

# 恒源煤电 (600971.SH)

## 第2季度环比增长19%，吨煤净利约125元

### ● 上半年净利润6.3亿元，第2季度环比增长19%

公司17年上半年权益净利润6.3亿元，同比增长1012%，折合每股收益0.63元。实现营业收入32.8亿元，同比增长77%。第2季度权益净利润为3.4亿元，环比增长19%。其中第1、2季度EPS分别为0.29元、0.34元。

### ● 第2季度商品煤产销量环比增长8%和15%，吨煤净利约125元

上半年：根据公司经营数据公告，商品煤产销量分别为528和486万吨，同比均下降约11%。根据我们测算，公司吨煤收入和吨煤成本分别为621元和419元，同比上涨102%和69%，吨煤净利约120元。

第2季度：公司商品煤产销量分别为274万吨和260万吨，环比1季度分别增长8%和15%，公司吨煤收入和成本分别为589元和394元，环比分别下降10%和12%，吨煤净利约125元。

### ● 公司煤炭产能约1300万吨，电力业务上半年权益净利同比下降41%

根据公司公告，公司现有七座矿井，总产能约1325万吨。其中钱营孜煤矿入选先进产能煤矿，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（140万吨），18年计划关闭卧龙湖矿（90万吨），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。

公司目前参控股3个电厂，17年上半年合计权益净利润629万元，同比下降41%。分别持有新源热电82%股权和恒力电业25%股权，17年上半年权益净利润分别为604万元和25万元，同比增长25.5%和减少95.7%。同时持有钱营孜电厂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，上半年公司对钱营孜电厂追加投资3360万元。

### ● 预计17-19年EPS分别为1.06元、1.08元和1.08元

公司煤炭产品种类齐全，针对市场变化，不断优化调整产品结构，预计公司盈利有望维持高位。同时，随着长期亏损的刘桥一矿和卧龙湖矿关闭，预计吨煤开采成本也将有所下降。目前公司估值仍较低，预计17年PE约11倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：下游需求低于预期，煤价超预期下跌；

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,966.26	4,625.61	5,657.06	5,154.23	4,700.42
增长率(%)	-38.46%	16.62%	22.30%	-8.89%	-8.80%
EBITDA(百万元)	-472.67	1,629.03	2,393.03	2,469.36	2,524.70
净利润(百万元)	-1,383.29	35.29	1,058.13	1,079.93	1,083.63
增长率(%)	-8,982.73%	102.55%	2,898.68%	2.06%	0.34%
EPS(元/股)	-1.383	0.035	1.058	1.080	1.084
市盈率(P/E)		177.69	11.24	11.01	10.97
市净率(P/B)	1.14	1.11	1.67	1.37	1.28
EV/EBITDA	-17.03	4.38	5.29	4.69	4.14

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格 11.89元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-21

