

## 焦化主业盈利下滑，投资收益依旧可观

2022 年 10 月 25 日

► **事件：**2022 年 10 月 24 日，公司发布 2022 年第三季度报告，该公司前三季度实现营业收入 94 亿元，同比增长 14.88%。归属于上市公司股东的净利润 27.06 亿元，同比增长 46.60%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 26.67 亿元，同比增长 45.23%。

► **2022 年三季度业绩环比下滑。**2022 年三季度公司实现归属于母公司股东的净利润 6.17 亿元，同比增长 31.03%，环比下降 36.22%；其中三季度公司获得投资净收益 8.75 亿元，同比增长 151.6%，环比下降 16.27%。

► **焦炭主业盈利下滑。**22Q3 公司实现焦炭产量 85.04 万吨，同比下降 4.18%，环比下降 7.79%，实现焦炭销量 85.62 万吨，同比下降 2.57%，环比下降 7.26%。22Q3 焦炭平均售价为 2282.96 元/吨，同比下降 13.77%，环比下降 22.89%。成本方面，22Q3 炼焦煤单位采购成本为 1917.93 元/吨，同比下降 3.65%，环比下降 14.93%。由于价格端下降幅度高于成本端，焦炭主业盈利下滑，22Q3 焦化毛利（焦炭销售收入-炼焦煤采购金额）为-1.94 亿元，陷入亏损。

► **公司化工品价格均实现同比上涨。**22Q3 公司主要化工产品价格全面上涨，其中沥青价格同比上涨 22.17%，环比上涨 5.38%；工业萘价格同比上涨 44.59%，环比上涨 4.18%；甲醇价格同比上涨 0.4%，环比下降 4.75%；炭黑价格同比上涨 31.04%，环比上涨 2.25%；纯苯售价同比上涨 5.59%，环比下降 4.48%。

► **拟新建 144 万吨/年焦化升级改造项。**据公告，为实现焦化行业技术装备水平的提升，推进焦化产业向园区化、链条化、绿色化、高端化发展，公司控股股东山西焦化集团有限公司通过整合山西洪洞经济技术开发区(赵城园区)焦炭产能，推动了 144 万吨/年焦化升级改造项目，建设 7 米以上复热式顶装焦炉。该项目的建设有利于提高公司焦炭主业规模，提升市场竞争力，增强上市公司独立性，避免同业竞争。项目建成后，园区焦化产能规模、炼焦副产品集中度提升，山西焦化依托现有产业基础，围绕焦炉煤气综合利用和焦油、苯深加工，聚焦高端碳材料、碳基合成新材料和新能源，发展高附加值产品，提升产业链整体效益水平，为推动传统焦化产业转型升级和高质量发展。

► **投资建议：**公司持有中煤华晋 49%股权，主要煤炭产品为国家稀缺优质瘦煤，具备稳定的、较强的持续盈利能力，将成为公司盈利的有利支撑，进入四季度，京唐港主焦煤价格小幅回升，预计四季度公司投资收益有望环比增厚。但考虑到焦化主业利润下滑，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 33.41/36.22/38.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.41/1.51，对应 2022 年 10 月 24 日的 PE 分别为 4 倍、4 倍、4 倍。维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济增速不及预期，中煤华晋投资收益不及预期，焦炭价格大幅下跌。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11227	12911	14202	14912
增长率(%)	58.1	15.0	10.0	5.0
归属母公司股东净利润(百万元)	1260	3341	3622	3861
增长率(%)	14.9	165.1	8.4	6.6
每股收益(元)	0.49	1.30	1.41	1.51
PE	11	4	4	4
PB	1.2	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价）

### 谨慎推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 5.65 元



**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 李航**

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

### 相关研究

1.山西焦化 (600740.SH) 2022 年半年报业绩预告点评：投资收益大幅增加，业绩稳步抬升-2022/07/13

2.山西焦化 (600740.SH) 21 年报及 22 年一季报点评：成本侵蚀利润空间，投资收益支撑业绩-2022/04/26

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11227	12911	14202	14912
营业成本	10484	12654	13476	14015
营业税金及附加	54	52	57	60
销售费用	58	65	71	75
管理费用	315	284	312	328
研发费用	75	90	99	104
EBIT	217	-216	201	347
财务费用	203	260	365	480
资产减值损失	-885	-250	-266	-261
投资收益	1863	4041	4047	4250
营业利润	1030	3332	3614	3852
营业外收支	-3	5	5	6
利润总额	1027	3338	3619	3858
所得税	-5	7	7	8
净利润	1032	3331	3612	3850
归属于母公司净利润	1260	3341	3622	3861
EBITDA	567	139	588	767

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2385	1675	1190	1637
应收账款及票据	53	37	30	31
预付款项	28	51	54	56
存货	600	374	399	392
其他流动资产	299	126	127	132
流动资产合计	3366	2263	1800	2248
长期股权投资	11908	15949	19997	24247
固定资产	3993	4111	4205	4297
无形资产	291	290	290	290
非流动资产合计	17220	21504	25719	30136
资产合计	20586	23766	27519	32385
短期借款	2910	3810	4210	5510
应付账款及票据	3627	2184	2215	2304
其他流动负债	1054	1119	848	880
流动负债合计	7591	7114	7274	8694
长期借款	428	1178	2178	2878
其他长期负债	169	122	122	122
非流动负债合计	597	1300	2300	3000
负债合计	8188	8414	9574	11694
股本	2562	2562	2562	2562
少数股东权益	227	217	206	195
股东权益合计	12398	15353	17945	20691
负债和股东权益合计	20586	23766	27519	32385

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	58.10	15.00	10.00	5.00
EBIT 增长率	450.15	-199.83	192.78	72.89
净利润增长率	14.86	165.10	8.42	6.60
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	6.62	1.99	5.11	6.01
净利润率	11.23	25.88	25.51	25.89
总资产收益率 ROA	6.12	14.06	13.16	11.92
净资产收益率 ROE	10.36	22.07	20.42	18.84
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.44	0.32	0.25	0.26
速动比率	0.36	0.25	0.18	0.20
现金比率	0.31	0.24	0.16	0.19
资产负债率 (%)	39.78	35.40	34.79	36.11
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.69	1.10	0.80	0.80
存货周转天数	20.88	18.00	18.00	17.00
总资产周转率	0.53	0.58	0.55	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.49	1.30	1.41	1.51
每股净资产	4.75	5.91	6.92	8.00
每股经营现金流	0.29	-0.40	0.15	0.24
每股股利	0.15	0.40	0.43	0.46
<b>估值分析</b>				
PE	11	4	4	4
PB	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	27.87	129.91	33.44	27.66
股息收益率 (%)	2.65	7.04	7.63	8.13

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1032	3331	3612	3850
折旧和摊销	350	356	387	420
营运资金变动	102	-1176	-211	-145
经营活动现金流	743	-1019	384	624
资本开支	-169	-571	-550	-581
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	52	-574	-550	-581
股权募资	0	0	0	0
债务募资	812	1543	1081	2000
筹资活动现金流	-1117	883	-320	403
现金净流量	-323	-710	-485	447

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026