

不只是煤炭，贸易、光伏更精彩

——山煤国际 (600546.SH) 投资价值分析报告

公司深度

◆背靠山煤集团，煤炭贸易稀缺标的

山煤国际是市场上稀缺的、具有贸易属性的煤炭公司。控股股东山西煤炭进出口集团作为山西 7 大煤企中唯一的煤炭贸易企业，积累了丰富的贸易资源和经验。收购河曲露天矿后，公司整体煤炭资产质量大幅改善，煤炭主业抗风险能力提升。

◆多管齐下，贸易板块有望涅槃重生

我国煤炭消费已经过了高速增长期，未来需求将趋于稳定。供给侧改革加速了煤炭产能结构性调整，新增产能集中投放于“三西”地区，而消费地则靠近沿海。供需逆向分布加剧导致煤炭贸易需求提升。铁路、港口等有形资源为公司煤炭贸易业务提供了天然护城河。公司已对管理、风控等短板引起重视，积极通过调整组织架构、剥离不良资产、引入战略投资者等方式加打造现代煤炭供应链。基于对沿海煤炭贸易以及环保政策的考量，我们认为混改或是太行海运最佳出路。

◆携手钧石，布局新能源光伏产业

公司与钧石能源签订《战略合作框架协议》，双方拟共同建设总规模 10GW 异质结电池生产线项目。公司携手钧石能源，选择新能源光伏产业作为国企改革和能源革命抓手，异质结电池项目有望成为新增长点。

◆盈利预测与投资评级：

在当前山西国改及能源革命背景下，公司积极向新能源领域拓展，市场关注度有望提升。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 11.3/13.0/14.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.66/0.74 元。当前股价对应 PE 分别为 11/10/9。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司 2019 年 15 倍 PE，对应目标价 8.55 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：

预计负债风险：2018 年末公司预计负债余额 6.9 亿元，我们无法对相关诉讼、仲裁的后续结果作出预测。拓展光伏业务风险：公司缺乏新能源领域相关投资经验，异质结电池项目投资规模较大，前景具有不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	40,937	38,143	39,042	38,858	38,668
营业收入增长率	-16.73%	-6.83%	2.36%	-0.47%	-0.49%
净利润（百万元）	381	220	1,133	1,302	1,464
净利润增长率	23.92%	-42.27%	414.83%	14.86%	12.50%
EPS（元）	0.19	0.11	0.57	0.66	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.74%	4.00%	17.09%	16.41%	15.58%
P/E	34	58	11	10	9
P/B	2.6	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 11 日

买入（首次）

当前价/目标价：6.49/8.55 元

分析师

菅成广（执业证书编号：S0930519080002）

021-52523799

jiangcg@ebscn.com

市场数据

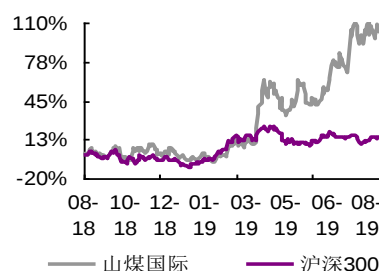
总股本(亿股)：19.82

总市值(亿元)：128.66

一年最低/最高(元)：3.08/7.76

近 3 月换手率：76.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.33	3.77	69.14
绝对	-7.80	7.11	94.35

资料来源：Wind

相关研报

积极布局当下，静待改革硕果——山西国企改革系列报告之一

..... 2019-09-04

投资聚焦

关键假设

公司煤炭业务分为煤炭生产与煤炭贸易两部分，我们对于各个业务的关键假设如下：

- 1) 煤炭生产：**公司收购河曲露天矿后，煤炭资产整体盈利水平改善。从在建项目和公司战略来看，未来煤炭产量将趋于平稳。我们假设 2019-2021 年煤炭产量分别为 3600/3650/3700 万吨，商品煤综合销售价分别为 335/330/325 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。
- 2) 煤炭贸易：**公司煤炭贸易业务主要为集团代销煤炭产品，营业收入规模高但毛利率较低，在集团产能稳定的情况下，销售量也将保持平稳。我们假设 2019-2021 毛利率维持 2% 水平，贸易量 7629/7579/7529 万吨。

我们区别于市场的观点

市场认为公司长期受贸易板块拖累，未来发展缺乏增长点。

我们认为，公司收购河曲露天矿后盈利能力提升，并且已对管理、风控等短板引起重视，通过调整组织架构、剥离不良资产、引入战略投资者等方式改善贸易业务。国内煤炭消费量增速已经过了高速增长期，未来煤炭需求将趋于平稳。作为老牌煤炭贸易企业，公司拥有运输、融资优势，贸易自营业务提升空间巨大。

公司携手钧石能源，选择新能源光伏产业作为国企改革和能源革命抓手，异质结电池项目有望成为新增长点。

股价上涨的催化因素

山西动力煤坑口价格上涨；公司贸易板块盈利能力修复；公司在新能源光伏领域加速布局。

估值与目标价

公司收购河区露天矿后资产质量大幅改善，作为山西煤炭进出口集团唯一上市平台，未来积极向新能源领域拓展。在当前山西国改及能源革命背景下，公司关注度有望提升。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 11.3/13.0/14.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.66/0.74 元。当前股价对应 PE 分别为 11/10/9。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司 2019 年 15 倍 PE，对应目标价 8.55 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 背靠山煤集团，煤炭贸易稀缺标的.....	6
1.1、 山煤集团上市平台，具有煤炭贸易基因.....	6
1.2、 煤炭产量趋于稳定，边际改善看贸易板块	7
1.3、 收购河曲露天矿，业绩承诺有保障	9
2、 公司自营业务规模、效率具有较大提升空间	10
2.1、 煤炭贸易业务分为自营、代理两种模式.....	10
2.2、 后供给侧改革时代，自营业务是煤炭贸易竞争高地.....	11
3、 多管齐下，贸易板块有望涅槃重生.....	12
3.1、 铁路、港口资源是公司煤炭贸易的有形护城河	12
3.2、 调整组织架构，加速剥离不良贸易子公司	13
3.3、 收缩贸易规模，向风控管理要盈利质量	15
3.4、 研发人员数量翻倍，打造现代煤炭供应链	16
3.5、 混改或是太行海运最佳出路	17
4、 混改与多元化是公司国改主要路径.....	19
4.1、 携手钧石，布局光伏产业.....	19
4.2、 公司自产煤已占集团总产量比例 97%.....	20
4.3、 3 家子公司进入山西混改项目名单	22
5、 盈利预测.....	22
6、 估值水平与投资评级	23
6.1、 相对估值	23
6.2、 绝对估值	24
6.3、 估值结论与投资评级	25
7、 风险分析.....	25

图表目录

图 1：公司股权组织结构（2019H1）	6
图 2：公司前 4 大股东情况（2019H1）	6
图 3：2019H1 营业收入 198.2 亿元	7
图 4：2019H1 归母净利润 5.1 亿元	7
图 5：公司营业收入结构（2018）	7
图 6：公司业务板块毛利率（2018）	7
图 7：公司自产煤、贸易煤数量及同比增速	8
图 8：河曲露天矿 2018 年产能核增后盈利能力大幅提高	10
图 9：公司煤炭贸易可分为自营、代理两种模式	10
图 10：2018 年国内煤炭消费量增速仅 1%	11
图 11：瑞茂通 2017/2018 年自营业务占比分别为 59.4%/66.9%	12
图 12：2015 年起煤炭平均运距再次逐年上升	13
图 13：2015 年起煤炭铁路运量累计同比增速抬升	13
图 14：公司运输方式结构情况	13
图 15：公司资产减值损失 2018 年大幅下降	14
图 16：坏账损失是资产减值的主要来源	14
图 17：2018 年贸易板块收入占比 69%	15
图 18：2018 年前五大客户占比较上年提升 10 个百分点	15
图 19：2018 年前五大供应商占比较上年提升 14 个百分点	15
图 20：公司应收账款、存货周转天数逐步下降	16
图 21：与瑞茂通相比，山煤国际应收账款改善幅度较大	16
图 22：神华中海航运 2018 年毛利率 22.3%	18
图 23：2019 年沿海干散货相关指数弱于 2018 年	19
图 24：2018 年集团营收 551.5 亿，同比增速 1%	21
图 25：集团业务营收占比	21
图 26：上市公司自产煤占集团总产量比例 97%（2018 年）	21
表 1：公司所属矿井情况（2018 年）	7
表 2：11 座在产矿井生产经营及财务数据	8
表 3：庄子河矿、鑫顺矿、东古城矿已经基本接近完工（单位：亿元）	9
表 4：公司两种贸易模式特点	11
表 5：自营占比相对溢价率的敏感性分析	12
表 6：2019 年 11 家贸易子公司成功转让	14
表 7：山煤国际与瑞茂通的优势、劣势比较	16
表 8：山煤国际与瑞茂通债券融资对比	17

表 9：根据载重量大小，太行海运排名全国第八（2017 年）	17
表 10：太行海运船只情况（2018 年）	18
表 11：神华中海航运船只情况（2016 年）	18
表 12：国内外异质结太阳能电池产业化情况	20
表 13：集团未注入上市公司的煤矿（2018 年）	21
表 14：山西煤炭进出口集团混改项目一览	22
表 15：公司主营业务盈利预测	23
表 16：可比公司盈利预测与估值	23
表 17：基本假设	24
表 18：FCFF 估值	24
表 19：敏感性分析	24
表 20：估值结果汇总	25

