

山煤国际 (600546.SH) 矿贸一体再优化, 新能源&国改添亮点

2020 年 05 月 24 日

——公司首次覆盖报告

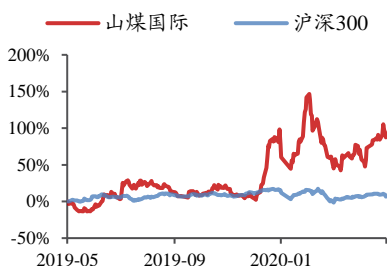
投资评级: 买入 (首次)
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/5/22
当前股价(元)	10.69
一年最高最低(元)	14.65/4.77
总市值(亿元)	211.92
流通市值(亿元)	211.92
总股本(亿股)	19.82
流通股本(亿股)	19.82
近 3 个月换手率(%)	89.06

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 矿贸一体再优化, 新能源&国改添亮点。首次覆盖, 给予“买入”评级

山煤国际作为山煤集团旗下唯一上市平台, 打造煤炭“矿贸一体化”经营。业务结构优化持续发力为公司带来稳健业绩: 自产煤受益于收购和自建矿井致产能有序释放, 同时叠加吨煤成本优势, 盈利性平稳提升; 贸易煤规模压缩, 持续剥离劣质资产, 效益得以改善。布局光伏产业有望成为公司多元化发展突破口, 集团公司重组将进一步助力公司实现新能源转型, 看好公司中长期增长潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9.5/11.6/13.7 亿元, 同比变化 -19.1%/22.0%/18.1%; EPS 分别为 0.48/0.58/0.69 元, PE 分别为 22.3x/18.3x/15.5x。由于公司煤炭业务仍有成长空间, 同时 HJT 光伏项目前景乐观, 投产后或将位列行业产能前列, 我们认为应当给予较高估值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 煤炭业务: 矿贸一体化, 业务结构逐步优化

煤炭生产: 收购&自建致产能有序释放, “成本领先”致盈利改善。公司近年来加大了对煤源基地的投入, 产能有序释放, 实现了产量的稳步提升, 自产煤规模效应提升。同时公司持续推进“成本领先”战略, 公司自产煤吨煤成本保持低位, 毛利率行业领先, 盈利性得到保障。**煤炭贸易: 剥离优化结构, 效益提升明显。**2016 年后公司积极优化贸易业务, 不断剥离负资产, 压缩贸易规模, 提升贸易业务效益。2019 年坏账损失清零, 毛利率明显改善, 不再对业绩形成拖累。

● 进军光伏&集团重组, 关注转型新能源增长潜力

携手钧石能源, 拟共建 HJT 项目。有望为公司开拓出“煤炭+光伏”的双能源驱动型业务结构。一方面, 顺应了国家能源政策规划, 有望获得政策支持; 另一方面, HJT 具有高发电效率等优势, 在光伏行业中增长潜力大。**山煤&山焦集团合并, 有望助推新能源转型。**合并完成后公司将成为“新焦煤集团”旗下上市公司。为避免与西山煤电的同业竞争, 我们认为公司存在主营业务向新能源方向战略化转型的预期, 关注重组进展及公司中长期增长潜力。

● **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	33,198	34,209
YOY(%)	-6.8	-1.3	-14.9	3.6	3.0
归母净利润(百万元)	220	1,173	949	1,158	1,367
YOY(%)	-42.3	432.8	-19.1	22.0	18.1
毛利率(%)	20.0	22.0	20.8	21.9	22.7
净利率(%)	0.6	3.1	3.0	3.5	4.0
ROE(%)	14.2	15.2	11.1	11.9	12.3
EPS(摊薄/元)	0.11	0.59	0.48	0.58	0.69
P/E(倍)	96.3	18.1	22.3	18.3	15.5
P/B(倍)	6.1	3.3	2.9	2.5	2.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 矿贸一体再优化，业绩站上新台阶	4
1.1、 背靠山西重点煤企，集团旗下唯一上市平台	4
1.2、 主营煤炭生产及贸易，业务结构逐渐优化	4
1.3、 受益行业供改及贸易业务优化，业绩站上新台阶	5
2、 煤炭业务：矿贸一体化，业务结构逐步优化	6
2.1、 煤炭生产：收购&自建致产能有序释放，“成本领先”致盈利改善	6
2.1.1、 自产煤资源储备丰富，产能有序释放	6
2.1.2、 “成本领先”战略持续深化，低吨煤成本铸就高毛利率	8
2.2、 煤炭贸易：剥离优化结构，效益提升明显	9
2.2.1、 曾是公司立业之基，享有出口专营权	9
2.2.2、 劣质资产有序剥离，煤炭贸易效益改善	10
3、 进军光伏产业，实施多元化能源布局	13
3.1、 牵手钧石能源，共建光伏生产线	13
3.2、 煤企布局光伏已成趋势，或成为能源转型突破口	13
3.3、 异质结电池（HJT）发电效率高，发展潜力大	15
3.4、 钧石能源：专注 HJT 研发生产，业内领先	16
4、 山煤&山焦集团合并，山西国改再进一步	17
4.1、 打造山西煤炭龙头，“新焦煤”凸显规模效应	17
4.2、 集团重组或成公司转型新能源的又一助力	18
5、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	19
6、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 山煤集团旗下唯一煤炭上市平台	4
图 2： 公司营收因贸易优化自 2016 年后小幅下降	5
图 3： 公司毛利及毛利率于 2016 年后逐年攀升	5
图 4： 2016 年后煤炭贸易营收规模逐年缩减	5
图 5： 自产煤销售贡献主要毛利	5
图 6： 受益供给侧改革及贸易业务优化，2019 年公司归母净利润大幅增长	6
图 7： 公司煤炭产量实现逐年攀升	8
图 8： 自产煤吨煤成本得到有效控制，毛利率保持在 60% 以上	8
图 9： 公司自产煤吨煤价格在行业内位于前列（元/吨）	9
图 10： 公司自产煤吨煤成本在行业内位于前列（元/吨）	9
图 11： 公司自产煤吨煤毛利在行业内位于前列（元/吨）	9
图 12： 公司自产煤毛利率在行业内领先	9
图 13： 公司贸易业务形成完整煤炭供应链	10
图 14： 2019 年煤炭贸易业务毛利及毛利率明显提升	12
图 15： 近两年坏账损失大幅下降，2019 年坏账损失清零	12
图 16： 高额应收账款窘境得到改善，应收账款周转天数明显下降	12
图 17： HJT 生产成本连年下降，硅片、浆料仍存在降本空间（元/瓦）	16

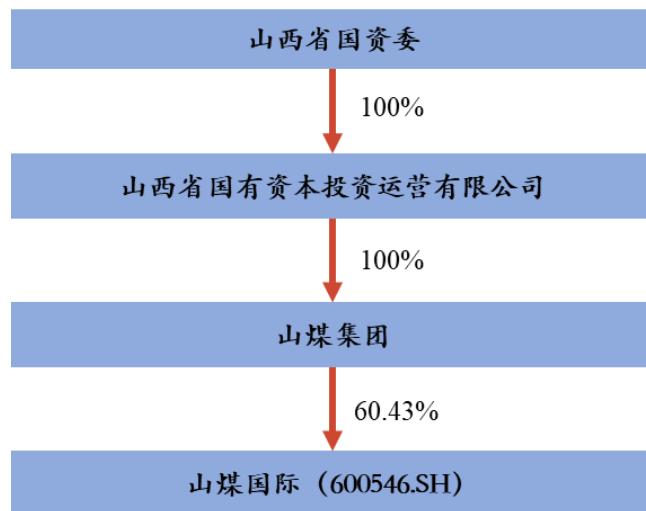
图 18: 钧石能源现有 HJT 产能位于全球前列 (兆瓦)	16
图 19: 焦煤集团与山煤集团产量合计突破亿吨 (万吨)	18
图 20: 2019 年西山煤电营收以煤炭业务为主	18
图 21: 2019 年西山煤电毛利绝大部分来自煤炭	18
图 22: 若公司实现转型, 有望成为“新焦煤集团”上市公司业务矩阵中新能源平台	19
表 1: 公司下属各矿井资源储备丰富, 在产矿井核定产能达 2790 万吨	6
表 2: 在产矿井产能及产量于 2018 年显著提升 (万吨、万吨/年)	7
表 3: 2016 年以来公司积极转让资不抵债、业绩亏损的贸易子公司	11
表 4: 近年来“能源革命”及新能源产业发展相关支持政策相继推出	13
表 5: 近年来各大煤企纷纷布局光伏产业	14
表 6: 相较于 PERC, HJT 具备多项优势	15
表 7: 钧石能源长期以来专注于异质结电池技术研发及生产	16
表 8: 截至 2019Q3, 山西焦煤集团核定产能达 9000 万吨以上	17
表 9: 公司各业务关键假设	19
表 10: 可比公司盈利预测与估值	21

