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

买入（维持）

2020 年 06 月 22 日

证券分析师 刘博
执业证号：S0600518070002
18811311450
liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	37,657	40,057	44,509	47,442
同比（%）	-1.3%	6.37%	11.12%	6.59%
归母净利润（百万元）	1,173	1,374	1,978	2,437
同比（%）	432.8%	17.2%	43.9%	23.2%
每股收益（元/股）	0.59	0.69	1.00	1.23
P/E（倍）	19.19	16.37	11.38	9.23

投资要点

- **一、去产能态度明确，政策出台夯实煤炭行业 ROE 底：**上周，发改委出台《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，要求全面巩固去产能成果，并分别对钢铁、煤炭、煤电三个行业化解过剩产能工作做出具体安排。我们分析认为：1）短期来看，即使在疫情的影响下，国家坚定去产能的态度不会动摇，以煤炭为例，2020 年再退出一批煤炭落后产能，煤矿数量控制在 5000 处以内，大型煤炭基地产量占全国煤炭产量的 96%以上，因此，供给侧煤炭产能大幅提升的概率较小。2）中期从产能周期的视角来看，受益于供给侧改革的传统行业龙头正在不断将资本开支投放于新的领域（业务转型），说明行业龙头本身并不看好传统行业发展前景；但是传统行业的安全和环保标准在不断提高，意味着如果想要保持原有的产能和产量投放，必须加大对于原有主业的投资，因此传统行业已经从政策被动去产能变为行业主动去产能，即使在将来某个时点行业由缩减资产负债表变为扩张、新产能的释放还是需要一个产能周期，所以未来 1-3 年新的产能很难投放出来。3）因此，总结来看，无论是短期还是中期，煤炭行业产能增加投放的概率较小，在需求端不发生明显大幅萎缩的情况下（事实上，根据我们跟踪宏观、中观、微观数据的情况来看，需求更多只能被跟踪，很难被预测），我们预计煤炭行业的盈利底部已经出现，继续下行的空间和概率均较小。
- **二、近年来煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS：**我们通过复盘 2003 年以来中信煤炭指数的表现，可以发现，2004-2005 年相对收益既来自于 EPS 的增长，也来自于 PE 的提升；2007 年以后，相对收益更多来自于 PE 的变化。因此，我们认为，在目前的市场风格下，PE 才是决定煤炭板块相对收益的胜负手，需重点关注有可能提振 PE 中枢的细分领域和个股。
- **三、从钢厂 IDC 到煤炭 HJT，转型成长符合产业发展趋势，静待光伏项目落地打开市场空间：**考虑到 HJT 项目落地和顺利推进的核心在于资金、设备、团队，公司在资金到位（国企天生具备融资优势）、设备即将到位、团队以市场化机制运作的条件下，同时本身具备国企改革和能源转型的强烈诉求，相比传统光伏企业不存在任何历史包袱（传统光伏企业存在左手打右手的矛盾），强烈推荐。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、1.00、1.23 元，对应 PE 分别为 16、11、9 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行影响煤炭行业需求、煤炭价格大幅波动等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.35
一年最低/最高价	5.04/14.65
市净率(倍)	2.58
流通 A 股市值(百万元)	22500.88

基础数据

每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	74.27
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）：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03
2、《长江电力（600900）：重剑无锋、大巧不工，成就全球价值典范》2020-02-23
3、《国投电力（600886）：水火并济、攻守兼具的稀缺核心资产》2019-07-17
4、《三峡水利（600116）：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期》
5、《2020 年公用事业和煤炭行业年度策略：功守道——找寻周期行业中的变化》2019-11-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：

发改委出台《关于做好2020年重点领域化解过剩产能工作的通知》，要求全面巩固去产能成果，明确提出：1）继续深化钢铁行业供给侧结构性改革；2）持续推进煤炭上大压小、增优汰劣；3）积极稳妥推进煤电优化升级，并分别对钢铁、煤炭、煤电三个行业化解过剩产能工作做出具体安排。

一、去产能态度明确，政策出台夯实煤炭行业ROE底

2020年以来，由于受到疫情的影响，无论是从中央还是到地方，保增长的压力都空前巨大，在这种情况下，市场担忧去产能的成果能否保住，以及去产能政策是否能够持续推动。此次发改委政策出台，在其中明确强调，“全面巩固去产能成果，国家有关部门将继续开展巩固钢铁煤炭去产能成果专项督查抽查，坚决防止已经退出的项目死灰复燃。进一步完善去产能和产能置换工作台账，为“十四五”发展打好基础。切实抓好去产能政策的宣贯落实，强化监督问责，确保相关要求落实落细落地。”因此，我们认为：

