

2018年10月19日

美锦能源 (000723.SZ)

受益焦炭涨价，三季度利润大幅增加

■事件：2018年10月18日，公司发布2018年三季报，报告期内，公司实现营业总收入104.89亿元，同比增长11.21%，实现归母净利润11.81亿元，同比增加41.94%。

点评

■受益于焦炭价格上涨，三季度业绩大幅提升：测算公司三季度单季度实现归母净利润5.70亿元，同比增加72.73%，环比提高147.75%，符合前期业绩预告（5.58亿元~6.58亿元）。业绩同比、环比都大幅增加的主要原因是焦炭价格上涨。据Mysteel资讯，山西临汾、晋中等地区焦化行业在三季度进行了环保限产，山西省内焦炭供给收缩，焦炭价格升高。据Wind数据，山西太原二级冶金焦出厂价三季度均价为2298.71元/吨，同比上涨17.98%，环比上涨19.32%。

■美锦能源为焦炭龙头，将受益于焦炭价格走强。公司下属焦炭产能580万吨，权益产能504万吨，在焦炭上市公司中产能规模前列。以2017年数据测算，吨焦净利181元/吨，位居行业第二位。焦炭价格每上涨100元，公司业绩理论增加5亿元，弹性较大（2017年归母净利润10.65亿元）。

■焦炭环保去产能，四季度公司高盈利有望持续：限产或者错峰生产仅为短时期对供给端的扰动，但去产能则将对供需结构的扭转产生更深远的影响，去产能带来的供需格局改善将是未来主导焦炭行业的长期投资逻辑。据Wind数据，焦炭产量自2013年达到峰值4.8亿吨后就不断下降，2017年焦炭产量只有4.3亿吨，我们认为其实可以间接说明焦炭行业在行业低迷时进行自然去产能，因此我们推测焦炭行业的产能过剩情况可能不及测算的66%的产能利用率那么严重，焦化行业的富余产能并不如想象中的那么多。在环保加速焦炭行业去产能的情况下，我们认为焦炭行业将迎来景气度的全面回升，公司将受益维持较高盈利水平。即便今年冬天山西地区焦化行业仍然限产，公司为周边地区提供气源，公司今年产量有望受限更少，四季度可能迎来量价齐升行情。

■收购富锦煤业，贯通全产业链。目前公司已经完成对富锦煤业的收购（180万吨/年，100%权益），目前公司还下辖东于煤业（150万吨/年，100%权益）、汾西太岳（210万吨/年，76.96%权益）三个矿井，合计权益产能492万吨/年。下游23000Nm³/h焦炉煤气液化LNG项目已经投产，据半年报，润锦化工利用焦炉煤气生产LNG联产合成氨尿素项目已经建成，液化天然气（LNG）装置权益规模为1.21亿Nm³

公司快报

证券研究报告

焦炭

投资评级 **增持-A**

维持评级

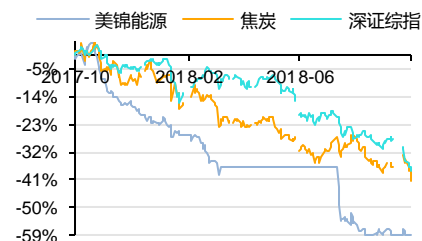
6个月目标价：**3.80元**

股价（2018-10-18）**3.55元**

交易数据

总市值(百万元)	14,698.34
流通市值(百万元)	3,838.42
总股本(百万股)	4,140.38
流通股本(百万股)	1,081.24
12个月价格区间	3.55/8.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.0	-14.1	-22.65
绝对收益	-1.11	-34.62	-59.57

周泰

分析师

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

相关报告

美锦能源：拟现金收购集团煤矿资产，有助增强公司产业链一体化/周泰	2017-11-10
美锦能源：主业反转，公司拟收购针状焦标的/周泰	2017-10-10

/a, 合成氨装置权益生产规模为 18 万吨, 尿素装置权益生产规模为 27 万吨/年。煤-焦-气-化产业链全面贯通。化工品价格目前也在上涨通道, 据 Wind 数据, 10 月 18 日阳煤平原 (小颗粒) 尿素价较 9 月初上涨近 200 元, 较 7 月低点上涨月 350 元/吨。合成氨价格也在 10 月 18 日创年内新高, 预计四季度化工品有望锦上添花。