1、矿贸一体再优化，业绩站上新台阶

1.1、背靠山西重点煤企，集团旗下唯一上市平台

山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“公司”或“山煤国际”）成立于 2009 年 11 月，其前身为主营化工石油工程施工的中油吉林化建工程股份有限公司（以下简称“中油建化”），2009 年通过与中油建化进行重大资产重组和非公开发行股份购买资产完成借壳上市，公司主营业务顺利转型为煤炭生产与贸易，拥有煤炭出口专营权（中国五家之一、山西省唯一一家）和内销煤经销资格。公司控股股东为山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“集团”或“山煤集团”），是山西省七大煤炭国企之一，具有省内煤炭资源整合主体资格，旗下仅有山煤国际一家上市公司。截至 2019 年末，山煤集团持有公司股份 60.43%。公司实际控制人为山西省国资委。

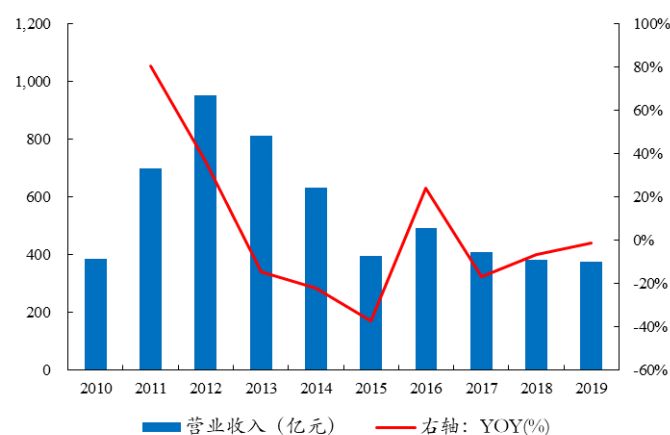
图1：山煤集团旗下唯一煤炭上市平台



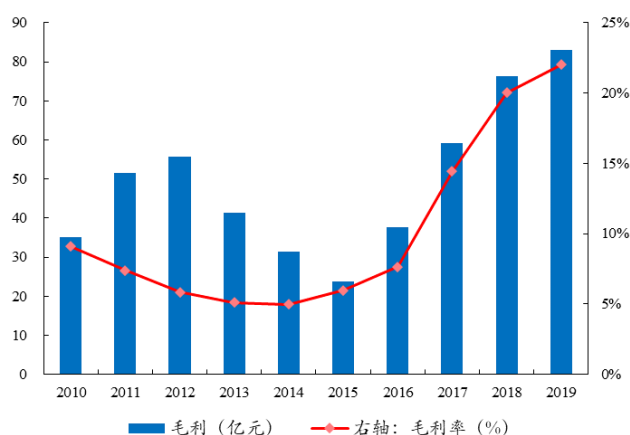
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、主营煤炭生产及贸易，业务结构逐渐优化

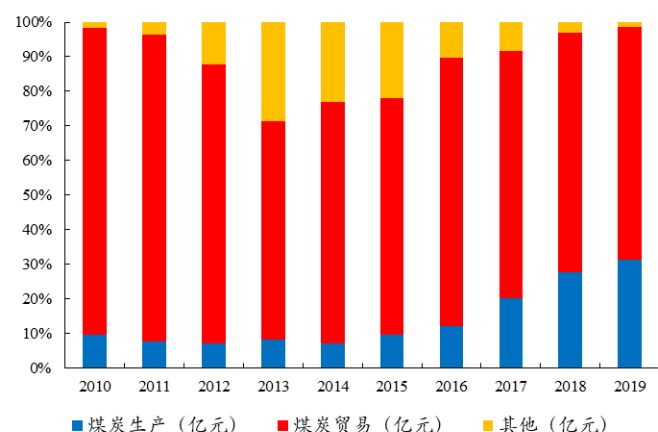
公司以自有煤矿为基础，以货源组织、运输仓储服务为保障，构建了“矿贸一体化”模式，主营业务为煤炭生产和煤炭贸易。从营收方面看，公司煤炭贸易收入规模在营业收入中占据主导，远高于自产煤销售收入。而由于煤炭贸易业务的低盈利性，使其毛利贡献却远低于自产煤销售。自 2016 年以来，公司逐步对低盈利的贸易业务进行优化，对部分盈利性较差的资产进行剥离，同时提升煤炭产量，优化完善煤炭生产与煤炭贸易两大板块的业务结构。2016 年后，公司营业收入呈现出小幅的下降趋势，但受益于业务结构优化，毛利水平开始逐年攀升，2019 年公司实现营收 377 亿元，同比下降 1.3%，实现毛利 83 亿元，同比增长 8.6%，毛利率为 22%，同比增长 2 个百分点。从营收结构来看，自产煤销售的营收贡献稳步提升，煤炭贸易营收贡献则逐年下降，2019 年煤炭生产、贸易的营收占比分别为 31.4%、67.2%；而毛利结构上，煤炭生产业务自 2016 年后毛利占比均保持在 90% 左右，是公司盈利水平提升的主要驱动力，2019 年煤炭生产、贸易的毛利占比分别为 89.4%、9.1%，毛利率分别为 62.7%、3.0%，其中煤炭贸易毛利率同比提升 1.1 个百分点。

图2：公司营收因贸易优化自 2016 年后小幅下降


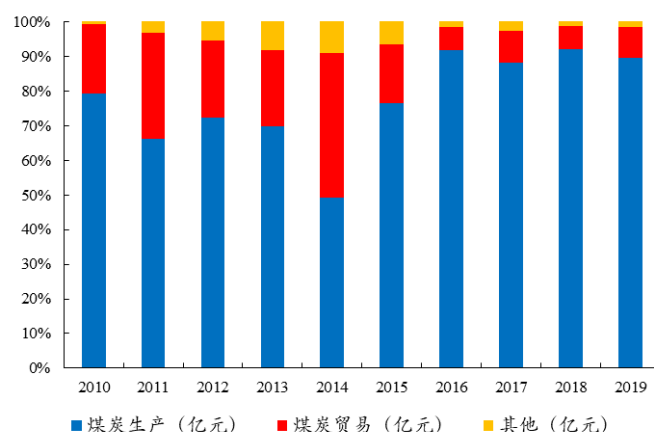
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司毛利及毛利率于 2016 年后逐年攀升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016 年后煤炭贸易营收规模逐年缩减


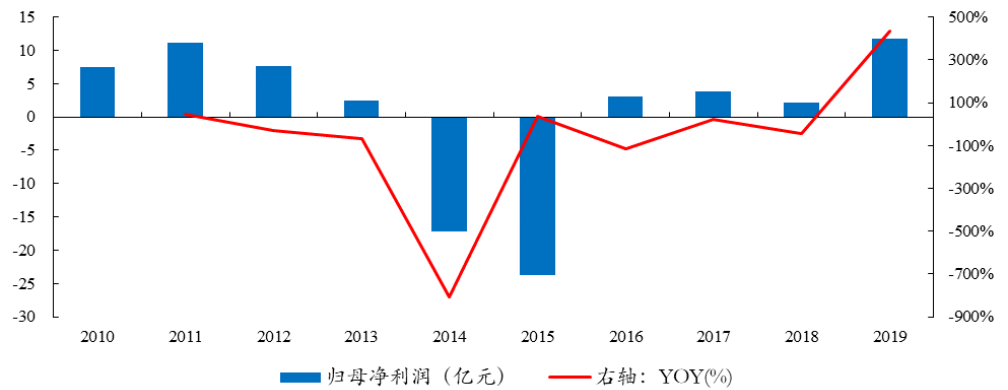
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：自产煤销售贡献主要毛利


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、受益行业供改及贸易业务优化，业绩站上新台阶

2014-2015 年，由于煤炭市场价格持续低迷且公司贸易业务坏账频发，公司连续两年出现业绩亏损，被实施退市风险警示。一方面，得益于 2016 年开始实施的煤炭行业供给侧改革，煤炭市场供需状况逐步改善，煤价持续上涨，公司营收实现增长；另一方面，2016 年开始公司积极优化贸易业务，有序剥离贸易负资产，化解坏账损失。公司业绩于 2016 年扭亏为盈，摆脱退市风险，2016-2018 年内公司归母净利润基本稳定在 2~4 亿元。2019 年公司煤炭产能显著提升，东古城煤矿投产，豹子沟煤矿释放产能，河曲露天煤矿有序增产，共实现煤炭产量 3841 万吨，同比增长 11.6%，对公司业绩的改善起到了有效推动作用。同时随着贸易业务优化的持续深化，公司 2019 年坏账损失实现清零，不再对业绩形成拖累，大幅释放了业绩空间。2019 年公司实现归母净利润 11.7 亿元，同比大幅增长 433%，为公司历史最佳业绩水平，尤其大幅改善了公司摆脱退市风险以来的盈利基本面，标志着公司业绩上升到了新台阶。

图6: 受益供给侧改革及贸易业务优化, 2019年公司归母净利润大幅增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、煤炭业务: 矿贸一体化, 业务结构逐步优化

煤炭业务是公司业绩的主要驱动来源, 公司以布局在山西省内的煤矿资源为基础, 以销售为龙头, 联动煤炭生产和贸易服务, 各业务板块间相互支撑, 构建了“矿贸一体化”的经营模式。

