CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

当前股价：6.85 元
2017 年 05 月 13 日

恒源煤电 600971.SH

业绩弹性大，影响变数多

公司目前经营稳定，产销基本平稳，煤价有所回落但仍维持高位，预计今年煤炭销量 1086 万吨，综合售价 624 元/吨，完全成本 530 元/吨，预计 2017 年 EPS 为 0.80 元，今明两年都有矿井退出，目前估值 8 倍 P/E，给予审慎推荐-A 评级。

- **供给侧改革减少产能 17%，**目前公司有 7 个生产矿井，核定产能 1325 万吨，受供给侧改革影响，产能 140 万吨的刘桥一矿和产能 90 万吨的卧龙湖矿将分别于 2017 年底和 2018 年底退出（2016 年两矿已足额计提减值准备），2019 年公司产能下降到 1095 万吨，较 2016 年下降 17%。我们预计 2017-18 年产量分别为 1260 万吨、1140 万吨和 1055 万吨，增速分别为-1%、-10%、-7%；商品煤销量预计分别为 1086、1010、909 万吨。

- **精煤率提升推动综合煤价大幅上升，工资、安全费用和精煤率提升推动成本大幅上升。**公司加大洗选力度，提升精煤占比约 10 个点至 35%，推升了公司综合售价。一季度公司煤价为 657 元/吨，较 2016 年 377 元增加 74%，假定秦港 Q5500 均价在 600，预计今年公司综合售价在 624。成本方面， 2016 年完全成本 313 元/吨，一季度销售成本已经反弹到 450 元/吨，完全成本已经反弹到 540 元/吨，一方面是由于精煤洗出率增加，导致商品煤数量下降；另一方面是由于职工薪酬、塌陷费、安全费等费用的反弹，预计未来三年完全成本在 530 左右波动。17Q1 吨煤毛利和净利分别为 208 元和 129 元，较去年增 80%和 3384%。17Q1 每股收益 0.29 元，年化 1.16 元， P/E 不到 6 倍。

- **集团剩余资产体量相对较小：**公司控股股东皖北煤电集团拥有煤炭、电力、贸易、化工以及电力五大板块资产。集团在安徽还有 3 个煤矿，40 万吨的孟庄和 30 万吨的前岭，以及 400 万吨的朱集西煤矿，朱集西是中安煤化 180 万吨甲醇制 60 万吨烯烃项目的配套煤矿，目前化工项目仍在建。此外，集团在鄂尔多斯有 500 万吨的在建矿麻地梁，目前在申请核准。

- **盈利预测及评级：给予“审慎推荐”评级。**预计今年公司煤炭销量 1086 万吨，综合售价 624 元/吨，完全成本 530 元/吨，EPS 为 0.8 元/股，目前估值 8 倍 P/E，给予审慎推荐-A 评级。

- **风险提示：**流动性持续紧缩，需求下滑

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3966	4626	6707	5500	4950
同比增长	-38%	17%	45%	-18%	-10%
营业利润(百万元)	(1465)	2	1038	457	406
同比增长	7423%	-100%	58553%	-56%	-11%
净利润(百万元)	(1383)	35	798	364	327
同比增长	-8983%	-103%	2161%	-54%	-10%
每股收益(元)	(1.38)	0.04	0.80	0.36	0.33
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0

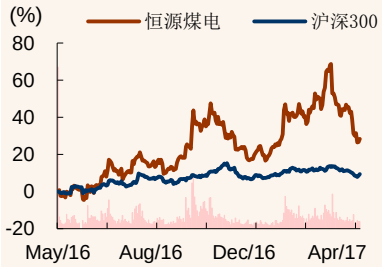
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3084
总股本（万股）	100000
已上市流通股（万股）	100000
总市值（亿元）	69
流通市值（亿元）	69
每股净资产（MRQ）	6.1
ROE（TTM）	5.2
资产负债率	56.3%
主要股东	安徽省皖北煤电集团
主要股东持股比例	54.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-6	30
相对表现	-13	-5	20



