

投资评级 优于大市 维持

煤焦业务盈利双降，期待焦化供改落实

股票数据

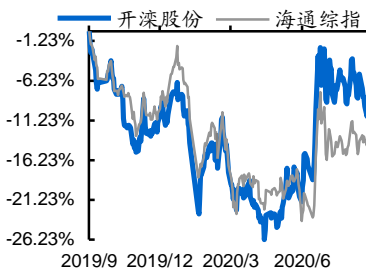
09月11日收盘价(元)	5.03
52周股价波动(元)	4.32-5.99
总股本/流通A股(百万股)	1588/1588
总市值/流通市值(百万元)	7987/7987

相关研究

《焦炉退出拖累业绩，有望受益焦化去产能》
2020.04.12

《焦炭量价齐跌，焦煤盈利仍稳健》
2019.10.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.1	-4.4	11.6
相对涨幅(%)	-1.0	-1.7	-4.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@htsec.com

证书:S0850517120001

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:s0850515120001

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

证书:S0850517070007

联系人:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@htsec.com

投资要点:

- **上半年归母净利润同比下降 23%。**公司 2020H1 取得营业收入/归母净利润 90.35/5.56 亿元，同比-16.9%/-23.1%，受疫情影响，煤焦业务盈利双降致公司业绩大幅下滑。其中，20Q2 单季归母净利润为 2.32 亿元，环比-28.6%，主要是公司洗精煤业务量价环比下滑所致。
- **焦炭业务量价齐跌，利润贡献占比下滑至 22%。**2020H1，公司焦炭产/销量分别为 339/342 万吨，同比-9.5%/-9.7%，产量下降主要是因为 2019 年 10 月底关停子公司承德中滦 4.3 米焦炉所致(合计产能 60 万吨);销售均价 1733 元/吨，同比-10.1%。其中 Q2 单季焦炭产/销量分别为 170/177 万吨，环比-0.2%/+7.1%，二季度疫情缓解后焦炭销量提升;Q2 单季销售均价 1680 元/吨，环比-6.1%。公司上半年原料焦煤采购均价为 1156 元/吨，同比-10.7%，焦炭-焦煤平均价差为(焦炭-1.3*焦煤)229 元/吨，同比-15 元/吨。按产量计，公司 2020H1 吨焦净利为 53 元/吨，同比-33 元/吨。焦炭业务贡献归母净利润 1.2 亿元，占比 22%，同比-8pct。与 2019 年全年相比，吨焦净利下滑 6 元/吨，归母净利润占比下滑 3pct。
- **Q2 单季洗精煤业务量价齐跌拖累业绩，下半年压力仍存。**2020H1，公司洗精煤产/销量分别为 161/88 万吨(对外销售约占 55%)，同比+8.8%/+1%;销售均价 1165 元/吨，同比-4.3%。其中 Q2 单季产/销量分别为 70/38 万吨(对外销售约占 54%)，环比-23.1%/-26.1%，销售均价 1089 元/吨，环比-10.8%。我们认为，疫情影响叠加焦煤主产地山西地区矿井整体开工维持高位，二季度焦煤价格持续下跌，而且随着下半年焦化限产逐步落实，焦煤价格压力仍存。2020H1，公司煤化工产品整体量价齐跌，甲醇/纯苯/己二酸/聚甲醛销量分别为 7.2/1.9/7.6/2.1 万吨，同比-21.7%/-39%/-4%/+22%，销售均价分别为 1509/4538/6064/7829 元/吨，同比-21.1%/+24.9%/-14.8%/-19.5%。
- **盈利预测与估值。**公司煤焦一体化布局，有望显著受益山东控煤带来的焦炭供给侧改革。我们维持公司 2020~2022 年 EPS 为 0.66/0.64/0.68 元。按 9 月 11 日收盘价 5.03 元，对应公司 20 年 PE/PB 分别为 7.7x/0.66x。由于公司环保改造及区位优势显著，参考可比公司给予公司 20 年 9~10 倍 PE，对应合理价值区间 5.90~6.56 元(对应 20 年 PB 为 0.77~0.86 倍)，维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 环保限产力度加大带来需求下滑、煤价下跌风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20460	20072	18024	17947	18287
(+/-)YoY(%)	10.2%	-1.9%	-10.2%	-0.4%	1.9%
净利润(百万元)	1363	1150	1041	1022	1079
(+/-)YoY(%)	163.9%	-15.7%	-9.4%	-1.8%	5.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.86	0.72	0.66	0.64	0.68
毛利率(%)	16.4%	15.2%	14.1%	13.9%	14.2%
净资产收益率(%)	13.0%	10.2%	8.6%	8.0%	8.0%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2020-9-11 收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS(元)	PB (倍)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2020E
600740.SH	山西焦化	4.75	0.22	0.29	0.40	21.9	16.5	11.8	5.44	0.87
601015.SH	陕西黑猫	2.88	-	-	-	-	-	-	-	-
603113.SH	金能科技	12.13	1.05	1.63	2.24	11.5	7.4	5.4	9.23	1.31
	平均					16.7	12.0	8.6		1.09

