

煤炭/能源

山煤国际 (600546)

## 经营稳健减值收窄，转型 HJT 有序推进

山煤国际三季报点评

翟堃(分析师)  
021-38675862  
zhaikun@gtjas.com  
证书编号 S0880517100004

### 本报告导读:

Q3 营收下降毛利提升，减值规模收窄，三季度扣非利润环比持平。转型 HJT 和股东国改稳步进行，山西国改+能源革命将为公司转型注入双引擎。

### 投资要点:

上调目标价，维持盈利预测和增持评级。2020 年前三季度营收 276.6 亿元(-12.5%)、归母净利 6.5 亿元(-19.1%)、归母扣非净利 7.2 亿元(-15.4%)，符合预期。维持预测 2020~2022 年 EPS0.53、0.58、0.64 元，参考当前市场按照 21 倍 PE，上调目标价至 11.13 元(原 10.55 元)，维持增持评级。

**Q3 营收下降毛利提升，减值规模收窄。**公司 Q3 营收 96.6 亿元(-18.9%)环比-7.4%，归母净利 2.0 亿元(-31.5%)环比-16.7%。煤炭主业价升量跌，销量 2655 万吨，同比-20.9%环比-19.4%，均价 359.7 元/吨，同比+3.7%环比+13.8%，煤炭销售收入 95.5 亿元，同比-18.0%环比-8.3%，毛利 24.0 亿元同比+23.1%环比+22.3%，单季盈利改善。公司前三季度减值损失合计 4.4 亿元，较 2019 年同期减少 0.7 亿元，经过供给侧改革以来多年的资产优化，预计四季度减值规模仍有望收窄。

**转型 HJT 有序推进。**与湖州珺华思越、宁波齐贤共设合资公司，作为实施主体开展 10GW HJT 太阳能电池一期 3GW 项目。HJT 市场正处于发展前期，公司抢先布局业内产能最大的 10GW 项目并联手业内专家邹西原先生，有望在前期形成技术与规模优势、2021 年形成收入利润贡献。

**山西国改稳步进行，公司有望受益。**公司控股股东山西煤炭进出口集团已完成国有股权无偿划转，国改稳步进行。《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》文件中指出山西要通过改革构建清洁低碳用能模式、推进能源科技创新，山西国改+能源革命将为公司转型注入双引擎。

**风险提示。**煤价超预期下跌；HJT 项目进度不及预期。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,143	37,657	34,829	32,907	31,904
(+/-)%	-7%	-1%	-8%	-6%	-3%
经营利润(EBIT)	4,845	4,659	3,836	3,884	4,010
(+/-)%	20%	-4%	-18%	1%	3%
净利润(归母)	220	1,173	1,053	1,141	1,267
(+/-)%	-47%	433%	-10%	8%	11%
每股净收益(元)	0.11	0.59	0.53	0.58	0.64
每股股利(元)	0.00	0.06	0.16	0.17	0.19

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	12.7%	12.4%	11.0%	11.8%	12.6%
净资产收益率(%)	4.0%	13.9%	11.5%	11.4%	11.7%
投入资本回报率(%)	12.7%	12.2%	12.0%	13.4%	15.5%
EV/EBITDA	3.33	4.72	5.82	5.14	4.35
市盈率	86.47	16.23	18.08	16.67	15.02
股息率(%)	0.0%	0.6%	1.7%	1.8%	2.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 11.13

上次预测: 10.55

当前价格: 9.60

2020.11.01

### 交易数据

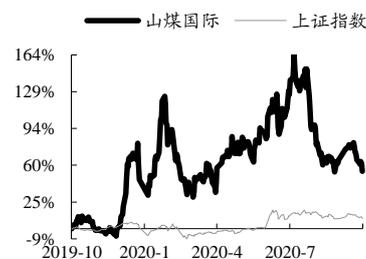
52 周内股价区间(元)	5.83-16.43
总市值(百万元)	19,032
总股本/流通 A 股(百万股)	1,982/1,982
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	28.01
日均成交值(百万元)	344.91

### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	9,043
每股净资产	4.56
市净率	2.1
净负债率	118.61%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.11	0.10
Q2	0.14	0.12
Q3	0.15	0.09
Q4	0.19	0.22
全年	0.59	0.53

