

600546.SH

买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 12.32

板块评级:中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	74.3	(17.6)	15.7	78.1
相对上证指数	64.3	(20.2)	(3.4)	60.5

发行股数 (百万)	1,982
流通股 (%)	100
总市值 (人民币 百万)	24,424
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	447
净负债比率 (%)(2020E)	119
主要股东(%)	
山西煤炭进出口集团有限公司	60

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 8 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《山煤国际》 20200429
《山煤国际》 20200429
《山煤国际》 20191031

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘：煤炭开采

证券分析师： 唐倩
(8610)66229077
qian.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120036

山煤国际

20 年上半年持续较好业绩，转型新能源加快

20 年上半年归母净利润下降 12%至 4.45 亿元，持续较好业绩，其中第二季度环比增长 17%至 2.4 亿元。资产负债率创 8 年新低至 73%。煤炭产量增长 7%至 1957 万吨，吨煤价格下降 21%至 271 元，吨煤成本下降 15%至 73 元，吨煤净利下降 18%至 23 元。吨煤盈利下降幅度好于同业，成本控制较好。异质结电池项目一期落地，转型新能源步伐加快，打开后续盈利市值空间。山西国改、内生外延增长等多重增长支撑可持续发展。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **20 年上半年归母净利润同比下降 12%至 4.45 亿元，持续较好业绩，负债率创 8 年新低。**其中第二季度归母净利润环比逆势增长 17%至 2.4 亿元，好于预期（主要是第二季度产销量大幅增长 28%和 45%），也远好于同业，良好业绩得到延续。上半年主营收入同比减少 9%至 180 亿元，毛利润同比减少 13%至 145 亿元。期间费用率略有增长，由 8.1%增长至 9.6%，其中销售费用大幅增长 67%至 6.2 亿元。主要是公司深入推进“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、港杂费增加所致。管理费用控制较好下降 7%至 6.1 亿元。财务费用表现较好，同比下降 16%至 4.5 亿元。营业利润下降 37%至 10.4 亿元。由于少数股东权益大幅减少 68%至 1.72 亿元（我们预计是由于剥离了盈利欠佳的贸易子公司所致），这使得归母净利润的跌幅明显收窄至 12%。毛利润率由 20.3%小幅下降至 19.5%，经营利润率由 8.3%下降至 5.8%，净利润率由 2.6%小幅下降至 2.5%。每股经营现金流下降 38%至 0.38 元，净资产收益率由 8.8%下降至 5.1%。值得注意的是，资产负债率由 76%下降至 73%，这是公司近 8 年来最低的资产负债率水平，比较明显改善。
- **产量增长 7%，持续较好增长，吨煤盈利下降幅度好于同业，成本控制较好。**20 年上半年煤炭产量 1957 万吨，同比增加 6.9%，其中 2 季度环比增加 28%，上半年煤炭销售量 5517 万吨，同比下降 5.7%，主要是剥离贸易煤带来的外购煤销量下降。其中第二季度销量环比大幅增长 45%，我们看到第二季度煤炭产销量的大幅增长已经抵消了一季度疫情对产销量的拖累。上半年综合煤价同比下降 21%至 271 元，自产煤的吨煤成本下降 14.5%至 73 元，吨煤毛利下降 23%至 198 元。不考虑占收入比例不到 2%的非煤业务，吨煤净利下降 18%至 23 元。尽管价格下降较多，但成本也大幅下降，导致吨煤盈利下降幅度略小于行业平均水平。
- **异质结电池项目一期落地，转型新能源步伐加快，打开后续盈利市值空间。**8 月 21 日，公司公告拟组建合资公司光电科技，开展 10GW 高效异质结太阳能产业化一期 3GW 项目，预计投资金额 31.89 亿元。公司出资 8.85 亿元，占注册资本 88.5%。该项目有利于公司把握光伏行业技术迭代所带来的产业升级转型契机，有助于公司构建新的业务增长点，与现有传统能源形成互补，提高竞争力和抗风险能力。公司及母公司自身煤炭储备有限，转型意愿较强，光伏业务后续盈利市值空间较大。
- **后续看点多，内生、外延、国改、转型新能源。**母公司承诺把全部资产注入上市公司，山煤国际是煤炭开采和煤炭贸易业务的唯一平台。目前集团仍有 800 万吨产能。此外山煤国际自身仍有在建产能 360 万吨左右，公司具备内生外延增长空间。作为重点煤企，公司是山西国企改革的重要标的，4 月 23 日公司公告山西焦煤集团拟对母公司山煤集团吸收合并重组，公司后续发展有望获得更多支持。