1、背靠山煤集团，煤炭贸易稀缺标的

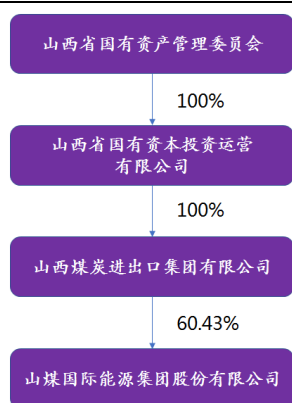
山煤国际是市场上稀缺的、具有贸易属性的煤炭公司。控股股东山西煤炭进出口集团作为山西 7 大煤企中唯一的煤炭贸易企业，积累了丰富的贸易资源和经验。公司煤炭产能未来将趋于平稳，贸易板块盈利水平有望修复。

1.1、山煤集团上市平台，具有煤炭贸易基因

山煤国际前身为中油吉林化建工程公司，2009 年山西煤炭进出口集团（山煤集团）借壳中油化建，通过重大资产重组将旗下 3 家煤炭开采公司、18 家煤炭贸易公司置入上市平台。目前公司控股股东为山煤集团，持股比例 58.6%，实际控制人为山西省国资委。

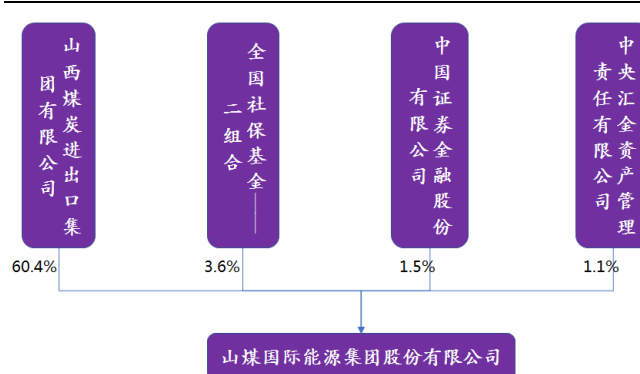
控股股东山煤集团与 30 多个大中煤矿签定长期供煤协议，拥有近百个煤炭发运站，在秦皇岛、天津、日照等主要港口均设立子公司，年港口中转量逾 5000 万吨。集团煤炭运输主要通过铁路运输，拥有铁道部铁路运输单列计划支持，是山西省唯一拥有出口、内销两个通道的大型国有企业。

图 1：公司股权结构（2019H1）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

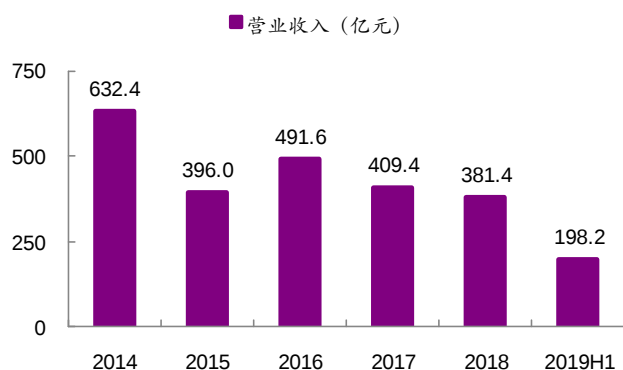
图 2：公司前 4 大股东情况（2019H1）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

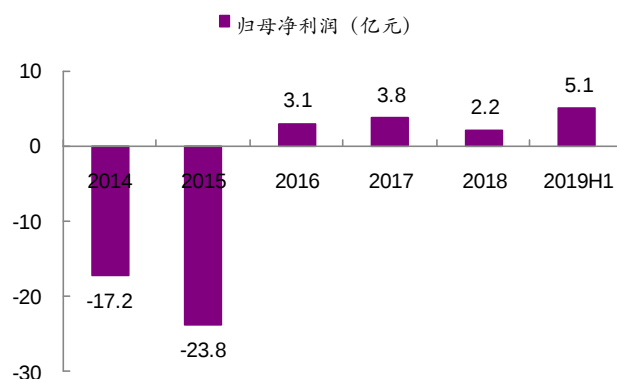
2019 年上半年，公司营业收入、归母净利润分别为 198.2/5.1 亿元。2018 年煤炭生产、煤炭贸易两大业务营收占比分别为 28%/69%。过去 5 年，贸易板块始终保持较高的收入占比，而煤炭生产业务随着 2016 年下半年以来的煤价回升收入贡献显著提高。从毛利率看，规模较大的煤炭贸易业务毛利率不到 3%，而煤炭生产毛利率高达 66%，贡献了大部分的营业利润。

图 3：2019H1 营业收入 198.2 亿元



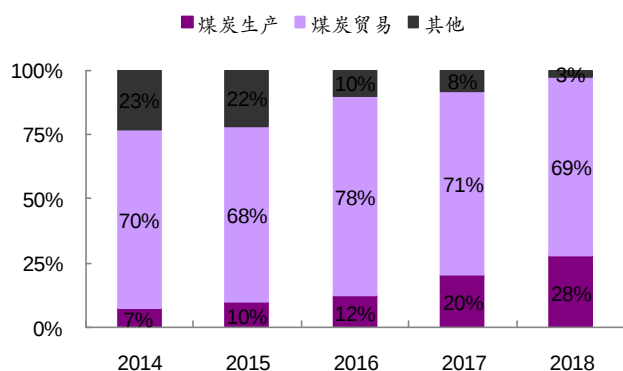
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：2019H1 归母净利润 5.1 亿元



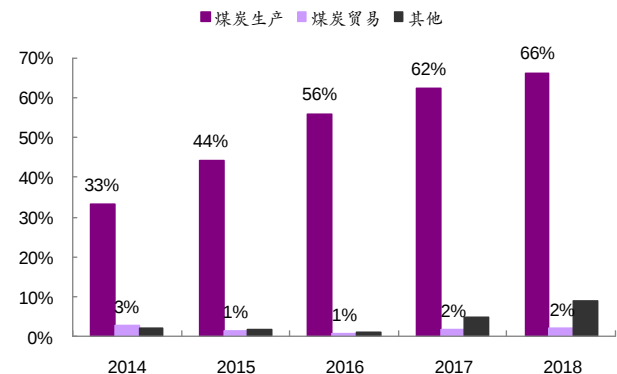
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司营业收入结构（2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：公司业务板块毛利率（2018）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、煤炭产量趋于稳定，边际改善看贸易板块

公司煤炭生产业务的主要产品为原煤及洗精煤，下属煤矿位于大同、长治、临汾等煤炭主产区，煤种多以贫煤为主，具有低硫、低灰分、高发热量等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤。截至 2018 年末，公司在产矿井 11 座，总核定生产能力为 2760 万吨/年，在建矿井 4 座，总核定生产能力为 480 万吨/年。在当前生产能力条件下，公司煤炭可采储量尚可开采 34 年。

2018 年煤炭销售量 1.12 亿吨，同比增长 12.9%。自产煤、贸易煤分别为 0.34/0.78 亿吨，同比增长 49.5%/6.4%。2018 年 7 月公司收购河曲露天矿导致当期自产煤大幅上升，由于煤炭生产业务毛利率远高于贸易业务，自产量增加后公司盈利能力将得到显著提升。

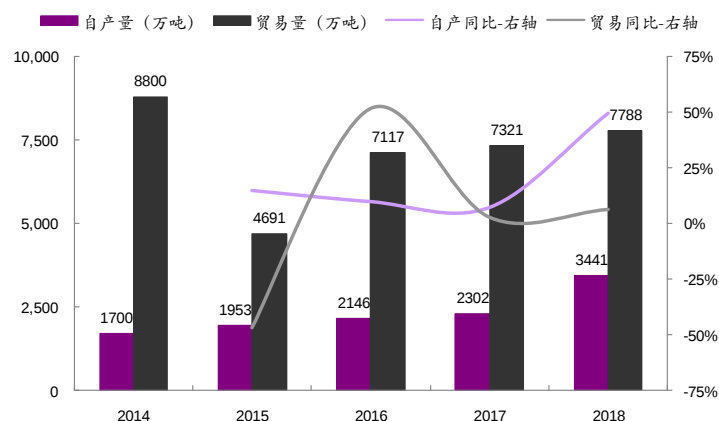
表 1：公司所属矿井情况（2018 年）

煤矿	煤矿所在地	主要煤种	可采储量 (万吨)	资源储量 (万吨)	权益占比	核定产能 (万吨/年)	
在产矿井							
1	经坊矿	山西长治县	主采贫煤	8,349.7	18,014.4	75%	300
2	凌志达矿	山西长子县	主采贫煤	5,251.5	10,334.5	63%	150
3	大平矿	山西襄垣县	主采贫煤	2,385.0	7,476.0	35%	180
4	霍尔辛赫矿	山西长子县	主采贫煤	18,101.1	51,048.5	63%	400

5	铺龙湾矿	山西左云县	主采气煤、粘煤、长焰煤	4,469.8	10,300.5	100%	120
6	宏远矿	山西左权县	主采贫煤	2,266.7	4,047.7	65%	120
7	韩家洼矿	山西左云县	主采气煤	4,549.0	8,286.5	51%	90
8	长春兴矿	山西左云县	主采长焰煤、气煤	20,845.7	34,742.8	51%	450
9	鹿台山矿	山西沁水县	主采无烟煤	2,117.6	2,301.8	100%	60
10	豹子沟矿	山西蒲县	主采焦煤	5,075.2	8,901.4	100%	90
11	河曲露天矿	山西河曲县	主采长焰煤	19,176.5	24,846.2	51%	800
在建矿井							
1	东古城矿	山西左云县	主采气煤	3,497.3	10,471.0	51%	90
2	鑫顺矿	山西左权县	主采贫煤	2,242.4	2,791.7	65%	180
3	庄子河矿	山西长治县	主采贫煤	1,462.0	5,918.0	51%	120
4	镇里矿	山西长治县	主采贫煤	830.0	1,809.0	51%	90