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《恒源煤电（600971）—成本管控得力，煤价回升助力盈利大幅改观》2017-04-06

2、《恒源煤电（600971）—煤价大幅下滑，预计全年巨亏 13 亿》2015-08-28

卢平
021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁
021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理
刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

表 1：上市公司煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
钱营孜煤矿	气煤	100%	43630	19890	385	385	生产
刘桥一矿	贫煤	100%	2025	636	140	140	生产
恒源煤矿	贫煤	100%	7700	3605	200	200	生产
卧龙湖煤矿	无烟煤	100%	6654	3482	90	90	生产
五沟煤矿	肥煤	100%	11285	6649	90	90	生产
任楼煤矿	气煤	100%	20055	8357	240	240	生产
祁东煤矿	1/3 焦煤	100%	27743	13910	180	180	生产
合计		100%	119091	56528	1325	1325	

资料来源：wind、招商证券　注：刘桥一矿将于 2017 年底退出，卧龙湖矿将于 2018 年底退出。

表 2：煤炭产量及增速预测

单位：万吨	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
钱营孜煤矿	372	359	364	350	350	350	350
刘桥一矿	137	138	140	125	120	0	0
恒源煤矿	196	199	200	180	175	175	175
卧龙湖煤矿	114	87	90	90	85	85	0
五沟煤矿	152	149	150	90	90	90	90
任楼煤矿	279	271	249	241	240	240	240
祁东煤矿	235	238	237	200	200	200	200
产量合计	1485	1441	1430	1276	1260	1140	1055
增速	2%	-3%	-1%	-11%	-1%	-10%	-7%
权益产量	1485	1441	1429.64	1275.97	1260	1140	1055
增速	2%	-3%	-1%	-11%	-1%	-10%	-7%

资料来源：wind、招商证券

表 3：各煤种销售结构和价格

	2014	2015	2016
煤炭销量（万吨）	**1168**	**1047**	**1092**
其中：混煤	631	567	676
精煤	377	315	287
块煤	15	17	10
煤泥	146	147	119
煤种销售比率			
其中：混煤	54.0%	54.2%	61.9%
精煤	32.3%	30.1%	26.3%
块煤	1.2%	1.6%	0.9%
煤泥	12.5%	14.1%	10.9%
煤炭价格（元/吨）	**455**	**332**	**378**
其中:混煤		281	318
精煤		524	615
块煤		552	523
煤泥		107	128

资料来源：wind、招商证券

表 4：盈利分析及预测表

单位：万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原煤产量	1280	1456	1485	1441	1430	1276	1260	1172	1055
商品煤产量	1152	1252	1218	1186	1051	1089	1086	1010	909
商品煤占比	90%	86%	82%	82%	73%	85%	86%	86%	86%
煤炭销量	1151	1220	1208	1168	1047	1092	1086	1010	909
综合售价	695	696	621	462	338	378	624	548	548
生产成本	492	542	519	389	393	253	450	430	430
毛利	203	154	102	73	-55	125	174	118	118
毛利率	29%	22%	16%	16%	-16%	33%	28%	22%	22%
三费及附加	78	77	69	70	82	60	80	70	70
完全成本	570	619	589	459	475	313	530	500	500
吨煤利润	125	77	33	3	-137	65	94	48	48
所得税费用	35	18	6	0	0	1	24	12	12
净利	90	59	26	2	-138	64	71	36	36
煤炭板块净利	10	7	3	0	-14	7	7.7	3.6	3.3

资料来源：wind、招商证券

表 5：成本分析及预测表

成本分析表：元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原材料	120	119	146	47	45	25	50	50	50
燃料及动力	17	16	17	17	18	15	18	18	18
职工薪酬	202	196	205	198	197	85	184	170	165
折旧摊销	56	56	55	56	58	57	60	60	60
维简及安全费用	76	73	54	58	60	51	60	60	60
其他	21	82	43	14	14	20	78	72	77
生产成本	492	542	519	389	393	253	450	430	430
三费及附加	78	77	69	70	82	60	80	70	70
完全成本	570	619	589	459	475	313	530	500	500
现金生产成本	436	486	464	333	335	196	390	370	370
现金完全成本	506	554	525	395	405	247	464	434	434