估值

- 我们维持盈利预测不变。20 年市盈率 25.6 倍，市净率 2.8 倍。作为有多重增长潜力的公司，新能源业务转型和业绩向好有望消化估值，提升中长期市值，维持**买入**的评级。

评级面临的主要风险

- 业绩不稳定，进军新能源失败或低于预期，煤价下跌。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入 (人民币 百万)	38,143	37,657	39,573	43,628	46,448
变动 (%)	(6.8)	(1.3)	5.1	10.2	6.5
净利润 (人民币 百万)	220	1,173	954	1,201	1,380
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.11	0.59	0.48	0.61	0.70
变动 (%)	(42.3)	432.8	(18.6)	25.9	14.9
全面摊薄市盈率(倍)	110.9	20.8	25.6	20.3	17.7
价格/每股现金流量(倍)	1.90	1.63	2.15	1.97	2.19
每股现金流量 (人民币)	6.5	7.6	5.7	6.3	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	5.1	6.4	5.4	4.7
每股股息 (人民币)	0.00	0.06	0.14	0.18	0.21
股息率(%)	0.0	0.5	1.2	1.5	1.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 20 年上半年业绩摘要

（人民币，百万）	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动(%)
营业收入	**19,822**	**18,003**	**(9.2)**
营业成本	15,806	14,499	(8.3)
毛利润	4,016	3,504	(12.7)
营业税金及附加	557	491	(11.8)
销售费用	372	620	66.7
管理费用	651	605	(7.0)
研发费用	43	50	16.3
财务费用	537	450	(16.2)
资产减值损失	0	486	
信用减值损失	(270)	(256)	(5.2)
投资净收益	55	3	(95.1)
营业利润	**1,650**	**1,041**	**(36.9)**
营业外收入	5	4	(23.4)
营业外支出	84	46	(45.9)
税前利润	**1,571**	**999**	**(36.4)**
所得税	525	382	(27.2)
少数股东损益	539	172	(68.2)
归属于母公司所有净利润	**506**	**445**	**(12.0)**
每股收益（人民币，元）	**0.26**	**0.22**	**(15.4)**
每股经营性现金流（元/股）	0.60	0.38	**(37.6)**
毛利率（%）	20.3	19.5	
经营利润率（%）	8.3	5.8	
净利润率（%）	2.6	2.5	
期间费用率（%）	8.1	9.6	
净资产收益率（%）	8.80	5.14	
有效税率（%）	33	38	
资产负债率（%）	76	73	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.20 年上半年主要经营数据

指标	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动（%）
原煤产量（百万吨）	18.3	19.6	6.9
商品煤销量（百万吨）（包括贸易煤）	59	56	(5.2)
煤炭营业收入（百万元）	6300	5311	(15.7)
煤炭营业成本（百万元）	1564	1431	(8.5)
煤炭生产毛利额（百万元）	4,736	3,880	(18.1)
吨煤价格(元/吨)（包括贸易煤）	344	271	(21.2)
吨煤成本（元/吨）（自产煤）	85	73	(14.5)
吨煤毛利（元/吨）（包括贸易煤）	259	198	(23.4)
吨煤净利（元/吨）（包括贸易煤）	28	23	(17.7)

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**38,143**	**37,657**	**39,573**	**43,628**	**46,448**
销售成本	(30,502)	(29,361)	(32,086)	(35,045)	(36,956)
经营费用	(2,703)	(3,498)	(3,676)	(4,053)	(4,315)
息税折旧前利润	**4,938**	**4,798**	**3,811**	**4,530**	**5,177**
折旧及摊销	567	686	218	159	264
经营利润 (息税前利润)	**5,832**	**5,824**	**4,404**	**5,102**	**5,895**
净利息收入/(费用)	(1,420)	(1,146)	(1,145)	(1,259)	(1,385)
其他收益/(损失)	5,832	5,824	4,404	5,102	5,895
税前利润	**2,967**	**3,848**	**2,790**	**3,397**	**3,920**
所得税	(984)	(939)	(1,088)	(1,348)	(1,572)
少数股东权益	(1,192)	(407)	(489)	(586)	(704)
净利润	**220**	**1,173**	**954**	**1,201**	**1,380**
核心净利润	**220**	**1,173**	**954**	**1,201**	**1,380**
每股收益 (人民币)	0.111	0.592	0.481	0.606	0.696
核心每股收益 (人民币)	0.111	0.592	0.481	0.606	0.696
每股股息 (人民币)	0.000	0.060	0.144	0.182	0.209
收入增长(%)	(7)	(1)	5	10	6
息税前利润增长(%)	31	(3)	(21)	19	14
息税折旧前利润增长(%)	29	(0)	(24)	16	16
每股收益增长(%)	(19)	609	(57)	26	15
核心每股收益增长(%)	(19)	609	(57)	26	15

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,489	3,593	2,535	3,142	3,665
折旧与摊销	894	1,026	593	572	718
净利息费用	1,420	1,146	1,145	1,259	1,385
运营资本变动	(58)	(1,602)	1,077	281	143
税金	(984)	(939)	(1,088)	(1,348)	(1,572)
其他经营现金流	0	(0)	0	0	(0)
经营活动产生的现金流	**3,761**	**3,223**	**4,261**	**3,906**	**4,339**
购买固定资产净值	(480)	(680)	(700)	(2,300)	(3,500)
投资减少/增加	(42)	32	0	2	2
其他投资现金流	(4,261)	1,993	93	112	141
投资活动产生的现金流	**(4,782)**	**1,345**	**(607)**	**(2,186)**	**(3,357)**
净增权益	1,995	8	0	0	0
净增债务	(2,465)	(1,722)	1	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(1,300)	(1,972)	(2,057)	(1,052)	(679)
融资活动产生的现金流	**(1,769)**	**(3,686)**	**(2,056)**	**(1,052)**	**(679)**
现金变动	(2,790)	882	1,598	667	303
期初现金	13,007	6,919	7,066	8,665	9,332
公司自由现金流	(1,016)	4,574	3,661	1,727	991
权益自由现金流	(4,815)	1,337	2,071	57	(763)

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	10,222	7,807	8,672	9,340	9,643
应收帐款	2,965	2,624	2,758	3,040	3,237
库存	1,664	1,487	1,625	1,774	1,871
其他流动资产	6,375	2,793	2,439	2,586	2,690
流动资产总计	**21,226**	**14,710**	**15,493**	**16,740**	**17,441**
固定资产	18,089	19,174	19,967	20,815	21,744
无形资产	6,809	6,537	6,537	6,537	6,537
其他长期资产	1,792	2,399	2,399	2,399	2,399
长期资产总计	**26,690**	**28,110**	**28,904**	**29,751**	**30,680**
总资产	**47,916**	**42,820**	**44,396**	**46,491**	**48,122**
应付帐款	2,766	3,040	3,322	3,629	3,827
短期债务	16,662	14,323	14,500	14,800	15,001
其他流动负债	10,733	5,732	7,262	7,905	7,263
流动负债总计	**30,161**	**23,095**	**25,084**	**26,334**	**26,091**
长期借款	6,412	7,069	7,200	7,500	7,800
其他长期负债	1,993	2,676	1,191	1,191	2,191
股本	1,982	1,982	1,982	1,982	1,982
储备	3,515	6,454	6,876	7,319	7,784
股东权益	**5,498**	**8,437**	**8,859**	**9,302**	**9,767**
少数股东权益	4,472	1,964	2,062	2,165	2,274
总负债及权益	**47,916**	**42,820**	**44,396**	**46,491**	**48,122**
每股帐面价值 (人民币)	2.77	4.26	4.47	4.69	4.93
每股有形资产 (人民币)	(0.66)	0.96	1.17	1.39	1.62
每股净负债/(现金)(人民币)	6.48	6.85	6.57	6.54	6.64

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	15.3	15.5	11.1	11.7	12.7
息税前利润率(%)	12.9	12.7	9.6	10.4	11.1
税前利润率(%)	6.5	9.5	6.4	7.2	7.9
净利率(%)	0.8	6.0	2.4	2.8	3.0
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
利息覆盖率(倍)	3.5	4.2	3.3	3.6	3.7
净权益负债率(%)	129.0	130.7	122.1	119.2	108.1
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
估值					
市盈率 (倍)	110.9	20.8	25.6	20.3	17.7
核心业务市盈率(倍)	110.9	20.8	25.6	20.3	17.7
市净率 (倍)	4.4	2.9	2.8	2.6	2.5
价格/现金流 (倍)	6.5	7.6	5.7	6.3	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	5.1	6.4	5.4	4.7
周转率					
存货周转天数	20.2	19.6	17.7	17.7	18.0
应收帐款周转天数	28.4	25.4	25.4	25.4	25.4
应付帐款周转天数	26.5	29.5	30.6	30.4	30.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	5.3	29.6	29.6	29.6
净资产收益率 (%)	5.8	26.7	10.9	13.1	14.3
资产收益率 (%)	6.2	8.3	5.0	5.7	6.2
已运用资本收益率(%)	15.0	15.1	12.0	13.6	15.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371