资料来源：国家能源局，公司公告，光大证券研究所

图 7：公司自产煤、贸易煤数量及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

11 座在产煤矿中，核定产能前三分别为河曲露天、长春兴煤业、霍尔辛赫煤业，合计产能 1650 万吨，占总产能的 60.4%。从盈利能力来看，2017 年公司吨煤售价区间为 132-693 元/吨，其中经坊煤业、霍尔辛赫煤业吨煤售价分别为 693/628 元/吨。吨煤售价反映了商品煤品质与稀缺性，就动力煤而言低硫、高热值煤炭存在溢价。

表 2：11 座在产矿井生产经营及财务数据

煤矿	权益占比	产能 (万吨/年)	2016				2017				2018	
			产量 (万吨)	收入 (亿元)	吨售价 (元)	净利润 (万元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)	吨售价 (元)	净利润 (万元)	收入 (亿元)	净利润 (万元)
经坊煤业	75%	300	263	10.2	389	20725	241	16.7	693	46023	14.1	29922
大平煤业	35%	150	110	4.2	381	12030	111	5.8	525	20992	6.1	20110
凌志达煤业	63%	150	176	3.2	184	-232	240	5.8	242	25030	8.3	12372
霍尔辛赫煤业	63%	400	422	17.2	407	57476	415	26.1	628	78541	21.5	74205

铺龙湾煤业	100%	120	183	3.0	164	2064	260	3.4	132	459	4.6	-185
宏远	65%	120	30	0.9	310	-14181	103	3.0	294	1040	2.6	-13061
长春兴	51%	450	626	9.2	147	25201	657	15.2	231	61343	14.5	56949
韩家洼	51%	90	150	2.5	167	1647	163	3.9	238	4343	4.1	7282
鹿台山	100%	60	59	1.4	237	1190	17	0.6	324	-9678	14.13	29922
豹子沟	100%	90	0	0.0	0	0	95	2.4	256	7323	3.4	1176
河曲露天	51%	800	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	21.2	73139

资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：2018 年公司未单独披露各个煤矿产销量）

截至 2018 年末，公司 4 座在建煤矿中，庄子河矿、鑫顺矿、东古城矿完工进度分别为 98%/90%/99%，已经基本接近完工并进入联合试运转。三座煤矿合计产能 390 万吨，假设联合试运转期间产能利用率为 50%，对应 195 万吨年产量。

表 3：庄子河矿、鑫顺矿、东古城矿已经基本接近完工（单位：亿元）

项目名称	预算数	期末余额	工程累计投入占预算比例	工程进度
庄子河矿井建设项目	4.11	6.06	147%	98%
镇里基建项目	5.00	1.22	24 %	24%
煤矿整合系统工程（鑫顺）	24.76	20.65	84%	90%
东古城矿井整合工程	9.14	12.33	135%	99%

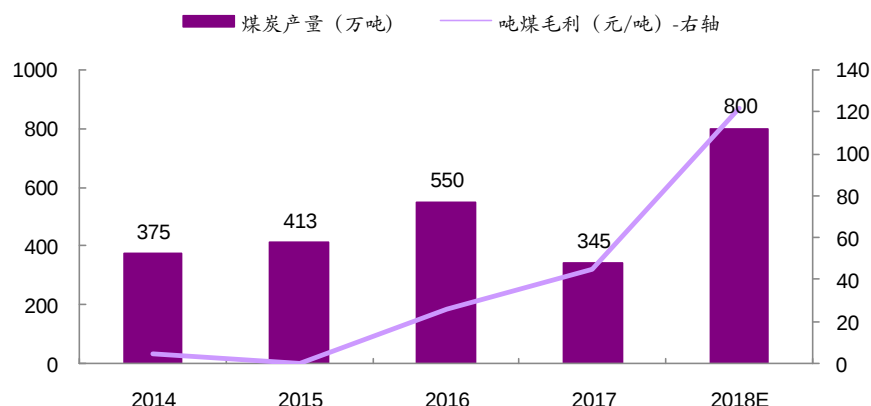
资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、收购河曲露天矿，业绩承诺有保障

2018 年 7 月山煤国际以 23.7 亿对价向大股东山煤集团收购河曲露天煤业有限公司 51% 股权。河曲露天煤业由山煤集团和山西中汇大地矿业有限公司共同出资设立，开采方式为露天开采。煤矿 2012 年开工建设，2016 年通过了露天煤矿竣工验收，2017 年 10 月年产能由 300 万吨提升到 800 万吨，2018 年实际产量大约在 800 万吨。

2018 年河曲露天矿扣非净利润 7.4 亿元，同比上年大幅增长 571%。根据收购时业绩承诺，2018-2020 年河曲露天矿扣非净利润每年不少于 1.5/5.5/5.1 亿元，2018 年被收购标的已超额完成业绩承诺。

图 8：河曲露天矿 2018 年产能核增后盈利能力大幅提高



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：由于未披露产量数据，我们假设 2018 年产量等于产能）

2、公司自营业务规模、效率具有较大提升空间

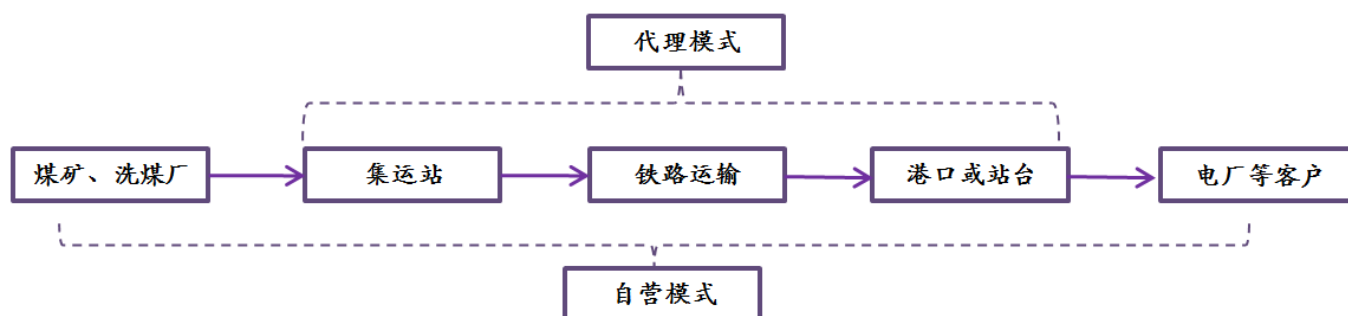
我国煤炭消费已经过了高速增长期，未来需求将趋于稳定。煤炭供给侧改革加速了煤炭产能结构性调整，导致煤炭贸易需求的提升。贸易公司核心竞争力在于对风险的管理和评估，煤炭自营业务更是如此。

2.1、煤炭贸易业务分为自营、代理两种模式

公司拥有煤炭出口专营权、内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列权。从贸易品种来看主要销售产品是动力煤，货源为集团自产煤以及地方煤矿采购煤，销售渠道为下属贸易公司。

煤炭贸易模式分为代理模式与自营模式。代理模式下，公司作为省内外煤矿销售代理人/电厂采购代理人，不承担价格风险仅收取固定代理费；自营模式下，公司负责采购-销售全部环节，利润来源是赚取买卖价差。自营煤炭主要销往广东、浙江、上海、及河北黄骅港等沿海地区，大部分用于火力发电。

图 9：公司煤炭贸易可分为自营、代理两种模式



资料来源：光大证券研究所

表 4：公司两种贸易模式特点

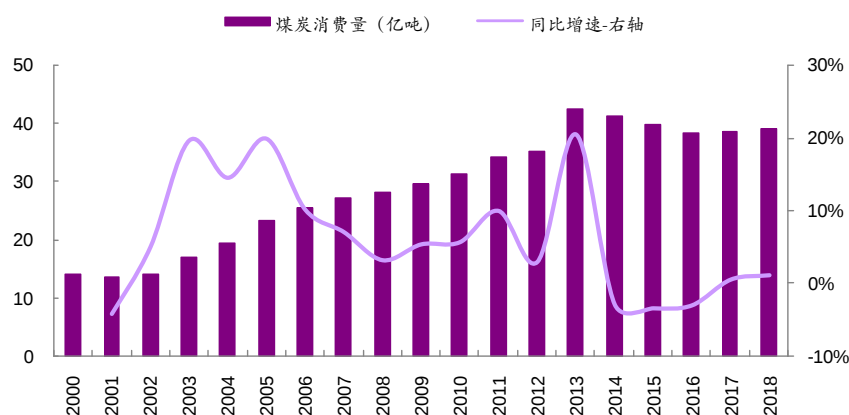
代理模式	自营模式
保证金交易	无保证金
贸易子公司与客户签订代理合同，收取 15%-20% 的保证金之后向上游煤矿或煤炭生产企业采购煤炭，下游客户根据自身需求在规定时间内向贸易商支付余款提货。	自营模式指贸易商从上游供应商采购货品后销售给下游客户，贸易商分别与供应商及下游客户签订采购合同及销售合同
以销定购	利润率高于代理模式
提前锁定上下游，签订采购合同和销售合同时确定价款，销售结算价格基本上在采购价格的基础上加上相关费用（一般为千分之五左右）从而锁定利润，库存周转较快。	自营模式下，贸易商主要利用信息的不对称性和时间、空间的差异性赚取购销差价。一般自营业务毛利率在 3-5% 左右。
不承担价格风险	风险管控能力要求高
贸易商作为受托方不承担市场价格波动风险、商品质量风险和供应商信誉风险。该模式下贸易商承担的风险总体较小，毛利率很低。如非上市公司浙江浙商琨润业务模式单一，仅提供煤炭代理模式，毛利率仅为 0.6%	该模式对贸易商价格风险控制、库存周转效率、货权风险控制等能力要求均较高。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、后供给侧改革时代，自营业务是煤炭贸易竞争高地

从两种模式特点可以看出，贸易公司利润弹性来源于毛利率更高的自营业务，代理业务毛利率相对固定主要通过扩大贸易规模提高。国内煤炭消费量增速已经过了高速增长期，随着能源结构的成熟稳定，未来煤炭需求将趋于平稳。对于煤炭贸易企业，如何提高自营业务比重及风险收益是增强核心竞争力的关键。

图 10：2018 年国内煤炭消费量增速仅 1%



资料来源：Wind，光大证券研究所

2014-2018 年公司贸易业务综合毛利率区间为 0.61%-2.84%，为了测算自营、代理业务在贸易中的占比情况，我们做出以下假设：（1）代理业务不承担风险，仅获取固定收益，假设其毛利率为 0.6%；（2）自营业务承担风险，毛利率包含风险溢价，假设其每年毛利率每年比贸易综合毛利率高出 1.5-3 个百分点。

通过敏感性测算我们发现：（1）自营业务盈利能力依赖企业对中长期煤价的专业判断。2016 年公司贸易业务综合毛利率仅 0.6%，为历史最低。主要是

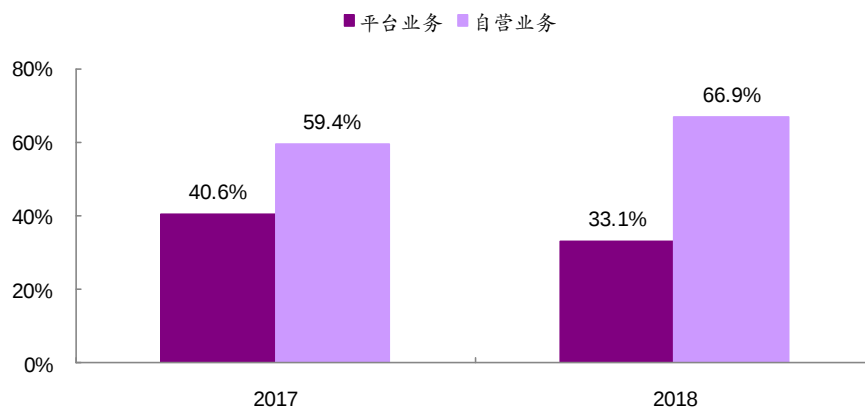
因为 2016 年下半年煤价大幅上涨，公司未能及时调整已签中长期购销合同价格，坑口煤价上涨幅度大于下游用户提价幅度。(2) 2017/2018 年，溢价率 1.5%-3% 敏感性测算显示，公司当前自营占比在 50% 以下。上市公司瑞茂通作为国内领先的煤炭供应链服务企业，煤炭贸易业务营收占比在 70% 以上，2017/2018 年自营业务占比分别为 59.4%/66.9%，与其相比山煤国际自营业务未来存在较大提升空间。

表 5：山煤国际自营占比相对溢价率的敏感性分析

溢价率	2014	2015	2016	2017	2018
1.5%	60%	34%	1%	45%	47%
2.0%	53%	28%	1%	38%	40%
2.5%	47%	24%	1%	33%	35%
3.0%	43%	21%	0%	29%	31%

资料来源：光大证券研究所测算（注：当期自营毛利率=当期贸易综合毛利率+溢价率；受行业低景气度影响 2016 年煤炭贸易以代理为主）

图 11：瑞茂通 2017/2018 年自营业务占比分别为 59.4%/66.9%



资料来源：瑞茂通公司公告，光大证券研究所

3、多管齐下，贸易板块有望涅槃重生

铁路、港口等有形资源为公司煤炭贸易业务提供了天然护城河。公司已对管理、风控等短板引起重视，积极通过调整组织架构、剥离不良资产、投入信息研发等方式加打造现代煤炭供应链。基于对沿海煤炭贸易以及环保政策的考量，我们认为混改或是太行海运最佳出路。

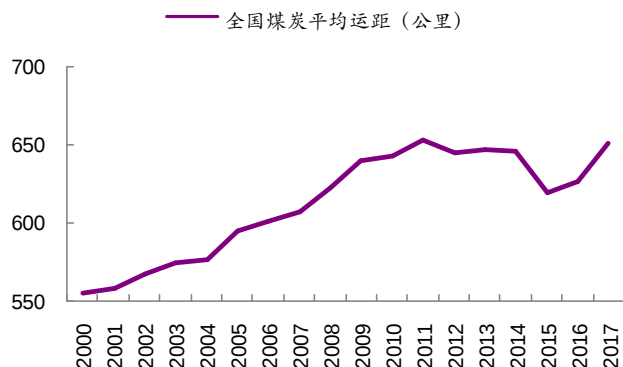
3.1、铁路、港口资源是公司煤炭贸易的有形护城河

2016 年供给侧改革加速了全国煤炭产能结构性调整——中部、沿海等地区向蒙西、山西、陕西等“三西”地区集中，导致煤炭铁路运输距离增加。2017 年全国煤炭铁路运距较 2015 年提升 32 公里。同时，禁止汽运煤、公转铁等运输政策进一步加剧了铁路运输压力，过去 3 年煤炭铁路运量累计同比增速逐年抬升。

公司在山西境内拥有 80 个铁路集运站及铁路运力指标，铁路优势不仅可以避免煤炭市场疲软期矿井销售不畅而停产带来的安全隐患，而且在旺季可以保

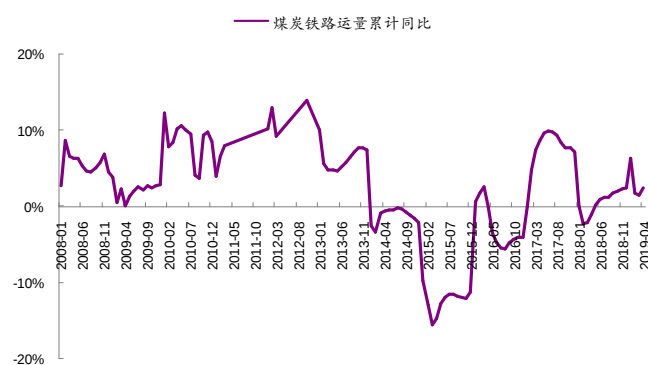
证购销合同的及时履行。此外公司还配有 5000 万吨的港口煤炭中转能力，在主要港口建立港口公司，负责对煤炭的装卸、仓储、货代和多式联运代理服务，提高煤炭运输的便利性。

图 12：2015 年起煤炭平均运距再次逐年上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

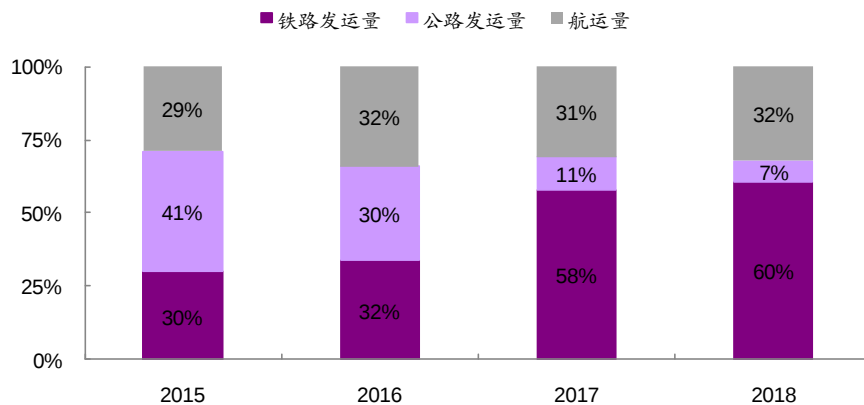
图 13：2015 年起煤炭铁路运量累计同比增速抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所

2017 年公司铁路发运占比 58%较上年提升 20 个百分点，2018 年持续维持高位。铁路运输占比提升有助于降低运输成本，增加煤炭自营业务毛利率，充分发挥公司铁路资产的优势。

图 14：公司运输方式结构情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

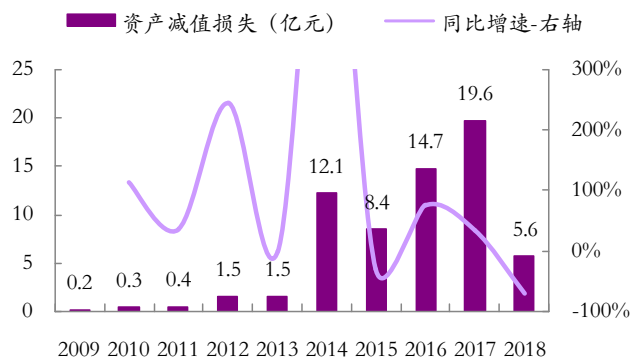
3.2、调整组织架构，加速剥离不良贸易子公司

风控管理是影响煤炭贸易盈利水平的核心要素之一。2014-2017 年公司资产减值损失大幅提升，严重挤压盈利能力。其中 2017 年资产减值损失 19.6 亿元，为当期净利润的 2 倍。从资产减值损失结构来看，坏账损失是其主要来源，2018 年占比为 99%。

煤炭下行周期及贸易子公司管理不当导致过去大额坏账的发生。历史上由于贸易业务扩张时期对规模的过分重视，造成贸易子公司积淀了大量应收账款、预付账款，并且产生了大量诉讼风险。近年来，山煤国际加大对风控管控，于

