山煤国际（600546.SH）

2020 年 10 月 31 日

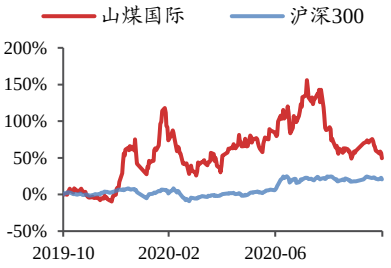
Q3 单季煤炭毛利环比改善，关注 HJT 项目及集团重组

——公司三季度点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/30
当前股价(元)	9.60
一年最高最低(元)	16.71/5.78
总市值(亿元)	190.32
流通市值(亿元)	190.32
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	84.79

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司中报点评报告-降本发力对冲疫情影响，HJT 项目启动转型再进一步》-2020.8.29

《公司事件点评报告-首期 3GW 异质结（HJT）项目启动，转型新能源再进一步》-2020.8.25

《公司首次覆盖报告-矿贸一体再优化，新能源&国改添亮点》-2020.5.25

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现总营业收入 277 亿元，同比下降 12.5%；实现归母净利润 6.45 亿元，同比下降 19.1%；2020Q3 单季实现归母净利润 2 亿元，环比下降 16.9%，扣非后归母净利润 2.49 亿元，环比增长 1.3%。

● Q3 单季煤炭毛利环比改善，煤炭主业盈利趋势向好

考虑到公司三季度单季毛利环比增长，煤炭主业盈利趋势向好，我们维持公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度实现归母净利润 9.5/14/16.6 亿元，同比变化-19.1%/47.1%/19.3%；EPS 分别为 0.48/0.7/0.84 元，PE 分别为 20.1x/13.6x/11.4x。持续关注 HJT 项目及集团重组带来的业绩潜力，**维持“买入”评级。**

● Q3 单季扣非业绩环比小增，毛利环比大幅改善

Q3 单季扣非后归母净利润为 2.49 亿元，环比+1.3%。毛利方面，由于营业成本大幅减少，毛利环比增长，对业绩有所支撑。Q3 单季总营收环比下降 7.4%；营业成本环比下降 13.9%；毛利为 23.8 亿元，环比增长 20.2%。在此基础上，期间费用增长对业绩有部分抵减，环比增长 41.9%，增幅 3.86 亿元。其中销售费用增长最为明显，环比增长 44.7%；管理费用/财务费用环比增长 40.5%/41%。

● Q3 单季煤炭板块盈利改善，吨煤价大涨对冲产销量减少

2020Q3 单季煤炭板块毛利 24 亿元，环比上涨 22.3%。当期公司实现煤炭产销量分别为 1022/2655 万吨，环比-7%/-19.4%。吨煤综合售价（不含税）为 360 元/吨，环比上涨 13.8%，增幅达 44 元/吨，主要受三季度动力煤价格持续走强影响；吨煤成本为 269 元/吨，环比+5%；吨煤毛利为 91 元/吨，环比+51.8%。总体来看，公司煤炭板块“以价补量”，单季业绩环比明显改善。

● HJT 项目建设与集团重组均有序推进，未来业绩潜力十足

据公告，子公司山煤光电已注册成立，HJT 一期项目建设有序推进，目前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，预计于 2021 年 3 月出片。两大集团重组已完成股权无偿划转协议签订，该步骤完成后山煤集团将成为焦煤集团全资子公司，后续焦煤集团将对山煤集团进行完全的吸收合并，落实重组。

● 风险提示：经济恢复不及预期；贸易业务坏账风险；HJT 项目进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	38,143	37,657	32,051	35,770	37,424
YOY(%)	-6.8	-1.3	-14.9	11.6	4.6
归母净利润(百万元)	220	1,173	949	1,395	1,665
YOY(%)	-42.3	432.8	-19.1	47.1	19.3
毛利率(%)	20.0	22.0	20.8	22.5	23.4
净利率(%)	0.6	3.1	3.0	3.9	4.4
ROE(%)	14.2	15.2	11.1	14.0	14.3
EPS(摊薄/元)	0.11	0.59	0.48	0.70	0.84
P/E(倍)	86.5	16.2	20.1	13.6	11.4
P/B(倍)	5.4	3.0	2.6	2.2	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 Q3 单季煤炭毛利环比改善，关注 HJT 项目及集团重组 3
1.1、 2020 年前三季度业绩同比明显下滑，主因期间费用增幅较大 3
1.2、 2020Q3 单季扣非业绩环比小增，毛利环比大幅改善 3
1.3、 2020Q3 单季煤炭板块盈利改善，吨煤价大涨对冲产销量减少 3
1.4、 HJT 项目建设有序开展，转型光伏潜力十足 3
1.5、 焦煤&山煤集团重组有序推进，集团股权划转已启动 4
2、 投资建议：维持“买入”评级 4
3、 风险提示 5
附：财务预测摘要 6

图表目录

表 1： 公司煤炭业务经营明细 4

1、 Q3 单季煤炭毛利环比改善，关注 HJT 项目及集团重组

公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现总营业收入 277 亿元，同比下降 12.5%；实现归母净利润 6.45 亿元，同比下降 19.1%；实现扣非后归母净利润 7.21 亿元，同比下降 15.4%。2020Q3 单季实现总营业收入 96.6 亿元，环比下降 7.4%；归母净利润 2 亿元，环比下降 16.9%，扣非后归母净利润 2.49 亿元，环比增长 1.3%。

1.1、 2020 年前三季度业绩同比明显下滑，主因期间费用增幅较大

2020 年前三季度归母净利润 6.45 亿元，相较于 2019 年同期 7.98 亿元，同比下滑 19.1%。主要原因在于期间费用大增，当期为 30.3 亿元，同比增长 19.6%，增幅 4.96 亿元；期间费用率为 11%，同比增加 2.94pct。其中销售费用增长最为明显，当期值为 11.6 亿元，同比增长 71.9%，增幅 4.85 亿元，主因公司大力发展“精煤战略”，从原煤坑口销售变为精煤港口直达销售，公路短倒运费、铁路运费、港杂费增加的原因所致；管理费用小涨，当期为 10.1 亿元，同比增长 4.46%，增幅 0.43 亿元；财务费用下降有所对冲，当期为 7.52 亿元，同比下降 5.75%，降幅 0.46 亿元。毛利方面，营收与营业成本同比均下降（分别-12.5%/14.7%），当期实现毛利 58.9 亿元，同比下降 3.2%，但由于成本降幅大于营收降幅，毛利率有所提升，当期为 21.3%，同比+2pct。

1.2、 2020Q3 单季扣非业绩环比小增，毛利环比大幅改善

2020Q3 公司实现归母净利润 2 亿元，环比下降 16.9%，其中营业外支出环比大增侵蚀业绩，当期为 1.04 亿元，环比增加 0.88 亿元。剔除掉营业外支出等非经常损益后，当期扣非后归母净利润为 2.49 亿元，环比+1.3%。毛利方面，由于营业成本大幅减少，毛利环比增长，对业绩有所支撑。Q3 单季总营收为 96.6 亿元，环比下降 7.4%；营业成本 72.8 亿元，环比下降 13.9%；毛利为 23.8 亿元，环比增长 20.2%；毛利率 21.3%，环比+5.7pct。在毛利环比改善基础上，期间费用增长对业绩有部分抵减，当期为 13.1 亿元，环比增长 41.9%，增幅 3.86 亿元，期间费用率为 13.5%，环比增长 4.7pct。其中销售费用增长最为明显，当期销售费用为 5.39 亿元，环比增长 44.7%，增幅 1.67 亿元；管理费用为 4.09 亿元，环比增长 40.5%，增幅 1.18 亿元；财务费用为 3.02 亿元，环比增长 41%，增幅 0.88 亿元。

1.3、 2020Q3 单季煤炭板块盈利改善，吨煤价大涨对冲产销量减少

2020Q3 单季煤炭板块毛利 24 亿元，环比上涨 22.3%，毛利率为 25.2%，环比+1.2pct。当期公司实现煤炭产销量分别为 1022/2655 万吨，环比-7%/-19.4%。吨煤综合售价（不含税）为 360 元/吨，环比上涨 13.8%，增幅达 44 元/吨，主要受三季度动力煤价格持续走强影响；吨煤成本为 269 元/吨，环比+5%；吨煤毛利为 91 元/吨，环比+51.8%。总体来看，公司煤炭板块“以价补量”，单季业绩环比明显改善。

