研究报告

《山西焦化》 20191030

《山西焦化》 20190426

《山西焦化》 20190417

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

主营亏损加剧, 投资收益支撑业绩

19 年归母净利润同比下降 69% 至 4.74 亿元, 主营业务逐季亏损且加大, 焦炭及化工品量价齐跌而成本费用控制欠佳。巨额的投资收益仍有 22% 的增长, 表现良好, 支撑着业绩没有亏损。考虑到持续低于预期的业绩和今年的经济下行压力对焦化行业的不利影响, 及 1、2 季度较大的业绩压力, 我们将评级由增持下调至中性。

支撑评级的要点

- **业绩大幅下跌。**19 年归属母公司净利润 4.74 亿元, 同比下降 69%, 位于业绩预告的低限。扣非后归母净利润 4.58 亿元, 同比下降 65%。其中 19 年第四季度归母净利润大幅亏损 4.25 亿元, 很大程度拖累了全年的业绩, 也是公司历史第二低的季度业绩。公司 2019 年的业绩逐季大幅下降, 持续低于预期, 19 年以来主营业务连续出现亏损, 而之前的亏损发生在 16 年 1 季度供给侧改革以前, 行业最低迷的时候, 值得关注。公司 10 股派 1 元, 分红率由 18 年的 20% 提升至 32%, 股息率 1.8%, 吸引力不强。
- **主业亏损, 成本费用控制欠佳, 资产质量下降, 投资收益支撑业绩。**2019 年主营业务收入 66.4 亿元, 同比减少 8.1%, 主要由于受到经济下行影响, 主要产品量价齐跌。但主营成本增加 6% 至 67.9 亿元。这导致毛利亏损 1.5 亿元。营业利润同比下降 64% 至 4.53 亿元, 主要由于中煤华晋为主的 投资收益增长 22% 至 13.7 亿元支撑了营业利润没有巨亏反而有盈利。期间费用率由去年同期的 7.5% 增长至 9.8%, 费用控制欠佳, 主要是财务费用增长 24% 至 3.6 亿元, 以及管理费用同比增长 20%, 主要是员工薪酬的增长。每股经营性现金流同比大幅下降 87% 至 0.06 元, 显示了较欠缺的主业经营。净资产收益率由去年同期的 22% 大幅下降至 4.7%。资产负债率由 52% 下降至 47%。毛利润率由去年同期的 10.43% 下降至 3.04%; 经营利润率由去年同期的 17.4% 大幅下降至 6.8%; 净利润率由 21% 下降至 7.1%。
- **焦炭和化工品量价齐跌。**主要产品产量以下跌为主: 19 年焦炭产量 293 万吨, 同比下降 2.7%; 甲醇产量 17.4 万吨, 同比下降 8.4%, 炭黑产量 7.1 万吨, 同比增长 27.5%。焦炭价格下降 2.7% 至 1,730 元/吨, 化工品价格下降 11% 至 4,143 元/吨。单位焦炭成本增长 8% 至 1,661 万吨, 这导致单位焦炭毛利大幅下降 71% 至 69 元。
- **2020 年 1、2 季度业绩压力大。**一方面, 今年经营形势严峻: 今年以来受到经济压力大及疫情反复导致复工复产缓慢, 公司主要产品的价格下滑明显。其中今年 1 季度公司所在地临汾二级冶金焦出厂价下跌 10% 至 1,550 元。临汾的甲醇、工业萘价格均下降 18% 左右。另一方面, 去年同期同比基数高, 如 19 年 1 季度归母净利润 4.7 亿元, 与 19 年全年的业绩相当, 2 季度归母净利润 3 亿元。我们预计 20 年 1 季度业绩降幅或超过 50%。

估值

- 公司的经营和业绩连续欠佳, 低于预期, 今年经济压力较大, 从焦炭和化工品的价格走势, 主营业务的亏损短期无法扭转。我们将 20/21 年的归母净利润分别下调 76% 和 72%。2020 年市盈率 24 倍, 市净率 0.8 倍, 我们把评级从增持下调至中性。

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	7,229	6,642	6,415	6,702	7,121
变动(%)	20.6	(8.1)	(3.4)	4.5	6.3
净利润(人民币 百万)	1,533	474	407	587	940
全面摊薄每股收益(人民币)	1.21	0.31	0.23	0.34	0.57
变动(%)	908.7	(74.2)	(25.1)	45.5	66.4
先前预测每股收益(人民币)			1.00	1.21	
调整幅度(%)			(76.6)	(71.8)	
全面摊薄市盈率(倍)	4.6	17.6	23.6	16.2	9.7
价格/每股现金流量(倍)	0.47	0.06	(0.43)	0.41	0.62
每股现金流量(人民币)	11.8	91.7	(13.0)	13.4	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.8	(16.4)	(18.8)	(20.0)	0.0
每股股息(人民币)	0.21	0.10	0.07	0.11	0.18
股息率(%)	3.8	1.8	1.4	2.0	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 19 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 年	2019 年	同比变动(%)
营业收入	7,229	6,642	(8.1)
营业成本	6,407	6,792	6.0
毛利润	822	(150)	(118.3)
营业税金及附加	68	52	(23.9)
销售费用	54	52	(2.1)
管理费用	199	238	19.9
财务费用	291	360	23.6
资产减值损失	18	(23)	(230.7)
投资净收益	1,116	1,367	22.4
营业利润	1,258	453	(64.0)
营业外收入	248	1	(99.7)
营业外支出	2	3	33.7
税前利润	1,503	451	(70.0)
所得税	(1)	(2)	72.8
少数股东损益	(28)	(22)	(23.1)
归属于母公司所有净利润	1,533	474	(69.1)
每股收益 (人民币, 元)	1.21	0.31	
每股经营活动产生现金净流量 (元)	0.47	0.06	(87.2)
毛利率 (%)	10.43	(3.04)	
经营利润率 (%)	17.4	6.8	
净利润率 (%)	21.2	7.1	
期间费用率 (%)	7.52	9.79	
净资产收益率 (%)	21.59	4.68	
有效税率 (%)	(0.1)	(0.4)	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 19 年主要产品产销量

	2018	2019	同比变动 (%)
焦炭: 产量	301	293	(2.7)
销量	300	293	(2.3)
甲醇: 产量	19.0	17.4	(8.4)
销量	19.3	17.30	(10.4)
炭黑: 产量	5.57	7.1	27.5
销量	5.7	7.10	24.6
沥青: 销量	7.72	8.12	5.2

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 单位价格和成本

价格 (元/吨):	2018	2019	同比变动 (%)
焦炭	1,777	1,730	(2.7)
化工产品 (甲醇、炭黑、沥青、焦化甲苯)	4,677	4,143	(11.4)
单位成本 (元/吨):			
焦炭	1,538	1,661	8.0
吨焦毛利	239	69	(71.3)

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 采购、加工量

采购量:	2018	2019	同比变动 (%)
原料煤	395	384	(2.6)
煤焦油	18	25	34.5
粗苯	7	4	(37.6)
加工量:			
煤焦油	26	31	21.6
粗苯	10	8	(23.7)

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 5. 收入占比及毛利率

收入占比(%)	2018	2019
焦炭	74	76
化工	26	23
其他业务	0	1
毛利率(%)	13.2	(2.0)
焦炭	13.2	4.1
化工	5.7	(25.8)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	7,229	6,642	6,415	6,702	7,121
销售成本	(6,407)	(6,792)	(6,487)	(6,680)	(6,833)
经营费用	(611)	(702)	(709)	(742)	(784)
息税折旧前利润	211	(853)	(781)	(720)	(495)
折旧及摊销	311	314	347	383	425
经营利润(息税前利润)	528	(531)	(427)	(330)	(63)
净利息收入/(费用)	(291)	(360)	(378)	(397)	(416)
其他收益/(损失)	528	(531)	(427)	(330)	(63)
税前利润	1,503	451	380	554	904
所得税	1	2	1	(2)	(3)
少数股东权益	28	22	26	35	40
净利润	1,533	474	407	587	940
核心净利润	1,533	474	407	587	940
每股收益(人民币)	1.211	0.313	0.234	0.341	0.568
核心每股收益(人民币)	1.211	0.313	0.234	0.341	0.568
每股股息(人民币)	0.212	0.100	0.075	0.109	0.181
收入增长(%)	21	(8)	(3)	4	6
息税前利润增长(%)	152	(505)	(8)	(8)	(31)
息税折旧前利润增长(%)	32	(201)	(20)	(23)	(81)
每股收益增长(%)	909	(74)	(25)	46	66
核心每股收益增长(%)	909	(74)	(25)	46	66