2.1、煤炭生产: 收购&自建致产能有序释放, “成本领先”致盈利改善

2.1.1、自产煤资源储备丰富, 产能有序释放

煤炭资源储备丰富, 产能规模达 2790 万吨。公司所属煤炭资源主要分布在中国产煤大省山西, 覆盖了长治、大同、临汾等煤炭主产区。截至 2019 年末, 公司保有煤炭资源储量达 22.7 亿吨, 可开采存储量达 9.56 亿吨。煤种以贫煤为主, 同时包含了焦煤、肥煤、贫瘦煤、无烟煤、气煤、长焰煤等多个煤种, 煤炭品种丰富, 属于优质的配焦用煤和动力煤, 下游主要客户为大型炼钢企业及周边地区发电厂。公司共有矿井 15 座, 其中在产矿井 12 座, 核定产能总计达 2790 万吨/年, 其中河曲露天矿、长春兴矿、霍尔辛赫矿产能位列前三, 总计达 1650 万吨/年, 占总核定产能 59.1%。除此之外, 公司另有庄子河矿、鑫顺矿、镇里矿三处在建矿井, 产能总计 390 万吨/年。

表1: 公司下属各矿井资源储备丰富, 在产矿井核定产能达 2790 万吨

序号	主要矿区	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
1	霍尔辛赫矿	贫煤	50,581	17,570	51%	400	204	在产
2	经坊矿	贫瘦煤	47,922	4,327	75%	240	180	在产
3	长春兴矿	长焰煤、气煤	34,140	19,499	51%	450	230	在产
4	河曲露天矿	长焰煤	24,015	19,140	100%	800	800	在产
5	铺龙湾矿	气煤	10,137	4,350	51%	120	61	在产
6	凌志达矿	无烟煤	10,102	5,031	63%	150	95	在产
7	东古城矿	长焰煤、气煤	9,548	3,367	51%	90	46	在产
8	豹子沟矿	贫煤、焦煤	8,792	6,284	100%	90	90	在产

序号	主要矿区	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
9	韩家洼矿	长焰煤、气煤	8,132	4,394	51%	90	46	在产
10	大平矿	贫瘦煤	7,380	2,265	35%	180	63	在产
11	宏远矿	贫煤	3,964	2,220	65%	120	78	在产
12	鹿台山矿	无烟煤	2,257	2,076	100%	60	60	在产
在产合计			216,970	90,523		2,790	1,952	
13	庄子河矿	贫煤	5,585	2,431	51%	120	61	在建（进度 70%）
14	鑫顺矿	贫煤	2,792	1,798	65%	180	117	在建（进度 92%）
15	镇里矿	贫煤	1,809	830	51%	90	46	在建（进度 24%）
在建合计			10,186	5,059		390	224	
合计			227,156	95,582		3,180	2,176	

数据来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

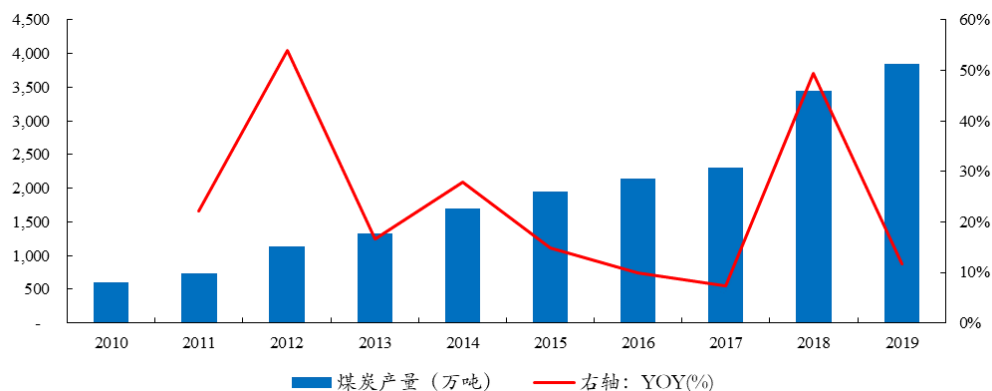
收购&自建并举，产能产量逐年攀升。为进一步提升“矿贸一体化”水平，公司近年来加大了对煤源基地的投入，实现了产能及产量的稳步提升。2018 年 7 月，公司收购了山煤集团和山西中汇大地矿业有限公司分别持有的河曲露天煤业 31%和 20%的股权，收购完成后共持有河曲露天矿 51%的股权。河曲露天矿保有煤炭资源储量达 2.4 亿吨，主产长焰煤，核定产能达 800 万吨，在公司下属各煤矿中位列第一，大幅增加了公司煤炭储量和产能。同时，2019 年内，公司完成东古城矿井项目建设并正式投产，豹子沟矿及河曲露天矿均平稳有序释放产能，公司煤炭产量有了显著的提升。2018 年煤炭产量同比大幅提升 49.5%，达到 3441 万吨，2019 年公司实现煤炭产量 3841 万吨，同比增长 11.6%。随着目前在建的庄子河矿、鑫顺矿、镇里矿未来陆续建成投产，公司煤炭产能及产量仍有上升空间。其中鑫顺矿、庄子河矿建设进度分别达到 92%、70%，已基本接近尾声，项目建成后预计增加产能共计 300 万吨。

表2：在产矿井产能及产量于 2018 年显著提升（万吨、万吨/年）

煤矿名称	实际产量			2016 年		2017 年		2018 年	
	2016 年	2017 年	2018 年	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率
经坊矿	261	169	229	300	87%	300	56%	240	95%
凌志达矿	175	226	286	150	117%	150	151%	150	190%
铺龙湾矿	285	229	280	120	238%	120	191%	120	234%
霍尔辛赫矿	455	317	400	400	114%	400	79%	400	100%
大平矿	110	76	110	150	73%	150	51%	150	73%
宏远矿	30	80	123	120	25%	120	67%	120	103%
长春兴矿	626	476	620	240	261%	240	198%	450	138%
韩家洼矿	149	145	180	90	166%	90	161%	90	200%
鹿台山矿	41	62	88	60	68%	60	103%	60	147%
河曲露天矿	27	78	132	300	9%	300	26%	800	16%
豹子沟矿	57	42	62	90	63%	90	47%	90	69%
合计	2,216	1,900	2,511	2,020	110%	2,020	94%	2,670	94%

数据来源：公司公告、集团公告、开源证券研究所

注：1. 表内部分矿井产能利用率较高，产量大于核定产能，其原因在于矿井技术改造大幅提升了实际核定产能，煤炭部门尚未完成对产能的重新核定。目前公司正在申请变更核定产能手续；2. 公司尚未披露 2019 年单矿产能及产量数据。

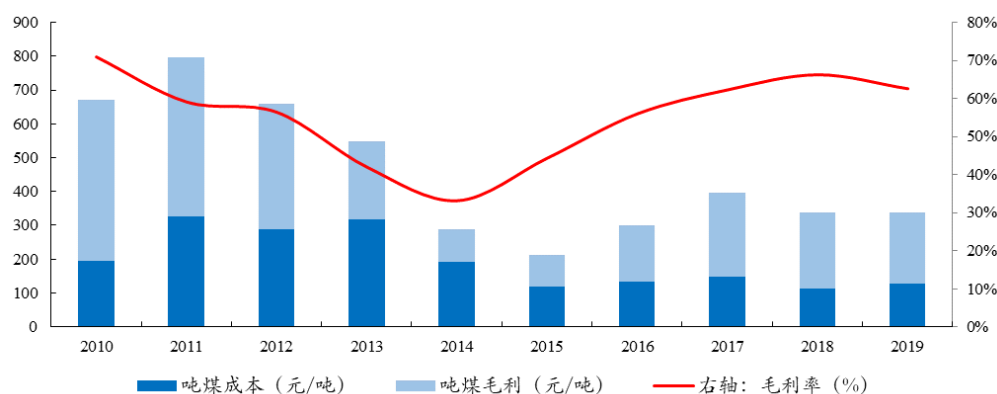
图7：公司煤炭产量实现逐年攀升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、“成本领先”战略持续深化，低吨煤成本铸就高毛利率

公司在自产煤经营上持续推行“成本领先”战略，重视先进产能建设，通过技术引领和精益管理，积极释放先进产能，实现持续降本增效。

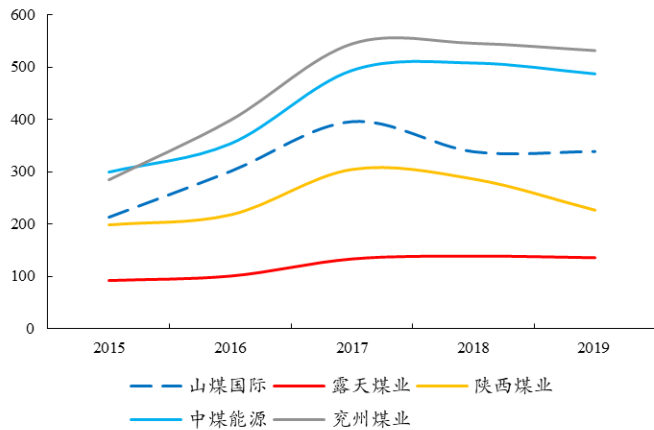
低吨煤成本带来高毛利率。2015年以来，随着“成本领先”战略持续推进，以及煤炭产量提升所带来的规模效应日益显著，公司自产煤吨煤成本得到有效控制，从2010-2014年间200-300元/吨水平显著下降，稳定在110-150元/吨区间内，2019年吨煤成本为126元/吨。2016年煤炭行业供改实行后，煤炭价格行情企稳，在自产煤吨煤售价相对稳定的基础上，有效的成本控制大幅拓展了盈利空间，自产煤销售毛利率一路攀升至60%以上水平，其中2018年在吨煤售价同比下降14.5%的基础上，煤炭生产业务仍实现了近4个百分点的毛利率提升，可见低成本优势使公司自产煤盈利性得到有效保障。2019年公司实现自产煤销售毛利率62.7%，在60%以上持续稳定。

