

山西焦化 (600740)

证券研究报告

2019 年 04 月 17 日

中煤华晋并表大幅增厚利润，低估值待修复

事件：山西焦化发布 2018 年年报，2018 年度公司实现营业收入 72.3 亿，同比增长 20.6%，实现归母净利润 15.3 亿，同比增长 1567.4%。单季度来看，2018 年 Q4 公司实现营业收入 20.3 亿，同比增长 19.6%，环比增长 19.5%；Q4 实现归母净利润 2.5 亿，同比增长 514.1%，环比下降 47.2%。2018 年度公司分红率 19.78%。

点评：

1.量价齐增，焦炭主业业绩增厚。

量：公司拥有焦炭核定产能 360 万吨，2018 年焦炭产量 301 万吨，同比增加 21 万吨，焦炭销量 300 万吨，同比增加 17 万吨。随着环保趋严，2017 年以来采暖季及非采暖季错峰限产政策密集发布，根据公司公告，2018 年公司共有 6 个月时间有错峰限产要求，分别为：2018 年 1 月 1 日—3 月 31 日延长结焦时间到 30 小时，9 月—11 月中旬延长结焦时间到 48 小时，11 月中旬—12 月延长结焦时间到 30 小时，共预估影响产量 76.5 万吨，错峰限产期内限产率为 43% $(76.5/(360/2)=43\%)$ ，而公司实际限产期内限产率为 33% $(59/180)$ 。总体来看，Q4 因为民用供暖任务，限产较为放松，限产幅度实际执行力度最大在一季度。**价：**受焦炭环保倒逼去产能影响，2018 年焦炭中枢价格大幅上移，2018 年焦炭销售平均价格为 1777 元/吨，比上年同期平均价格 1510 元/吨（不含税），增加 268 元/吨。

2.收购中煤华晋，增加投资收益 11 亿

2018 年 1 月 25 日，公司向山焦集团发行股份及支付现金购买其所持有的中煤华晋 49% 的股权事项获证监会核准通过，2018 年 3 月完成并表。中煤华晋现有煤矿 3 座，核定产能总计 1,020 万吨，权益产能 873 万吨，主要煤种均为瘦煤。2018 年中煤华晋实现营业收入 98.24 亿，营业成本 29.91 亿，归母净利润 29.11 亿，49% 权益对应 14.3 亿，由于是 3 月份并表，1-2 月投资收益不归属山西焦化，2018 年山西焦化持有中煤华晋 49% 股权对应 3-12 月份收益 11.1 亿。

3.2018 年 Q4 利润环比下降主要由于费用率的提高以及中煤华晋 Q4 利润下滑。

2018 年 Q4 归母净利润 2.5 亿，环比减少 2.2 亿，主要原因在于（1）Q4 期间费用率提高：2018 年 Q4 期间费用率 9.2%，环比增加 1.6 个百分点，主要为管理费用率（+0.9 个百分点）和财务费用率（+0.8 个百分点）的提高；（2）投资收益下降 1.4 亿。

4.估值偏低，待修复。

截止 2019 年 4 月 15 日，公司总市值 159.5 亿，以 2018 年业绩对应 PE 10 倍，由于 18 年中煤华晋只计入 10 个月份的业绩，以 12 个月份算 18 年公司利润为 18.5 亿，对应 PE 为 8.6 倍。2019 年来看焦煤净增产能少，社融数据超预期，制造业 PMI 大幅回升，宏观数据向微观靠拢，2019 年需求端不弱，全年预计焦煤价格高位震荡。焦炭方面，由于 2019 年初基数高，并且全年来看焦炭价格波动减小，预计 2019 年焦炭价格中枢价格同比略有增长。