### 相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

恒源煤电(600971.SH)：预 2017-07-17

告第2季度盈利3.4亿元，环比增长19%

恒源煤电(600971.SH)：1 2017-04-13

季度业绩超预期，单季度盈利高达2.9亿

恒源煤电(600971.SH)：上 2016-07-21

半年毛利扭亏，吨煤成本同比下降29%

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

## 17年上半年净利润 6.3 亿元，第 2 季度环比增长 19%

公司17年上半年权益净利润6.3亿元，同比增长1012%，折合每股收益0.63元。实现营业收入32.8亿元，同比增长77%。第2季度权益净利润为3.4亿元，环比增长19%。其中第1、2季度EPS分别为0.29元、0.34元。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016H1	2017H1	H1 同比	Q2 环比
营业收入	9.8	8.8	15.9	16.9	18.5	32.8	77.1%	6.1%
营业成本	8.1	6.7	10.3	10.9	14.7	21.2	43.6%	5.9%
毛利率	17.3%	24.1%	35.5%	35.6%	20.5%	35.5%	15.0%	0.2%
管理费用	1.0	0.5	1.5	1.5	1.6	3.1	94.9%	2.1%
销售费用	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	-2.1%	12.4%
财务费用	0.4	0.7	0.5	0.4	1.1	0.9	-18.4%	-29.2%
期间费用率	16.5%	16.3%	13.9%	12.5%	16.4%	13.2%	-3.2%	-1.4%
营业利润	-0.2	0.5	2.9	3.5	0.4	6.4	1657.6%	19.1%
净经营现金流	5.5	6.1	2.7	6.2	11.5	8.9	-23.0%	135.1%
销售商品现金/收入	109.9%	172.9%	87.9%	118.4%	139.7%	103.6%	-36.1%	30.5%
EPS	0.00	0.05	0.29	0.34	0.06	0.63	1011.7%	19.5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 第 2 季度商品煤产销量环比增长 8%和 15%，吨煤净利约 125 元

上半年: 根据公司经营数据公告，商品煤产销量分别为528万吨和486万吨，同比均下降约11%。根据我们测算，公司吨煤收入和吨煤成本分别为621元和419元，同比增长102%和69%，吨煤净利约120元。

第2季度: 公司商品煤产销量分别为274万吨和260万吨，环比1季度分别增长8%和15%。公司吨煤收入和成本分别为589元和394元，环比分别下降10%和12%，吨煤净利约125元。

表 2: 公司产销数据概览

	16Q1	16Q2	17Q1	17Q2	16H1	17H1	17H1 同比	17Q2 环比
原煤产量 (万吨)	349	320	321	321	669	642	-3.9%	-0.1%
商品煤产量 (万吨)	306	284	254	274	590	528	-10.5%	8.0%
商品煤销量 (万吨)	295	250	226	260	545	486	-10.7%	15.1%
煤炭销售收入 (亿元)	8.7	7.7	14.9	15.3	16.4	30.2	80.4%	3.2%
煤炭销售成本 (亿元)	7.8	6.3	10.2	10.2	14.1	20.4	51.1%	1.0%
煤炭销售毛利 (亿元)	0.9	1.0	4.7	4.6	1.9	9.3	186.6%	-3.3%
吨煤销售收入 (元)	296	307	657	589	301	621	102.0%	-10.4%
吨煤销售成本 (元)	266	251	449	394	259	419	69.2%	-12.3%
吨煤销售毛利 (元)	30	57	208	195	42	201	239.2%	-6.2%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 公司煤炭产能约 1300 万吨，电力业务上半年权益净利 同比下降 41%

根据公司公告，公司现有七座矿井，总产能约1325万吨。其中钱营孜煤矿入选先进产能煤矿，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（140万吨），18年计划关闭卧龙湖矿（90万吨），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。

公司目前参控股3个电厂，17年上半年合计权益净利润629万元，同比下降41%。公司持有新源热电82%股权和恒力电业25%股权，17年上半年净利润分别为604万元和25万元，同比增长26%和减少96%。同时持有钱营孜电厂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，上半年公司对钱营孜电厂追加投资3360万元。

表 3: 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
<b>合计</b>		<b>117672</b>	<b>55658</b>	<b>1325</b>

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 预计 17-19 年 EPS 分别为 1.06 元、1.08 元和 1.08 元

公司煤炭产品种类齐全，针对市场变化，不断优化调整产品结构，预计公司盈利有望维持高位。同时，随着长期亏损的刘桥一矿和卧龙湖矿关闭，预计吨煤开采成本也将有所下降。目前公司估值仍较低，预计17年PE约11倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

