

审慎推荐-A (维持)

恒源煤电 600971.SH

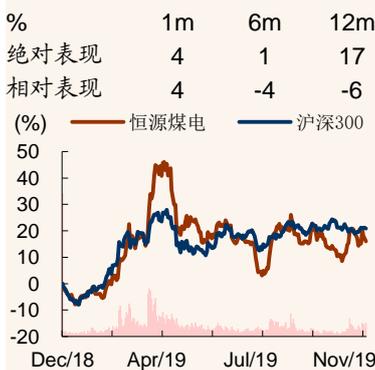
目标估值: - 元
当前股价: 5.56 元
2019 年 12 月 12 日

所得税优惠落地, 全年扣非业绩有望明显改善

基础数据

上证综指	2916
总股本(万股)	120000
已上市流通股(万股)	120000
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	15.3
资产负债率	46.2%
主要股东	安徽省皖北煤电集团
主要股东持股比例	54.96%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《恒源煤电(600971)一去产能致产销量下滑, 所得税影响业绩》2018-08-17

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
S1090519030004

事件: 公司近期发布公告, 公司被认定为安徽省 2019 年度第一批高新技术企业, 有效期三年。自 2019 年 1 月 1 日起, 公司将享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策, 按 15% 的税率征收企业所得税。

点评:

1. 所得税优惠政策影响约 1.5 亿元净利。审慎起见公司在 2019 年前三季度按照 25% 所得税率计算净利润(与 2018 年一致), 但受益增值税下调等因素业绩仍有改善。此次下调所得税税率, 全年有望带来 1.5 亿元净利提升。

2. 全年业绩有望维持高位, 扣非后预计增长明显。公司历经供给侧改革后, 体量在短期内将维持在 1000 万吨/年上下。今年以来产地煤价维持强势, 且受益增值税率下调, 综合售价基本在 650 元/吨上下波动, 与去年基本持平。公司费用管控已获得成效, 三费及附加步入下行通道, 为今年业绩改善留出空间, 前三季度业绩同比上升 4.4%。计入所得税调整后, 预计全年归母净利润 11.6 亿, 仍处于高位。从扣非来看, 去年四季度因出售产能指标产生 2.2 亿元收益, 扣除该影响后, 今年业绩同比增长 12.6%。

3. 明年煤价不悲观, 集团尚有部分资源。当前进入煤企和下游企业议定来年长协价格的关键期, 在发改委主导的煤电长协基准价未下调的基础上, 各大煤企在谈判中仍然保持较为强势的地位。从目前了解到情况来看, 公司来年的长协价下调空间较小, 在历史负担已清的基础上, 业绩仍有望维持在较高水平。虽然安徽本部资源扩张较为有限, 但集团在内蒙等地的煤矿项目仍有望为公司提供体量的增长。

4. 盈利预测及投资评级。除煤炭业务贡献大部分盈利之外, 电力业务体量较小, 且受制于目前煤价高企, 难以为公司贡献业绩。预计 2019-2021 年公司归母净利润 11.6/11.4/11.6 亿元, 对应 EPS 为 0.96/0.95/0.97 元/股。目前估值处在底部, 维持“审慎推荐-A”评级。

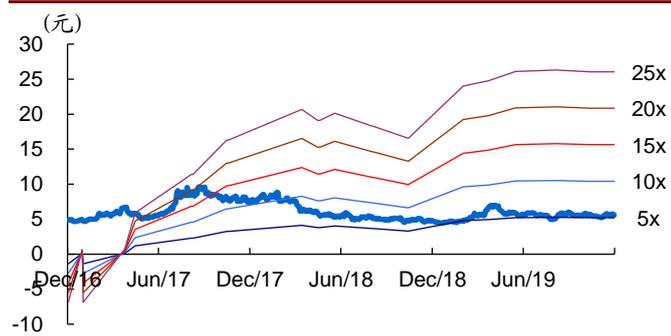
风险提示: 国内煤炭需求回落、矿井列入去产能计划

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6536	5900	6056	6010	6010
同比增长	41%	-10%	3%	-1%	0%
营业利润(百万元)	1293	1391	1374	1353	1381
同比增长	72983%	8%	-1%	-2%	2%
净利润(百万元)	1105	1220	1154	1136	1160
同比增长	3031%	10%	-5%	-2%	2%
每股收益(元)	1.10	1.22	0.96	0.95	0.97
PE	5.0	4.6	5.8	5.9	5.8
PB	.8	.7	.8	.7	.7