投资建议：由于焦炭去产能力度不及预期，我们向下调整对公司的盈利预测，2019-2020 年净利润由 19.0 亿、19.6 亿下调至 18.6 亿、16.5 亿；预计 2021 年净利润为 16.8 亿元，由于公司目前估值仍然偏低，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济大幅下滑、煤价大幅下跌、新增产能大量释放、焦炭去产能不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,994.99	7,228.97	7,364.00	7,274.00	7,304.00
增长率(%)	48.46	20.58	1.87	(1.22)	0.41
EBITDA(百万元)	579.53	1,917.07	2,406.83	2,223.98	2,268.93
净利润(百万元)	91.92	1,532.65	1,857.05	1,652.57	1,679.88
增长率(%)	107.89	1,567.38	21.17	(11.01)	1.65
EPS(元/股)	0.06	1.01	1.22	1.09	1.11
市盈率(P/E)	177.80	10.66	8.80	9.89	9.73
市净率(P/B)	7.66	1.77	1.51	1.35	1.21
市销率(P/S)	2.73	2.26	2.22	2.25	2.24
EV/EBITDA	13.48	5.60	6.31	5.92	4.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,516.05
流通 A 股股本(百万股)	656.83
A 股总市值(百万元)	16,343.00
流通 A 股市值(百万元)	7,080.66
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	51.54
一年内最高/最低(元)	12.85/7.68

作者

彭鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110002
pengxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《山西焦化-季报点评:焦炭毛利提升，低估值有待修复》 2018-10-23
- 2 《山西焦化-首次覆盖报告:3 次闯关终获批，成功转型“煤-焦-化”一体生产商》 2018-02-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,755.46	4,946.37	3,072.66	5,008.58	6,786.92
应收账款	403.79	192.37	1,268.44	350.78	353.68
预付账款	49.11	43.39	80.71	27.97	81.21
存货	340.26	382.73	528.56	311.99	587.70
其他	430.02	1,080.86	420.63	904.08	544.51
流动资产合计	4,978.64	6,645.72	5,371.00	6,603.41	8,354.02
长期股权投资	13.09	7,427.53	7,427.53	7,427.53	7,427.53
固定资产	3,765.88	3,761.65	4,334.60	4,593.38	4,650.67
在建工程	1,955.51	1,943.27	1,201.96	769.18	491.51
无形资产	231.43	311.83	304.69	297.55	290.42
其他	180.58	105.36	165.87	150.43	140.55
非流动资产合计	6,146.49	13,549.63	13,434.65	13,238.08	13,000.68
资产总计	11,125.13	20,195.35	18,805.65	19,841.49	21,354.70
短期借款	1,747.00	2,601.24	0.00	0.00	0.00
应付账款	515.59	1,235.77	705.75	1,055.70	776.07
其他	4,793.26	5,078.28	5,458.17	4,851.00	5,451.64
流动负债合计	7,055.86	8,915.28	6,163.92	5,906.70	6,227.71
长期借款	451.20	695.00	540.32	432.10	310.23
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	904.41	797.77	733.74	811.97	781.16
非流动负债合计	1,355.61	1,492.77	1,274.06	1,244.07	1,091.39
负债合计	8,411.47	10,408.06	7,437.97	7,150.77	7,319.10
少数股东权益	581.02	552.71	553.66	554.64	555.62
股本	765.70	1,432.17	1,516.05	1,516.05	1,516.05
资本公积	2,257.10	7,169.83	7,169.83	7,169.83	7,169.83
留存收益	1,366.94	7,812.32	9,297.97	10,620.03	11,963.93
其他	(2,257.10)	(7,179.73)	(7,169.83)	(7,169.83)	(7,169.83)
股东权益合计	2,713.66	9,787.30	11,367.67	12,690.71	14,035.60
负债和股东权益总	11,125.13	20,195.35	18,805.65	19,841.49	21,354.70