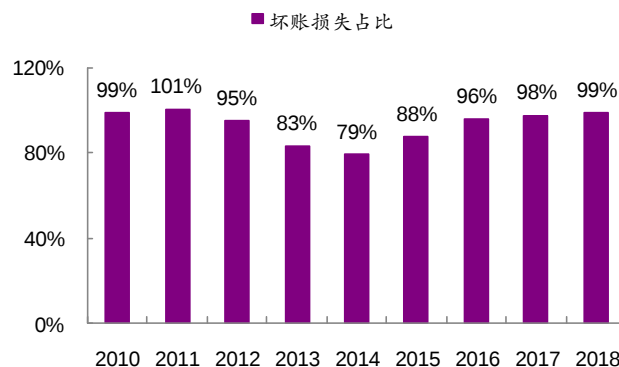
2017 年成立了 10 个区域公司，在组织结构上强化了对下级贸易公司的管控。同时公司加大了旗下不良贸易子公司剥离力度，自 2016 年以来山煤国际已将 14 家经营煤炭贸易的子公司进行剥离，2019 年年初有 11 家贸易子公司（其中 6 家为公司控股子公司，另外 5 家为公司控股子公司江苏山煤的子公司）正在进行挂牌转让，截至 2019 年 6 月 14 日，山西财惠资本管理有限公司最终摘牌，支付转让价格 11 元。

图 15：公司资产减值损失 2018 年大幅下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：2014 年资产减值损失同比增速 725%）

图 16：坏账损失是资产减值的主要来源



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 6：2019 年 11 家贸易子公司成功转让

拟出售公司	账面权益价值 (万元)	评估值 (万元)	拟定转让价格 (元)	转让股权 比例	评估基准日
大同公司	-45513	-44916	1	100%	2016 年 4 月 30 日
大同经营公司	-20737	-20505	1	100%	2016 年 4 月 30 日
阳泉公司	-27063	-27008	1	100%	2016 年 4 月 30 日
朔州公司	-36404	-32203	1	100%	2016 年 4 月 30 日
通海煤焦公司	-16510	-14900	1	100%	2016 年 4 月 30 日
晋鲁公司	-26138	-26116	1	100%	2016 年 4 月 30 日
连云港公司	-17839	-17830	1	100%	2016 年 4 月 30 日
华南公司	-45013	-45028	1	100%	2016 年 12 月 31 日
忻州公司	266	603	603	100%	2016 年 12 月 31 日
销售公司	-89363	-89416	1	100%	2017 年 6 月 30 日
秦皇岛公司	-15059	-12142	1	100%	2017 年 6 月 30 日
华远公司	-6310	-6332	1	100%	2017 年 6 月 30 日
吕梁公司	-6310	-6332	1	100%	2017 年 6 月 30 日
长治公司	-24534	-24520	1	100%	2017 年 6 月 30 日
山西辰天国贸公司	-20514	-15473	1	49%	2018 年 12 月 31 日
晋城公司	-49662	-48647	1	49%	2018 年 12 月 31 日
山西煤炭进出口公司	-213517	-212756	1	49%	2018 年 12 月 31 日
临汾公司	-6982	-4810	1	49%	2018 年 12 月 31 日
晋中公司	-12003	-11947	1	49%	2018 年 12 月 31 日
内蒙古山煤晟达贸易公司	-10257.88	-10247.9	1	39%	2018 年 12 月 31 日
山煤天津公司	-55089.5	-48005.75	1	49%	2018 年 12 月 31 日

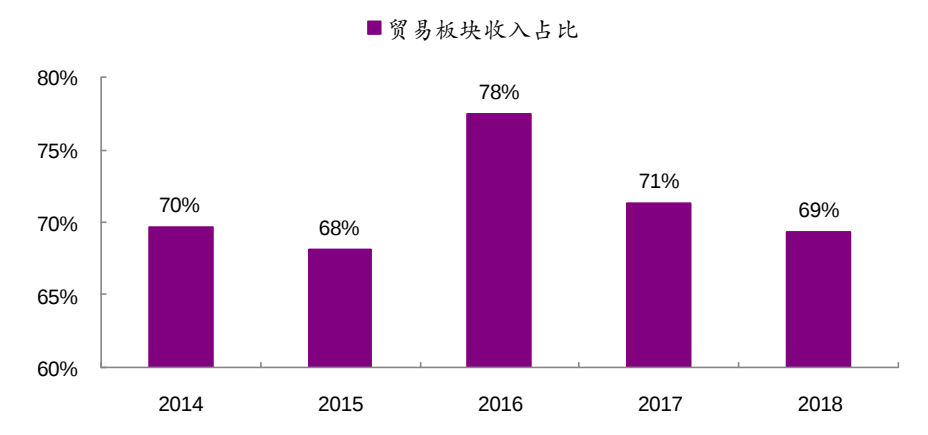
山煤青岛公司	-26592.1	-25431.61	1	49%	2018年12月31日
山煤日照公司	-4143.96	-334.31	1	49%	2018年12月31日
山煤唐山公司	-3671.23	-3798.93	1	49%	2018年12月31日
山煤华东销售公司	-12222.54	-8998.46	1	49%	2018年12月31日

资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：灰色部分为2019年挂牌转让的11家子公司。）

3.3、收缩贸易规模，向风控管理要盈利质量

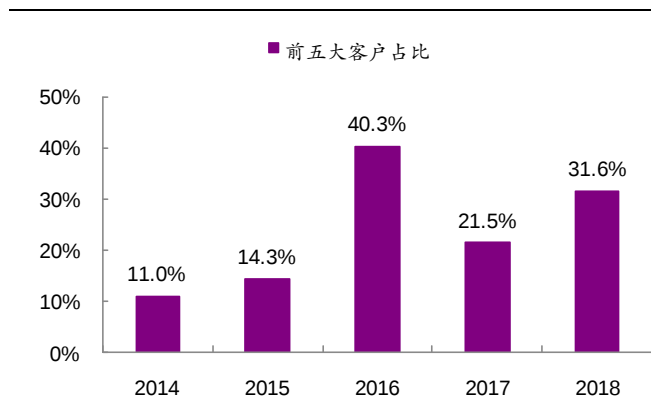
公司对风控管理要求趋严后，贸易业务逐步收缩，2018年贸易板块占营业收入的比重较2016年下降9个百分点。如前所述，贸易板块虽然收入贡献较大，但利润率十分有限，若发生坏账风险将会造成较大损失。公司成立区域公司进行集中管理后，对客户和供应商的资信审查更加严格，前5大客户/供应商占比较过去大幅提升，2018年占比较上年同期分别提高10/14个百分点。

图 17：2018 年贸易板块收入占比 69%



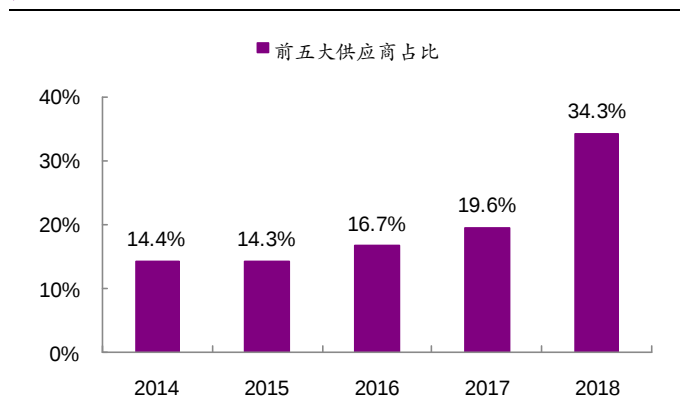
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 18：2018 年前五大客户占比较上年提升 10 个百分点



资料来源：公司公告，光大证券研究所

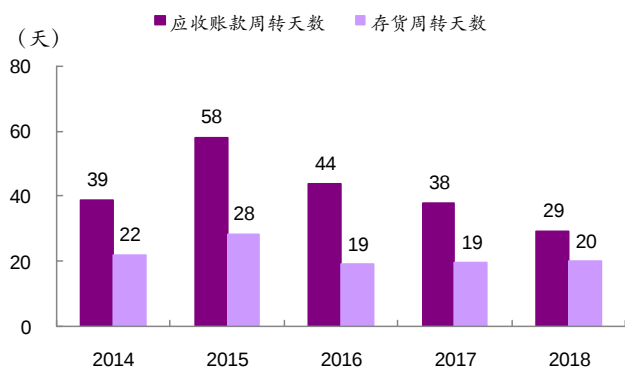
图 19：2018 年前五大供应商占比较上年提升 14 个百分点



资料来源：公司公告，光大证券研究所

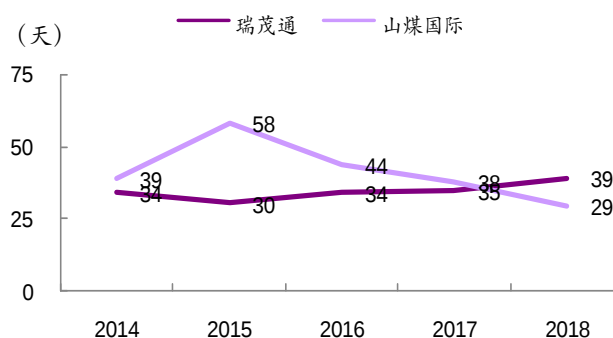
加强客户信用审查与风险管控后,公司营运能力持续改善。2018 年应收账款周转天数 29 天,连续四年下降;存货周转天数 19 天,较 2015 年高点下降 9 天。即便考虑 2016 年煤炭行业景气度回升所带来的行业整体改善,与同业竞争公司瑞茂通相比,山煤国际应收账款改善幅度依然较大。

图 20: 公司应收账款、存货周转天数逐步下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21: 与瑞茂通相比, 山煤国际应收账款改善幅度较大



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3.4、研发人员数量翻倍, 打造现代煤炭供应链

企业通过互联网平台及大数据技术可以对煤炭贸易信息进行分析 and 处理, 从而更好地掌握上下游客户需求并强化风控、财务管理。目前 A 股上市公司瑞茂通在煤炭贸易领域已经有较为成熟的布局, 可以为公司转型现代煤炭供应链提供借鉴。

