山煤国际（600546）

“精煤战略”进一步提升煤炭业务盈利能力，HJT 项目推进循序渐进

买入（维持）

2020 年 11 月 02 日

证券分析师 刘博
执业证号：S0600518070002
18811311450
liub@dwzq.com.cn
证券分析师 唐亚辉
执业证号：S0600520070005
18806288427
tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,657	37,568	42,564	46,728
同比（%）	-1.3%	-0.24%	13.30%	9.78%
归母净利润（百万元）	1,173	1,045	1,804	2,672
同比（%）	432.8%	-10.9%	72.7%	48.1%
每股收益（元/股）	0.59	0.53	0.91	1.35
P/E（倍）	16.38	18.39	10.65	7.19

投资要点

- **事件：**公司前三季度实现营收 276.63 亿，同比增长-12.50%；归母净利润 6.45 亿，同比增长-19.12%；扣非后为 7.21 亿，同比增长-15.40%。
- **“精煤战略”使得 Q3 单季度毛利率提升，销售和研发费用上升拖累业绩表现。**根据公司公告，Q3 单季度实现营收 96.60 亿元，同比增长-18.10%；归母净利润 2.00 亿元，同比增长-31.48%；扣非后归母净利润为 2.49 亿元，同比增长-15.63%。Q3 以来公司的“精煤战略”实施效果明显，即从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售，单季度毛利率为 24.66%，同比增长 7.14 个百分点；但与此同时，公路短倒运费、铁路运费、港杂费增加，单季度销售费用为 5.39 亿元，同比增长 78.48%；另一方面，单季度管理费用为 4.09 亿元，同比增长 27.81%；研发费用为 0.56 亿元，同比增长 15.52%。
- **“精煤战略”成熟后煤炭业务盈利能力将进一步增强，减值完成后合理盈利中枢为 15-20 亿元/年左右。**我们认为，公司在实施“精煤战略”初期，销售渠道的铺设和费用的提升是不可避免的，但是随着渠道铺设完成，费用率大概率会维持在一定的水平，继续上升的空间有限；而同时根据我们跟踪港口煤价的变化趋势，2019 年 Q1、Q2、Q3、Q4 均价分别为 520.88、516.79、509.79、486.65 元/吨；2020 年 Q1、Q2、Q3 均价分别为 496.37、451.44、512.21 元/吨，且截至到 10 月末四季度均价为 547.00 元/吨，仍在进一步上行，所以未来随着公司“精煤战略”的实施逐渐成熟，毛利率会持续上升。资产减值方面，2019 年公司全年计提减值损失 8.61 亿元，2020 年前三季度累计计提减值损失 4.40 亿元，我们预计 2021 年公司资产减值将全部计提完毕，煤炭业务将恢复真实盈利能力，预计合理盈利中枢约为 15-20 亿元/年。
- **3GW 的 HJT 项目循序渐进，项目公司成立+摘牌建设用地+完成项目环评。**根据公司公告，9 月 24 日项目公司山煤光电已经注册成立，注册资本为 10 亿元、注册地位于山西省晋中市山西示范区晋中开发区汇通产业园区；截至 10 月末，一期项目建设用地已成功摘牌，并完成了项目单位建设环评工作。市场中有部分观点认为项目进展不达预期，但是我们认为，在 HJT 成为产业必然发展趋势的前提下（实际上 2020 年下半年以来，这已然成为产业共识），无论是产业层面还是公司层面，最核心的问题并不是做不做的成，而是做出来的效果，包括转换效率、良品率、成本、价格等一系列指标表现。因此在该阶段相比大干快上拼速度，更重要的是稳扎稳打拼质量，确保 GW 级产线投出来之后能够达到项目可研的目标，尤其公司作为山西省省属国企和山西省能源转型的排头兵，此次从传统能源转型新能源新技术，担负着山西省国企改革和能源转型的期待和压力，只能成功不能失败，因此项目推进循序渐进。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53、0.91、1.35 元，对应 PE 分别为 18、11、7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭价格大幅波动、HJT 进展不达预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.69
一年最低/最高价	5.75/16.71
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	19210.00

