恒源煤电(600971)/煤炭开采 成本费用控制出色，国企改革将是其重要看点

评级：增持(维持)

市场价格：8.84

目标价格：11

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email：duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：陈晨

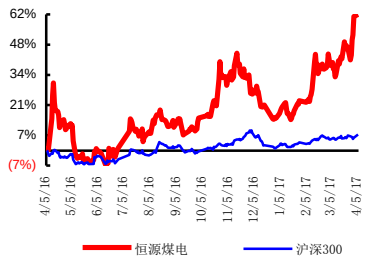
电话：

Email：chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,000
流通股本(百万股)	1,000
市价(元)	8.84
市值(百万元)	8,840
流通市值(百万元)	8,840

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 恒源煤电(600971.SH)中报点评：内部瘦身实现生产成本大幅下降，盈利能力大幅改善

2 成本费用上升拖累业绩

3 公司点评(600971)20121224：收购集团电厂，用电成本下降

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,966.26	4,625.61	5,269.52	5,697.87	5,753.77
增长率 yoy%	-38.46%	16.62%	13.92%	8.13%	0.98%
净利润	-1,383.29	35.29	614.22	726.43	737.65
增长率 yoy%	-8982.73	102.55%	1640.66	18.27%	1.55%
每股收益（元）	-1.38	0.04	0.61	0.73	0.74
每股现金流量	-0.23	1.94	0.59	1.46	1.48
净资产收益率	-24.99%	0.62%	9.78%	10.36%	9.52%
P/E	—	177.69	14.39	12.17	11.98
PEG	—	1.73	0.01	0.67	7.75
P/B	1.14	1.11	1.41	1.26	1.14

备注：

投资要点

- **公司披露 2016 年报：**实现营业收入 46.3 亿元，同比增长 16.62%；归属于上市公司股东净利润 0.35 亿元，扭亏为盈；EPS 为 0.04 元/股；公司拟不分红，也不进行资本公积金转增股本。
- **销量逆势增加，混煤贡献主要增量。**报告期内，公司原煤产量 1276 万吨，同比下降 10.8%，由于产销率大幅提升 12.4 个百分点至 85.6%，公司商品煤销量达到 1092 万吨（+45 万吨）。其中，混煤销售 676 万吨（+109 万吨），洗精煤 287 万吨（-28 万吨），块煤 10 万吨（-7 万吨），煤泥 119 万吨（-28 万吨）。
- **拟关闭两处煤矿，计提资产减值损失 7.3 亿元。**2016 年末，公司有 7 座煤矿，总产能 1485 万吨，依据公司去产能规划，2017 年底前将关闭刘桥一矿（140 万吨/年），2018 年底前将关闭卧龙湖煤矿（90 万吨/年），剩余产能 1255 万吨。本年度，公司对两对矿井共计提了 7.3 亿元减值损失，减少了归母净利润 7.3 亿元，若不考虑减值损失，公司 2016 年吨煤净利润达到 70 元/吨。
- **成本下降显著，吨煤毛利达到 2012/13 平均水平。**2016 年，公司主要通过大幅压缩材料成本（-40.72%）和职工薪酬（-38.64%），实现吨煤成本仅为 253 元/吨（-36%），同期实现吨煤价格 378 元/吨（+13.7%），吨煤毛利达到 125 元/吨，达到 2012、2013 年均值水平。
- **期间费用率下降明显，2017 年拟控制在 7.6 亿元内。**2016 年，公司期间费用合计 6.3 亿元（-28.7%），占收入比重为 14%，大幅下降 8.6 个百分点。其中，管理费用为 3.63 亿元，大幅下降 2.72 亿元（-42.8%），这一方面因为部分税金被划分至营业税金及附加科目中（0.43 亿元），当然核心因素还是公司内部严控费用支出。根据公司 2017 年计划，期间费用率仍将控制在 14%左右，合计不超过 7.6 亿元。
- **安徽省国企改革或成公司未来重要看点。**安徽省在 2016 年出台《关于深化国资国企改革的实施意见》，明确提出推动整体上市是工作重点。公司大股东皖北煤电集团（持股 54.96%）旗下除了未上市煤矿产能 2000 多万吨，还包括 200 多万吨煤化工业务、近 3000 万吨交易量的煤炭贸易业务以及 6 座电厂等。作为开采条件一般、内生增长乏力的公司，外延式发展或有助于其做大做强。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司 2017/18/19 年实现归属于上市公司股东净利润 6.14/7.26/7.38 亿元，同比增长 1641%、18.3%和 1.6%，折合 EPS 分别为 0.61/0.73/0.74 元/股，维持公司“增持”评级，给予 2018 年 15XPE，目标价 11 元。
- **风险提示：** 宏观经济增速不及预期；行政性去产能不确定。