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	92.80	1,504.41	1,857.05	1,652.57	1,679.88
折旧摊销	316.40	317.04	235.49	261.13	277.52
财务费用	271.71	319.48	294.56	290.96	292.16
投资损失	(1.07)	(1,116.21)	(1,700.00)	(1,600.00)	(1,600.00)
营运资金变动	83.66	(460.59)	(1,396.23)	551.99	493.98
其它	(370.47)	29.02	1.00	1.00	1.00
经营活动现金流	393.03	593.16	(708.12)	1,157.65	1,144.54
资本支出	80.92	7,902.04	124.04	1.76	80.81
长期投资	1.03	7,414.44	0.00	0.00	0.00
其他	(218.33)	(15,298.71)	1,515.96	1,518.24	1,469.19
投资活动现金流	(136.38)	17.77	1,640.00	1,520.00	1,550.00
债权融资	3,681.08	3,770.04	1,536.68	1,416.45	1,128.40
股权融资	(195.30)	5,278.29	(200.78)	(290.96)	(292.16)
其他	(3,605.32)	(9,120.43)	(4,141.50)	(1,867.22)	(1,752.45)
筹资活动现金流	(119.55)	(72.10)	(2,805.59)	(741.73)	(916.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	137.11	538.83	(1,873.72)	1,935.93	1,778.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,994.99	7,228.97	7,364.00	7,274.00	7,304.00
营业成本	5,438.80	6,406.95	6,509.19	6,532.00	6,532.00
营业税金及附加	31.87	68.18	58.91	58.19	58.43
营业费用	58.25	53.58	51.55	50.92	51.13
管理费用	187.33	198.70	243.01	240.04	241.03
财务费用	195.26	291.00	294.56	290.96	292.16
资产减值损失	16.67	17.74	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.07	1,116.21	1,700.00	1,600.00	1,600.00
其他	(11.48)	(2,180.97)	(3,400.00)	(3,200.00)	(3,200.00)
营业利润	77.22	1,257.58	1,876.78	1,671.89	1,699.25
营业外收入	2.03	247.95	10.00	10.00	10.00
营业外支出	3.46	2.05	25.00	25.00	25.00
利润总额	75.79	1,503.49	1,861.78	1,656.89	1,684.25
所得税	(17.01)	(0.92)	3.72	3.31	3.37
净利润	92.80	1,504.41	1,858.05	1,653.57	1,680.88
少数股东损益	0.88	(28.24)	1.00	1.00	1.00
归属于母公司净利润	91.92	1,532.65	1,857.05	1,652.57	1,679.88
每股收益（元）	0.06	1.01	1.22	1.09	1.11

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	48.46%	20.58%	1.87%	-1.22%	0.41%
营业利润	79.13%	1528.46%	49.24%	-10.92%	1.64%
归属于母公司净利润	107.89%	1567.38%	21.17%	-11.01%	1.65%
获利能力					
毛利率	9.28%	11.37%	11.61%	10.20%	10.57%
净利率	1.53%	21.20%	25.22%	22.72%	23.00%
ROE	4.31%	16.60%	17.17%	13.62%	12.46%
ROIC	12.28%	63.02%	25.48%	20.27%	22.21%
偿债能力					
资产负债率	75.61%	51.54%	39.55%	36.04%	34.27%
净负债率	46.84%	9.96%	14.88%	22.29%	5.17%
流动比率	0.71	0.75	0.87	1.12	1.34
速动比率	0.66	0.70	0.79	1.07	1.25
营运能力					
应收账款周转率	11.42	24.25	10.08	8.98	20.74
存货周转率	16.55	20.00	16.16	17.31	16.24
总资产周转率	0.55	0.46	0.38	0.38	0.35
每股指标（元）					
每股收益	0.06	1.01	1.22	1.09	1.11
每股经营现金流	0.26	0.39	-0.47	0.76	0.75
每股净资产	1.41	6.09	7.13	8.01	8.89
估值比率					
市盈率	177.80	10.66	8.80	9.89	9.73
市净率	7.66	1.77	1.51	1.35	1.21
EV/EBITDA	13.48	5.60	6.31	5.92	4.89
EV/EBIT	29.70	6.71	7.00	6.70	5.57

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com