1）**短期来看**，即使在疫情的影响下，国家坚定去产能的态度不会动摇，以煤炭为例，2020年再退出一批煤炭落后产能，煤矿数量控制在5000处以内，大型煤炭基地产量占全国煤炭产量的96%以上，因此，供给侧煤炭产能大幅提升的概率较小。

2）**中期从产能周期的视角来看**，煤炭行业龙头陕西煤业未来3年用于主业的资本开支大约为10-20亿（剔除新建小保当投资以外），而用于新能源及煤化工相关逆周期产业资本开支合计130亿以上。火电行业龙头华能未来3年用于主业的资本开支大约合计300亿、用于风电领域资本开支合计超过700亿。显而易见，受益于供给侧改革的传统行业龙头正在不断将资本开支投放于新的领域（非主业），说明行业龙头本身并不看好传统行业发展前景；但是传统行业的安全和环保标准在不断提高，意味着如果想要保持原有的产能和产量投放，必须加大对于原有主业的投资，因此对于传统主业的投资严重不足造成了今年以来矿难、化工园区爆炸等安全隐患及安全事故频发，反映的是传统行业已经从政策被动去产能变为行业主动去产能，即使在将来某个时点行业龙头发现价格可以稳住、盈利能力可以维持，由缩减资产负债表变为扩张、新产能的释放还是需要一个产能周期，所以未来1-3年新的产能很难投放出来。

3）因此，总结来看，**无论是短期还是中期，煤炭行业产能增加投放的概率较小，在需求端不发生明显大幅萎缩的情况下**（事实上，根据我们跟踪宏观、中观、微观数据的情况来看，需求更多只能被跟踪，很难被预测），**我们预计煤炭行业的盈利底部已经出现，继续下行的空间和概率均较小**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

二、近年来煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS

股价=EPS*PE，因此股价的波动，既可能来自于 EPS 的变化，也可能来自于 PE 的变化，或者二者兼有。我们通过复盘 2003 年以来中信煤炭指数的表现，可以发现，2004-2005 年相对收益既来自于 EPS 的增长，也来自于 PE 的提升；2007 年以后，相对收益更多来自于 PE 的变化。因此，我们认为，**在目前的市场风格下，PE 才是决定煤炭板块相对收益的胜负手，需重点关注有可能提振 PE 中枢的细分领域和个股**。（该部分内容和数据的详细探讨可见我们的策略报告《功守道——找寻周期行业中的变化》）

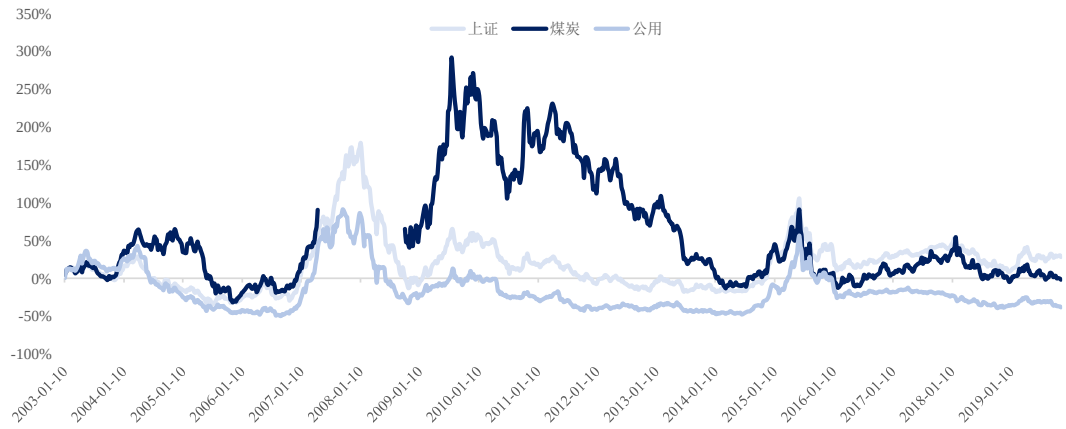
1）**2004 年 1 月-2005 年 6 月**：中信煤炭指数相对上证综指超额收益明显，区间内超额收益最高达到 72.26%；同期内，中信煤炭指数的 PE 相对上证综指涨幅比较明显，区间内 PE 相对最高涨幅达到 75.96%；而 2004Q1-2005Q2 这 6 个季度的单季度 EPS 同比增速分别为 43.43%、108.12%、140.66%、133.33%、99.47%、27.08%，因此我们认为，**该阶段的超额收益既来自于 EPS 的增长，也来自于 PE 的提升**。