图8：自产煤吨煤成本得到有效控制，毛利率保持在60%以上


数据来源：公司公告、开源证券研究所

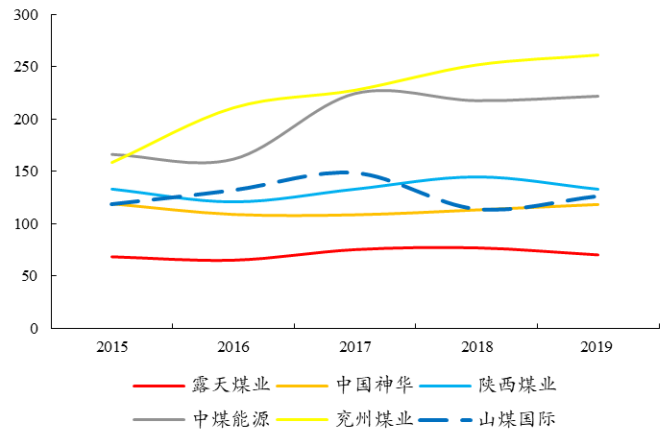
行业对比来看，吨煤成本与毛利率具备相对优势。我们在煤炭采掘行业中选取同样以动力煤作为主要煤炭销售产品的5家主要上市公司作为对比参考对象（露天

煤业、中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖州煤业)。2019 年,山煤国际自产煤吨煤成本与中国神华 119 元/吨水平相近,除露天煤业外,山煤国际自产煤吨煤成本位列行业前列。毛利率方面,山煤国际领先地位较为明显,远高于可比公司 40%-55% 的毛利率水平。

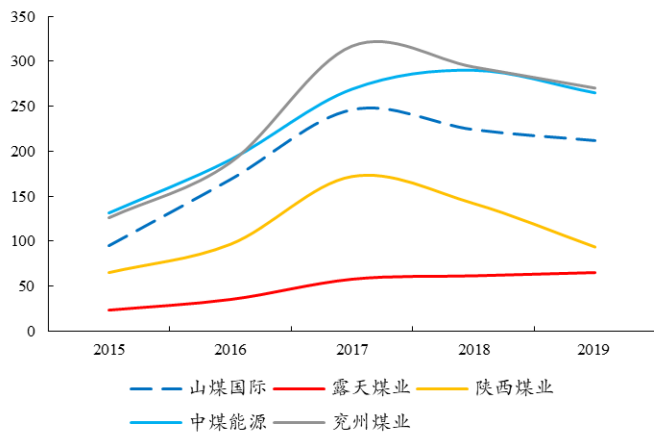
图9: 公司自产煤吨煤价格在行业内位于前列 (元/吨)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

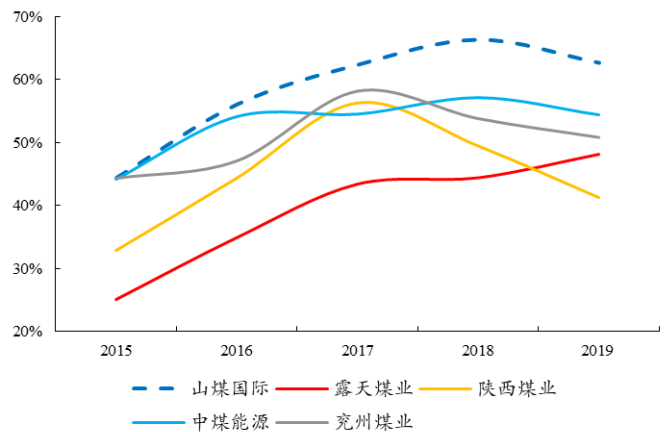
注: 由于中国神华未单独披露自产煤销售收入、毛利数据,故未选取其参与行业吨煤价格、吨煤毛利及毛利率对比

图10: 公司自产煤吨煤成本在行业内位于前列 (元/吨)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图11: 公司自产煤吨煤毛利在行业内位于前列 (元/吨)


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图12: 公司自产煤毛利率在行业内领先


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

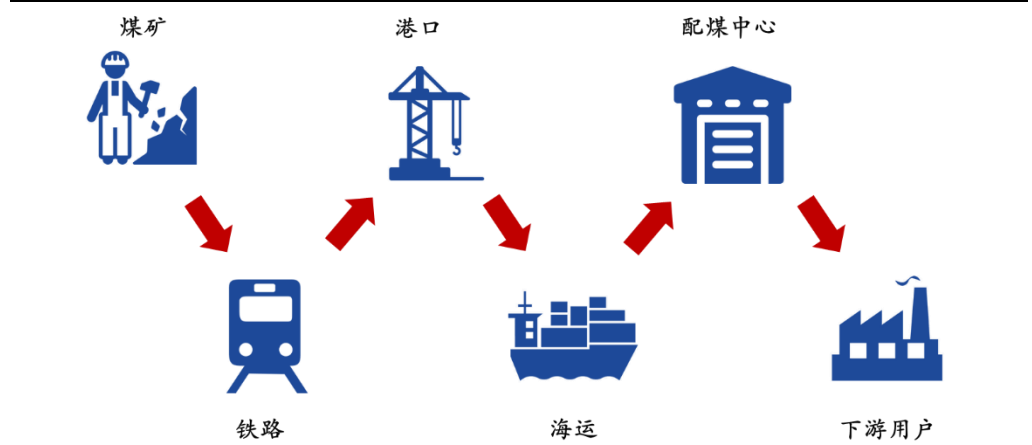
2.2、煤炭贸易: 剥离优化结构, 效益提升明显

2.2.1、曾是公司立业之基, 享有出口专营权

公司成立之初是一家传统煤炭贸易公司, 是山西省唯一一家拥有煤炭出口专营权的煤炭企业, 在煤炭贸易上拥有内销、出口两个渠道, 贸易方式灵活。2016 年前, 公司煤炭贸易业务保持“内销为主、进出口为辅”的贸易格局, 2016 年后为规避汇率波动、出口政策调整等风险, 公司停止了外销业务。内销方面, 公司通过上下游资源整合, 打通中间销售渠道, 形成了“煤矿-铁路-港口-海运-配煤中心-用户”的现

代化煤炭供应链。货源方面，公司在山西、陕西、内蒙等全国煤炭主产区建立了货源组织渠道，贸易的产品包括山西地区北部动力煤、中南部炼焦煤、中部无烟煤及东南部无烟、半无烟煤，主要用于电力及冶金行业。运输方面，公司共计开通铁路煤炭发运站 78 个，对省内各大产煤区形成有效覆盖，年发运能力近 1.2 亿吨，在秦皇岛、天津、日照、青岛、连云港、京唐等地设立港口公司，同时成立了海运公司，在华东、华中、华南地区建立三大配煤中心，形成了覆盖煤炭主产区、遍布重要运输线、占据主要出海口的独立完善的煤炭内外贸运销体系和以市场和客户为中心的经营模式。

图13：公司贸易业务形成完整煤炭供应链



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、劣质资产有序剥离，煤炭贸易效益改善

贸易业务曾因高额坏账成为业绩负担。2014-2015 年，公司贸易业务应收账款坏账频发，因此分别计提了 12.1、8.4 亿元的高额资产减值损失（其中坏账损失占比分别为 79%、88%），拖累了公司整体业绩，连续两年造成公司业绩亏损，一度被实施退市风险警示。2016-2018 年间，高额坏账损失现象仍然显著，分别计提 14.7、19.6、5.6 亿元资产减值损失。多个煤炭贸易子公司账面上形成资不抵债，成为负资产。同时，大规模的贸易业务导致公司账面应收账款高企，潜在坏账风险提升，成为公司业绩负担。其原因主要在于当时公司对贸易业务质量把控不当，缺乏风险管理。

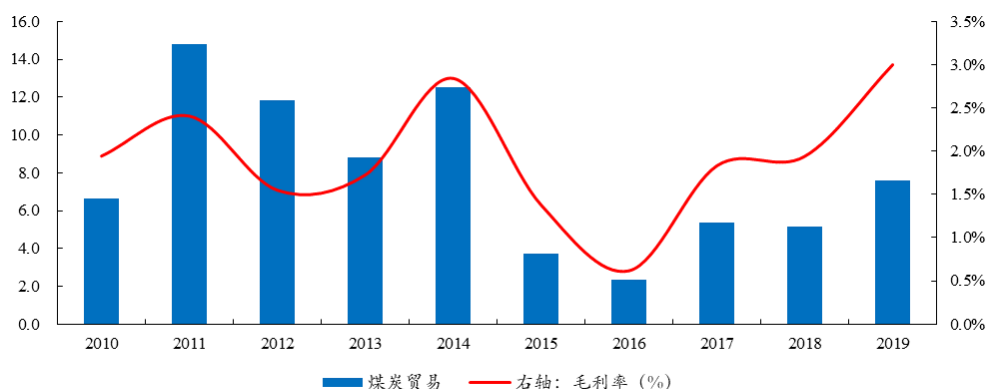
亏损子公司有序剥离，减轻经营包袱。2016 年以来，公司开始对煤炭贸易业务进行整合优化，积极剥离业绩亏损、资不抵债的煤炭贸易资产。2016-2019 年，公司先后分四批对共计 25 家煤炭贸易子公司进行了资产剥离。其中 2016 年-2017 年，公司通过资产剥离，分别实现约 22.5、17.0 亿元的投资收益，对这两年的业绩扭亏提供了支撑。2019 年 6 月完成了 11 家子公司的挂牌转让，共计剥离净资产负值达-41.4 亿元，这些子公司最新年度净亏损共计 14 亿元。随着亏损子公司的有序剥离，公司煤炭贸易板块上的历史负担逐渐减轻，得以轻装上阵。

