恒源煤电（600971.SH）

1 季度业绩超预期，单季度盈利高达 2.9 亿

- **4 季度开始盈利大幅改善，1 季度归母净利润高达 2.87 亿元，超出预期**

公司预计 17 年 1 季度归母净利润约 2.87 亿元，折合每股收益 0.29 元，同比大幅提高（16 年同期为 480 万元），主要是公司煤炭销售价格同比和环比分别提高 122%和 17%。公司 2016 全年实现归母净利润 3529 万元，扭亏为盈（2015 年亏损 13.8 亿元）。折合每股收益 0.04 元，其中单季度 EPS 分别为 0.00 元、0.05 元、0.06 元和-0.08 元，4 季度亏损主要是公司对被列入 2016-2018 年煤炭行业化解过剩产能关闭退出名单的刘桥一矿、卧龙湖煤矿计提资产减值准备 7.29 亿元。不考虑资产减值、投资收益、营业外收入和支出等，4 季度盈利达到约 4.5 亿元。

- **公司精煤洗出率约 22%，1 季度吨煤净利高达 125 元**

产销量：16 年原煤产量 1276 万吨，同比减少 10.8%；商品煤产销量分别为 1089 万吨和 1092 万吨，同比增长 3.7%和 4.3%。其中洗精煤产销量分别为 282 万吨和 287 万吨，占比为 22%和 26%。1 季度原煤、商品煤产量分别为 321 万吨和 254 万吨，同比下降 8%和 17%，环比增加 8%和 13%。商品煤销量为 226 万吨，同比和环比下降 23%和 17%。

价格：16 年商品煤吨煤销售价格 377 元，同比增长 13.4%。1 季度煤炭销售收入 14.9 亿元，同比增加 70%，环比下降 3%。吨煤价格 657 元，去年 1 季度和 4 季度分别为 296 元/吨和 562 元/吨，同比和环比分别提高 122%和 17%。

成本：16 年商品煤吨煤销售成本 261 元，同比减少 34%。1 季度煤炭销售成本 10.2 亿元，同比和环比分别增加 29%和 40%。其中，工资总额同比增加约 9000 万元，安全费用提取标准自动从 33 元/吨恢复至 50 元/吨（下调政策 16 年底到期，新调整政策未出台），1 季度安全费用同比增加约 5400 万元。此外，1 季度土地费用根据全年预算费用同比增加约 2.18 亿元。公司预计 17 年营业总成本 47.4 亿元，其中三项费用控制在 7.6 亿元以内，成本提高幅度不大。

吨煤净利：公司 16 年 4 季度及 17 年 1 季度吨煤净利大幅提升，其中 1 季度达到 125 元/吨。

- **16 年年产能约 1300 万吨，未来产量基本平稳，同时布局电厂业务**

公司现有七座矿井，总产能约 1325 万吨，其中五沟煤矿、任楼矿以及祁东矿在 16 年 12 月公示产能分别减少 60、40 以及 60 万吨。另外，公司有两座煤矿列入煤炭行业化解过剩产能名单，17 年计划关闭刘桥一矿，18 年计划关闭卧龙湖矿，刘桥一矿关闭退出的原因为长期亏损、资源枯竭，卧龙湖矿关闭退出的原因是煤与瓦斯突出、长期亏损、赋存条件差。

公司参控股 3 个电厂，16 年合计权益净利润 957.7 万元。分别持有新源热电 82%股权，16 年净利润 920.8 万元，同比下降 53.5%；持有恒力电业 25%股权，16 年净利润 810.4 万元，同比下降 27.8%；持有钱营孜电厂 50%股权，由于实际控制人已变为皖能股份，16 年 6 月起不再将钱营孜电厂纳入合并范围，目前处于基建期间，16 年无利润。

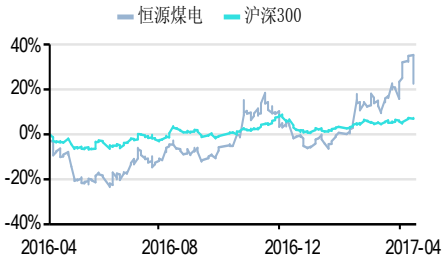
- **公司市值较小，17 年对应 PE 有望达到仅 8 倍，提高评级至“买入”**