基础数据

每股净资产(元)	4.64
资产负债率(%)	72.33
总股本(百万股)	1982.46
流通 A 股(百万股)	1982.46

相关研究

1、《山煤国际（600546）：去产能政策夯实传统煤炭业务盈利底，静待光伏项目落地打开成长空间》2020-06-22
2、《山煤国际（600546）：年报和一季报略超预期，静待 HJT 项目落地》2020-04-28
3、《山煤国际（600546）：与焦煤集团合并重组，转型新能源、HJT 项目加速落地可期》2020-04-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 事件

公司发布三季报，前三季度实现营收 276.63 亿，同比增长-12.50%；归母净利润 6.45 亿，同比增长-19.12%；扣非后为 7.21 亿，同比增长-15.40%。

2. “精煤战略”使得 Q3 单季度毛利率提升，销售和研发费用上升拖累业绩表现

根据公司公告，Q3 单季度实现营收 96.60 亿元，同比增长-18.10%；归母净利润 2.00 亿元，同比增长-31.48%；扣非后归母净利润为 2.49 亿元，同比增长-15.63%。Q3 以来公司的“精煤战略”实施效果明显，即从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售，单季度毛利率为 24.66%，同比增长 7.14 个百分点；但与此同时，公路短倒运费、铁路运费、港杂费增加，单季度销售费用为 5.39 亿元，同比增长 78.48%；另一方面，单季度管理费用为 4.09 亿元，同比增长 27.81%；研发费用为 0.56 亿元，同比增长 15.52%。

3. “精煤战略”成熟后煤炭业务盈利能力将进一步增强，减值完成后合理盈利中枢为 15-20 亿元/年左右

我们认为，公司在实施“精煤战略”初期，销售渠道的铺设和费用的提升是不可避免的，但是随着渠道铺设完成，费用率大概率会维持在一定的水平，继续上升的空间有限；而同时根据我们跟踪港口煤价的变化趋势，2019 年 Q1、Q2、Q3、Q4 均价分别为 520.88、516.79、509.79、486.65 元/吨；2020 年 Q1、Q2、Q3 均价分别为 496.37、451.44、512.21 元/吨，且截至到 10 月末四季度均价为 547.00 元/吨，仍在进一步上行，所以未来随着公司“精煤战略”的实施逐渐成熟，毛利率会持续上升。资产减值方面，2019 年公司全年计提减值损失 8.61 亿元，2020 年前三季度累计计提减值损失 4.40 亿元，我们预计 2021 年公司资产减值将全部计提完毕，煤炭业务将恢复真实盈利能力，预计合理盈利中枢约为 15-20 亿元/年。

4. 3GW 的 HJT 项目循序渐进，项目公司成立+摘牌建设用地+完成项目环评

根据公司公告，9 月 24 日项目公司山煤光电已经注册成立，注册资本为 10 亿元、注册地位于山西省晋中市山西示范区晋中开发区汇通产业园区；截至 10 月末，一期项目建设用地已成功摘牌，并完成了项目单位建设环评工作。市场中有部分观点认为项目进展不达预期，但是我们认为，在 HJT 成为产业必然发展趋势的前提下（实际上 2020 年下半年以来，这已然成为产业共识），无论是产业层面还是公司层面，最核心的问题并不是做不做的成，而是做出来的效果，包括转换效率、良品率、成本、价格等一系列指标表现。因此在该阶段相比大干快上拼速度，更重要的是稳扎稳打拼质量，确保 GW 级产线投出来之后能够达到项目可研的目标，尤其公司作为山西省省属国企和山西省能源转型的排头兵，此次从传统能源转型新能源新技术，担负着山西省国企改革和能源转型的期待和压力，只能成功不能失败，因此项目推进循序渐进。