表3：2016年以来公司积极转让资不抵债、业绩亏损的贸易子公司

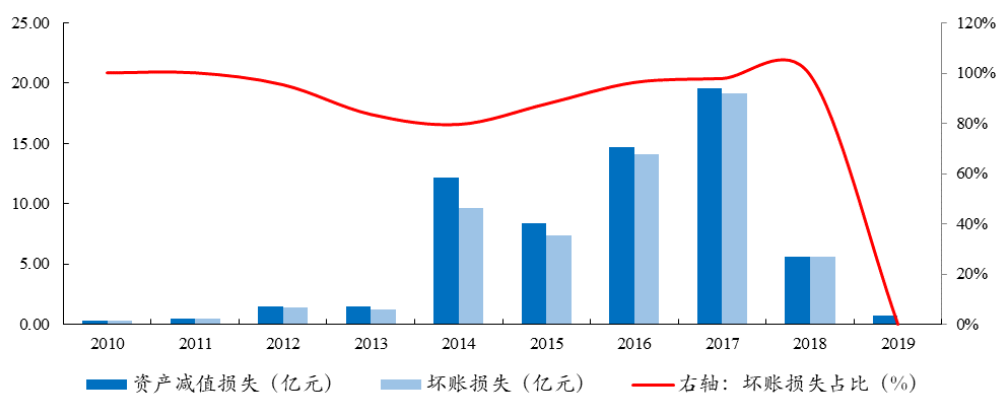
序号	子公司	转让时间	原持股比例	转让股权	受让方	净资产（万元）	净利润（万元）	转让价款（元）
1	大同公司	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-41,224	-27,417	1
2	大同经营公司	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-20,684	-3,332	1
3	阳泉公司	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-27,219	-15,047	1
4	朔州公司	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-35,912	-13,213	1
5	通海煤焦	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-16,976	-11,621	1
6	晋鲁公司	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-24,036	-4,504	1
7	连云港公司	2016年11月	100%	100%	华融晋商	-15,949	-9,483	1
8	华南公司	2017年7月	100%	100%	山煤有色	-45,013	-25,526	1
9	忻州公司	2017年7月	100%	100%	山煤农业	302	-1,410	6,028,600
10	销售公司	2017年12月	100%	100%	阳泉国投公司	-59,781	-31,245	1
11	秦皇岛公司	2017年12月	100%	100%	阳泉国投公司	-10,312	-16,182	1
12	华远公司	2017年12月	100%	100%	阳泉国投公司	-4,394	-12,745	1
13	吕梁公司	2017年12月	100%	100%	阳泉国投公司	-13,958	-9,229	1
14	长治公司	2017年12月	100%	100%	阳泉国投公司	-7,007	-6,992	1
15	辰天国贸	2019年6月	100%	49%	山西财惠资本	-20,514	-18,530	1
16	晋城公司	2019年6月	100%	49%	山西财惠资本	-49,662	-47,441	1
17	进出口公司	2019年6月	100%	49%	山西财惠资本	-213,517	-36,106	1
18	临汾公司	2019年6月	100%	49%	山西财惠资本	-6,982	-2,936	1
19	晋中公司	2019年6月	100%	49%	山西财惠资本	-12,003	-2,705	1
20	内蒙晟达	2019年6月	90%	39%	山西财惠资本	-10,258	-5,368	1
21	天津公司	2019年6月	51%	25%	山西财惠资本	-55,090	-7,259	1
22	青岛公司	2019年6月	51%	25%	山西财惠资本	-26,592	-9,726	1
23	日照公司	2019年6月	51%	25%	山西财惠资本	-4,144	-3,524	1
24	唐山公司	2019年6月	51%	25%	山西财惠资本	-3,671	-2,070	1
25	华东公司	2019年6月	51%	25%	山西财惠资本	-11,800	-4,488	1

资料来源：公司公告、开源证券研究所

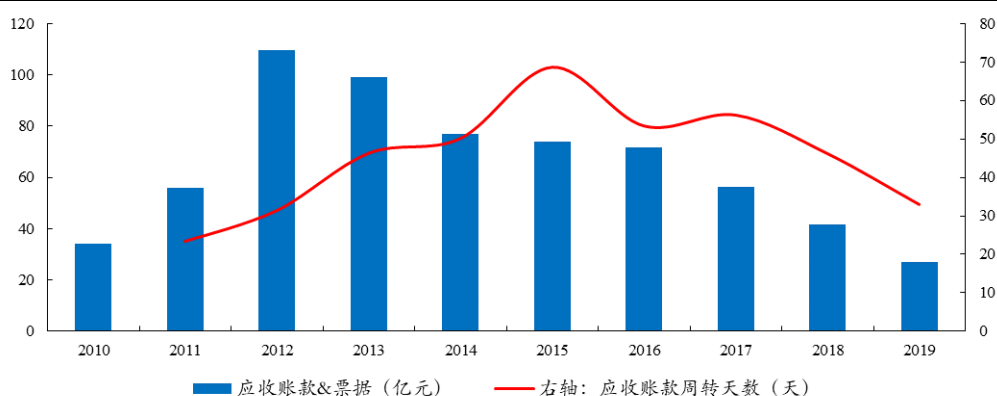
贸易业务效益优化，卸下负担轻装上阵。在剥离负资产的同时，公司也加大了贸易风险的管控力度，提升贸易品质，经营目标从以往的“规模优先”向“量效并举”转变，贸易业务效益得到大幅改善。2019年在自产煤产量同比提升11.6%的基础上，公司煤炭销量同比下降4.17%，煤炭贸易规模进一步压缩，可见提升效益已经成为公司贸易业务经营的首要目标。同时2019年贸易业务毛利为7.6亿元，同比提升48%，毛利率为3%，同比提升1.1个百分点，效益得到明显改善。应收账款方面，优化贸易业务也产生了积极影响。2018年公司计提的坏账损失同比下降71%，2019年实现了坏账损失清零，大幅改善了公司整体业绩。另外，公司逐步走出高额应收账款的窘境，应收账款周转天数也逐渐下降，于2019年下降至33天，同比减少13天，公司经营资金流动性提升，未来坏账风险也有所下降。

图14：2019年煤炭贸易业务毛利及毛利率明显提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：近两年坏账损失大幅下降，2019年坏账损失清零


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：高额应收账款窘境得到改善，应收账款周转天数明显下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、进军光伏产业，实施多元化能源布局

3.1、牵手钧石能源，共建光伏生产线

2019年7月，公司与钧石（中国）能源有限公司（以下简称“钧石能源”）签署《战略合作框架协议》，拟共同投资建设异质结电池生产项目，协议主要内容如下：

- 山煤国际充分利用自身在能源产业的资源与经验以及资金优势，结合钧石能源的设备及工艺技术和相关知识产权等优势共同投资异质结电池生产项目。
- 为保持该项目的市场竞争力和技术先进性，双方拟共同建设总规模 10GW 的异质结电池生产线项目。

本次合作是公司探索新能源领域迈出的跨越性的一步，符合公司在能源布局方面多元化发展的战略需求。长久以来，公司主业聚焦于煤炭生产与贸易，业务结构相对较为单一，此次与钧石能源的合作有望为公司开拓出“煤炭+光伏”的双能源驱动型业务结构，激发公司中长期增长潜力。另一方面，进军光伏产业也顺应了山西省积极推动能源转型、开展能源革命的政策风向，积极的政策环境也为公司开展新能源业务提供了支持。

表4：近年来“能源革命”及新能源产业发展相关支持政策相继推出

时间	政策内容
2014年6月	习近平在中央财经领导小组第六次会议提出“能源革命”，包括能源消费革命、供给革命、技术革命、体制革命四个方面，为推进我国能源转型发展指明了方向。
2015年6月	国家能源局、工信部、认监委联合发布《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》，推出光伏领跑者计划，扶持先进的光伏技术和产品，建设先进技术光伏发电示范基地。
2016年12月	国家发改委、能源局联合印发《能源发展“十三五”规划》，其中提到“十三五”期间将优化调整能源结构，实现清洁低碳发展，在能源发展布局上，将风电、光伏布局向东中部转移。
2017年9月	国务院印发《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》，鼓励山西省优化能源产业结构，以能源供给结构转型为重点，以产业延伸、更新和多元化发展为路径，建设安全、绿色、集约、高效的清洁能源供应体系和现代产业体系，争做全国能源革命排头兵。
2019年5月	中央全面深化改革委员会第八次会议审议通过了《关于在山西开展能源革命综合改革试点的意见》，要求山西发挥在推进全国能源革命中的示范引领作用，促进资源型地区经济转型和高质量发展，增强能源安全保障能力，提升绿色低碳发展水平，赋予山西能源革命综合改革试点的重大使命。