下游需求低于预期，煤价超预期下跌。

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3578	5494	6249	7048	7929	<b>经营活动现金流</b>	-230	1938	1595	2619	2670
货币资金	1275	3210	3313	4383	5509	净利润	-1375	40	1063	1085	1088
应收及预付	2007	2054	2673	2434	2218	折旧摊销	789	727	866	941	1017
存货	243	217	250	218	190	营运资金变动	134	247	-531	402	380
其他流动资产	54	13	13	13	13	其它	221	924	197	191	185
<b>非流动资产</b>	9394	8053	8877	9757	9638	<b>投资活动现金流</b>	-361	-227	-865	-914	-909
长期股权投资	217	433	433	433	433	资本支出	-526	-97	-865	-914	-909
固定资产	5278	4306	5306	6306	6306	投资变动	166	-94	0	0	0
在建工程	816	683	550	417	284	其他	0	-36	0	0	0
无形资产	2437	2223	2217	2211	2206	<b>筹资活动现金流</b>	903	302	-627	-635	-636
其他长期资产	646	407	371	389	409	银行借款	2393	2130	0	0	0
<b>资产总计</b>	12973	13546	15126	16805	17568	债券融资	-771	-1093	0	0	0
<b>流动负债</b>	4610	5062	5183	5313	5450	股权融资	3	2	0	0	0
短期借款	1877	2457	2457	2457	2457	其他	-722	-737	-627	-635	-636
应付及预收	2511	2480	2604	2734	2870	<b>现金净增加额</b>	312	2013	103	1071	1125
其他流动负债	223	125	123	123	123	<b>期初现金余额</b>	986	1275	3210	3313	4383
<b>非流动负债</b>	2639	2693	2693	2693	2693	<b>期末现金余额</b>	1298	3288	3313	4383	5509
长期借款	934	1491	1491	1491	1491						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1705	1202	1202	1202	1202						
<b>负债合计</b>	7249	7754	7876	8006	8142						
股本	1000	1000	1000	1000	1000						
资本公积	2104	2104	2104	2104	2104						
留存收益	2126	2161	2849	3551	4256						
归属母公司股东权	5536	5668	7122	8665	9286						
少数股东权益	188	124	129	134	139						
<b>负债和股东权益</b>	12973	13546	15126	16805	17568						

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-38.5	16.6	22.3	-8.9	-8.8
营业利润增长	-7,423.	100.1	72,257.	1.8	-0.1
归属母公司净利润增长	-8,982.	102.6	2,898.7	2.1	0.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	-11.9	32.1	39.6	42.3	44.7
净利率	-34.7	0.9	18.8	21.0	23.2
ROE	-25.0	0.6	14.9	12.5	11.7
ROIC	-17.4	12.7	16.1	15.2	16.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.9	57.2	52.1	47.6	46.3
净负债比率	0.3	0.1	0.1	-	-0.2
流动比率	0.78	1.09	1.21	1.33	1.46
速动比率	0.71	1.03	1.15	1.28	1.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.30	0.35	0.39	0.32	0.27
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.38	0.04	1.06	1.08	1.08
每股经营现金流	-0.23	1.94	1.59	2.62	2.67
每股净资产	5.54	5.67	7.12	8.66	9.29
<b>估值比率</b>					
P/E	-4.5	177.7	11.2	11.0	11.0
P/B	1.1	1.1	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	-17.0	4.4	5.3	4.7	4.1

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3966	4626	5657	5154	4700
营业成本	4438	3139	3415	2975	2598
营业税金及附加	81	152	186	170	155
销售费用	74	69	84	77	70
管理费用	635	363	444	405	369
财务费用	173	197	241	219	200
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
<b>营业利润</b>	-1465	2	1280	1303	1302
营业外收入	107	50	55	60	66
营业外支出	12	6	7	7	8
<b>利润总额</b>	-1370	46	1329	1356	1361
所得税	5	6	266	271	272
<b>净利润</b>	-1375	40	1063	1085	1088
少数股东损益	8	5	5	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	-1383	35	1058	1080	1084
EBITDA	-473	1629	2393	2469	2525
EPS(元)	-1.38	0.04	1.06	1.08	1.08

## 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，2014年-2016年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014年-2016年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 姚遥：高级分析师，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，2015-2016年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。