

2021年07月26日

陕西黑猫 (601015.SH)

公司快报

证券研究报告

焦炭

提前赎回内蒙项目股权，焦炭在产权益产能增加45万吨/年

■事件：2021年7月26日，公司以人民币5.43亿元的交易价款提前回购陕西省民营经济高质量发展纾困基金合伙企业(有限合伙)所持内蒙古黑猫煤化工有限公司17.3169%股权。本次回购完成后，公司持有内蒙古黑猫100%股权。

点评

■公司在产权益产能增长45万吨/年：据公告，内蒙古黑猫目前焦炭产能为260万吨/年，目前已经点火投产。同时，规划由内蒙古黑猫建设“年产880万吨焦炭及利用焦炉煤气联产100万吨甲醇、20万吨苯加氢、40万吨焦油加氢装置项目”，本次股权收购完成后，公司焦炭权益产能增长197万吨/年，其中在产产能增长45万吨/年，新建产能增长152万吨/年。

■焦化去产能持续，价格有望走高：焦炭行业环保督查与去产能并行，山东、山西等主产地4.3m以下高炉产能仍在持续去化，同时环保督查仍成为持续影响供给的变量。焦炭供给端或将持续呈现收缩的局势，焦炭价格有望走高，公司焦化主业有望释放业绩。

■国际油价攀升，化工品有望释放业绩弹性：公司化工产品主要为甲醇、BOD等产品，其价格与国际油价走势关联性强，据Wind数据，截至2021年7月23日，布伦特原油现货价格为74.45美元/桶，同比增长67.76%，在油价上升的背景下，公司化工品有望贡献业绩弹性。

■投资建议：增持-A评级。6个月目标价10.98元。我们预计公司2021-2023年公司归母净利润为29.78/33.79/35.78亿元，对应EPS分别为1.83/2.07/2.20元/股。

■风险提示：在建工程投产不及预期，焦炭价格大幅下跌

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	9,387.8	9,056.9	16,185.7	17,439.5	18,490.0
净利润	28.8	278.2	2,977.6	3,379.5	3,578.4
每股收益(元)	0.01	0.14	1.83	2.07	2.20
每股净资产(元)	2.76	2.81	4.99	6.65	8.41
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	616.5	63.8	4.8	4.2	4.0
市净率(倍)	3.2	3.1	1.7	1.3	1.0
净利润率	0.3%	3.1%	18.4%	19.4%	19.4%
净资产收益率	0.5%	4.8%	36.6%	31.2%	26.1%
股息收益率	0.9%	0.5%	4.2%	4.8%	5.1%
ROIC	2.7%	8.1%	47.8%	63.8%	67.9%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 增持-A

维持评级

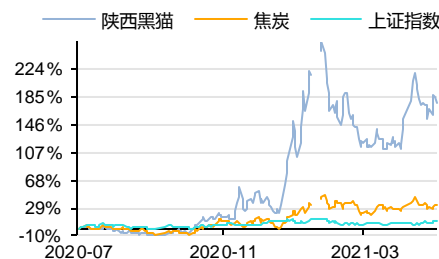
6个月目标价：10.98元

股价(2021-07-26) 8.69元

交易数据

总市值(百万元)	13,657.64
流通市值(百万元)	13,657.64
总股本(百万股)	1,629.79
流通股本(百万股)	1,629.79
12个月价格区间	2.77/11.11元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

周泰

分析师

SAC执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

李航

分析师

SAC执业证书编号：S1450521010002
lihang@essence.com.cn

相关报告

- 陕西黑猫：焦、化产品价格大幅走高，一季度业绩大增/周泰 2021-04-28
- 陕西黑猫：业绩大幅增长，焦、化有望释放业绩弹性/周泰 2021-03-25
- 陕西黑猫：四季度业绩同比增14~16倍，后期弹性更佳/周泰 2021-01-20
- 陕西黑猫：拟建设880万吨/年焦化项目，焦化储备产能大幅扩张/周泰 2020-12-08

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,387.8	9,056.9	16,185.7	17,439.5	18,490.0	成长性					
减:营业成本	8,522.3	8,138.6	11,141.3	11,875.7	12,660.6	营业收入增长率	-10.4%	-3.5%	78.7%	7.7%	6.0%
营业税费	33.0	41.0	72.8	78.5	83.2	营业利润增长率	-83.3%	488.3%	753.0%	13.5%	5.9%
销售费用	417.7	35.4	223.4	240.7	255.2	净利润增长率	-91.1%	866.1%	970.5%	13.5%	5.9%
管理费用	182.9	121.8	144.1	155.2	164.6	EBITDA 增长率	-40.7%	75.8%	319.0%	9.5%	4.3%
财务费用	124.3	180.7	108.8	-12.4	-75.1	EBIT 增长率	-74.8%	247.7%	545.1%	10.5%	4.7%
资产减值损失	-3.8	-3.3	5.0	6.0	6.0	NOPLAT 增长率	-75.1%	265.2%	577.4%	10.5%	4.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.3%	14.2%	-17.2%	-1.6%	-65.8%
投资和汇兑收益	-30.6	-10.8	-3.0	-3.0	-3.0	净资产增长率	-2.5%	3.9%	44.6%	34.9%	27.4%
营业利润	89.4	526.1	4,487.3	5,092.9	5,392.5	利润率					
加:营业外净收支	-1.1	-1.0	-1.2	-1.2	-1.2	毛利率	9.2%	10.1%	31.2%	31.9%	31.5%
利润总额	88.3	525.1	4,486.1	5,091.7	5,391.3	营业利润率	1.0%	5.8%	27.7%	29.2%	29.2%
减:所得税	19.7	74.5	476.4	540.7	572.6	净利润率	0.3%	3.1%	18.4%	19.4%	19.4%
净利润	28.8	278.2	2,977.6	3,379.5	3,578.4	EBITDA/营业收入	7.3%	13.4%	31.3%	31.9%	31.3%
						EBIT/营业收入	2.2%	7.9%	28.4%	29.1%	28.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	233	250	141	121	106
						流动资产周转天数	-40	-80	-68	-71	-103
						流动负债周转天数	223	195	164	229	345
						应收账款周转天数	22	9	8	6	4
						存货周转天数	28	32	25	27	27
						总资产周转天数	561	624	425	463	556
						投资资本周转天数	260	320	175	146	91
						投资回报率					
						ROE	0.5%	4.8%	36.6%	31.2%	26.1%
						ROA	0.5%	2.7%	18.6%	19.5%	14.3%
						ROIC	2.7%	8.1%	47.8%	63.8%	67.9%
						费用率					
						销售费用率	4.4%	0.4%	1.4%	1.4%	1.4%
						管理费用率	1.9%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%
						财务费用率	1.3%	2.0%	0.7%	-0.1%	-0.4%
						三费/营业收入	7.7%	3.7%	2.9%	2.2%	1.9%
						偿债能力					
						资产负债率	49.9%	54.0%	48.6%	35.8%	43.6%
						负债权益比	99.6%	117.4%	94.6%	55.8%	77.2%
						流动比率	0.74	0.65	1.04	1.71	1.68
						速动比率	0.65	0.51	0.90	1.53	1.57
						利息保障倍数	1.65	3.94	42.23	-408.79	-70.83
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.04	0.37	0.41	0.44
						分红比率	566.0%	29.3%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.9%	0.5%	4.2%	4.8%	5.1%

资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,600.2	1,990.0	4,700.9	9,205.0	17,749.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	284.0	178.7	540.6	40.7	370.2
应收票据	209.7	35.7	324.0	15.1	293.0
预付账款	1,603.6	861.2	2,426.7	1,004.1	2,583.1
存货	597.1	1,011.3	1,278.8	1,294.2	1,519.2
其他流动资产	741.0	699.5	682.1	707.5	696.4
可供出售金融资产	-	-	0.3	0.1	0.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	86.8	1,697.5	1,697.5	1,697.5	1,697.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	6,008.2	6,576.7	6,115.6	5,654.6	5,193.5
在建工程	2,683.7	2,840.6	2,840.6	2,840.6	2,840.6
无形资产	661.2	646.1	631.3	616.4	601.5
其他非流动资产	263.3	133.5	337.4	237.5	236.1
资产总额	14,738.7	16,670.9	21,575.8	23,313.3	33,780.9
短期债务	1,256.9	1,345.7	100.0	200.0	300.0
应付账款	1,817.8	1,437.9	3,204.3	1,941.8	6,418.4
应付票据	2,612.9	3,088.8	4,957.7	3,751.1	5,744.3
其他流动负债	1,110.9	1,514.5	1,324.7	1,284.7	1,328.7
长期借款	136.0	917.0	300.0	600.0	300.0
其他非流动负债	420.7	697.2	601.5	573.1	623.9
负债总额	7,355.3	9,001.1	10,488.1	8,350.9	14,715.4
少数股东权益	1,750.0	1,921.0	2,953.1	4,124.5	5,364.8
股本	1,629.8	1,629.8	1,629.8	1,629.8	1,629.8
留存收益	4,007.6	4,122.4	6,504.8	9,208.2	12,070.9
股东权益	7,383.5	7,669.8	11,087.6	14,962.5	19,065.6

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	68.6	450.6	2,977.6	3,379.5	3,578.4
加:折旧和摊销	483.5	498.0	476.0	476.0	476.0
资产减值准备	-12.3	3.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	158.8	191.2	108.8	-12.4	-75.1
投资损失	30.6	10.8	3.0	3.0	3.0
少数股东损益	39.8	172.4	1,032.1	1,171.4	1,240.3
营运资金的变动	-31.3	-1,495.4	797.0	-259.8	4,135.2
经营活动产生现金流量	480.9	-1,130.3	5,394.5	4,757.7	9,357.8
投资活动产生现金流量	-1,063.9	-2,413.2	11.0	-8.2	-4.2
融资活动产生现金流量	-397.1	3,634.8	-2,694.6	-245.3	-809.1

业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	0.01	0.14	1.83	2.07	2.20
BVPS(元)	2.76	2.81	4.99	6.65	8.41
PE(X)	616.5	63.8	4.8	4.2	4.0
PB(X)	3.2	3.1	1.7	1.3	1.0
P/FCF	-13.9	62.1	5.8	3.6	1.8
P/S	1.9	2.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.3	8.0	2.6	1.9	0.5
CAGR(%)	304.8%	120.3%	106.6%	304.8%	120.3%
PEG	2.0	0.5	0.0	0.0	0.0
ROIC/WACC	0.3	0.8	4.6	6.1	6.5
REP	3.6	1.5	0.4	0.2	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰、李航声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034