山煤国际未来转型现代煤炭供应链的优势在于其融资成本低, 具有煤炭货源、铁路运力配套, 这是其他民营企业短期难以超越的竞争壁垒。然而贸易的重要环节——风险管理、风险定价则依赖于信息、数据优势。只有两方面的软硬件结合才能打造一体化现代煤炭供应链。

公司已经发现其技术研发方面的短板, 而弥补这些短板需要引入相关的专业人才和激励机制。公司 2016-2017 研发人员数量为 180 人, 占公司总人数的 1.25%; 2018 年研发人员数量为 300 人, 占公司总人数的 2.17%。公司在技术及人才领域的投入可见一斑。

表 7: 山煤国际与瑞茂通的优势、劣势比较

煤炭贸易公司	优势	劣势
山煤国际	货源优势	风控管理不足
	铁路集运站和铁路运力优势	缺乏信息平台
	融资成本优势	上下游缺乏定价权
瑞茂通	大数据信息搜集、分析能力	融资成本高
	编制长江动力煤价格指数	缺乏铁路配套运力资源
	风控能力强	
	人员激励机制灵活	

资料来源: 光大证券研究所

表 8：山煤国际与瑞茂通债券融资情况对比

债券代码	起息日	债券类型	票面利率(当期)	利率类型
山煤国际				
150902.SH	2018-11-29	私募债	8.10%	固定利率
031560049.IB	2015-08-17	定向工具	6.95%	固定利率
031560027.IB	2015-05-14	定向工具	7.00%	固定利率
122297.SH	2014-04-24	一般公司债	6.35%	固定利率
031390144.IB	2013-04-24	定向工具	5.00%	固定利率
031390131.IB	2013-04-16	定向工具	5.00%	固定利率
瑞茂通				
145743.SH	2017-09-01	私募债	7.50%	累进利率
145087.SH	2016-10-28	私募债	6.50%	累进利率
145019.SH	2016-10-11	私募债	7.00%	累进利率
136468.SH	2016-06-13	一般公司债	8.00%	累进利率
136250.SH	2016-03-01	一般公司债	7.50%	累进利率
135352.SH	2016-03-28	私募债	7.50%	累进利率

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.5、太行海运历史包袱有望出清

公司全资子公司太行海运有限公司成立于 2009 年，注册资金 6.5 亿元人民币，位于渤海港城秦皇岛市，主要从事国内沿海、长江中下游、珠江三角洲和国际航线大宗散货运输。根据载重量大小，太行海运总载重量 58 万吨，排名全国第八（2017 年数据）。

表 9：根据载重量大小，太行海运排名全国第八（2017 年）

序号	货主航运企业	业务板块	船舶数（艘）	载重量（万吨）
1	神华中海航运	承担神华控股沿海电厂用煤	40	218
2	上海时代航运	从事国际、国内海上货物运输、船舶管理以及租船、船货代理	36	211
3	上海瑞宁航运	国内沿海及长江普通货船运输、国际传播普通货物运输	25	194
4	广东粤电航运	保障粤电集团电煤海上运输	24	172
5	中钢运通	保障中钢原料供应	17	128
6	保金公司	承担宝钢及社会矿石、煤等原料运输业务	14	110
7	上海宝钢航运	保障宝钢原燃料沿海运输	10	59
8	太行海运	从事国内沿海、长江中下游及珠江三角洲货船运输	10	58
9	广东海电船务	承运粤电集团各大电厂发电用煤	6	37
10	天津国电海运	国电集团下属电厂用煤	10	29

资料来源：神华中海，光大证券研究所

太行海运拥有 10 条干散货船（太行海运为船舶所有人），其中 5 艘为巴拿马型干散货船，5 艘为灵便型船，平均船龄为 15.4 年，总载重吨为 60 万吨左右。船队经营沿海煤炭运输和进口煤炭运输。盈利模式一部分通过自营赚取运费表，一部分通过租借给其他船务公司收取租船费（租船方式为航次期租）。

表 10：太行海运船只情况（2018 年）

船型	状态	船名	载重	单位	建成时间
干散货（巴拿马）	在运	Tai Hang 9	74002	载重吨	1999
干散货（巴拿马）	在运	Tai Hang 1	73218	载重吨	1996
干散货（巴拿马）	在运	Tai Hang 3	73048	载重吨	1997
干散货（巴拿马）	在运	Tai Hang 8	72270	载重吨	1999
干散货（巴拿马）	在运	Tai Hang 6	70349	载重吨	1996
干散货（灵便型）	在运	Tai Hang 118	47917	载重吨	2012
干散货（灵便型）	在运	Tai Hang 128	47811	载重吨	2014
干散货（灵便型）	在运	Tai Hang 188	47767	载重吨	2015
干散货（灵便型）	在运	Tai Hang 158	46380	载重吨	2013
干散货（灵便型）	在运	Chang Zhi	26517	载重吨	1995

资料来源：克拉克森数据库，光大证券研究所

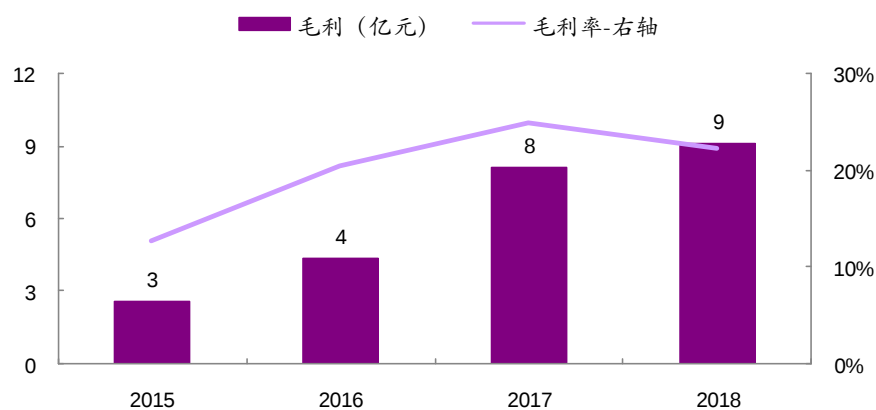
神华中海航运是中国神华旗下的航运公司，主要负责神华控股沿海电厂用煤，船舶数及总载重能力位列全国第一。与龙头煤炭航运公司相比，太行海运具有较大差距。从船只情况看，太行海运突出问题在于平均船龄较长，为 15.4 年，神华中海航运平均船龄仅 5 年左右。神华中海 2018 年毛利 9.1 亿元，毛利率 22.3%。太行海运 2017/18 年分别累计计提资产减值损失 5.3 亿元，占总投资额 78%。

表 11：神华中海航运船只情况（2016 年）

载重规模	船型	艘数（艘）	载重量（万吨）	船龄
4.6/4.7/5.7 万吨	灵便型	31	149.79	平均 3.4 年，为同型同期船舶
6.9 万吨	巴拿马	1	6.9	24.5 年
7.6 万吨	巴拿马	8	60.8	平均 4 年，为同型同期船舶
合计		40	217.49	平均 4.76 年

资料来源：徐佳《神华中海干散货船队运营策略研究》，光大证券研究所

图 22：神华中海航运 2018 年毛利率 22.3%



资料来源：中国神华公告，光大证券研究所

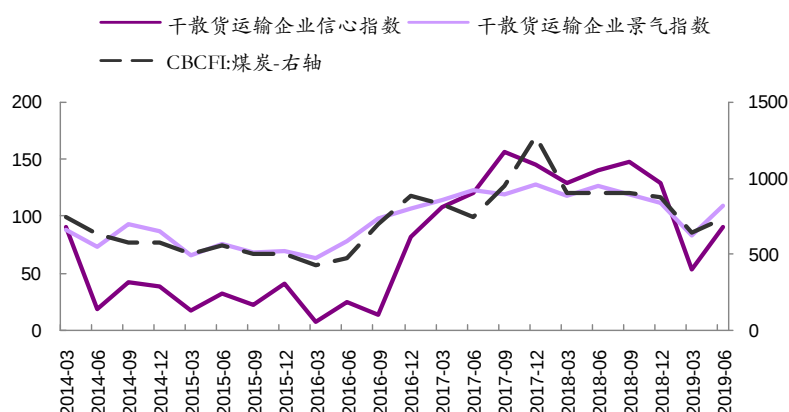
中国神华集团的航运分部毛利率一直保持在 20% 以上的水平，其主要原因是因为集团投资港口（黄骅港），船队有自己的专用码头，共享信息流，船队利用率高。且神华中海主要采用 COA（包运合同方式）运费稳定，锁定利润。

由于太行海运船队的运力规模小，规模不经济，再加上沿海散货市场是一个比较典型的完全竞争市场，长期处于供过于求的状态。根据干散货运输企业景气指数和干散货企业信心指数领先指标，2019 年沿海煤炭运输市场与 2018 年相比略显疲乏。考虑到未来特高压、蒙华铁路对沿海下水煤量的分流效应，以及对进口煤的限制政策，沿海煤炭船运存在一定压力。

交通部于 2018 年 12 月底印发了《船舶大气污染物排放控制区实施方案的通知》，要求沿海散货船必须使用脱硫塔，或者使用低硫燃油。相比低硫燃油，高硫燃油每吨高出近 50 美元。若安装脱硫塔，每艘船平均设备开支 300 万美元，占船只总价的 10%。对于太行海运等船队船龄较大的公司使用脱硫塔经济效益较低，而使用脱硫燃油将进一步挤压盈利空间。

在 2017/18 年计提了大额资产减值损失以后，未来对于太行海运公司可以通过提前拆解老旧船舶、出售船队或者签订长协运价合同等方式，逐步改善历史包袱。

图 23：2019 年沿海干散货相关指数弱于 2018 年



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、混改与多元化是公司国改主要路径

截至 2018 年末山煤集团资产证券化率 57.3%，主要煤炭资产已经注入上市公司，混改与多元化或是未来国企改革的主要路径。上市公司有 3 家子公司进入山西混改项目名单，随着 2019 年山西能源革命方案的制定改革进度有望提速。

4.1、携手钧石，布局光伏产业

2019 年 7 月公司与钧石能源签订《战略合作框架协议》，双方拟共同建设总规模 10GW 的异质结电池生产线项目。布局光伏电池生产符合山西省国改政策导向，是公司进一步延伸在能源领域产业链布局、拓宽产品结构的行为，也是应对当前煤炭市场波动和未来能源供应格局调整而进行的前瞻性考虑。

目前行业内关注并研究异质结电池技术的企业有日本松下、美国 Solarcity、中国钧石、日本长洲、美国 Sunprime、晋能、中智电力、通威股份等企业。实现 500MW 规模以上且能大规模量产的为日本松下、中国钧石和美国 Solarcity。国外异质结高效电池量产规模达 500MW 以上且效率较高的，主要为日本松下、美国 Solarcity（委托松下管理，市场计划显示将扩充到 1GW），均采用异质结电池技术路线。

钧石公司在国内异质结高效电池量产规模 500MW 以上效率较高，其 HDT 一代量产平均转换效率达 23%，HDT 二代小批量生产转换效率可达到 25%。国内采用异质结路线的其他厂商电池产能释放还很小，主要处于技术积累状态。行业内部分企业已发布进入异质结电池方向的计划，但是基本还处于寻找技术来源、设备评估和中试线建设的阶段。

表 12：国内外异质结太阳能电池产业化情况

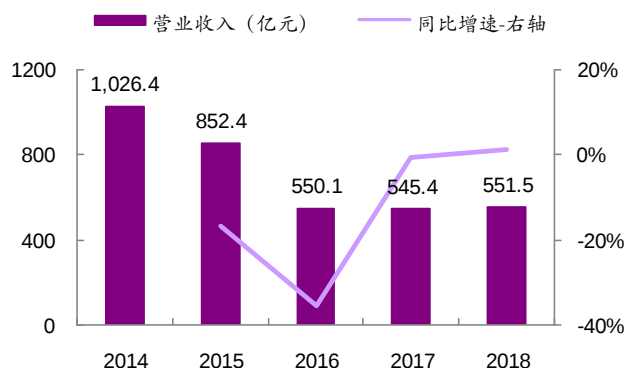
编号	名称	国别	产能 (MW)
1	松下/三洋	日本	1000
2	钧石	中国	600
3	美国 Solarcity	美国	1000
4	长洲产业/CIC	日本	80
5	晋能	中国	100
6	中智	中国	160
7	Sunprime	美国	40
8	汉能	中国	120
9	通威	中国	200
10	Hevel Solar	俄罗斯	250
11	Enel Group	意大利	200

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.2、公司自产煤已占集团总产量比例 97%

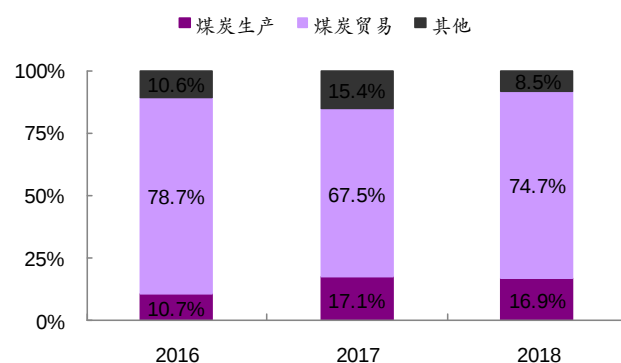
大股东山煤进出口集团作为国内最大的煤炭贸易企业之一和山西省煤炭资源整合的七家主体之一，以煤炭产销和贸易为主业。2018 年集团营业收入 551.5 亿元同比增长 1%，继 2014 年来首次扭转负增长。集团主要业务板块为煤炭生产、煤炭贸易、其他（投资业务、非煤贸易业务和房地产业务），2018 年业务营收占比分别为 16.9%/74.7%/8.5%。

图 24：2018 年集团营收 551.5 亿，同比增速 1%



资料来源：集团债券募集说明书，光大证券研究所

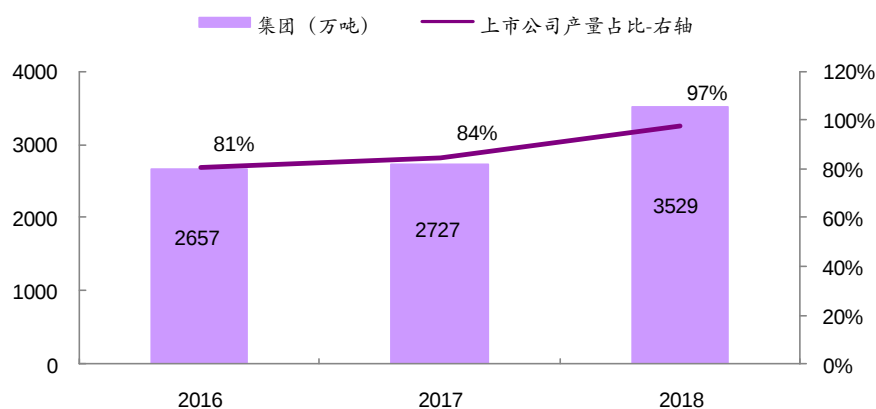
图 25：集团业务营收占比



资料来源：集团债券募集说明书，光大证券研究所

集团资产证券化率较高，煤矿资产基本已经注入上市公司。截至 2018 年末，集团资产证券化率 57.3%，上市公司自产煤占集团总产量比例 97%。未注入的 4 座矿井总核定产能为 360 万吨/年，其中仅草垛沟煤矿在生产，其它 3 座处于在建状态。

图 26：上市公司自产煤占集团总产量比例 97%（2018 年）



资料来源：公司公告，集团债券募集说明书，光大证券研究所

表 13：集团未注入上市公司的煤矿（2018 年）

煤矿	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	状态
草垛沟	不粘煤	2191.45	1127	60	在产
万家庄	肥煤	7826.3	4492	120	在建
恒兴	肥煤	5086.33	1765	90	在建
陆成	肥煤	3360.4	1473.65	90	在建

资料来源：集团债券募集说明书，光大证券研究所

4.3、3 家子公司进入山西混改项目名单

2018 年 11 月，山西省国资委召开省属国企混改项目新闻发布及推介会，公开发布账面净值超过 340 亿元的 108 个混改项目，向民营企业和社会资本敞开合作大门。在子公司层面，共筛选出 103 个项目，开展股权转让。从行业分布上看，有装备制造项目 6 个、电力项目 6 个、新材料项目 7 个、新能源项目 5 个、煤炭项目 18 个、现代化工项目 6 个，物流、文化、供水、环保等项目 55 个。

山煤集团有 8 家子公司被列入项目名单，其中山西金石达国际贸易、太行海运、忻州山煤铁路物流为上市公司山煤国际的子公司。2019 年山西省制定打造全国能源革命排头兵行动方案，方案强调将加快重点领域和关键环节改革步伐，混合所有制改革进度有望加速。

表 14：山西煤炭进出口集团混改项目一览

混改主体	混改项目	混改方式	混改后社会资本占比
山西煤炭进出口集团	山西榆社化工	股权转让	29.52%
	吕梁晋煜仓储	股权转让	60%
	中煤财产保险	股权转让	2.22%
	山西金石达国际贸易	股权转让	49%
	太行海运	股权转让	49%
	忻州山煤铁路物流	股权转让	49%
	宁武晋海洗煤	股权转让	100%
	山西国瑞投资	股权转让	9.86%

资料来源：山西新闻网，光大证券研究所（注：灰色属于上市公司山煤国际子公司。）

5、盈利预测

公司煤炭业务分为煤炭生产与煤炭贸易两部分，我们对于各个业务的关键假设如下：

- 1. 煤炭生产：**公司收购河曲露天矿后，煤炭资产整体盈利水平改善。从在建项目和公司战略来看，未来煤炭产量将趋于平稳。我们假设 2019-2021 年煤炭产量分别为 3600/3650/3700 万吨，商品煤综合销售价分别为 335/330/325 元/吨，吨煤生产成本保持稳定。
- 2. 煤炭贸易：**公司煤炭贸易业务主要为集团代销煤炭产品，营业收入规模高但毛利率较低，在集团产能稳定的情况下，销售量也将保持平稳。我们假设 2019-2021 毛利率维持 2% 水平，贸易量 7629/7579/7529 万吨。

根据上述关键假设，我们对于公司各主营业务进行预测，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 390/389/387 亿元，对应增速分别为 2.4%/-0.5%/-0.5%，综合毛利率分别为 21.3%/21.2%/21%。公司 2019-2021 净利润分别为 11.3/13.0/14.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.66/0.74 元。

表 15：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	409.4	381.4	390.4	388.6	386.7
YoY%	-16.7%	-6.8%	2.4%	-0.5%	-0.5%
煤炭生产	82.9	106.0	120.6	120.5	120.3
煤炭贸易	291.9	264.3	258.6	256.9	255.2
其他	34.6	11.2	11.2	11.2	11.2
营业成本 (亿元)	350.3	305.0	307.4	306.4	305.3
煤炭生产	31.2	35.7	43.2	43.8	44.4
煤炭贸易	286.6	259.2	254.0	252.4	250.7
其他	32.5	10.2	10.2	10.2	10.2
毛利 (亿元)	59.1	76.4	83.0	82.2	81.4
煤炭生产	51.7	70.3	77.4	76.7	75.9
煤炭贸易	5.3	5.1	4.6	4.5	4.5
其他	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0
毛利率 (%)	14.4%	20.0%	21.3%	21.2%	21.0%
煤炭生产	62.4%	66.3%	64.2%	63.6%	63.1%
煤炭贸易	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
其他	6.1%	9.0%	8.9%	8.9%	8.9%