图表1：公司三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**6,445**	**3,966**	**4,626**	**5,270**	**5,698**	**5,754**
增长率	*-20.83%*	*-38.5%*	*16.6%*	*13.9%*	*8.1%*	*1.0%*
营业成本	-5,471	-4,438	-3,139	-3,433	-3,651	-3,694
% 销售收入	*84.9%*	*111.9%*	*67.9%*	*65.1%*	*64.1%*	*64.2%*
毛利	974	-472	1,486	1,836	2,047	2,060
% 销售收入	*15.1%*	*-11.9%*	*32.1%*	*34.9%*	*35.9%*	*35.8%*
营业税金及附加	-89	-81	-152	-158	-114	-115
% 销售收入	*1.4%*	*2.0%*	*3.3%*	*3.0%*	*2.0%*	*2.0%*
营业费用	-82	-74	-69	-79	-91	-98
% 销售收入	*1.3%*	*1.9%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.6%*	*1.7%*
管理费用	-645	-635	-363	-474	-570	-575
% 销售收入	*10.0%*	*16.0%*	*7.9%*	*9.0%*	*10.0%*	*10.0%*
息税前利润（EBIT）	157	-1,262	902	1,125	1,272	1,272
% 销售收入	*2.4%*	*-31.8%*	*19.5%*	*21.4%*	*22.3%*	*22.1%*
财务费用	-126	-173	-197	-155	-124	-106
% 销售收入	*2.0%*	*4.4%*	*4.3%*	*2.9%*	*2.2%*	*1.8%*
资产减值损失	-61	-44	-720	-60	-60	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	14	16	15	15	15
% 税前利润	*30.6%*	*-1.0%*	*35.4%*	*1.5%*	*1.3%*	*1.3%*
营业利润	-19	-1,465	2	925	1,103	1,121
营业利润率	*-0.3%*	*-36.9%*	*0.0%*	*17.6%*	*19.4%*	*19.5%*
营业外收支	54	95	44	50	50	50
税前利润	**35**	**-1,370**	**46**	**975**	**1,153**	**1,171**
利润率	*0.5%*	*-34.5%*	*1.0%*	*18.5%*	*20.2%*	*20.3%*
所得税	-5	-5	-6	-244	-288	-293
所得税率	*13.2%*	*-0.4%*	*12.1%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	30	-1,375	40	731	865	878
少数股东损益	14	8	5	117	138	141
归属于母公司的净利润	**16**	**-1,383**	**35**	**614**	**726**	**738**
净利率	*0.2%*	*-34.9%*	*0.8%*	*11.7%*	*12.7%*	*12.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	30	-1,375	40	731	865	878
少数股东损益	0	0	0	117	138	141
非现金支出	846	833	1,447	640	592	546
非经营收益	121	178	204	100	69	55
营运资金变动	-785	134	247	-876	-64	-4
经营活动现金净流	**212**	**-230**	**1,938**	**711**	**1,601**	**1,616**
资本开支	579	526	97	-290	-290	-290
投资	-363	163	-94	0	0	0
其他	4	3	-36	15	15	15
投资活动现金净流	**-937**	**-361**	**-227**	**305**	**305**	**305**
股权募资	0	3	2	0	0	0
债权募资	-183	1,622	1,037	-780	-807	-170
其他	813	-722	-737	-168	-134	-120
筹资活动现金净流	**630**	**903**	**302**	**-947**	**-941**	**-290**
现金净流量	**-96**	**312**	**2,013**	**69**	**965**	**1,630**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	986	1,275	3,210	3,162	3,989	5,478
应收款项	2,514	1,951	2,006	2,350	2,541	2,566
存货	259	243	217	188	200	202
其他流动资产	319	109	61	64	67	68
流动资产	4,078	3,578	5,494	5,764	6,797	8,314
% 总资产	*29.5%*	*27.6%*	*40.6%*	*44.6%*	*51.7%*	*59.9%*
长期投资	206	217	433	433	433	433
固定资产	6,243	6,094	4,989	4,390	3,828	3,301
% 总资产	*45.2%*	*47.0%*	*36.8%*	*33.9%*	*29.1%*	*23.8%*
无形资产	2,539	2,437	2,223	1,942	1,672	1,414
非流动资产	9,736	9,394	8,053	7,173	6,341	5,555
% 总资产	*70.5%*	*72.4%*	*59.4%*	*55.4%*	*48.3%*	*40.1%*
资产总计	**13,814**	**12,973**	**13,546**	**12,937**	**13,137**	**13,869**
短期借款	611	2,099	2,579	1,800	793	123
应付款项	2,705	2,235	1,949	1,554	1,671	1,691
其他流动负债	479	275	533	366	392	397
流动负债	3,795	4,610	5,062	3,720	2,856	2,210
长期贷款	801	934	1,491	1,491	1,691	2,191
其他长期负债	2,223	1,705	1,202	1,202	1,202	1,202
负债	**6,819**	**7,249**	**7,754**	**6,413**	**5,749**	**5,603**
普通股股东权益	6,807	5,536	5,668	6,282	7,009	7,746
少数股东权益	187	188	124	241	380	520
负债股东权益合计	**13,814**	**12,973**	**13,546**	**12,937**	**13,137**	**13,869**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.016	-1.383	0.035	0.614	0.726	0.738
每股净资产(元)	6.807	5.536	5.668	6.282	7.008	7.746
每股经营现金净流(元)	0.212	-0.230	1.938	0.594	1.463	1.475
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.23%	-24.99%	0.62%	9.78%	10.36%	9.52%
总资产收益率	0.11%	-10.66%	0.26%	4.75%	5.53%	5.32%
投入资本收益率	1.89%	-17.43%	12.74%	13.57%	17.50%	20.43%
增长率						
营业总收入增长率	-20.83%	-38.46%	16.62%	13.92%	8.13%	0.98%
EBIT增长率	-66.43%	-901.74%	171.50%	24.72%	13.04%	0.00%
净利润增长率	-95.04%	-8982.73%	102.55%	1640.66%	18.27%	1.55%
总资产增长率	3.24%	-6.09%	4.42%	-4.50%	1.55%	5.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.7	46.7	34.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	16.3	20.6	26.7	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	46.9	61.8	97.4	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	316.7	482.8	378.1	270.6	200.2	151.1
偿债能力						
净负债/股东权益	6.09%	30.72%	14.86%	1.98%	-20.36%	-38.28%
EBIT利息保障倍数	1.2	-7.3	4.6	7.3	10.3	12.0
资产负债率	49.37%	55.88%	57.24%	49.57%	43.76%	40.40%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。