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 恒源煤电历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恒源煤电历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6831	7427	5696	6088	6570
现金	4226	4971	3153	3560	4044
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1986	1817	1865	1851	1851
应收款项	188	159	145	144	144
其它应收款	78	141	144	143	143
存货	286	271	313	313	312
其他	67	68	77	77	77
非流动资产	7415	7024	7509	7912	8246
长期股权投资	559	549	549	549	549
固定资产	3668	3419	4106	4691	5189
无形资产	2122	2024	1821	1639	1475
其他	1066	1032	1032	1032	1032
资产总计	14246	14451	13205	13999	14816
流动负债	5136	4955	3273	3274	3270
短期借款	1727	835	0	0	0
应付账款	768	746	886	887	883
预收账款	408	283	336	337	335
其他	2233	3090	2051	2051	2051
长期负债	2069	1544	1544	1544	1544
长期借款	1290	788	788	788	788
其他	779	756	756	756	756
负债合计	7204	6499	4817	4818	4814
股本	1000	1000	1200	1200	1200
资本公积金	2104	2104	1904	1904	1904
留存收益	3811	4724	5158	5948	6767
少数股东权益	126	124	126	129	131
归属于母公司所有者权益	6915	7829	8263	9052	9871
负债及权益合计	14246	14451	13205	13999	14816

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2755	2377	2051	2027	2098
净利润	1105	1220	1154	1136	1160
折旧摊销	665	626	712	794	863
财务费用	189	156	90	90	90
投资收益	(16)	(10)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	763	292	106	18	(3)
其它	49	93	5	5	5
投资活动现金流	(361)	(418)	(1184)	(1184)	(1184)
资本支出	(264)	(524)	(1200)	(1200)	(1200)
其他投资	(96)	105	16	16	16
筹资活动现金流	(1366)	(1201)	(2685)	(436)	(431)
借款变动	(794)	(704)	(1875)	0	0
普通股增加	0	0	200	0	0
资本公积增加	0	0	(200)	0	0
股利分配	0	(360)	(720)	(346)	(341)
其他	(572)	(137)	(90)	(90)	(90)
现金净增加额	1029	757	(1818)	407	484

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6536	5900	6056	6010	6010
营业成本	3865	3197	3792	3798	3783
营业税金及附加	181	167	151	155	150
营业费用	86	98	79	81	78
管理费用	797	565	533	534	529
研发费用	0	372	200	200	200
财务费用	149	114	90	90	90
资产减值损失	186	13	15	15	15
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	16	16	16	16	16
营业利润	1293	1391	1374	1353	1381
营业外收入	4	237	0	0	0
营业外支出	39	17	17	17	17
利润总额	1258	1611	1357	1336	1364
所得税	148	388	201	198	202
净利润	1110	1223	1156	1138	1162
少数股东损益	6	2	3	2	3
归属于母公司净	1105	1220	1154	1136	1160

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	41%	-10%	3%	-1%	0%
营业利润	72983%	8%	-1%	-2%	2%
净利润	3031%	10%	-5%	-2%	2%
获利能力					
毛利率	40.9%	45.8%	37.4%	36.8%	37.1%
净利率	16.9%	20.7%	19.1%	18.9%	19.3%
ROE	16.0%	15.6%	14.0%	12.5%	11.7%
ROIC	12.3%	10.7%	13.6%	12.3%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	45.0%	36.5%	34.4%	32.5%
净负债比率	23.3%	18.4%	6.0%	5.6%	5.3%
流动比率	1.3	1.5	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
存货周转率	15.4	11.5	13.0	12.1	12.1
应收帐款周转率	27.7	34.0	39.9	41.7	41.9
应付帐款周转率	4.6	4.2	4.6	4.3	4.3
每股资料 (元)					
EPS	1.10	1.22	0.96	0.95	0.97
每股经营现金	2.75	2.38	1.71	1.69	1.75
每股净资产	6.91	7.83	6.89	7.54	8.23
每股股利	0.36	0.72	0.29	0.28	0.29
估值比率					
PE	5.0	4.6	5.8	5.9	5.8
PB	.8	.7	.8	.7	.7
EV/EBITDA	5.7	5.6	5.2	5.1	4.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人大，经济学博士。五年会计从业经验，十六年证券从业经验。

王西典：毕业于上海交大，工学硕士，2017年2月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2017年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2017年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2017年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。