

投资评级 优于大市 维持

煤炭业务整体稳健, 开启转型发展新篇章

股票数据

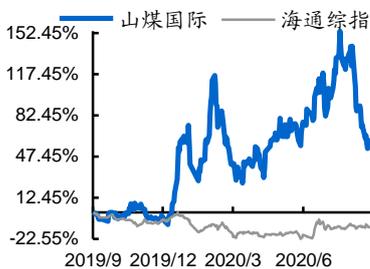
09月17日收盘价(元)	10.21
52周股价波动(元)	5.78-16.71
总股本/流通A股(百万股)	1982/1982
总市值/流通市值(百万元)	20241/20241

相关研究

《煤炭业务稳健, 剥离亏损贸易业绩大增》
2020.04.28

《煤炭产销主业向好, 积极布局光伏电池》
2019.10.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-32.9	-13.2	-8.8
相对涨幅(%)	-29.1	-15.2	-24.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 李淼

Tel: (010)58067998

Email: lm10779@htsec.com

证书: S0850517120001

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

联系人: 王涛

Tel: (021)23219760

Email: wt12363@htsec.com

投资要点:

- 上半年归母净利同比-12%, Q2 归母净利润环比+17%。**上半年, 公司实现营业收入/归母净利 180/4.45 亿元, 同比-9%/-12%, 扣非净利约 4.71 亿元, 同比-15%。上半年业绩下滑主要受疫情、优化销售策略(从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售)等影响。其中, Q2 归母净利 2.4 亿元, 环比+17%。我们认为, 在上半年疫情影响以及煤价大幅下挫的背景下, 公司业绩下滑幅度有限, 整体经营较为稳健。
- 煤炭业务量增价跌, 仍具扩张潜力。**上半年原煤产量 1957 万吨, 同比+6.9%, 商品煤销量 5571 万吨, 同比-5.2%, 主要原因在于公司主动减少高风险低效益贸易业务, 加大自有矿井开发建设。上半年公司综合销售价格/成本(含贸易煤) 320/257 元/吨, 同比-4.4%/-3.5%, 公司通过优化销售策略有效减小煤价降幅。自产煤方面, 受疫情影响煤炭价格下跌, 上半年公司营收 53.11 亿元, 同比-15.7%, 毛利 29.03 亿元, 同比-17.9%, 毛利率 54.7%, 同比-1.4pct。以产量计, 上半年吨煤毛利 148 元/吨, 同比-45 元/吨。Q2 单季, 原煤产量 1099 万吨, 环比+28.2%, 同比+10.3%, 毛利 16 亿元, 环比+22.7%, 同比-26.8%, 吨煤毛利 145 元/吨, 环比-7 元/吨, 同比-74 元/吨。公司主力矿井河曲露天(持股 51%)、霍尔辛赫(70%)、长春兴(51%)盈利能力较为突出, 而权益比例均有显著提升空间, 煤炭生产业务仍具扩张潜力。
- 光伏电池项目落地, 开启转型发展新篇章。**公司 22 日公告, 拟与珺华思越、宁波齐贤共同出资设立合资公司山煤国际光电科技作为实施主体开展 10GW 高效异质结(HJT)太阳能电池产业化一期 3GW 项目, 公司预计一期项目投资金额约 31.9 亿元。从合资方情况看, 公司持股比例达 88.5%, 具有绝对控制权。其余两个合资方, 珺华思越(持股 8%), 为纯财务投资方, 宁波齐贤(持股 3.5%)团队成员深耕光伏产业多年, 在异质结制造、运营、管理等各个环节均有丰富经历。我们认为, 此次公司转型布局新能源, 符合山西省能源革命和转型综改的要求, 符合国有企业战略性新兴产业投资方向, 符合国有企业混合所有制改革方向, 有望得到更多政府支持。
- 盈利预测。**公司煤炭业务经营稳健, 贸易亏损逐步消化, 但考虑疫情影响, 下调公司煤炭业务 20~22 年归母净利至 10.75/11.80/12.47 亿元, 对应 EPS 为 0.54/0.60/0.63 元, BPS 为 4.80/5.33/5.90 元, 同时考虑公司正积极转型光伏电池领域, 给予公司 20 年 16~20 倍 PE, 对应合理价值区间为 8.68~10.84 元(对应 20 年 PB 为 1.8~2.3 倍), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**下游需求低于预期、光伏项目存在不确定性。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	38143	37657	35826	34213	34145
(+/-)YoY(%)	-6.8%	-1.3%	-4.9%	-4.5%	-0.2%
净利润(百万元)	220	1173	1075	1180	1247
(+/-)YoY(%)	-47.0%	432.8%	-8.3%	9.8%	5.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.11	0.59	0.54	0.60	0.63
毛利率(%)	20.0%	22.0%	21.4%	20.9%	21.1%
净资产收益率(%)	4.0%	13.9%	11.3%	11.2%	10.7%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 煤炭板块主要可比公司估值比较

证券代码	证券简称	2020-9-17 收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS(元)	PB (倍)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2020E
002128.SZ	露天煤业	9.82	1.35	1.48	1.62	7	7	6	9.53	1.0
601225.SH	陕西煤业	8.47	1.13	1.10	1.16	8	8	7	6.68	1.3
601918.SH	新集能源	2.51	0.11	0.15	0.19	23	17	13	2.44	1.0
601088.SH	中国神华	16.15	2.04	2.10	2.19	8	8	7	18.44	0.9
601001.SH	大同煤业	4.64	0.48	0.51	0.56	10	9	8	4.31	1.1
601898.SH	中煤能源	4.05	0.35	0.40	0.49	12	10	8	7.55	0.5
600971.SH	恒源煤电	5.33	0.85	0.88	0.94	6	6	6	7.77	0.7
601699.SH	潞安环能	6.18	0.69	0.76	0.82	9	8	8	8.78	0.7
601101.SH	昊华能源	4.04	0.09	0.14	0.22	44	29	18	5.56	0.7
600395.SH	盘江股份	6.13	0.60	0.78	0.86	10	8	7	4.67	1.3
000983.SZ	西山煤电	4.21	0.42	0.43	0.47	10	10	9	5.35	0.8
000937.SZ	冀中能源	3.94	0.31	0.35	0.37	13	11	11	6.01	0.7
601666.SH	平煤股份	5.91	0.55	0.62	0.67	11	9	9	6.35	0.9
600985.SH	淮北矿业	10.21	1.57	1.76	1.86	7	6	5	9.75	1.0
600348.SH	阳泉煤业	4.72	0.56	0.70	0.72	8	7	7	7.24	0.7
	平均					12	10	9		0.9

注：可比公司所有数据均取自 Wind 预测中值。
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 光伏电池板块主要可比公司估值比较

证券代码	证券简称	2020-9-17 收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS(元)	PB (倍)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2020E
601012.SH	隆基股份	74.50	2.19	2.81	3.46	34	27	22	9.32	8.0
600438.SH	通威股份	25.10	0.85	1.14	1.41	30	22	18	4.82	5.2
300274.SZ	阳光电源	28.35	0.79	1.02	1.22	36	28	23	6.67	4.2
	平均					33	25	21		5.8

注：可比公司所有数据均取自 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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	37657	35826	34213	34145
每股收益	0.59	0.54	0.60	0.63	营业成本	29361	28176	27048	26935
每股净资产	4.26	4.80	5.33	5.90	毛利率%	22.0%	21.4%	20.9%	21.1%
每股经营现金流	1.63	1.71	1.94	2.03	营业税金及附加	1104	1039	975	956
每股股利	0.00	0.00	0.06	0.06	营业税金率%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%
价值评估 (倍)					营业费用	1018	1146	1061	1024
P/E	17.26	18.83	17.15	16.24	营业费用率%	2.7%	3.2%	3.1%	3.0%
P/B	2.40	2.13	1.91	1.73	管理费用	1375	1290	1215	1195
P/S	0.54	0.56	0.59	0.59	管理费用率%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
EV/EBITDA	4.72	6.35	6.15	5.47	EBIT	4659	4043	3788	3909
股息率%	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	财务费用	1152	1079	934	862
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.1%	3.0%	2.7%	2.5%
毛利率	22.0%	21.4%	20.9%	21.1%	资产减值损失	-72	-600	-450	-400
净利润率	3.1%	3.0%	3.4%	3.7%	投资收益	110	110	110	110
净资产收益率	13.9%	11.3%	11.2%	10.7%	营业利润	2774	2487	2527	2769
资产回报率	2.7%	2.4%	2.8%	3.0%	营业外收支	-255	-150	-150	-150
投资回报率	9.2%	7.5%	8.4%	8.5%	利润总额	2519	2337	2377	2619
盈利增长 (%)					EBITDA	5810	5033	4833	5009
营业收入增长率	-1.3%	-4.9%	-4.5%	-0.2%	所得税	939	865	761	838
EBIT 增长率	-3.8%	-13.2%	-6.3%	3.2%	有效所得税率%	37.3%	37.0%	32.0%	32.0%
净利润增长率	432.8%	-8.3%	9.8%	5.6%	少数股东损益	407	398	436	534
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1173	1075	1180	1247
资产负债率	75.9%	73.6%	67.8%	64.3%					
流动比率	0.64	0.74	0.84	0.93	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.52	0.63	0.70	0.79	货币资金	7801	10500	8000	9168
现金比率	0.34	0.46	0.49	0.58	应收账款及应收票据	2717	2542	2240	2049
经营效率指标					存货	1487	1390	1260	1181
应收帐款周转天数	25.44	25.00	23.00	21.00	其它流动资产	2706	2460	2379	2373
存货周转天数	18.48	18.00	17.00	16.00	流动资产合计	14710	16892	13879	14770
总资产周转率	0.87	0.80	0.82	0.81	长期股权投资	141	141	141	141
固定资产周转率	2.43	2.37	2.02	2.05	固定资产	15486	15136	16936	16686
					在建工程	3683	3883	1883	2083
					无形资产	6537	6277	6022	5772
					非流动资产合计	28531	28119	27664	27364
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	43241	45010	41543	42134
净利润	1173	1075	1180	1247	短期借款	9584	9920	3669	3000
少数股东损益	407	398	436	534	应付票据及应付账款	3446	3319	3335	3468
非现金支出	2011	1590	1495	1500	预收账款	2422	2257	2155	2151
非经营收益	1108	955	887	763	其它流动负债	7643	7395	7267	7241
营运资金变动	-1476	-622	-152	-20	流动负债合计	23095	22892	16426	15861
经营活动现金流	3223	3395	3846	4024	长期借款	7069	7569	7069	6569
资产	-679	-728	-740	-950	其它长期负债	2676	2676	4676	4676
投资	-79	0	0	0	非流动负债合计	9745	10245	11745	11245
其他	2103	110	110	110	负债总计	32840	33137	28171	27106
投资活动现金流	1345	-618	-630	-840	实收资本	1982	1982	1982	1982
债权募资	14732	836	-6751	-1169	归属于母公司所有者权益	8437	9512	10574	11696
股权募资	8	0	0	0	少数股东权益	1964	2362	2798	3332
其他	-18427	-915	1035	-848	负债和所有者权益合计	43241	45010	41543	42134
融资活动现金流	-3687	-78	-5716	-2017					
现金净流量	882	2699	-2500	1168					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 17 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 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,开滦股份,兖州煤业,潞安环能,淮北矿业,中国神华,平煤股份,盘江股份,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;	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。
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。	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。