资料来源：各政府部门官网、开源证券研究所

3.2、煤企布局光伏已成趋势，或成为能源转型突破口

在“能源革命”相关政策及“十三五”规划的指导下，各大型煤炭企业均积极谋求能源供给结构优化和转型，伴随着“光伏领跑者计划”等各类新能源政策的激

励，光伏产业为众多煤企寻求转型发展提供了契机。各煤炭企业根据自身产业结构特点及战略规划的不同，布局光伏产业的切入点也不同，主要包括光伏材料及组件的制造、建设光伏电站。部分企业通过初步建设自发自用的光伏电站进行试点，也有企业通过签约光伏生产合作方建设光伏产品生产项目。其中同煤集团、潞安集团、晋能集团、平煤神马集团由于较早期的布局，目前在光伏制造及光伏发电方面已经形成一定规模。由于进入光伏产业往往需要大规模的投入，对入局者有较高的门槛，而大型煤企凭借其相对稳定的现金流及能源产业上的协同效应，布局新能源产业有望进一步调动新能源市场活力，促进光伏产业长足发展，成为其能源转型的突破口。

表5：近年来各大煤企纷纷布局光伏产业

煤企	布局领域	进度详情
国家能源集团	光伏制造	<ul style="list-style-type: none"> 2017年7月，6MW自发自用的分布式光伏项目在宁夏并网发电； 2018年1月，重庆神华 CIGS 薄膜太阳能电池组件项目投建，设计年产能 306MW；
同煤集团	光伏制造、光伏电站	<ul style="list-style-type: none"> 2010年9月，与中电电气集团签订了光伏产业项目战略合作意向协议； 2012年2月，与协鑫集团签署了《关于大同光伏产业循环经济项目合作意向书》； 2013年12月，集团公司第一座光伏电站塔山光伏电站正式并网发电； 2016年，完成大同采煤沉陷区国家先进技术示范基地 10 万千瓦光伏项目建设； 2017年，与汉能集团合作投建 300MW 薄膜太阳能生产线，于 2019 年 10 月投产； 截至 2019 年底，在产光伏电站共 33 处，光伏发电投产装机容量达 72.5 万千瓦。
陕煤集团	光伏制造	<ul style="list-style-type: none"> 2017年7月开始陆续增持全球最大的太阳能单晶硅光伏产品制造商隆基股份，截至 2020 年 Q1 共持有其 8.7% 股份，成为第三大股东，2019 年隆基股份太阳能组件产量达 8.9GW。
山煤集团	光伏制造	<ul style="list-style-type: none"> 2019年7月，与钧石能源签订战略合作框架协议，拟共同建设总规模 10GW 的异质结电池生产线项目。
潞安集团	光伏制造	<ul style="list-style-type: none"> 2008年4月，5000吨高纯度多晶硅项目开工； 2009年5月，成立潞安太阳能，正式进军光伏行业； 2010年9月，年产 1GW 太阳能电池项目一期工程正式投产； 截至 2019 年末，潞安太阳能综合产能达 7.5GW。
晋能集团	光伏制造、光伏电站	<ul style="list-style-type: none"> 2014年3月，年产 500MW 太阳能电池及 600MW 太阳能组件项目在文水县奠基开工，于 2015 年 1 月建成投产； 截至 2019 年 Q1，已建成并投产光伏发电装机容量 37.58 万千瓦，子公司晋能清洁 2018 年太阳能组件

煤企	布局领域	进度详情
露天煤业	光伏电站	年产量达 1.6GW。
		<ul style="list-style-type: none"> 2014 年 12 月，20MW 光伏电站首批 4 个子阵并网发电； 2019 年，达拉特光伏应用领跑基地 1 号、4 号项目投产，容量达 30 万千瓦
平煤神马集团	光伏制造、光伏电站	<ul style="list-style-type: none"> 2012 年 11 月，集团旗下易成新材料与光伏企业赛维 LDK 联合成立易成新能源，主营晶硅片生产； 2013 年 7 月，首个自产自用 4.5 兆瓦太阳能电站投产； 2016 年 7 月，与易成新能联合并购赛维 LDK 四家子公司，进一步整合光伏产业链； 2019 年，易成新能高效单晶硅电池片产量达 5 亿片，超高功率石墨电极产量达 3.6 万吨，截至 2019 年末，光伏电站容量达 47MW。

资料来源：各公司公告、北极星太阳能光伏网、开源证券研究所

3.3、异质结电池（HJT）发电效率高，发展潜力大

此次公司拟投资生产的异质结电池（Heterojunction Technology, HJT）为一种 N 型单晶双面电池，是当前光伏产业发展的最新趋势。相对于目前技术相对成熟且较为主流的 PERC 技术，HJT 具备诸多优势：1.光电转换效率高；2.制造工序少，良率高；3.无光致衰减，稳定性强；4.使用寿命长；5.双面率高，发电增益高。目前由于 HJT 成本较高，尚不能对高性价比的 PERC 产生替代，但近年内随着工艺不断成熟，成本持续下降，未来持续降本潜力较大，在硅片、浆料成本上仍有较大下降空间。由于 HJT 高发电效率优势显著，随着其成本进一步下降，未来发展潜力仍然可观。同时，HJT 由于其技术的先进性，有望在“光伏领跑者计划”中获得更多政策支持，作为公司布局光伏产业的切入点，发展前景较为乐观。

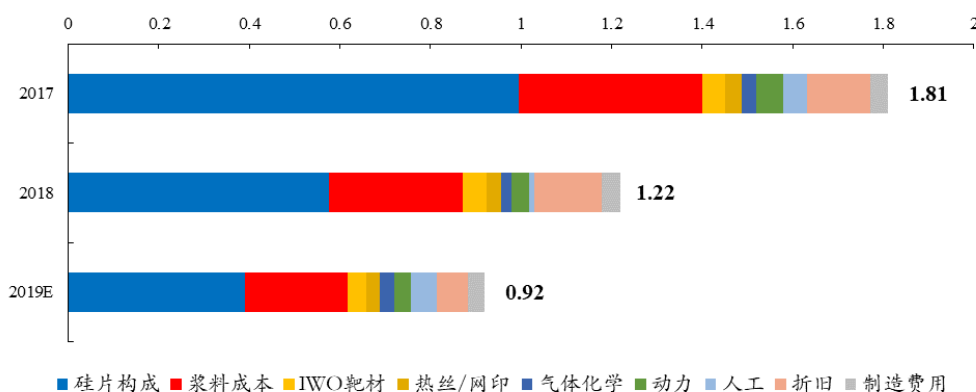
表6：相较于 PERC，HJT 具备多项优势

特点	P 型 PERC 单晶电池	HJT*
硅片参杂	P 型	N 型
硅片晶型	单晶/多晶	单晶
工艺步骤	10	6
产线平均效率	22~22.5%/19.5%	23~24%
双面率	70%	>90%
成本	低	高
衰减	单晶<3%/多晶>6%	很小（光致增益）
综合评价	高性价比，行业主流	发电效率提升潜力大，主要任务是降本

资料来源：摩尔光伏、北极星太阳能光伏网、开源证券研究所

*注：异质结电池技术的简称目前业内尚无统一论，存在较多不同称法，包括 HIT（Heterojunction with Intrinsic Thin-layer）、HJT（Heterojunction Technology）、HDT（Heterojunction Double-side Technology）等，其中 HIT 和 HJT 较为主流。由于 HIT 被日本三洋公司注册，因此又被称为 HJT。为保持行文统一，本报告均采用 HJT 代指异质结电池技术。

图17: HJT 生产成本连年下降, 硅片、浆料仍存在降本空间 (元/瓦)



数据来源：中国产业信息网、智研咨询、开源证券研究所

3.4、 钧石能源：专注 HJT 研发生产，业内领先

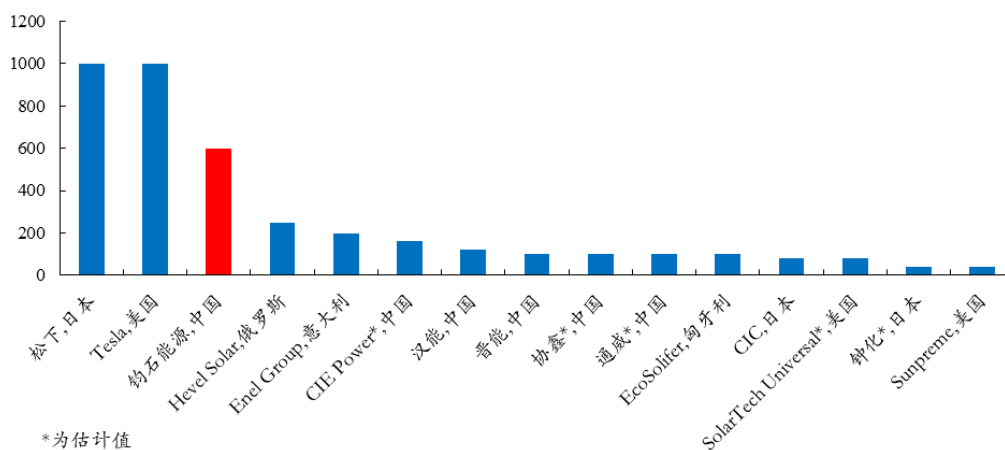
钧石能源于 2008 年在福建成立，主业为太阳能电池技术研发与产品制造，自成立以来专注于 HJT 技术的研发与电池产品生产，拥有自主知识产权。目前已成为全球范围内主要的 HJT 技术提供商和 HJT 产品制造商，在国内 HJT 光伏产业中处于领先地位。山煤国际与钧石能源的战略合作将会形成互补效应：一方面山煤国际资金的介入有助于钧石能源 HJT 技术与产线的进一步完善；另一方面，钧石能源先进的技术为山煤国际的能源转型赋能，催化光伏业务的形成与发展。