2）**2007 年 6 月-2013 年 6 月**：中信煤炭指数相对上证综指超额收益明显，区间内超额收益最高达到 475.03%；同期内，中信煤炭指数的 PE 表现仍然优于上证综指，但是涨幅远远小于超额收益，区间内 PE 相对最高涨幅为 188.51%；而 2007Q3-2013Q2 长达 24 个季度中，EPS 同比波动幅度为-49.84%-130.88%。由于在 2007 年 6 月-2013 年 6 月，中信煤炭指数 EPS 同比的变化是涨跌互现的，而 PE 的涨幅一直高于上证综指的涨幅，所以我们认为**该阶段的超额收益更多来自于 PE 的提升**。

3）**2015 年 1 月-2017 年 12 月**：中信煤炭指数相对上证综指超额收益为负值，区间内超额收益最大负值为-39.04%；同期内，中信煤炭指数的 PE 表现仍然优于上证综指，但是相对涨幅先上升、后下降；而 2015Q1-2017Q4 这 12 个季度的 EPS 波动较大，同比增速变化幅度为-242.73%-500.65%。由于区间内 EPS 的波动较为剧烈，而相对收益始终为负值，所以我们认为**该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化**。

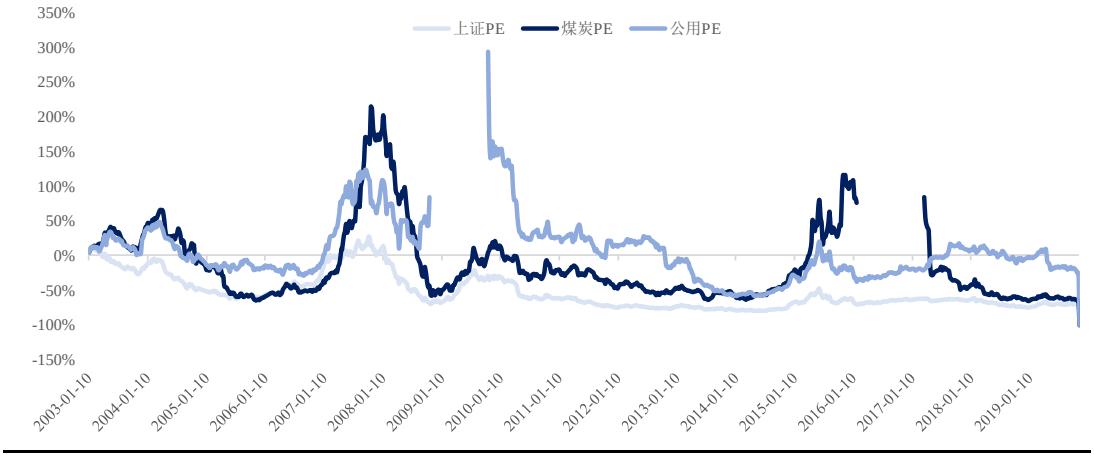
4）**2018 年 1 月至今**：中信煤炭指数相对上证综指超额收益为负值，区间内超额收益最大负值为-30.79%；同期内，中信煤炭指数的 PE 表现仍然优于上证综指，但是相对涨幅一直在下降，从 2018 年 1 月的 21.34%下降至 2019 年 11 月的 5.05%；而 2018Q1-2019Q3 这 7 个季度的 EPS 同比增速，除了在 2018Q4 出现下滑（-14.44%）以外，其他所有季度同比增速均为正值。由于区间内 EPS 同比增速一直为正，而相对收益始终为负值，所以我们认为**该阶段的相对收益更多来自于 PE 的变化**。

