

投资评级 优于大市 维持

受益焦炭价格上涨，21年业绩有望高增

股票数据

03月29日收盘价(元)	6.93
52周股价波动(元)	4.32-8.88
总股本/流通A股(百万股)	1588/1588
总市值/流通市值(百万元)	11003/11003

相关研究

《煤焦业务盈利双降，期待焦化供改落实》
2020.09.14

《焦炉退出拖累业绩，有望受益焦化去产能》
2020.04.12

市场表现



	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.6	-1.6	13.2
相对涨幅(%)	7.0	4.6	13.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:李焱

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@htsec.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@htsec.com

证书:S0850520090001

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

投资要点:

- **2020年归母净利润同比-6%，但Q4单季同比接近翻倍。**公司2020年营业收入/归母净利182/10.8亿元，同比-9.4%/-6.2%，其中，20Q4单季归母净利为2.7亿元，环比+9.3%，同比+97.4%，主要归功于Q4焦炭价格大幅上升。公司20年拟每股派发现金股利0.28元，分红比例为41%，按3月26日收盘价计，股息率4.3%。
- **20Q4焦炭价格显著提升，带动全年焦化业务盈利实现正增长。**2020年公司焦炭产量667万吨，同比-5.3%；销售均价1787元/吨，同比-4.4%。其中Q4单季生产焦炭162万吨，环比/同比-2%/+2%。Q4单季销售均价1911元/吨，环比/同比+7.3%/+10.2%。2020年Q4公司原料焦煤采购均价为1133元/吨，环比/同比-0.3%/-3.7%，焦炭-焦煤平均价差为(焦炭-1.3*焦煤)438元/吨，环比/同比提升133/234元/吨。**2020年二季度以来公司焦炭业务盈利逐季提升，全年焦炭业务净利润4.6亿元，同比+9.5%，吨焦净利约69元，同比+9元，贡献归母净利润3.1亿元，同比+9.4%。**
- **精煤外销比例下降，但仍为公司主要业绩支撑。**2020年公司洗精煤产/销量分别为324/175万吨，同比+6.5%/+2.5%；销售均价1122元/吨，同比-7.8%。其中Q4单季产/销量分别为79/40万吨，环比-5.8%/-15.1%，销售均价1097元/吨，环比+3.4%。公司精煤外销比例持续下降，2018/19年外销比例分别为61%/56%，2020年为54%，其中20Q4为51%，公司持续加大自用焦煤比例。2020年公司洗精煤业务贡献归母净利约7.7亿元，同比-11.2%，净利润占比71%，同比-4pct，精煤业务支撑公司主要业绩。
- **焦炭价格仍处高位，一季度业绩同比大幅预增。**以唐山二级焦为例，截至3月26日价格为2090元/吨，虽较高点已下跌700元/吨，但仍接近20Q4均价2133元/吨，21Q1均价更是高达2574元/吨。受益于焦炭价格上涨，公司一季度归母净利将同比增加2.56~3.06亿元达5.8~6.3亿元，增幅79%~94%。**我们认为，焦炭价格后期或逐步止跌企稳，全年来看焦炭均价有望同比显著提升，公司将显著受益焦炭价格上涨。**
- **盈利预测与估值。**公司煤焦一体化布局，业绩稳健且具备一定弹性。我们预计公司2021~2023年EPS为1.18/0.94/0.83元。按3月29日收盘价6.93元，对应公司21年PE仅为5.9x。参考可比公司，给予公司21年8~9倍PE，对应合理价值区间9.43~10.6元，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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20072	18177	21667	20570	19446
(+/-)YoY(%)	-1.9%	-9.4%	19.2%	-5.1%	-5.5%
净利润(百万元)	1150	1079	1871	1492	1317
(+/-)YoY(%)	-15.7%	-6.2%	73.5%	-20.2%	-11.7%
全面摊薄EPS(元)	0.72	0.68	1.18	0.94	0.83
毛利率(%)	15.2%	16.7%	20.8%	18.6%	17.8%
净资产收益率(%)	10.2%	8.9%	14.0%	10.3%	8.6%

资料来源：公司年报(2019-2020)，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	2021-3-29 收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS(元)	PB (倍)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E	2021E
600740.SH	山西焦化	6.39	-	1.00	1.04	-	6.4	6.2	6.36	1.01
601015.SH	陕西黑猫	6.95	0.17	0.90	1.05	40.9	7.7	6.6	4.36	1.59
603113.SH	金能科技	19.16	1.03	1.79	2.12	18.6	10.7	9.0	9.86	1.94
	平均					29.7	8.3	7.3		1.51

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	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	18177	21667	20570	19446
每股收益	0.68	1.18	0.94	0.83	营业成本	15144	17152	16737	15986
每股净资产	7.61	8.44	9.10	9.68	毛利率%	16.7%	20.8%	18.6%	17.8%
每股经营现金流	1.17	1.95	1.88	1.69	营业税金及附加	210	238	226	214
每股股利	0.22	0.35	0.28	0.25	营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	250	282	257	233
P/E	10.20	5.88	7.37	8.35	营业费用率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
P/B	0.91	0.82	0.76	0.72	管理费用	586	693	638	583
P/S	0.61	0.51	0.53	0.57	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
EV/EBITDA	3.55	2.65	2.56	2.25	EBIT	1838	3128	2547	2274
股息率%	3.2%	5.1%	4.1%	3.6%	财务费用	305	358	340	321
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
毛利率	16.7%	20.8%	18.6%	17.8%	资产减值损失	-11	-20	-20	-20
净利润率	5.9%	8.6%	7.3%	6.8%	投资收益	83	90	80	70
净资产收益率	8.9%	14.0%	10.3%	8.6%	营业利润	1612	2854	2281	2016
资产回报率	3.9%	6.6%	5.3%	4.6%	营业外收支	-20	-20	-20	-20
投资回报率	6.5%	10.4%	8.6%	7.3%	利润总额	1592	2834	2261	1996
盈利增长 (%)					EBITDA	2661	3631	3071	2820
营业收入增长率	-9.4%	19.2%	-5.1%	-5.5%	所得税	365	709	565	499
EBIT 增长率	-7.2%	70.2%	-18.6%	-10.7%	有效所得税率%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-6.2%	73.5%	-20.2%	-11.7%	少数股东损益	149	255	203	180
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1079	1871	1492	1317
资产负债率	48.0%	44.0%	39.0%	37.3%					
流动比率	1.60	1.85	1.80	1.95	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.47	1.70	1.67	1.82	货币资金	7246	8132	8387	9912
现金比率	0.87	1.07	1.10	1.32	应收账款及应收票据	4898	4690	4170	3676
经营效率指标					存货	978	1034	963	876
应收帐款周转天数	35.71	29.00	29.00	29.00	其它流动资产	214	219	215	210
存货周转天数	23.56	22.00	21.00	20.00	流动资产合计	13335	14075	13736	14674
总资产周转率	0.66	0.77	0.74	0.67	长期股权投资	1126	1126	1126	1126
固定资产周转率	1.70	2.02	1.92	1.82	固定资产	10699	10724	10728	10711
					在建工程	1244	1304	1364	1424
					无形资产	786	809	830	850
					非流动资产合计	14022	14129	14214	14278
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	27357	28204	27950	28952
净利润	1079	1871	1492	1317	短期借款	2828	2000	2000	2000
少数股东损益	149	255	203	180	应付票据及应付账款	4002	4157	4148	4049
非现金支出	831	523	545	566	预收账款	0	347	370	389
非经营收益	244	217	176	150	其它流动负债	1509	1118	1102	1082
营运资金变动	-451	237	573	466	流动负债合计	8340	7622	7620	7520
经营活动现金流	1851	3103	2988	2680	长期借款	1066	1066	1066	1066
资产	-638	-630	-630	-630	其它长期负债	3721	3721	2221	2221
投资	-1	0	0	0	非流动负债合计	4787	4787	3287	3287
其他	57	90	80	70	负债总计	13127	12409	10908	10807
投资活动现金流	-581	-540	-550	-560	实收资本	1588	1588	1588	1588
债权募资	5491	-828	0	0	归属于母公司所有者权益	12090	13400	14444	15367
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	2140	2395	2598	2778
其他	-5158	-848	-2183	-595	负债和所有者权益合计	27357	28204	27950	28952
融资活动现金流	332	-1676	-2183	-595					
现金净流量	1588	886	255	1524					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 29 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业
 王涛 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,金能科技,开滦股份,山西焦煤,兖州煤业,潞安环能,盘江股份,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,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。