1.4、 HJT 项目建设有序开展，转型光伏潜力十足

2020 年三季度内，公司发布 HJT 一期 3GW 项目公告，并出资设立合资子公司山煤光电作为项目经营主体。据公告，HJT 一期项目建设有序推进，目前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，预计将于 2021 年 3 月出片。该项目是公司在非煤业务上向光伏新能源转型的关键一步，有望为公司开拓出“煤炭+光伏”的双能源驱动，激发中长期增长潜力。HJT 是下一代高效电池的主要发展方

向，潜力大且供给格局尚未稳定。公司规划的 10GW 项目全球规模领先，有望通过规模效应实现降本，在市场成熟之前实现“抢跑”，抢先构筑技术和产能规模护城河。

1.5、 焦煤&山煤集团重组有序推进，集团股权划转已启动

据 10 月 30 日公告，两大集团重组已完成第一步国有股权无偿划转的协议签署工作，该步骤完成后山煤集团将成为焦煤集团全资子公司，后续焦煤集团将对山煤集团进行完全的吸收合并，落实重组。为避免重组后“新集团”旗下两家上市公司的在煤炭业务上的同质化竞争，公司或定位为新能源平台，在非煤转型上或将获得集团在资源整合等方面的更多支持。

2、 投资建议：维持“买入”评级

考虑到公司三季度单季毛利环比增长，煤炭主业盈利趋势向好，我们维持公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度实现归母净利润 9.5/14/16.6 亿元，同比变化 -19.1%/47.1%/19.3%；EPS 分别为 0.48/0.7/0.84 元，PE 分别为 25.2x/17.2x/14.4x。持续关注 HJT 项目及集团重组带来的业绩潜力，**维持“买入”评级。**

表1：公司煤炭业务经营明细

	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	环比	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	同比
煤炭产量	万吨	858	1099	1022	-7.0%	2934	2979	1.5%
煤炭销量	万吨	2277	3294	2655	-19.4%	9237	8226	-10.9%
煤炭收入	亿元	74.1	104.1	95.5	-8.3%	313.1	273.7	-12.6%
煤炭成本	亿元	58.6	84.4	71.5	-15.4%	253.3	214.5	-15.3%
煤炭毛利	亿元	15.5	19.7	24.0	22.3%	59.7	59.2	-1.0%
吨煤价格（不含税）	元/吨	325	316	360	13.8%	339	333	-1.8%
吨煤成本	元/吨	257	256	269	5.0%	274	261	-4.9%
吨煤毛利	元/吨	68	60	91	51.8%	65	72	11.2%
毛利率	%	20.9%	18.9%	25.2%	6.3pct	19.1%	21.6%	2.5pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 风险提示

经济恢复不及预期。当前受疫情冲击影响，经济不确定性提升，社会总需求整体较为疲弱。随着疫情逐渐受控制，复工复产也在逐步推进。由于公司主业专注与煤炭，如果经济恢复不及预期，下游煤炭需求持续低迷将会对公司业绩产生严重影响。

贸易业务坏账风险。公司煤炭贸易规模整体较大，高额坏账曾是公司 2014-2015 年业绩大幅亏损的主要原因之一。如果坏账损失超过预期，将会再次对公司业绩形成拖累，同时也会带来较大的诉讼成本。

HJT 项目进度不及预期。目前公司与钧石能源签订的框架协议仅为双方初步合作意向，项目建设能否如期投入实施存在不确定性。同时，专业人才储备、项目资金筹集、政府部门审批等各方面均会对项目预期进度产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21,226	14,710	14,521	17,277	20,505
现金	10,217	7,801	4,945	8,753	10,414
应收票据及应收账款	4,158	2,717	4,290	3,219	4,547
其他应收款	651	865	516	973	594
预付账款	2,437	1,293	2,513	1,563	2,652
存货	1,664	1,487	1,267	1,742	1,364
其他流动资产	2,098	548	990	1,027	935
非流动资产	27,110	28,531	28,926	29,290	29,541
长期投资	59	141	241	341	441
固定资产	13,296	15,486	18,032	19,411	20,152
无形资产	6,810	6,539	6,699	6,835	6,946
其他非流动资产	6,945	6,364	3,954	2,703	2,002
资产总计	48,335	43,241	43,447	46,566	50,046
流动负债	30,161	23,095	20,923	21,315	21,845
短期借款	11,135	9,584	9,584	9,584	9,584
应付票据及应付账款	7,493	3,446	6,242	4,406	6,528
其他流动负债	11,533	10,065	5,097	7,325	5,733
非流动负债	8,205	9,745	10,964	11,811	12,518
长期借款	6,412	7,069	8,162	9,055	9,749
其他非流动负债	1,793	2,676	2,801	2,756	2,770
负债合计	38,365	32,840	31,887	33,126	34,363
少数股东权益	4,472	1,964	2,293	2,778	3,356
股本	1,982	1,982	1,982	1,982	1,982
资本公积	1,278	3,352	3,352	3,352	3,352
留存收益	73	907	2,057	3,749	5,768
归属母公司股东权益	5,498	8,437	9,267	10,662	12,327
负债和股东权益	48,335	43,241	43,447	46,566	50,046

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,761	3,223	2,537	5,518	3,487
净利润	1,412	1,580	1,278	1,880	2,243
折旧摊销	994	1,151	1,134	1,265	1,364
财务费用	1,425	1,152	1,140	1,129	1,117
投资损失	-3	-110	- 0	- 0	- 0
营运资金变动	-304	-1,476	-1,007	1,244	-1,237
其他经营现金流	237	927	-7	- 0	- 0
投资活动现金流	-4,782	1,345	-1,529	-1,629	-1,615
资本支出	480	680	1,054	22,523	22,499
长期投资	-42	-79	-100	- 0	-100
其他投资现金流	-4,345	1,945	-575	20,894	20,783
筹资活动现金流	-1,769	-3,687	-3,865	-81	-210
短期借款	-1,865	-1,551	- 0	- 0	- 0
长期借款	-3,089	658	1,093	893	693
普通股增加	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资本公积增加	-1,512	2,074	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	4,697	-4,867	-4,958	-974	-904
现金净增加额	-2,790	882	-2,856	3,808	1,661

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,143	37,657	32,051	35,770	37,424
营业成本	30,502	29,361	25,373	27,738	28,677
营业税金及附加	1,101	1,104	877	1,011	1,054
营业费用	343	1,018	867	967	1,012
管理费用	1,259	1,375	1,171	1,306	1,367
研发费用	93	139	105	122	126
财务费用	1,425	1,152	1,140	1,129	1,117
资产减值损失	564	-72	100	100	100
其他收益	13	13	12	12	12
公允价值变动收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
投资净收益	3	110	- 0	- 0	- 0
资产处置收益	3	3	- 0	- 0	- 0
营业利润	2,874	2,774	2,431	3,408	3,983
营业外收入	11	12	11	11	11
营业外支出	489	267	321	331	317
利润总额	2,396	2,519	2,120	3,088	3,677
所得税	984	939	842	1,208	1,435
净利润	1,412	1,580	1,278	1,880	2,243
少数股东损益	1,192	407	329	484	578
归母净利润	220	1,173	949	1,395	1,665
EBITDA	4,188	4,474	3,806	4,912	5,546
EPS(元)	0.11	0.59	0.48	0.70	0.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-6.8	-1.3	-14.9	11.6	4.6
营业利润(%)	37.0	-3.5	-12.4	40.2	16.9
归属于母公司净利润(%)	-42.3	432.8	-19.1	47.1	19.3
获利能力					
毛利率(%)	20.0	22.0	20.8	22.5	23.4
净利率(%)	0.6	3.1	3.0	3.9	4.4
ROE(%)	14.2	15.2	11.1	14.0	14.3
ROIC(%)	6.3	6.8	5.6	7.1	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	79.4	75.9	73.4	71.1	68.7
净负债比率(%)	140.0	137.3	125.7	87.6	70.2
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	7.8	11.0	9.1	9.5	9.6
应付账款周转率	4.8	5.4	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.59	0.48	0.70	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	1.63	1.28	2.78	1.76
每股净资产(最新摊薄)	1.76	3.25	3.67	4.37	5.21
估值比率					
P/E	86.5	16.2	20.1	13.6	11.4
P/B	5.4	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	8.9	7.9	9.4	6.8	6.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn