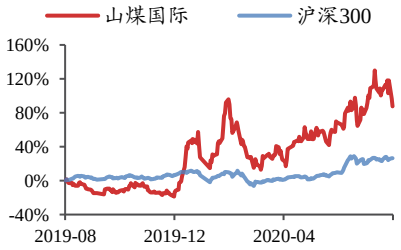
山煤国际（600546.SH）

2020 年 08 月 25 日

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/25
当前股价(元)	13.40
一年最高最低(元)	16.71/5.78
总市值(亿元)	265.65
流通市值(亿元)	265.65
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	108.31

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《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

首期 3GW 异质结（HJT）项目启动，转型新能源再进一步

——公司事件点评报告

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

事件：8 月 21 日山煤国际发布公告，拟组建合资公司光电科技，将先行启动建设 10GW 高效异质结（HJT）太阳能电池产业化一期 3GW 项目

● **首期 3GW 异质结项目启动，转型新能源再进一步。维持“买入”评级**

一期 HJT 项目启动是公司在非煤业务上向光伏新能源转型的关键一步。长期以来公司以煤为主，业务结构单一，谋划转型有望为公司开拓出“煤炭+光伏”的双能源驱动，激发中长期增长潜力。在山西国改持续深化背景下，省内煤企间的专业化整合也将有望助推公司转型深化，看好公司新能源转型前景。考虑到 HJT 项目带来业绩增长预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度实现归母净利润 9.5/14(+2.4)/16.6(+3)亿元，同比变化-19.1%/47.1%/19.3%；EPS 分别为 0.48/0.7(+0.12)/0.84(+0.15)元，PE 分别为 28x/19x/16x。维持“买入”评级。

● **进军光伏势在必行，加速布局 HJT 有望实现“抢跑”**

公司转型存在充足必要性。由于公司在煤炭资源储量及产能方面并不占优，单一的煤炭业务无法完全突出公司的竞争优势，转型成为必然。也正是因此，公司在非煤业务转型上包袱较轻，且获得更多的政策支持。此次 HJT 项目启动也均已顺利获得省内政策以及山西国运的支持。**HJT 具备长远成长性。**HJT 是下一代高效电池的主要发展方向，技术潜力大，且供给格局尚未稳定，适合作为新能源转型突破口。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 HJT 市场成熟之前实现“抢跑”，抢先构筑技术和产能规模护城河。

● **合作方具备专业光伏背景，项目有序推进未来可期**

合作方具备资深专业性。两个合作方中，珺华思越作为财务投资者可在资本市场运作等方面提供支持。宁波齐贤则是员工持股平台，股东成员深耕光伏产业多年，将在项目中担任核心职位，其中邹西原曾在协鑫集成、天合光能任职核心管理层。**项目规划体现高效性。**一期项目预计 2021 年 3 月出片，其中基础设施建设预计在 3 个月内完成，后续将快速推进设备安装调试工作。项目 32 亿元投资中包含 10GW 项目所需土地等基础设施。上游方面，公司将招标吸引国内外设备生产商；下游方面，或将专注于中高端市场，目前已有下游企业表示出战略合作意向。

● **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)	120.7	22.7	28.0	19.0	16.0
P/B(倍)	7.6	4.1	3.7	3.1	2.6

1、 首期异质结项目启动，转型新能源再进一步

8 月 21 日，公司发布《关于对外投资设立合资公司开展高效异质结（HJT）太阳能电池产业化一期 3GW 项目的公告》，与珺华思越、宁波齐贤共同出资成立合资公司光电科技，拟先行启动 10GW 高效异质结（HJT）太阳能电池产业化一期 3GW 规模的项目建设。

1.1、 公司转型存在充足必要性

相较于山西省内其他国有煤企集团，山煤集团煤炭生产业务起步相对较晚，整合矿居多，在煤炭资源储量及产能方面并不占优，因此在山西国改强调专业化整合背景下，单一的煤炭业务无法完全突出公司的竞争优势，转型成为必然。也正是因此，公司在非煤业务转型上包袱较轻，且获得更多的政策支持。此次 HJT 项目启动也均已顺利获得省内政策以及山西国运的支持。

1.2、 HJT 项目具备长远成长性

相对于目前技术相对成熟且较为主流的 PERC 技术，HJT 具备光电转换效率高、制造工序少、使用寿命长等诸多优势，并且随着工艺不断成熟，成本逐年下降，是下一代高效电池的主要发展方向，技术潜力大。同时，由于 HJT 目前尚未形成成熟稳定的供给格局，适合作为传统能源企业向新能源转型的突破口。公司规划的 10GW 项目是目前全球范围内规模最大的 HJT 项目，或有潜力通过规模效应进一步降低量产成本，亦有可能在 HJT 市场成熟之前实现“抢跑”，从而构筑技术和规模护城河。

1.3、 合作方具备资深专业性

合资公司出资构成中，公司出资 8.85 亿元（占比 88.5%），其余 11.5%由珺华思越(8%)、宁波齐贤(3.5%)两家合作方出资构成。其中珺华思越是财务投资者，可为公司在资本市场运作等方面提供支持。宁波齐贤则是作为项目公司高层管理团队的员工持股平台，股东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，将在项目公司中分别任职生产管理、供应链管理、技术研发及市场营销等各关键职位，其中最大持股股东邹西原先生曾在协鑫集成、天合光能任职核心管理层，具备资深的光伏产业生产经营管理经验，有望带领团队通过量产降本等方面打造出项目竞争优势。

1.4、 项目规划体现高效性

根据公司规划，一期 3GW 项目预计于 2021 年 3 月出片，其中基础设施建设预计在 3 个月内完成，后续公司将快速推进设备安装调试等工作。同时，项目规划所需的 32 亿元投资中已经包含了 10GW 项目所需的土地建设、动力设备等基础设施的总体规划。上游方面，公司将以招标的形式吸引国内外设备生产商参与项目；下游方面，公司或将专注于中高端市场，目前已有下游企业表示出战略合作意向。

2、 投资建议：看好公司转型前景，维持“买入”评级

此次正式启动 HJT 一期 3GW 项目的投资建设，公司在非煤业务上向光伏新能源转型的战略规划再进一步。长期以来，公司主业以煤为主，结构较为单一，谋划转型新能源有望为公司开拓出“煤炭+光伏”的双能源驱动模式，激发公司中长期增长潜力。在山西国改持续深化背景下，省内煤企集团间的专业化整合也将有望助推公司转型深化，看好公司新能源转型前景。考虑到 HJT 项目带来业绩增长预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9.5/14(+2.4)/16.6(+3) 亿元，同比变化 -19.1%/47.1%/19.3%；EPS 分别为 0.48/0.7(+0.12)/0.84(+0.15)元，PE 分别为 28x/19x/16x。维持“买入”评级。

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	120.7	22.7	28.0	19.0	16.0
P/B	7.6	4.1	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	10.7	9.6	11.4	8.4	7.4

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