■**半年报分红具有吸引力。**据公告, 公司公布分红方案, 以公司总股本为基数, 每 10 股派发现金股利 2 元 (含税)。历史来看, 公司分红意愿也较为强烈, 2016 年公司盈利 6.8 亿元, 分红比例为 33.56%; 2014 年盈利 0.9 亿元, 分红 14.72%。

■**投资建议:**我们预计公司 2018 年-2020 年的净利润分别为 15.70 亿元、17.98 亿元、19.12 亿元。增持-A 投资评级, 6 个月目标 3.80 元。

■**风险提示:**大股东已经全部质押, 宏观经济下行导致焦炭需求不及预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,109.9	12,237.8	14,440.6	15,884.7	16,678.9
净利润	679.7	1,064.9	1,570.3	1,798.2	1,912.7
每股收益(元)	0.16	0.26	0.38	0.43	0.46
每股净资产(元)	1.67	1.87	2.11	2.39	2.69
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	21.6	13.8	9.4	8.2	7.7
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	9.6%	8.7%	10.9%	11.3%	11.5%
净资产收益率	9.8%	13.8%	18.0%	18.2%	17.2%
股息收益率	1.6%	0.0%	3.7%	4.3%	4.6%
ROIC	14.7%	16.7%	19.9%	31.4%	27.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,109.9	12,237.8	14,440.6	15,884.7	16,678.9	成长性					
减:营业成本	4,931.4	9,164.3	10,541.6	11,595.8	12,175.6	营业收入增长率	24.7%	72.1%	18.0%	10.0%	5.0%
营业税费	131.8	160.0	187.7	206.5	216.8	营业利润增长率	-278.4%	58.1%	42.8%	14.9%	6.6%
销售费用	526.9	737.4	837.6	905.4	934.0	净利润增长率	-286.6%	56.7%	47.5%	14.5%	6.4%
管理费用	277.1	392.8	447.7	492.4	517.0	EBITDA 增长率	1813.7%	33.9%	28.1%	9.2%	4.8%
财务费用	91.9	98.5	34.9	-38.9	-60.5	EBIT 增长率	-366.4%	53.9%	36.8%	11.6%	5.9%
资产减值损失	108.3	40.3	40.0	30.0	25.0	NOPLAT 增长率	-361.3%	56.1%	37.5%	11.6%	5.9%
加:公允价值变动收益	-	-9.1	-7.5	1.3	1.7	投资资本增长率	37.7%	15.2%	-29.3%	19.9%	-23.5%
投资和汇兑收益	-1.9	8.7	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	11.1%	13.6%	14.3%	14.8%	13.7%
营业利润	1,040.6	1,644.8	2,348.6	2,699.6	2,877.5	利润率					
加:营业外净收支	-8.7	-18.5	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	30.6%	25.1%	27.0%	27.0%	27.0%
利润总额	1,031.9	1,626.3	2,347.6	2,698.6	2,876.5	营业利润率	14.6%	13.4%	16.3%	17.0%	17.3%
减:所得税	265.3	401.1	569.1	654.1	696.1	净利润率	9.6%	8.7%	10.9%	11.3%	11.5%
净利润	679.7	1,064.9	1,570.3	1,798.2	1,912.7	EBITDA/营业收入	24.6%	19.2%	20.8%	20.7%	20.6%
						EBIT/营业收入	15.9%	14.2%	16.5%	16.8%	16.9%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	342	195	152	124	105
货币资金	370.8	630.6	3,112.5	3,384.3	6,724.1	流动营业资本周转天数	-34	10	-8	-9	-1
交易性金融资产	-	11.3	3.8	5.0	6.7	流动资产周转天数	283	137	218	245	263
应收账款	1,149.5	1,015.7	5,728.5	899.9	5,000.2	应收账款周转天数	109	32	84	75	64
应收票据	263.7	516.9	470.5	662.6	468.8	存货周转天数	55	42	41	47	43
预付账款	936.6	1,250.4	1,139.7	1,865.7	1,074.9	总资产周转天数	695	389	431	426	421
存货	1,428.4	1,443.1	1,839.7	2,274.2	1,701.2	投资资本周转天数	344	249	193	160	146
其他流动资产	105.2	167.2	133.9	135.4	145.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	14.1	4.7	6.3	8.3	ROE	9.8%	13.8%	18.0%	18.2%	17.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	8.9%	8.6%	12.1%	9.9%
长期股权投资	63.7	396.9	396.9	396.9	396.9	ROIC	14.7%	16.7%	19.9%	31.4%	27.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	6,844.3	6,415.0	5,799.1	5,183.2	4,567.2	销售费用率	7.4%	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%
在建工程	413.8	1,095.1	1,095.1	1,095.1	1,095.1	管理费用率	3.9%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
无形资产	522.5	517.3	510.6	504.0	497.3	财务费用率	1.3%	0.8%	0.2%	-0.2%	-0.4%
其他非流动资产	497.9	343.9	515.0	452.2	437.0	三费/营业收入	12.6%	10.0%	9.1%	8.6%	8.3%
资产总额	12,596.3	13,817.6	20,749.9	16,864.8	22,123.5	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	41.3%	39.2%	53.7%	34.7%	43.4%
应付账款	2,915.3	2,709.5	8,942.7	4,031.3	7,486.6	负债权益比	70.2%	64.4%	116.1%	53.1%	76.5%
应付票据	302.1	412.8	965.5	560.9	820.6	流动比率	0.98	1.16	1.12	1.59	1.58
其他流动负债	1,120.6	1,213.4	1,166.5	1,213.9	1,234.5	速动比率	0.65	0.83	0.96	1.20	1.41
长期借款	849.8	1,042.7	-	-	-	利息保障倍数	12.33	17.69	68.34	-68.48	-46.60
其他非流动负债	9.4	36.5	72.8	39.6	49.6	分红指标					
负债总额	5,197.2	5,414.9	11,147.5	5,845.7	9,591.4	DPS(元)	0.06	-	0.13	0.15	0.16
少数股东权益	486.4	677.9	886.2	1,132.4	1,400.1	分红比率	33.6%	0.0%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	2,281.1	4,105.9	4,140.4	4,140.4	4,140.4	股息收益率	1.6%	0.0%	3.7%	4.3%	4.6%
留存收益	4,551.4	3,564.6	4,575.9	5,746.3	6,991.6						
股东权益	7,399.1	8,402.8	9,602.4	11,019.1	12,532.1						
						现金流量表					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	766.7	1,225.1	1,570.3	1,798.2	1,912.7	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	619.6	603.3	622.6	622.6	622.6	EPS(元)	0.16	0.26	0.38	0.43	0.46
资产减值准备	108.3	40.3	-	-	-	BVPS(元)	1.67	1.87	2.11	2.39	2.69
公允价值变动损失	-	9.1	-7.5	1.3	1.7	PE(X)	21.6	13.8	9.4	8.2	7.7
财务费用	106.0	104.5	34.9	-38.9	-60.5	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
投资损失	1.9	-8.7	-5.0	-5.0	-5.0	P/FCF	-7.9	76.3	4.9	24.8	3.9
少数股东损益	87.0	160.2	208.3	246.3	267.7	P/S	2.1	1.2	1.0	0.9	0.9
营运资金的变动	-1,340.5	-629.2	1,856.8	-1,834.4	1,197.3	EV/EBITDA	20.2	12.6	4.1	3.8	2.7
经营活动产生现金流量	244.8	1,415.6	4,280.3	790.1	3,936.5	CAGR(%)	38.7%	21.2%	-263.4%	38.7%	21.2%
投资活动产生现金流量	-906.4	-1,137.2	29.4	0.9	-0.4	PEG	0.6	0.7	-0.0	0.2	0.4
融资活动产生现金流量	-533.2	27.9	-1,827.9	-519.2	-596.3	ROIC/WACC	1.4	1.6	1.9	3.0	2.7
						REP	3.2	2.0	1.0	0.5	0.6

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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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