表7: 钧石能源长期以来专注于异质结电池技术研发及生产

年份	钧石能源发展历程
2005 年	开始硅基薄膜太阳能电池工艺及装备研发
2008 年	硅基薄膜太阳能线产能达到 300MW，开始研发高效单晶异质结电池技术
2012 年	完成高效单晶异质结电池工艺及装备整合
2014 年	高效单晶异质结电池量产线突破 21.5% 的转换效率
2016 年	建成国内首条拥有自主知识产权 100MW 高效异质结电池生产线，效率突破 23%
2018 年	公司首个 1GW HDT 高效异质结电池、组件工厂投产

资料来源：钧石能源官网、开源证券研究所

图18: 钧石能源现有 HJT 产能位于全球前列 (兆瓦)



数据来源: TaiwangNews、开源证券研究所

4、山煤&山焦集团合并，山西国改再进一步

根据公司 4 月 22 日发布的控股股东重组公告，山西焦煤集团将对山煤集团进行重组，涉及无偿划转、吸收合并的方式，分两步走完成：

- 第一步：无偿划转。由山西国运将所持有的山煤集团 100% 股权无偿划转至焦煤集团，山煤集团成为焦煤集团全资子公司，公司控股股东仍为山煤集团，实际控制人仍为山西省国资委，焦煤集团成为公司间接控股股东，焦煤集团将通过山煤集团持有公司 60.43% 的股份。
- 第二步：吸收合并。后续焦煤集团对山煤集团吸收合并，公司控股股东将发生变化，由山煤集团变更为焦煤集团，焦煤集团直接持有公司 60.43% 的股份。山西国运作为公司的间接控股股东、山西省国资委作为公司的实际控制人未发生变化。

4.1、打造山西煤炭龙头，“新焦煤”凸显规模效应

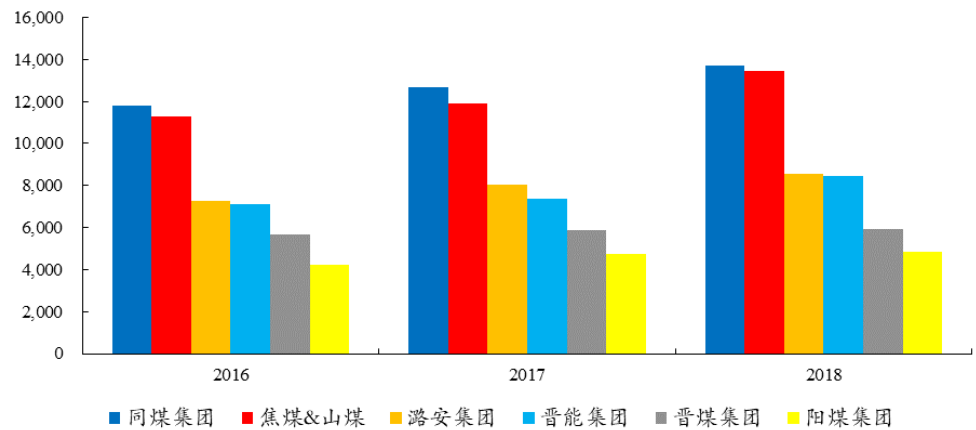
山西焦煤集团是中国生产规模最大的炼焦煤生产企业，截至 2019 年第三季度，其煤炭核定产能达 9375 万吨/年，2018 年产量超 1 亿吨。就产能和产量而言，焦煤集团在山西七大煤炭企业中位列第二，仅次于同煤集团。此次整合完成后，“新焦煤集团”煤炭产能及产量将基本与同煤集团持平。从山西省内煤炭资源整合的角度来看，此次重组完成后山西“七大”煤企将变为“六大”，省内煤企定位将更加专业化，减少同质化竞争，各煤企将各有所长，有助于“新焦煤集团”集中资源发挥焦煤业务优势。

表8：截至 2019Q3，山西焦煤集团核定产能达 9000 万吨以上

子公司	核定产能（万吨/年）	实际产量（万吨）			
		2019Q1-Q3	2018	2017	2016
西山煤电集团	3,445	3,362	4,302	3,950	3,824
汾西矿业	3,380	1,982	2,549	2,478	2,555
霍州煤电	1,950	1,720	2,132	2,261	2,121
华晋焦煤	390	643	859	792	521
投资公司	210	123	170	129	131
合计	9,375	7,830	10,012	9,610	9,152

数据来源：焦煤集团公告、开源证券研究所

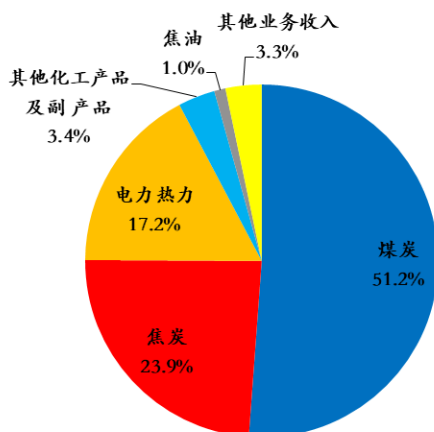
注：表中实际产量大于产能的主要原因为：实际产量包括资源整合矿的产量，而核定产能为存续矿产能，未含资源整合矿的产能，因此各年产量均在设计产能范围之内由于资源整合，全山西省煤炭企业普遍存在此类问题。

图19：焦煤集团与山煤集团产量合计突破亿吨（万吨）


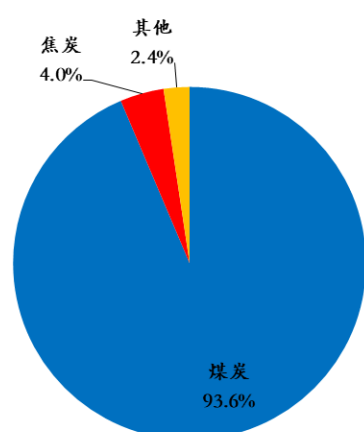
数据来源：各集团公告、开源证券研究所

4.2、集团重组或成公司转型新能源的又一助力

公司与西山煤电均以煤炭开采、销售为主业，存在明显的同业竞争。因此，我们认为，“新焦煤集团”出于优化内部业务矩阵、最大化上市平台作用的潜在目的，有望对山煤国际业务做出一定的战略调整。比较来看，山煤国际相对西山煤电转型负担较轻，同时 10GW 异质结电池项目为转型光伏主业提供了突破口，存在业务转型驱动力，有望在未来逐步实现“煤炭为主”到“煤炭、光伏双驱动”再到“光伏为主，煤炭为辅”的转型路线。如果转型战略能够落实，山煤国际有望成为“新焦煤集团”旗下新能源上市平台，实现专业化整合，减少集团内部同质化竞争产生的内耗，提升各上市公司相对优势，也顺应了山西省开展“能源革命”，大力优化能源结构和发展能源转型的政策风向。另一方面，此次重组前，山煤集团董事长赵建泽转任焦煤集团董事长，由于公司煤炭贸易瘦身、多元化转型、布局新能源等战略措施均是在赵建泽主导下有序开展，此次人事调动将有利于保障公司新能源发展战略的前后一致性，10GW 异质结电池项目建设落地未来可期。由于目前光伏项目的开展与集团重组的落实仍存在一定的不确定性，我们将持续关注公司动态与重组进展。