资料来源：wind、招商证券

表 6：盈利弹性测算

秦港 Q5500	535	550	570	600	650	670
京唐港主焦煤	900	1000	1100	1200	1300	1400
综合售价	516	548	583	624	676	711
完全成本	500	510	520	530	540	550
吨煤利润	16	38	63	94	136	161
所得税	4	10	16	24	34	40
吨煤净利	12	29	47	71	102	121
销量	1086	1086	1086	1086	1086	1086
煤炭净利	12706	30951	51476	76563	110772	131297
权益占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
权益净利	12706	30951	51476	76563	110772	131297
其他净利	1000	1000	1000	1000	1000	1000
归母净利	13706	31951	52476	77563	111772	132297
股本	100000	100000	100000	100000	100000	100000
EPS	0.14	0.32	0.52	0.78	1.12	1.32

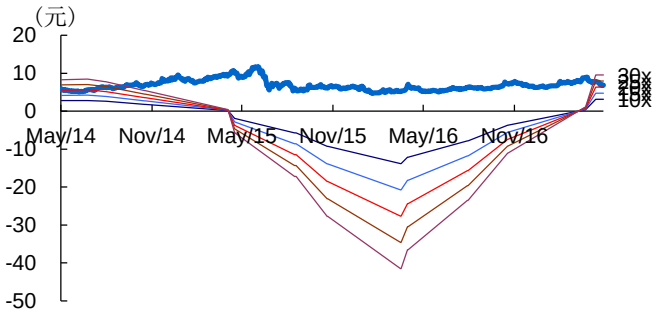
资料来源：wind、招商证券

表 7：集团煤矿明细

单位：万吨	名称	煤种	可开采储量（万	可开采年限	核定生产能力
恒源煤电	刘桥一矿	贫煤、瘦煤	743	5	140
	刘桥二矿	贫煤、无烟煤	3476	17	200
	任楼矿	气煤、无烟煤	8511	30	280
	祁东矿	肥煤、1/3 焦煤	14041	59	240
	卧龙湖矿	贫煤、无烟煤	3878	43	90
	五沟矿	焦煤、肥煤	6782	45	150
	钱营孜矿	气煤、1/3 焦煤	20127	58	350
公司本部	孟庄矿	贫煤、无烟煤	517	13	40
	百善矿	无烟煤	237	2	150
	前岭矿	无烟煤	296	10	30
临汾西北矿业	新生一矿	肥煤、1/3 焦煤	2444	20	120
	新生二矿	肥煤、1/3 焦煤	2746	31	90
山西	昌恒煤矿	1/3 焦煤	2551	28	90
鄂尔多斯	麻地梁煤矿	长焰煤	44245		500
陕西	招贤煤矿	长焰煤	18614		240
		合计	129207		2710