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,946	4,522	4,251	4,631	4,937
应收帐款	1,248	126	1,108	1,157	1,230
库存	383	537	387	399	408
其他流动资产	68	189	64	66	68
流动资产总计	6,640	5,368	5,804	6,247	6,637
固定资产	5,727	7,209	6,499	6,375	6,910
无形资产	374	374	366	351	329
其他长期资产	7,453	8,785	8,790	8,791	8,792
长期资产总计	13,554	16,368	15,655	15,518	16,032
总资产	20,205	20,381	21,292	21,600	22,490
应付帐款	4,815	5,035	4,875	5,020	5,135
短期债务	7,473	7,646	7,752	7,985	8,240
其他流动负债	3,372	4,301	4,321	4,422	4,529
流动负债总计	8,915	8,379	8,306	8,584	8,846
长期借款	695	829	800	700	700
其他长期负债	798	402	1,199	1,013	1,093
股本	1,432	1,516	1,516	1,516	1,516
储备	7,812	8,709	8,951	9,304	9,890
股东权益	9,244	10,225	10,467	10,820	11,406
少数股东权益	553	545	519	484	444
总负债及权益	20,205	20,381	21,292	21,600	22,490
每股帐面价值(人民币)	6.45	6.74	6.90	7.14	7.52
每股有形资产(人民币)	6.17	6.47	6.63	6.87	7.26
每股净负债/(现金)(人民币)	2.25	2.61	2.84	2.67	2.64

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,503	451	380	554	904
折旧与摊销	(317)	(322)	(354)	(391)	(432)
净利息费用	291	360	378	397	416
运营资本变动	(451)	249	(1,008)	82	31
税金	(1)	(2)	(1)	2	3
其他经营现金流	(432)	(645)	(40)	(19)	18
经营活动产生的现金流	593	91	(646)	626	940
购买固定资产净值	(94)	(126)	(150)	(180)	(260)
投资减少/增加	112	271	200	210	240
投资活动产生的现金流	18	744	(150)	(180)	(260)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,567	6,799	6,100	7,500	8,200
支付股息	525	979	491	561	690
其他融资现金流	(6,164)	(8,013)	(6,404)	(8,126)	(9,264)
融资活动产生的现金流	(72)	(236)	187	(65)	(374)
现金变动	539	600	(609)	381	306
期初现金	1,721	2,259	2,859	2,251	2,631
公司自由现金流	611	836	(796)	446	680
权益自由现金流	5,887	7,275	4,927	7,549	8,464

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.3	(8.0)	(6.7)	(4.9)	(0.9)
息税前利润率(%)	2.9	(12.8)	(12.2)	(10.7)	(7.0)
税前利润率(%)	20.8	6.8	5.9	8.3	12.7
净利率(%)	21.2	7.1	6.3	8.8	13.2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	0.7	(2.4)	(2.1)	(1.8)	(1.2)
净权益负债率(%)	60.3	52.1	57.4	53.6	50.7
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	4.6	17.6	23.6	16.2	9.7
核心业务市盈率(倍)	4.6	17.6	23.6	16.2	9.7
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	11.8	91.7	(13.0)	13.4	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	67.8	(16.4)	(18.8)	(20.0)	0.0
周转率					
存货周转天数	20.6	24.7	26.0	21.5	21.6
应收帐款周转天数	51.7	37.8	35.1	61.7	61.2
应付帐款周转天数	209.2	270.6	281.9	269.5	260.3
回报率					
股息支付率(%)	19.8	31.8	27.8	28.0	29.1
净资产收益率(%)	26.9	4.9	3.9	5.5	8.5
资产收益率(%)	1.3	(4.1)	(3.6)	(3.3)	(2.2)
已运用资本收益率(%)	1.5	(4.6)	(4.0)	(3.6)	(2.4)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 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士，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