公司大股东为皖北煤电，持有公司 54.96%股权（集团的债务压力相对较大，截止 16 年 3 季度，集团短期和长期借款分别达到 110 亿元和 73 亿元），16 年公司煤炭产销量分别为 1276 万吨和 1092 万吨，公司 17 年产销量计划与 16 年基本持平。按照目前煤价测算，17 年公司销售均价有望较 16 年提升 50%以上，按照保守测算吨煤净利也有望达到 100 元/吨以上。根据 1 季度业绩预告，公司人员工资、安全成本等相比去年已有明显增加，表明后期成本上行空间不大。预计 17-19 年公司 EPS 分别为 1.04 元、1.09 元和 1.14 元，对应 17 年 PE 仅 8 倍，公司目前市值也仅 80 亿元，提高评级至“买入”。

- **风险提示：**下游需求低于预期，煤价超预期下跌。

公司评级	买入
当前价格	8.16 元
前次评级	持有
报告日期	2017-04-13

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008
021-60750610
anpeng@gf.com.cn
分析师：沈 涛 S0260512030003
010-59136693
shentao@gf.com.cn

相关研究：

恒源煤电（600971.SH）：上半年毛利扭亏，吨煤成本同比降 29%	2016-07-21
恒源煤电（600971.SH）：前三季度亏损 9.0 亿，预计业绩短期难以改善	2015-11-02
恒源煤电（600971.SH）：14 年业绩回落 95%，电力业务支撑盈利	2015-04-15

联系人：宋炜 021-60750610
songwei@gf.com.cn

4 季度开始盈利大幅改善，1 季度归母净利润高达 2.87 亿元，超出预期

公司预计17年1季度归母净利润约2.87亿元，折合每股收益0.29元，同比大幅提高（16年同期为480万元），主要是公司煤炭销售价格同比和环比分别提高122%和17%。公司2016全年实现归母净利润3529万元，扭亏为盈（2015年亏损13.8亿元）。折合每股收益0.04元，其中单季度EPS分别为0.00元、0.05元、0.06元和-0.08元，4季度亏损主要是公司对被列入2016-2018年煤炭行业化解过剩产能关闭退出名单的刘桥一矿、卧龙湖煤矿计提资产减值准备7.29亿元。不考虑资产减值、投资收益、营业外收入和支出等，4季度盈利约4.5亿元。

表 1：公司核心财务数据概览

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	39.7	46.3	9.8	8.8	11.0	16.7	16.6%	52.1%
营业成本	44.4	31.4	8.1	6.7	8.0	8.6	-29.3%	7.3%
毛利率	-11.9%	32.1%	17.3%	24.1%	26.9%	48.4%	44.0%	21.5%
管理费用	6.4	3.6	1.0	0.5	1.6	0.5	-42.8%	-70.8%
销售费用	0.7	0.7	0.2	0.2	0.2	0.1	-6.7%	-32.5%
财务费用	1.7	2.0	0.4	0.7	0.4	0.5	14.0%	26.2%
期间费用率	22.2%	13.6%	16.5%	16.3%	19.7%	6.5%	-8.6%	-13.2%
营业利润	-14.6	0.0	-0.2	0.5	0.6	-1.0	-	-
净经营现金流	-2.3	19.4	5.5	6.1	5.5	2.4	-	-56.5%
销售商品现金/收入	131.7%	118.5%	109.9%	172.9%	134.7%	84.5%	-13.2%	-50.2%
EPS	-1.38	0.04	0.00	0.05	0.06	-0.08	-	-

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

公司精煤洗出率约 22%，1 季度吨煤净利高达 125 元

产销量：16年原煤产量1276万吨，同比减少10.8%；商品煤产销量分别为1089万吨和1092万吨，同比增长3.7%和4.3%。1季度原煤、商品煤产量分别为321万吨和254万吨，同比下降8%和17%，环比增加8%和13%。商品煤销量为226万吨，同比和环比下降23%和17%。

价格：16年商品煤吨煤销售价格377元，同比增长13.4%。1季度煤炭销售收入14.9亿元，同比增加70%，环比下降3%。吨煤价格657元，去年1季度和4季度分别

为296元/吨和562元/吨，同比和环比分别提高122%和17%。吨煤净利约125元。

成本：16年商品煤吨煤销售成本261元，同比减少34%。1季度煤炭销售成本10.2亿元，同比和环比分别增加29%和40%。吨煤销售成本449元，同比和环比均提高约69%。1季度公司工资总额同比增加约9000万元，安全费用提取标准自动从33元/吨恢复至50元/吨（下调政策16年底到期，新调整政策未出台），1季度安全费用同比增加约5400万元。此外，1季度土地费用根据全年预算费用同比增加约2.18亿元。公司预计17年营业总成本47.4亿元，其中三项费用控制在7.6亿元以内，成本提高幅度不大。