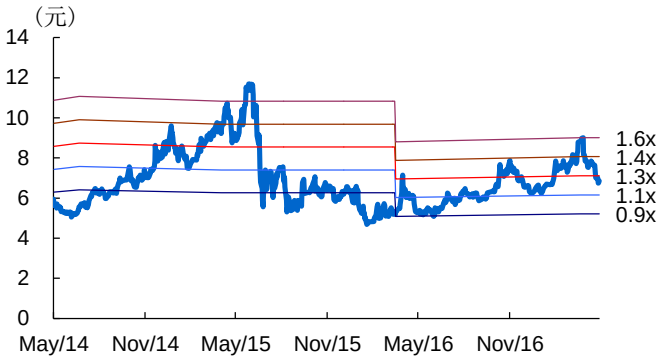
资料来源：wind、招商证券

图 1：恒源煤电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：恒源煤电历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3578	5494	6727	6978	7323
现金	1275	3210	3408	4229	4849
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1302	1630	2364	1939	1745
应收款项	593	283	411	337	303
其它应收款	56	92	134	110	99
存货	243	217	320	285	257
其他	109	61	89	78	71
非流动资产	9394	8053	7680	7350	7055
长期股权投资	217	433	433	433	433
固定资产	5278	4306	4156	4025	3911
无形资产	2437	2223	2001	1801	1621
其他	1462	1090	1090	1090	1090
资产总计	**12973**	**13546**	**14407**	**14328**	**14378**
流动负债	4610	5062	5111	4898	4724
短期借款	1877	2457	2000	2000	2000
应付账款	774	901	1328	1183	1065
预收账款	195	338	498	444	399
其他	1764	1367	1285	1271	1260
长期负债	2639	2693	2693	2693	2693
长期借款	934	1491	1491	1491	1491
其他	1705	1202	1202	1202	1202
负债合计	**7249**	**7754**	**7803**	**7591**	**7417**
股本	1000	1000	1000	1000	1000
资本公积金	2104	2104	2104	2104	2104
留存收益	2432	2564	3357	3482	3700
少数股东权益	188	124	142	150	157
归属于母公司所有者权益	5536	5668	6462	6587	6804
负债及权益合计	**12973**	**13546**	**14407**	**14328**	**14378**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(230)	1938	1366	1644	1313
净利润	(1383)	35	798	364	327
折旧摊销	789	727	772	731	694
财务费用	183	217	200	200	200
投资收益	(14)	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	20	1135	(406)	357	101
其它	175	(160)	17	8	7
投资活动现金流	(361)	(227)	(400)	(400)	(400)
资本支出	(546)	(128)	(400)	(400)	(400)
其他投资	186	(99)	0	0	0
筹资活动现金流	903	302	(767)	(423)	(293)
借款变动	1701	986	(579)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(120)	0	(4)	(239)	(109)
其他	(678)	(684)	(184)	(184)	(184)
现金净增加额	312	2013	198	821	620

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3966	4626	6707	5500	4950
营业成本	4438	3139	4628	4125	3712
营业税金及附加	81	152	221	181	163
营业费用	74	69	100	82	74
管理费用	635	363	527	451	401
财务费用	173	197	200	200	200
资产减值损失	44	720	10	20	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	16	16	16	16
营业利润	(1465)	2	1038	457	406
营业外收入	107	50	50	40	40
营业外支出	12	6	6	6	6
利润总额	(1370)	46	1082	491	440
所得税	5	6	266	119	106
净利润	(1375)	40	815	372	334
少数股东损益	8	5	17	8	7
归属于母公司净利润	(1383)	35	798	364	327
EPS（元）	(1.38)	0.04	0.80	0.36	0.33

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-38%	17%	45%	-18%	-10%
营业利润	7423%	-100%	58553%	-56%	-11%
净利润	-8983%	-103%	2161%	-54%	-10%
获利能力					
毛利率	-11.9%	32.1%	31.0%	25.0%	25.0%
净利率	-34.9%	0.8%	11.9%	6.6%	6.6%
ROE	-25.0%	0.6%	12.3%	5.5%	4.8%
ROIC	-14.8%	1.6%	9.2%	4.8%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	55.9%	57.2%	54.2%	53.0%	51.6%
净负债比率	23.4%	30.0%	24.2%	24.4%	24.3%
流动比率	0.8	1.1	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.7	1.0	1.3	1.4	1.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
存货周转率	17.7	13.7	17.2	13.6	13.7
应收帐款周转率	7.8	10.6	19.3	14.7	15.5
应付帐款周转率	5.9	3.7	4.2	3.3	3.3
每股资料（元）					
每股收益	-1.38	0.04	0.80	0.36	0.33
每股经营现金	-0.23	1.94	1.37	1.64	1.31
每股净资产	5.54	5.67	6.46	6.59	6.80
每股股利	0.00	0.00	0.24	0.11	0.10
估值比率					
PE	-5.0	194.1	8.6	18.8	21.0
EV/EBITDA	-16.2	13.1	5.3	7.7	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014 年 3 月年加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015 年 7 月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获 2007~2015 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015 年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。