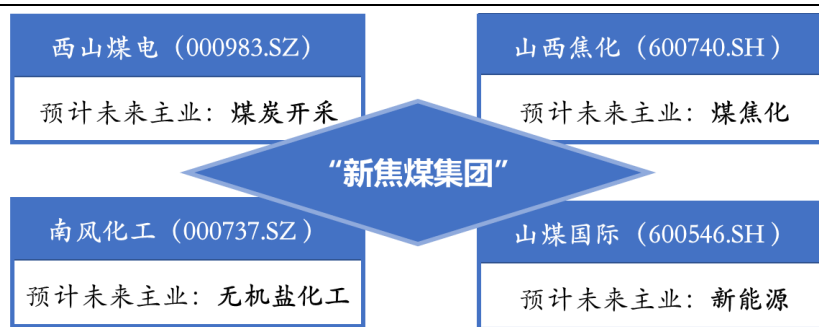
图20：2019 年西山煤电营收以煤炭业务为主


数据来源：西山煤电年报、开源证券研究所

图21：2019 年西山煤电毛利绝大部分来自煤炭


数据来源：西山煤电年报、开源证券研究所

图22: 若公司实现转型, 有望成为“新焦煤集团”上市公司业务矩阵中新能源平台



资料来源: 开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

关键假设: 公司主业专注于煤炭生产与贸易, 近年来业务结构逐渐优化, 注重自产煤产能建设, 同时整合优化贸易业务, 压缩贸易规模。自产煤业务方面, 鑫顺矿与庄子河矿建设接近尾声, 煤炭产能将有序释放, 预计产量可实现平稳增长。贸易业务方面, 随着劣质资产的剥离及业务持续优化, 预计贸易煤销量规模将有序缩减。煤炭价格方面, 受新冠疫情影响需求疲弱, 吨煤售价会出现一定幅度下降, 但基本会维持在合理区间。成本方面, 煤炭生产成本在“成本领先”战略持续推进下将得到合理控制, 贸易煤采购成本随市场弱势会相应下跌。由于光伏项目目前仅签订战略合作协议, 尚处于前期规划阶段, 短期内盈利贡献存在较大不确定性, 所以此处我们不将其考虑在内。因此, 我们预计2020-2022年, 公司煤炭产量分别为3800、3950、4050万吨, 煤炭销量分别为10458、10495、10486万吨, 其中自产煤销量为3458、3595、3686万吨, 贸易煤销量为7000、6900、6800万吨; 价格方面, 自产煤吨煤售价分别为295、305、315元/吨, 贸易煤吨煤售价为305、315、325元/吨; 成本方面, 自产煤吨煤成本保持125元/吨稳定, 贸易煤采购成本分别为295、305、315元/吨。其他业务收入、成本保持2019年水平不变。

经测算, 公司2020-2022年总营业收入分别为321、332、342亿元, 同比变化分别为-14.9%、3.6%、3.0%; 总毛利分别为66.8、72.6、77.8亿元, 毛利率平稳提升, 分别为20.8%、21.9%、22.7%。

表9: 公司各业务关键假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤炭产量 (万吨)	3441	3841	3800	3950	4050
自产煤产销率 (%)	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%
煤炭销量 (万吨)	11229	10761	10458	10495	10486
其中: 自产煤	3131	3495	3458	3595	3686
贸易煤	8098	7265	7000	6900	6800
自产煤业务					
吨煤售价 (元/吨)	338	339	295	305	315
吨煤成本 (元/吨)	114	126	125	125	125
吨煤毛利 (元/吨)	224	212	170	180	190
自产煤收入 (亿元)	106.0	118.4	102.0	109.6	116.1
自产煤成本 (亿元)	35.7	44.2	43.2	44.9	46.1
自产煤毛利 (亿元)	70.3	74.2	58.8	64.7	70.0

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贸易煤业务					
吨煤售价（元/吨）	326	348	305	315	325
吨煤成本（元/吨）	320	338	295	305	315
吨煤毛利（元/吨）	6	10	10	10	10
贸易煤收入（亿元）	264.3	253.0	213.5	217.4	221.0
贸易煤成本（亿元）	259.2	245.4	206.5	210.5	214.2
贸易煤毛利（亿元）	5.1	7.6	7.0	6.9	6.8
其他业务					
收入（亿元）	11.2	5.2	5.0	5.0	5.0
成本（亿元）	10.2	4.0	4.0	4.0	4.0
合计					
总营业收入（亿元）	381.4	376.6	320.5	332.0	342.1
YOY(%)	-6.6%	-1.3%	-14.9%	3.6%	3.0%
总营业成本（亿元）	305.0	293.6	253.7	259.4	264.3
YOY(%)	-12.8%	-3.7%	-13.6%	2.2%	1.9%
总毛利（亿元）	76.4	83.0	66.8	72.6	77.8
毛利率（%）	20.0%	22.0%	20.8%	21.9%	22.7%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

投资建议：山煤国际作为山煤集团旗下唯一上市平台，专注煤炭业务，打造煤炭“矿贸一体化”经营。业务结构优化持续发力为公司带来稳健业绩：自产煤受益于收购和自建矿井致产能有序释放，同时叠加吨煤成本优势，盈利性平稳提升；贸易煤规模压缩，持续剥离劣质资产，效益得以改善。布局光伏产业有望成为公司多元化发展突破口，而山西焦煤集团与山煤集团的重组将进一步助力公司实现新能源转型，看好公司中长期增长潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9.5/11.6/13.7 亿元，同比变化-19.1%/22.0%/18.1%；EPS 分别为 0.48/0.58/0.69 元，对应当前股价，PE 分别为 22.3x/18.3x/15.5x。

相对估值方面，由于公司目前存在主业由煤炭业务向光伏业务转型的预期，我们选取以下两组公司作为可比公司：

- **煤炭可比公司：**露天煤业、中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖州煤业；
- **新能源可比公司：**同样由煤焦业务向新能源（氢能）转型的美锦能源；由农牧业务向新能源（光伏）转型的通威股份；专注光伏主业的龙头企业隆基股份、晶澳科技。

公司目前 PE 为 22.3 倍，高于煤炭可比公司 2019 年平均 PE 的 7.4 倍，微低于新能源可比公司平均 PE 的 22.4 倍；公司 PB 为 3.15 倍，高于煤炭可比公司 0.85 倍的平均 PB，微高于新能源可比公司 3.02 倍的 PB。一方面，我们认为公司的煤炭主业毛利率优势显著，随着未来项目陆续投产，产能将有序释放，煤炭业务仍有成长空间，所以相对煤炭可比公司应当给予较高估值溢价；另一方面，公司布局新能源产业的切入点为发展潜力较大的 HJT 项目，同时 10GW 的产能规模一旦投产，或将挤进光伏制造行业产能前列，叠加集团公司重组所带来的战略转型预期，我们认为相较于新能源可比公司应当给予更高估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		PB
		2020/5/22	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020/5/22
煤炭可比公司									
002128.SZ	露天煤业	153	25.3	27.9	29.3	6.0	5.5	5.2	0.88
601088.SH	中国神华	3,164	391.1	401.4	407.4	8.1	7.9	7.8	0.89
601225.SH	陕西煤业	718	101.1	107.8	114.5	7.1	6.7	6.3	1.18
601898.SH	中煤能源	489	47.6	55.2	63.7	10.3	8.9	7.7	0.50
600188.SH	兖州煤业	407	71.9	75.9	81.1	5.7	5.4	5.0	0.78
平均						7.4	6.8	6.4	0.85
新能源可比公司									
000723.SZ	美锦能源	259	6.8	10.7	10.4	37.9	24.2	24.9	3.19
600438.SH	通威股份	571	29.5	39.6	49.9	19.3	14.4	11.4	2.57
601012.SH	隆基股份	1,168	63.2	77.2	93.7	18.5	15.1	12.5	3.96
002459.SZ	晶澳科技	195	13.9	17.5	21.2	14.0	11.1	9.2	2.35
平均						22.4	16.2	14.5	3.02
600546.SH	山煤国际	212	9.5	11.6	13.7	22.3	18.3	15.5	3.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除中国神华、山煤国际外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

6、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	15,776	19,494
现金	10,217	7,801	4,945	8,388	9,675
应收票据及应收账款	4,158	2,717	4,290	2,679	4,419
其他应收款	651	865	516	866	566
预付账款	2,437	1,293	2,513	1,270	2,583
存货	1,664	1,487	1,267	1,546	1,316
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	45,066	49,035
流动负债	30,161	23,095	20,923	20,135	21,556
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	3,715	6,361
其他流动负债	11,533	10,065	5,097	6,836	5,611
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	31,947	34,075
少数股东权益	4,472	1,964	2,293	2,695	3,170
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	3,461	5,118
归属母公司股东权益	5,498	8,437	9,267	10,424	11,791
负债和股东权益	48,335	43,241	43,447	45,066	49,035

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	5,153	3,113
净利润	1,412	1,580	1,278	1,559	1,841
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	1,200	-1,210
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	3,443	1,287

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,143	37,657	32,051	33,198	34,209
营业成本	30,502	29,361	25,373	25,938	26,427
营业税金及附加	1,101	1,104	877	939	963
营业费用	343	1,018	867	898	925
管理费用	1,259	1,375	1,171	1,212	1,249
研发费用	93	139	105	113	115
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	2,882	3,325
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	2,562	3,019
所得税	984	939	842	1,002	1,178
净利润	1,412	1,580	1,278	1,559	1,841
少数股东损益	1,192	407	329	402	474
归母净利润	220	1,173	949	1,158	1,367
EBITDA	4,188	4,474	3,806	4,390	4,901
EPS(元)	0.11	0.59	0.48	0.58	0.69

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	3.6	3.0
营业利润(%)	37.0	-3.5	-12.4	18.6	15.4
归属于母公司净利润(%)	-42.3	432.8	-19.1	22.0	18.1
获利能力					
毛利率(%)	20.0	22.0	20.8	21.9	22.7
净利率(%)	0.6	3.1	3.0	3.5	4.0
ROE(%)	14.2	15.2	11.1	11.9	12.3
ROIC(%)	6.3	6.8	5.6	6.1	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	79.4	75.9	73.4	70.9	69.5
净负债比率(%)	140.0	137.3	125.7	92.5	78.6
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	0.7
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	0.58	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	1.63	1.28	2.60	1.57
每股净资产(最新摊薄)	1.76	3.25	3.67	4.25	4.94
估值比率					
P/E	96.3	18.1	22.3	18.3	15.5
P/B	6.1	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	9.5	8.4	10.0	8.2	7.4

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835