注：可比公司 EPS、BPS 数据取自 Wind 预测中值。

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	20072	18024	17947	18287
每股收益	0.72	0.66	0.64	0.68	营业成本	17024	15481	15445	15691
每股净资产	7.13	7.59	8.04	8.52	毛利率%	15.2%	14.1%	13.9%	14.2%
每股经营现金流	1.64	1.32	1.42	1.47	营业税金及附加	205	171	170	174
每股股利	0.22	0.20	0.19	0.20	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	259	234	224	219
P/E	6.95	7.67	7.81	7.40	营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
P/B	0.71	0.66	0.63	0.59	管理费用	522	433	440	457
P/S	0.40	0.44	0.45	0.44	管理费用率%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	3.33	3.13	2.64	2.03	EBIT	1981	1633	1596	1672
股息率%	4.4%	3.9%	3.8%	4.1%	财务费用	308	278	255	243
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
毛利率	15.2%	14.1%	13.9%	14.2%	资产减值损失	-126	-1	-4	-3
净利润率	5.7%	5.8%	5.7%	5.9%	投资收益	92	90	80	70
净资产收益率	10.2%	8.6%	8.0%	8.0%	营业利润	1644	1457	1430	1509
资产回报率	4.7%	4.2%	3.9%	4.0%	营业外收支	-21	-15	-15	-15
投资回报率	7.9%	6.2%	5.9%	5.9%	利润总额	1623	1442	1415	1494
盈利增长 (%)					EBITDA	2790	2416	2401	2498
营业收入增长率	-1.9%	-10.2%	-0.4%	1.9%	所得税	343	310	304	321
EBIT 增长率	-15.3%	-17.6%	-2.2%	4.8%	有效所得税率%	21.1%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润增长率	-15.7%	-9.4%	-1.8%	5.6%	少数股东损益	130	91	89	94
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1150	1041	1022	1079
资产负债率	44.9%	42.9%	42.0%	41.2%					
流动比率	1.28	1.41	1.52	1.62	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.14	1.27	1.37	1.47	货币资金	5667	6726	7951	9223
现金比率	0.66	0.81	0.94	1.05	应收账款及应收票据	3948	3605	3491	3457
经营效率指标					存货	1083	1103	1185	1290
应收帐款周转天数	31.05	32.00	31.00	30.00	其它流动资产	269	250	250	251
存货周转天数	23.23	26.00	28.00	30.00	流动资产合计	10968	11683	12877	14221
总资产周转率	0.82	0.72	0.69	0.67	长期股权投资	1090	1090	1090	1090
固定资产周转率	1.98	1.83	1.87	1.97	固定资产	10112	9856	9581	9285
					在建工程	1337	1397	1457	1517
					无形资产	813	835	856	876
					非流动资产合计	13514	13341	13146	12930
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	24483	25024	26023	27151
净利润	1150	1041	1022	1079	短期借款	2009	2000	2000	2000
少数股东损益	130	91	89	94	应付票据及应付账款	3684	3453	3614	3844
非现金支出	912	784	809	829	预收账款	308	288	323	366
非经营收益	234	110	119	129	其它流动负债	2575	2557	2556	2562
营运资金变动	184	74	222	203	流动负债合计	8576	8298	8493	8772
经营活动现金流	2609	2099	2262	2335	长期借款	733	733	733	733
资产	-687	-625	-625	-625	其它长期负债	1695	1695	1695	1695
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	2428	2428	2428	2428
其他	52	90	80	70	负债总计	11004	10726	10921	11199
投资活动现金流	-635	-535	-545	-555	实收资本	1588	1588	1588	1588
债权募资	3898	-9	0	0	归属于母公司所有者权益	11324	12053	12768	13523
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	2155	2245	2334	2428
其他	-5362	-497	-491	-508	负债和所有者权益合计	24483	25024	26023	27151
融资活动现金流	-1464	-506	-491	-508					
现金净流量	521	1058	1226	1272					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 11 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业
 吴杰 公用事业/煤炭行业
 戴元灿 公用事业/煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 山煤国际,开滦股份,兖州煤业,潞安环能,淮北矿业,中国神华,平煤股份,盘江股份,露天煤业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。