图 1：2003-2019 年上证综指、中信煤炭、中信公用指数的走势情况



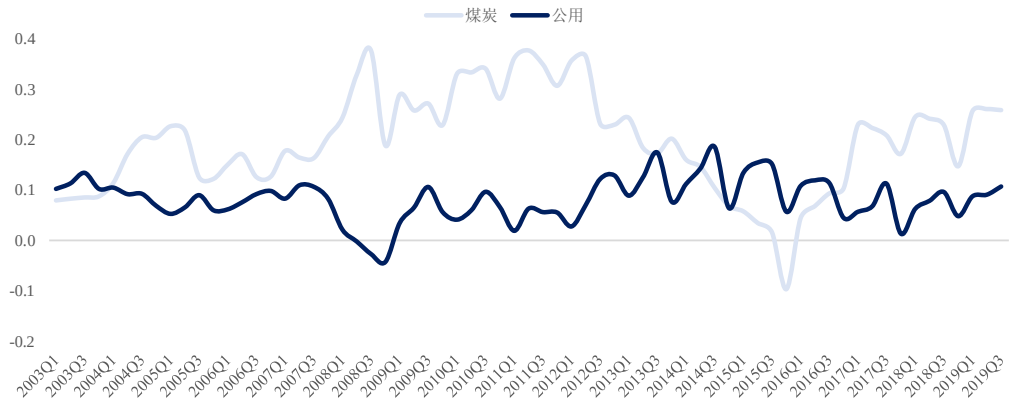
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 2：2003-2019 年上证综指、中信煤炭、中信公用指数 PE 的变化



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 3：2003-2019 年中信煤炭、中信公用板块分季度的 EPS



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 4：2003-2019 年中信煤炭、中信公用板块分季度的 EPS 增长率情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind、东吴证券研究所

三、从钢厂 IDC 到煤炭 HJT，转型成长符合产业发展趋势，静待光伏项目落地打开市场空间

1）**以宝信软件为代表的的传统钢企转型发展 IDC 业务**，由于钢企手握土地资源、区位优势、能耗指标、资金规模，转型发展 IDC 业务天生具备核心竞争力，无论最终转型效果如何，行业的这一发展变化和发展趋势是值得我们重点关注和深入跟踪的。

2）**以山煤国际为代表的传统煤炭企业转型新能源业务**，考虑到 HJT 项目落地和顺利推进的核心在于资金、设备、团队，公司在**资金到位（国企天生具备融资优势）、设备即将到位、团队以市场化机制运作的条件下，同时本身具备国企改革和能源转型的强烈诉求，相比传统光伏企业不存在任何历史包袱**（传统光伏企业存在左手打右手的矛盾），强烈推荐。

四、业绩测算和估值推演

1）煤炭业务：收购河曲露天+在建产能投放+增量产能置换，预计 2020 年煤炭业绩在 13 亿左右，目前煤炭行业中枢为 7-8 倍，**如果按照 8 倍估算，对应目标市值为 104 亿**；

2）光伏业务：假设一期项目规模为 3GW 以上，如果 2020 年可投产 1GW，则对应净利润约为 3 亿。但是此处需注意，如果真的在 2020 年年底项目投产，那么在估值的时候，不应该只将 1GW 的 3 亿净利润考核在内，而应该将一期整体纳入考虑，如果是 3GW 的话（假设），那么对应的是 9 亿净利润，**因此估值对应的光伏业绩不应该是 3 亿，而应该是 9 亿**。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3）估值：目前成熟电池片企业，合理估值应该在 20 倍左右，**但是在新技术变革和产业导入前期，估值的提升一定显著提前于 EPS 的提升**。此处我直接引用我在山煤国际深度报告中的内容（《山煤国际：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》：

我们复盘光伏行业龙头公司隆基股份的表现：

1）从 PE 的角度，2014 年 6 月-2015 年 12 月是公司历史上 PE（TTM）最高的时候，波动区间为 40-120 倍，进入 2016 年以后，公司 PE 从 60 倍左右开始回落，至今未有再超过 40 倍。

2）从 PB 的角度，2014 年 6 月-2015 年 12 月是公司历史上 PB 最高的时候，波动区间为 2.3-11.0 倍，进入 2016 年以后，公司 PB 从 5 倍左右开始回落，至今波动区间为 2.4-6.2 倍。

我们发现，如果仅从业绩表现和盈利能力的角度，并不能找到公司在 2014 年 6 月-2015 年 12 月享有极高估值溢价的原因，但是如果我们将视角拓展到产业层面，会发现：

从产业导入和新技术投放的角度，2014-2015 年，隆基股份率先使用的金刚线切割技术发展已经日趋成熟，其余多家单晶厂商纷纷跟进，伴随着切片技术的进步和长晶成本的下降，单多晶硅片之前的价差从 2014 年 6 月份的 0.337 美元/片快速收窄至 2016 年 2 月份的 0.015 美元/片，下降幅度为 95.55%；与此同时，单晶替代多晶趋势确定，2016 年开始多晶硅片的市场份额一路下降，单晶硅片的市场份额逐年上升，因此，我们认为，**隆基股份在 2014 年 6 月-2015 年 12 月享有的估值溢价，更多是来自于市场对金刚线切割技术降低硅片成本和单晶替代多晶趋势的预期，在产业导入和新技术投放阶段，龙头公司有望享有充分的估值溢价**。