盈利预测与投资评级

根据公司煤炭业务开展和光伏项目推进的情况，我们判断：1）2020-2022 年煤炭业务可贡献净利润 10.45、11.99、16.16 亿元；2）2021、2022 年光伏业务可贡献净利润 6.05、10.56 亿元；因此，加总后预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 10.45、18.04、26.72 亿元，EPS 分别为 0.53、0.91、1.35 元，对应 PE 分别为 18、11、7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1）煤炭需求：宏观经济下行影响煤炭行业下游需求、供给侧改革影响下游电厂和钢厂煤炭需求等；

2）煤炭供给：矿难等事件冲击影响煤矿产能；环保和安监力度增强影响煤矿产能投放等；

3）煤炭价格：煤炭价格大幅波动等；

4）HJT 业务：光伏行业政策存在不确定性；光伏行业技术迭代和后发优势特征较为明显，一旦有别的厂商突破 HJT 工艺，公司可能会受到较大冲击。

山煤国际三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,710	17,356	15,432	18,750
现金	7,801	7,558	6,810	7,476
应收账款	2,624	2,952	3,366	3,570
存货	1,487	1,815	1,792	2,118
其他流动资产	2,799	5,031	3,464	5,586
非流动资产	28,531	27,678	32,859	36,787
长期股权投资	141	141	141	141
固定资产	15,486	15,553	21,054	25,381
在建工程	3,683	3,112	3,121	3,015
无形资产	6,539	6,248	5,979	5,756
其他非流动资产	2,681	2,624	2,563	2,494
资产总计	43,241	45,034	48,290	55,537
流动负债	23,095	24,372	26,047	30,887
短期借款	9,584	9,584	14,101	14,350
应付账款	3,040	3,045	3,602	3,603
其他流动负债	10,471	11,743	8,344	12,933
非流动负债	9,745	8,857	7,838	6,687
长期借款	7,069	6,181	5,162	4,011
其他非流动负债	2,676	2,676	2,676	2,676
负债合计	32,840	33,229	33,884	37,574
少数股东权益	1,964	2,442	3,269	4,191
归属母公司股东权益	8,437	9,363	11,137	13,772
负债和股东权益	43,241	45,034	48,290	55,537

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,223	5,137	3,272	8,299
投资活动现金流	1,345	-229	-6,434	-5,455
筹资活动现金流	-3,687	-5,151	2,414	-2,178
现金净增加额	882	-243	-747	666
折旧和摊销	1,151	1,082	1,254	1,527
资本开支	680	-852	5,180	3,928
营运资本变动	-1,476	1,581	-1,797	1,807

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37,657	37,568	42,564	46,728
减:营业成本	29,361	30,771	33,613	36,434
营业税金及附加	1,104	1,101	1,247	1,131
营业费用	1,018	1,014	947	929
管理费用	1,375	1,514	1,703	1,554
财务费用	1,152	951	1,185	1,371
资产减值损失	-72	-71	-81	-89
加:投资净收益	110	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	2,774	2,288	3,951	5,399
加:营业外净收支	-255	0	0	0
利润总额	2,519	2,288	3,951	5,399
减:所得税费用	939	765	1,320	1,804
少数股东损益	407	478	826	922
归属母公司净利润	1,173	1,045	1,804	2,672
EBIT	3,332	2,900	4,752	6,349
EBITDA	4,483	3,982	6,006	7,876

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.59	0.53	0.91	1.35
每股净资产(元)	3.25	3.71	4.61	5.94
发行在外股份(百万股)	1982	1982	1982	1982
ROIC(%)	6.8%	7.1%	9.7%	12.2%
ROE(%)	15.2%	12.9%	18.3%	20.0%
毛利率(%)	22.0%	18.1%	21.0%	22.0%
销售净利率(%)	3.1%	2.8%	4.2%	5.7%
资产负债率(%)	75.9%	73.8%	70.2%	67.7%
收入增长率(%)	-1.3%	-0.2%	13.3%	9.8%
净利润增长率(%)	432.8%	-10.9%	72.7%	48.1%
P/E	16.38	18.39	10.65	7.19
P/B	2.98	2.61	2.10	1.63
EV/EBITDA	7.91	8.06	6.21	4.67

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn