

山煤国际 (600546)

经营向好，负债率持续下降

——2019 年三季度报点评

	翟堃 (分析师)	杜冲 (分析师)
	021-38675862	021-38677235
	zhaikun@gtjas.com	duchong@gtjas.com
证书编号	S0880517100004	S0880517080006

本报告导读:

煤炭量价齐跌，但自产煤规模扩大带动销售结构优化，煤炭业务盈利能力逆势上行，公司经营改善，负债率持续下降。

投资要点:

- 业绩符合预期，上调评级至“谨慎增持”。2019 前三季度营业收入 316.16 亿元，归母净利润 7.98 亿元，实现每股收益 0.40 元，同比增加 100%，业绩符合预期。我们维持 2019-21 年 EPS 的 0.46/0.53/0.53 元的预测，维持目标价 6.90 元，上调评级至“谨慎增持”。
- 自产煤规模扩大，盈利能力明显改善。2019 年前三季度山煤国际受河曲露天矿并表影响，原煤产量 2934 万吨，同比增加 14.2%，测算前三季度公司吨煤价格同比下降 7.13% 至 338.9 元，吨煤成本同比下降 11.64% 至 274.3 元，同期在煤炭销量同比下降 (5.4%) 影响下，煤炭业务毛利水平同比逆势上升 3.03PCT 至 17.08%，盈利能力明显改善。
- 煤炭直销占比扩大，销售费用增加，但整体费用水平依然良好。公司新增直达煤销售业务，铁路运费增加导致销售费用较上年同期增加了 145.59%。但受益于经营改善及债务结构的不断优化，前三季度期间费用率相较于期初继续呈现下降趋势，达到 7.73%。与此同时，公司资产负债率水平也下滑至近五年来最低水平，继上半年下降至 76.14% 之后，继续下降 2.26PCT，达到 73.89%。
- 催化剂：布局新能源产业，值得长期关注。山煤国际与钧石能源签署《战略合作框架协议》，布局新能源光伏电池产业，借力山西省持续推进能源革命的政策指引，或培育新的盈利增长点，值得长期关注。

风险提示。煤价下跌；产能释放不及预期；大规模减值风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,922	38,143	37,007	35,282	34,245
(+/-)%	-17%	-7%	-3%	-5%	-3%
经营利润 (EBIT)	4,053	4,845	4,958	4,961	4,747
(+/-)%	97%	20%	2%	0%	-4%
净利润 (归母)	415	220	906	1,055	1,042
(+/-)%	35%	-47%	312%	16%	-1%
每股净收益 (元)	0.21	0.11	0.46	0.53	0.53
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.14	0.16	0.16

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.9%	12.7%	13.4%	14.1%	13.9%
净资产收益率 (%)	8.2%	4.0%	14.8%	15.4%	13.7%
投入资本回报率 (%)	9.4%	12.7%	11.2%	10.8%	9.9%
EV/EBITDA	5.16	3.33	4.69	4.48	4.46
市盈率	30.38	57.28	13.91	11.95	12.09
股息率 (%)	0.0%	0.0%	2.2%	2.5%	2.5%

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 6.90

上次预测: 6.90

当前价格: 6.36

2019.10.28

交易数据

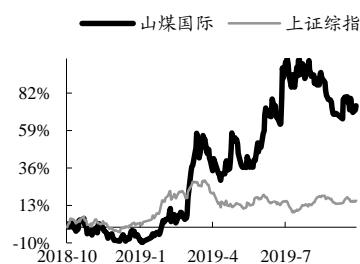
52 周内股价区间 (元)	3.24-7.76
总市值 (百万元)	12,608
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,982/1,982
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	21.40
日均成交值 (百万元)	146.71

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,069
每股净资产	4.07
市净率	1.6
净负债率	179.14%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.11
Q2	0.13	0.15
Q3	0.04	0.14
Q4	-0.09	0.06
全年	0.11	0.46

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	-8%	76%
相对指数	2%	-9%	59%

相关报告

《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: 2019.10.28

股票研究

能源
煤炭

山煤国际 (600546)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 中性

目标价格: **6.90**

上次预测: 6.90

当前价格: 6.36

公司网址

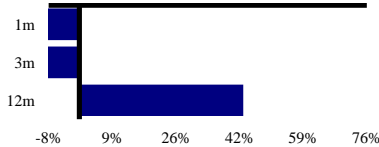
www.smgjcoal.com

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

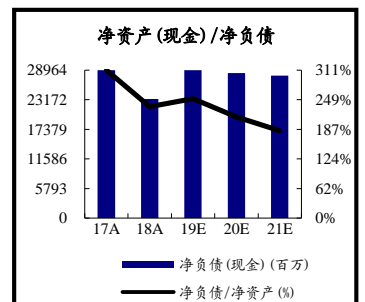
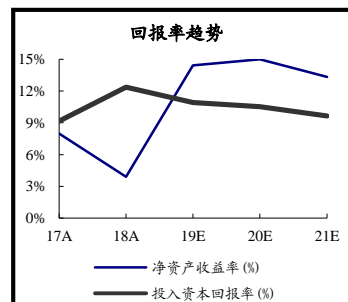
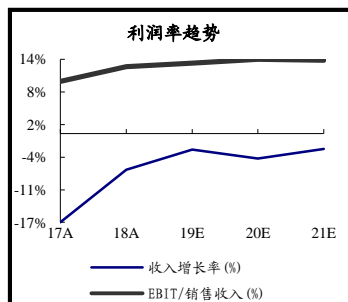
3.24-7.76

市值 (百万)

12,608

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	40,922	38,143	37,007	35,282	34,245
营业成本	34,585	30,502	29,553	27,872	27,142
税金及附加	827	1,101	961	951	912
销售费用	303	343	313	305	294
管理费用	1,060	1,259	1,134	1,109	1,067
EBIT	4,053	4,845	4,958	4,961	4,747
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1,704	3	45	46	46
财务费用	1,501	1,425	997	822	782
营业利润	2,303	2,874	3,407	3,982	3,903
所得税	913	984	1,224	1,426	1,409
少数股东损益	782	1,192	931	1,084	1,071
归母净利润	415	220	906	1,055	1,042
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	10,565	10,217	2,000	2,000	2,000
其他流动资产	10,980	11,009	11,988	11,373	11,143
长期投资	10	59	59	59	59
固定资产合计	12,308	13,296	14,678	16,090	17,398
无形资产及其他资产	14,028	13,755	13,468	13,262	12,991
资产合计	47,891	48,335	42,193	42,784	43,591
流动负债	27,203	30,161	20,454	19,223	18,229
非流动负债	11,379	8,205	10,205	10,205	10,205
股东权益	9,308	9,970	11,535	13,357	15,158
投入资本(IC)	24,595	22,428	26,536	27,549	28,719
现金流量表					
NOPLAT	2300	2855	2975	2977	2848
折旧与摊销	866	994	1,013	1,111	1,211
流动资金增量	-3,130	-4,509	3,166	-193	133
资本支出	-632	-480	-2,694	-2,975	-2,869
自由现金流	-597	-1,139	4,459	920	1,323
经营现金流	5,774	3,761	1,466	4,907	4,578
投资现金流	-633	-4,782	-2,649	-2,929	-2,823
融资现金流	991	-1,769	-7,034	-1,978	-1,755
现金流净增加额	6,132	-2,790	-8,217	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	-16.8%	-6.8%	-3.0%	-4.7%	-2.9%
EBIT 增长率	96.7%	19.5%	2.3%	0.1%	-4.3%
净利润增长率	34.9%	-47.0%	311.7%	16.5%	-1.2%
利润率					
毛利率	15.5%	20.0%	20.1%	21.0%	20.7%
EBIT 率	9.9%	12.7%	13.4%	14.1%	13.9%
归母净利润率	1.0%	0.6%	2.4%	3.0%	3.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.2%	4.0%	14.8%	15.4%	13.7%
总资产收益率(ROA)	0.9%	0.5%	2.1%	2.5%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)	9.4%	12.7%	11.2%	10.8%	9.9%
运营能力					
存货周转天数	20	20	20	20	20
应收账款周转天数	57	47	50	49	49
总资产周转天数	414	460	446	440	460
净利润现金含量	1391.1%	1708.7%	161.8%	465.0%	439.2%
资本支出/收入	1.5%	1.3%	7.3%	8.4%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	80.6%	79.4%	72.7%	68.8%	65.2%
净负债率	311.1%	233.8%	251.1%	212.4%	183.7%
估值比率					
PE(现价)	30.38	57.28	13.91	11.95	12.09
PB	1.92	1.20	2.06	1.84	1.66
EV/EBITDA	5.16	3.33	4.69	4.48	4.46
P/S	0.31	0.33	0.34	0.36	0.37
股息率	0.0%	0.0%	2.2%	2.5%	2.5%



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，需在允许的范围内使用，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

	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。	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
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。	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		