表 2：公司产销数据概览

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016A 同比	2016Q4 环比
原煤产量（万吨）	1430	1276	349	320	309	299	-10.8%	-3.3%
商品煤产量（万吨）	1051	1089	306	284	275	224	3.7%	-18.5%
商品煤销量（万吨）	1047	1092	295	250	275	272	4.3%	-1.3%
煤炭销售收入（亿元）	34.8	41.1	8.7	7.7	9.4	15.3	18.3%	61.7%
煤炭销售成本（亿元）	41.1	28.5	7.8	6.3	7.1	7.2	-30.7%	1.2%
煤炭销售毛利（亿元）	-6.4	12.7	0.9	1.4	2.3	8.0		249.1%
吨煤销售收入（元）	332	377	296	307	343	562	13.4%	63.9%
吨煤销售成本（元）	393	261	266	251	259	266	-33.6%	2.6%
吨煤销售毛利（元）	-61	116	30	57	84	296		253.8%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3：煤炭主要经营情况（单位：万吨）

煤炭品种	项目	2015A	2016A	2016A 同比
混煤	产量	569.7	681.1	19.5%
	销量	567.5	675.9	19.1%
洗精煤	产量	316.3	281.7	-10.9%
	销量	315.0	287.0	-8.9%
块煤	产量	17.1	10.0	-41.6%
	销量	16.9	10.1	-40.0%
煤泥	产量	147.4	116.3	-21.1%
	销量	147.2	118.8	-19.3%
合计	产量	1050.6	1258.0	19.7%
	销量	1046.6	1091.8	4.3%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

16 年年产能约 1300 万吨，未来产量基本平稳，同时布局电厂业务

公司现有七座矿井，总产能约1325万吨，各矿井产能分别为钱营孜矿（385万吨）、刘桥一矿（140万吨）、恒源煤矿（200万吨）、卧龙湖矿（90万吨）、五沟煤矿（90万吨）、任楼矿（240万吨）以及祁东矿（180万吨）。其中，五沟煤矿、任楼矿以及祁东矿在16年12月公示产能分别减少60万吨、40万吨以及60万吨，另外，公司有两座煤矿列入煤炭行业化解过剩产能名单，17年计划关闭刘桥一矿，18年计划关闭卧龙湖矿，刘桥一矿关闭退出的原因为长期亏损、资源枯竭，卧龙湖矿关闭退出的原因是煤与瓦斯突出、长期亏损、赋存条件差。

公司拥有3个电厂，16年合计权益净利润957.7万元。分别持有新源热电82%股权，16年实现净利润920.8万元，同比下降53.5%；持有恒力电业25%股权，16年实现净利润810.4万元，同比下降27.8%；持有钱营孜电厂50%股权，由于实际控制人已变为皖能股份，16年6月起不再将钱营孜电厂纳入合并范围，目前处于基建期间，16年无利润。

表 4：公司矿井情况

矿井名称	煤种	资源储量（万吨）	可采储量（万吨）	产能（万吨/年）
钱营孜矿	气煤、1/3 焦煤	43239	19617	385
刘桥一矿	贫煤、瘦煤	1916	577	140
恒源煤矿	贫煤、无烟煤	7510	3494	200
卧龙湖矿	贫煤、无烟煤	6572	3437	90
五沟煤矿	焦煤、肥煤	11136	6494	90
任楼矿	气煤、无烟煤	19811	8252	240
祁东矿	肥煤、1/3 焦煤	27487	13788	180
合计		**117672**	**55658**	**1325**

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司市值较小，17 年对应 PE 有望达到仅 8 倍，提高评级至“买入”

公司大股东为皖北煤电，持有公司54.96%股权（集团的债务压力相对较大，截止16年3季度，集团短期和长期借款分别达到110亿元和73亿元），16年公司煤炭产销量分别为1276万吨和1092万吨，公司17年产销量计划与16年基本持平。按照目前煤价测算，17年公司销售均价有望较16年提升50%以上，按照保守测算吨煤净利也有望达到100元/吨以上。根据1季度业绩预告，公司人员工资、安全成本等相比去年已有

明显增加，表明后期成本上行空间不大。预计17-19年公司EPS分别为1.04元、1.09元和1.14元，对应17年PE仅8倍，公司目前市值也仅80亿元，提高评级至“买入”。