因此我们可以推断，HJT 电池和山煤国际接下来的发展有望类比金刚线切割技术的成熟和单晶替代多晶趋势确定的阶段，在这个发展过程中，山煤国际作为行业龙头，有望类比隆基股份，充分享有估值溢价。我们给予公司光伏业务 30 倍 PE，对应目标市值为 270 亿。

因此，**煤炭和光伏加总后，合计目标市值为 374 亿**。

盈利预测与投资评级

考虑到：1）能源转型有能力：煤炭主业稳健+亏损板块剥离，业绩层面奠定充足安全边际；2）能源转型有意愿：山西省国企改革有序推进，山煤集团坚定实施能源转型；3）市场预期差一：产业层面，HJT 电池技术已到突破临界点，产业化进程超预期；4）市场预期差二：公司层面，钧石深耕行业十余载，技术领先+成本下降超预期；5）市场

预期差三：估值层面，业绩兑现尚需时日，产业化导入阶段估值溢价超预期；我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、1.00、1.23 元，对应 PE 分别为 16、11、9 倍，因此，维持公司“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：与钧石能源合作不达预期；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，钧石能源现有产能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	16,983	15,685	19,233
现金	7,801	6,409	7,121	7,591
应收账款	2,624	3,321	3,285	3,756
存货	1,487	1,890	1,887	2,132
其他流动资产	2,799	5,363	3,392	5,754
非流动资产	28,531	30,038	34,395	36,651
长期股权投资	141	141	141	141
固定资产	15,486	17,683	22,526	25,419
在建工程	3,683	3,342	3,185	2,841
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	47,021	50,080	55,884
流动负债	23,095	26,789	29,624	34,817
短期借款	9,584	11,765	17,472	18,606
应付账款	3,040	3,183	3,778	3,629
其他流动负债	10,471	11,841	8,374	12,582
非流动负债	9,745	7,115	4,485	1,856
长期借款	7,069	4,440	1,810	-820
其他非流动负债	2,676	2,676	2,676	2,676
负债合计	32,840	33,904	34,109	36,673
少数股东权益	1,964	3,425	4,331	5,172
归属母公司股东权益	8,437	9,692	11,640	14,040
负债和股东权益	43,241	47,021	50,080	55,884

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,223	6,155	4,600	7,153
投资活动现金流	1,345	-2,632	-5,686	-3,819
筹资活动现金流	-3,687	-4,915	1,799	-2,865
现金净增加额	882	-1,392	712	469
折旧和摊销	1,151	1,125	1,329	1,563
资本开支	680	1,507	4,357	2,256
营运资本变动	-1,476	1,173	-861	980

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37,657	40,057	44,509	47,442
减:营业成本	29,361	31,469	35,201	37,455
营业税金及附加	1,104	1,126	1,304	1,148
营业费用	1,018	796	885	943
管理费用	1,375	1,462	1,625	1,732
财务费用	1,152	1,022	1,248	1,332
资产减值损失	-72	-76	-85	-90
加:投资净收益	110	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	2,774	4,258	4,331	4,923
加:营业外净收支	-255	0	0	0
利润总额	2,519	4,258	4,331	4,923
减:所得税费用	939	1,423	1,447	1,645
少数股东损益	407	1,461	906	841
归属母公司净利润	1,173	1,374	1,978	2,437
EBIT	3,332	4,920	5,179	5,828
EBITDA	4,483	6,045	6,508	7,391

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.59	0.69	1.00	1.23
每股净资产(元)	4.26	4.89	5.87	7.08
发行在外股份(百万股)	1982	1982	1982	1982
ROIC(%)	6.8%	11.7%	10.4%	11.4%
ROE(%)	15.2%	21.6%	18.1%	17.1%
毛利率(%)	22.0%	21.4%	20.9%	21.1%
销售净利率(%)	3.1%	3.4%	4.4%	5.1%
资产负债率(%)	75.9%	72.1%	68.1%	65.6%
收入增长率(%)	-1.3%	6.4%	11.1%	6.6%
净利润增长率(%)	432.8%	17.2%	43.9%	23.2%
P/E	19.19	16.37	11.38	9.23
P/B	2.66	2.32	1.93	1.60
EV/EBITDA	8.64	6.26	6.31	5.41

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