资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所预测

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

公司收购河区露天矿后资产质量大幅改善，作为山西煤炭进出口集团唯一上市平台，未来积极向新能源领域拓展。在当前山西国改及能源革命背景下，公司关注度有望提升。我们选取冀中能源、瑞茂通、中煤能源 3 家上市公司作为可比公司，2019 年平均 PE 为 13 倍。光伏作为新能源行业估值高于传统能源行业，以光伏上市公司隆基股份为例其 PE (TTM) 为 31 倍。公司携手钧石能源，选择新能源光伏产业作为国企改革和能源革命抓手，应当获得一定的估值溢价。我们认为公司 2019 年合理估值水平为 15 倍，对应目标价 8.55 元。

表 16：可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
000937	冀中能源	3.55	0.25	0.24	0.25	14	15	14
600180	瑞茂通	7.67	0.47	0.65	0.78	16	12	10
601898	中煤能源	5.02	0.26	0.45	0.49	19	11	10
行业均值						17	13	11
600546	山煤国际	6.49	0.11	0.57	0.66	58	11	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：除山煤国际外，其他公司数据为 wind 一致预期值，股价选自 2019-10-11 收盘价）

6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申万二级行业分类-煤炭开采的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

表 17：基本假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	4.50%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	1.52
$R_m - R_f$	7.43%
$K_e(\text{levered})$	15.82%
税率	25.00%
K_d	5.74%
V_e	18957.61
V_d	17498.47
目标资本结构	48.00%
WACC	10.98%

资料来源：光大证券研究所

表 18：FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	13887.49	37.04%
第二阶段	11027.75	29.41%
第三阶段（终值）	12576.52	33.54%
企业价值 AEV	37491.76	100.00%
加：非经营性净资产价值	2778.02	7.41%
减：少数股东权益（市值）	6091.47	-16.25%
减：债务价值	17498.48	-46.67%
总股本价值	16679.84	44.49%
股本（百万股）	1982.46	
每股价值（元）	8.41	
PE（隐含）	14.72	
PE（动态）	11.35	

资料来源：光大证券研究所

表 19：敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
10.0%	9.69	10.14	10.65	11.22	11.88
10.5%	8.65	9.04	9.47	9.95	10.49
11.0%	7.72	8.05	8.41	8.82	9.28

11.5%	6.88	7.16	7.47	7.82	8.21
12.0%	6.12	6.36	6.63	6.92	7.25

资料来源：光大证券研究所

表 20：估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值 区 间		敏感度分析区间
FCFF	8.41	6.12	—	11.88	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	10.91	8.72	—	14.19	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

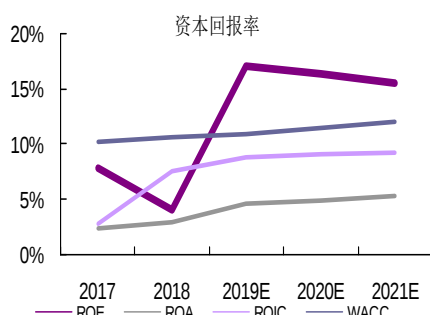
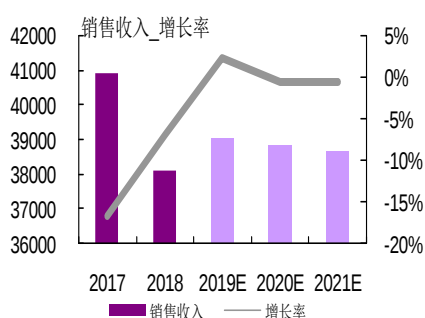
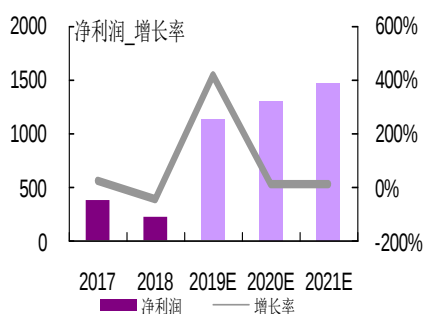
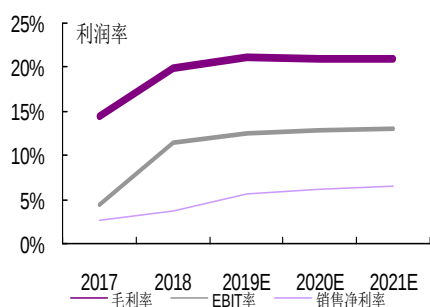
根据绝对估值结果，山煤国际估值区间为 8.41-10.91 元。

6.3、估值结论与投资评级

我们预计 2019-2021 净利润分别为 11.3/13.0/14.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.66/0.74 元。当前股价对应 PE 分别为 11/10/9。综合绝对估值法与相对估值法，我们给予公司 2019 年 15 倍 PE，对应目标价 8.55 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险分析

- 1) **预计负债风险。**2018 年末公司预计负债余额 6.9 亿元，当期因确认预计负债而形成的营业外支出近 4 亿元。我们无法对 32 起相关诉讼、仲裁的后续结果作出预测，不排除后续审判结果可能导致的风险。
- 2) **拓展光伏业务风险。**公司作为老牌煤炭企业，此前缺乏新能源领域相关投资经验。异质结电池项目投资规模较大，盈利前景具有不确定性。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,937	38,143	39,042	38,858	38,668
营业成本	35,025	30,502	30,744	30,638	30,531
折旧和摊销	762	994	1,073	1,107	1,131
营业税费	759	1,101	1,127	1,122	1,116
销售费用	303	343	390	389	387
管理费用	1,076	1,259	1,366	1,360	1,353
财务费用	1,427	1,425	1,321	1,182	959
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,704	3	3	3	3
营业利润	2,097	2,874	3,571	3,835	4,089
利润总额	1,955	2,396	3,602	3,874	4,136
少数股东损益	707	1,192	1,100	1,100	1,100
归属母公司净利润	381	220	1,133	1,302	1,464

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	45,898	48,335	48,937	48,822	48,383
流动资产	21,720	21,226	22,957	23,648	24,040
货币资金	10,551	10,217	11,713	11,657	11,600
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3,277	2,965	3,807	4,663	5,220
应收票据	2,336	1,194	781	777	773
其他应收款	884	645	508	466	425
存货	1,711	1,664	1,591	1,535	1,479
可供出售投资	407	399	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	59	59	59	60
固定资产	11,784	13,292	14,109	14,474	14,584
无形资产	6,252	6,809	6,468	6,145	5,838
总负债	36,980	38,365	36,734	34,217	31,214
无息负债	11,291	15,292	14,421	14,481	14,479
有息负债	25,689	23,074	22,314	19,736	16,735
股东权益	8,918	9,970	12,203	14,605	17,169
股本	1,982	1,982	1,982	1,982	1,982
公积金	2,997	1,485	1,598	1,728	1,875
未分配利润	-245	-134	886	2,058	3,375
少数股东权益	3,995	4,472	5,572	6,672	7,772

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	5,451	3,761	3,599	4,002	4,201
净利润	381	220	1,133	1,302	1,464
折旧摊销	762	994	1,073	1,107	1,131
净营运资金增加	-4,809	-4,168	1,370	631	393
其他	9,117	6,714	23	962	1,213
投资活动产生现金流	-311	-4,782	-23	-297	-297
净资本支出	-310	-480	-449	-300	-300
长期投资变化	10	59	0	0	0
其他资产变化	-11	-4,361	426	3	3
融资活动现金流	1,053	-1,769	-2,081	-3,760	-3,960
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,527	-2,615	-760	-2,578	-3,001
无息负债变化	-1,969	4,001	-871	61	-2
净现金流	6,193	-2,790	1,496	-55	-57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-16.73%	-6.83%	2.36%	-0.47%	-0.49%
净利润增长率	23.92%	-42.27%	414.83%	14.86%	12.50%
EBITDA 增长率	91.12%	108.37%	11.06%	2.67%	0.88%
EBIT 增长率	205.14%	141.04%	11.78%	2.56%	0.61%
估值指标					
PE	34	58	11	10	9
PB	3	2	2	2	1
EV/EBITDA	19	9	8	7	7
EV/EBIT	26	10	9	9	9
EV/NOPLAT	47	18	15	15	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	14.44%	20.03%	21.25%	21.15%	21.04%
EBITDA 率	6.29%	14.07%	15.27%	15.75%	15.97%
EBIT 率	4.43%	11.47%	12.52%	12.90%	13.05%
税前净利润率	4.77%	6.28%	9.23%	9.97%	10.70%
税后净利润率 (归属母公司)	0.93%	0.58%	2.90%	3.35%	3.79%
ROA	2.37%	2.92%	4.56%	4.92%	5.30%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.74%	4.00%	17.09%	16.41%	15.58%
经营性 ROIC	2.81%	7.63%	8.80%	9.07%	9.24%
偿债能力					
流动比率	0.82	0.70	0.80	0.91	1.04
速动比率	0.75	0.65	0.75	0.85	0.98
归属母公司权益/有息债务	0.19	0.24	0.30	0.40	0.56
有形资产/有息债务	1.54	1.76	1.87	2.12	2.50
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.11	0.57	0.66	0.74
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.75	1.90	1.82	2.02	2.12
每股自由现金流(FCFF)	4.15	3.95	1.42	1.83	1.92
每股净资产	2.48	2.77	3.34	4.00	4.74
每股销售收入	20.65	19.24	19.69	19.60	19.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