风险提示

下游需求低于预期，煤价超预期下跌。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,578	5,494	14,547	24,480	35,645
货币资金	1,275	3,210	11,321	21,107	32,116
应收及预付	2,007	2,054	2,956	3,093	3,236
存货	243	217	256	268	280
其他流动资产	54	13	13	13	13
非流动资产	9,394	8,053	8,877	9,757	9,638
长期股权投资	217	433	433	433	433
固定资产	5,278	4,306	5,306	6,306	6,306
在建工程	816	683	550	417	284
无形资产	2,437	2,223	2,217	2,211	2,206
其他长期资产	646	407	371	389	409
资产总计	12,973	13,546	23,424	34,238	45,283
流动负债	4,610	5,062	12,936	21,610	31,379
短期借款	1,877	2,457	10,209	18,754	28,386
应付及预收	2,511	2,480	2,604	2,734	2,870
其他流动负债	223	125	123	123	123
非流动负债	2,639	2,693	2,753	2,816	2,882
长期借款	934	1,491	1,491	1,491	1,491
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,705	1,202	1,262	1,325	1,391
负债合计	7,249	7,754	15,688	24,426	34,261
股本	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
资本公积	2,104	2,104	2,104	2,104	2,104
留存收益	2,126	2,161	3,198	4,284	5,423
归属母公司股东权	5,536	5,668	7,470	9,398	10,453
少数股东权益	188	124	266	414	569
负债和股东权益	12,973	13,546	23,424	34,238	45,283

现金流量表 单位：百万元

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-230	1938	1710	3172	3895
净利润	-1375	40	1177	1234	1294
折旧摊销	789	727	866	941	1017
营运资金变动	134	247	-820	-18	-19
其它	221	924	487	1015	1603
投资活动现金流	-361	-227	-903	-956	-955
资本支出	-526	-97	-903	-956	-955
投资变动	166	-94	0	0	0
其他	0	-36	0	0	0
筹资活动现金流	903	302	-331	-434	-321
银行借款	2393	2130	7753	8545	9632
债券融资	-771	-1093	60	63	66
股权融资	3	2	0	0	0
其他	-722	-737	-8143	-9041	-10019
现金净增加额	312	2013	477	1783	2619
期初现金余额	986	1275	3210	3686	5469
期末现金余额	1298	3288	3686	5469	8088

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3966	4626	6265	6554	6857
营业成本	4438	3139	3499	3658	3825
营业税金及附加	81	152	206	216	226
销售费用	74	69	100	105	110
管理费用	635	363	626	655	686
财务费用	173	197	267	279	292
资产减值损失	44	720	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	16	0	0	0
营业利润	-1465	2	1560	1635	1713
营业外收入	107	50	20	22	24
营业外支出	12	6	10	11	12
利润总额	-1370	46	1570	1646	1725
所得税	5	6	392	411	431
净利润	-1375	40	1177	1234	1294
少数股东损益	8	5	141	148	155
归属母公司净利润	-1383	35	1036	1086	1139
EBITDA	-473	1629	2698	2861	3028
EPS（元）	-1.38	0.04	1.04	1.09	1.14

主要财务比率

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-38.5	16.6	35.4	4.6	4.6
营业利润增长	-7,423.	100.1	88,053.	4.8	4.8
归属母公司净利润增长	-8,982.	102.6	2,836.4	4.8	4.8
获利能力（%）					
毛利率	-11.9	32.1	44.1	44.2	44.2
净利率	-34.7	0.9	18.8	18.8	18.9
ROE	-25.4	0.6	-473.9	-17.4	-8.4
ROIC	-17.6	13.0	17.7	16.6	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	57.8	99.7	131.2	160.6
净负债比率	0.3	0.2	173.0	-2.6	-1.7
流动比率	0.78	1.09	0.53	0.41	0.37
速动比率	0.71	1.03	0.51	0.39	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.35	0.43	0.38	0.34
应收账款周转率	7.82	10.55	10.55	10.55	10.55
存货周转率	17.70	13.65	13.65	13.65	13.65
每股指标（元）					
每股收益	-1.38	0.04	1.04	1.09	1.14
每股经营现金流	-0.23	1.94	1.71	3.17	3.90
每股净资产	5.45	5.54	-0.22	-6.23	-13.50
估值比率					
P/E	-4.5	177.7	7.9	7.5	7.2
P/B	1.2	1.1	-37.3	-1.3	-0.6
EV/EBITDA	-17.0	4.4	6.0	8.1	9.9

广发煤炭行业研究小组

沈　涛: 首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。

安　鹏: 首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。

姚　遥: 研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015 年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。