### 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	-32%	54%
相对指数	-7%	-30%	44%

### 相关报告

生产稳健、风险下降，集团整合和新能源谱新篇 2020.04.29

经营向好，负债率持续下降 2019.10.29

业绩符合预期，资产负债率已下滑至新低 2019.08.26

量增、减亏、资产优化，推动业绩大幅回升 2019.04.14

探寻变与不变，低估值中掘金 2018.12.23

模型更新时间: 2020.11.01

**股票研究**

能源  
煤炭

山煤国际 (600546)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **11.13**

上次预测: 10.55

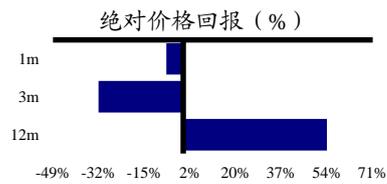
**当前价格:** 9.60

公司网址

www.smgjny.com

**公司简介**

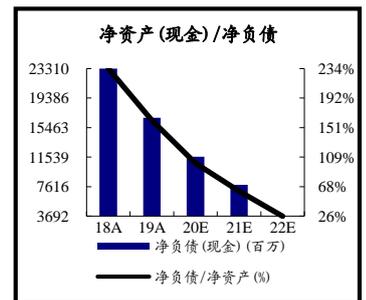
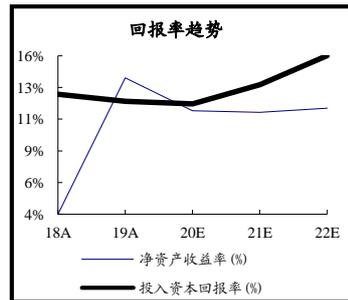
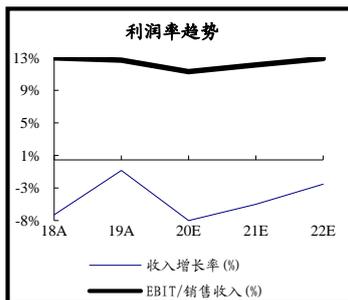
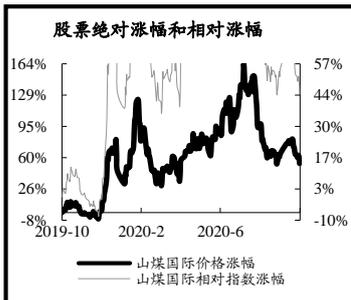
公司是山西煤炭进出口集团有限公司控股的 A 股上市公司 (股票代码 600546), 是在国内同行业中率先实现煤炭主营业务整体成功上市的企业, 是山西省第 28 家 A 股上市公司、第 10 家煤焦能源类上市公司。经过多年的发展和积累, 山煤国际现已形成覆盖各煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的相对独立完善的煤炭内外贸生产和销售体系。



52 周内价格范围 5.83-16.43  
市值 (百万) 19,032

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	38,143	37,657	34,829	32,907	31,904
营业成本	30,502	29,361	27,648	25,862	24,830
税金及附加	1,101	1,104	1,022	965	936
销售费用	343	1,018	942	890	863
管理费用	1,259	1,375	1,254	1,185	1,149
<b>EBIT</b>	<b>4,845</b>	<b>4,659</b>	<b>3,836</b>	<b>3,884</b>	<b>4,010</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	110	100	100	100
财务费用	1,425	1,152	901	858	827
<b>营业利润</b>	<b>2,874</b>	<b>2,774</b>	<b>2,449</b>	<b>2,631</b>	<b>2,889</b>
所得税	984	939	756	820	910
少数股东损益	1,192	407	351	380	422
<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>1,173</b>	<b>1,053</b>	<b>1,141</b>	<b>1,267</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	10,217	7,801	12,143	15,218	18,520
其他流动资产	11,009	6,485	6,705	6,316	6,103
长期投资	59	141	141	141	141
固定资产合计	13,296	15,486	14,801	14,115	13,429
无形及其他资产	13,755	12,903	11,459	10,014	8,570
<b>资产合计</b>	<b>48,335</b>	<b>42,817</b>	<b>45,248</b>	<b>45,804</b>	<b>46,763</b>
流动负债	30,161	23,095	24,432	23,808	23,458
非流动负债	8,205	9,745	9,745	9,745	9,745
股东权益	9,970	10,401	11,497	12,676	13,985
<b>投入资本(IC)</b>	<b>22,428</b>	<b>23,992</b>	<b>20,745</b>	<b>18,850</b>	<b>16,857</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	2855	2923	2493	2525	2606
折旧与摊销	994	1,151	1,020	1,020	1,020
流动资金增量	-4,509	2,178	-1,117	235	138
资本支出	-480	-679	820	820	820
<b>自由现金流</b>	<b>-1,139</b>	<b>5,572</b>	<b>3,217</b>	<b>4,600</b>	<b>4,585</b>
经营现金流	3,761	3,223	4,709	3,476	3,741
投资现金流	-4,782	1,345	920	920	920
融资现金流	-1,769	-3,687	-1,287	-1,322	-1,359
<b>现金流净增加额</b>	<b>-2,790</b>	<b>882</b>	<b>4,342</b>	<b>3,075</b>	<b>3,302</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-6.8%	-1.3%	-7.5%	-5.5%	-3.0%
EBIT 增长率	19.5%	-3.8%	-17.7%	1.3%	3.2%
净利润增长率	-47.0%	432.8%	-10.2%	8.4%	11.0%
利润率					
毛利率	20.0%	22.0%	20.6%	21.4%	22.2%
EBIT 率	12.7%	12.4%	11.0%	11.8%	12.6%
净利润率	0.6%	3.1%	3.0%	3.5%	4.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	4.0%	13.9%	11.5%	11.4%	11.7%
总资产收益率(ROA)	0.5%	2.7%	2.3%	2.5%	2.7%
投入资本回报率(ROIC)	12.7%	12.2%	12.0%	13.4%	15.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	20	20	20	20	20
应收账款周转天数	47	33	33	33	33
总资产周转天数	460	442	461	505	530
净利润现金含量	1708.7%	274.9%	447.4%	304.6%	295.2%
资本支出/收入	1.3%	1.8%	-2.4%	-2.5%	-2.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	79.4%	76.7%	75.5%	73.3%	71.0%
净负债率	233.8%	161.1%	100.7%	61.9%	26.4%
<b>估值比率</b>					
PE	86.47	16.23	18.08	16.67	15.02
PB	1.20	1.64	2.07	1.91	1.75
EV/EBITDA	3.33	4.72	5.82	5.14	4.35
P/S	0.50	0.51	0.55	0.58	0.60
股息率	0.0%	0.6%	1.7%	1.8%	2.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		