

评级：增持(维持)
分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

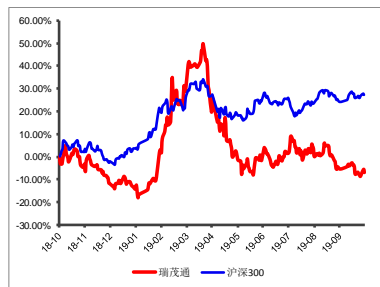
研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,016.5
流通股本(百万股)	1,016.5
市价(元)	7.44
市值(百万元)	7,562.6
流通市值(百万元)	7,562.6

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37,497	38,096	36,250	38,030	39,917
增长率 yoy%	76.60%	1.60%	-4.85%	4.91%	4.96%
净利润	715	475	500	614	724
增长率 yoy%	34.69%	-33.51%	5.15%	22.71%	17.95%
每股收益(元)	0.70	0.47	0.49	0.60	0.71
每股现金流量	-2.03	3.87	-2.05	3.27	-1.98
净资产收益率	13.67%	8.33%	8.19%	9.21%	9.90%
P/E	10.49	15.78	15.00	12.23	10.37
PEG	-2.12	1.05	-8.74	-2.47	0.69
P/B	1.43	1.31	1.23	1.13	1.03

备注：

投资要点

- **公司披露 2019 年度三季报：**实现营业收入 259.1 亿元 (-8.3%)，归属于上市公司股东净利润 3.6 亿元 (-4.1%)，扣非后归母净利润为 1.1 亿元 (-74%)。每股收益为 0.36 元 (-4.1%)，加权平均 ROE 为 6.2%(同比减少 0.83 个 pct)。
- **业务有所调整，前三季度销售收入下降，但毛利率水平有所提升**
- 今年以来，煤价有所下滑，叠加公司持续执行收缩非煤大宗贸易和供应链金融业务的战略，这造成公司收入有所下降。截至 2019 三季度末，公司应收保理款余额为 42.3 亿元，较期初余额 68.9 亿元，同比下降 38.6%，前三季度公司实现营业收入 259.1 亿元 (-8.3%)。公司聚焦煤炭业务，今年加大了国际煤炭及煤焦业务规模，虽然收入下降，但盈利能力有所提升，前三季度毛利率从上年同期的 6.96% 提升至 8.26%，同时公司先后和陕煤、晋煤成立合资公司加大资源开拓能力，煤炭贸易业务有望继续做大做强。
- **前三季度公司期间费用率有所上涨，净利率同比持平**
- 前三季度，公司销售费用 13.8 亿元 (+89.2%)，管理费用 2.4 亿元 (+33.4%)，财务费用 4.2 亿元 (-27.7%)。销售费用增加系报告期内国际煤炭及煤焦业务规模增加所致，管理费用增加系报告期内大幅增加人员招聘所致，财务费用下降系报告期内融资规模较去年同期有所下降所致。前三季度三项期间费用率为 7.9%，较上年同期增加 2.6 个百分点。虽然公司毛利率上升但是期间费用率也上升，净利率率基本和上年同期持平，皆为 1.4%。
- **公司资金管理效率和偿债能力实现一定优化**
- 报告期内，公司重点提升煤炭供应链资金管理效率，经营活动产生的现金流量净额 52.6 亿元，同比增长 72%，经营活动产生的现金流量净额/负债为 0.34，同比增加 0.14 个百分点，已获利息倍数 (EBIT/利息费用) 为 1.97，同比增加 0.22 个百分点，公司资金管理效率和偿债能力实现一定优化。
- **盈利预测与估值**
- 基于公司短期业务调整和前三季度业绩表现，我们对盈利预测进行调整，预计公司 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 5.0/6.14/7.24 亿元 (前述为 6.2/7.6/8.9)，同比分别 +5.2%、+22.7%、+18.0%，折合 eps 分别为 0.49/0.60/0.71 元/股，当前 7.44 元股价对应 PE 分别为 15/12/10 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济低迷；利率市场偏紧。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	37,497	38,096	36,250	38,030	39,917
增长率	76.6%	1.6%	-4.8%	4.9%	5.0%
营业成本	-34,710	-35,098	-33,322	-34,931	-36,632
% 销售收入	92.6%	92.1%	91.9%	91.8%	91.8%
毛利	2,787	2,997	2,927	3,100	3,285
% 销售收入	7.4%	7.9%	8.1%	8.2%	8.2%
营业税金及附加	-38	-42	-36	-38	-40
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-1,222	-1,635	-1,522	-1,597	-1,677
% 销售收入	3.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-251	-278	-254	-266	-279
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	1,277	1,043	1,115	1,198	1,289
% 销售收入	3.4%	2.7%	3.1%	3.2%	3.2%
财务费用	-625	-680	-646	-614	-583
% 销售收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%
资产减值损失	-83	30	20	20	20
公允价值变动收益	-144	93	0	0	0
投资收益	252	115	150	180	200
% 税前利润	37.2%	19.6%	24.0%	23.3%	21.9%
营业利润	677	600	638	784	926
营业利润率	1.8%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%
营业外收支	2	-13	-13	-13	-13
税前利润	679	587	625	771	913
利润率	1.8%	1.5%	1.7%	2.0%	2.3%
所得税	-201	-73	-85	-117	-148
所得税率	29.5%	12.5%	13.6%	15.2%	16.3%
净利润	715	476	500	614	724
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	715	475	500	614	724
净利率	1.9%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	715	476	500	614	724
加: 折旧和摊销	12	12	11	13	8
资产减值准备	-83	30	0	0	0
公允价值变动损失	144	-93	0	0	0
财务费用	636	509	646	614	583
投资收益	-252	-115	-150	-180	-200
少数股东损益	0	1	1	1	1
营运资金的变动	-4,873	4,522	-3,091	2,266	-3,130
经营活动现金净流	-2,064	3,930	-2,083	3,327	-2,014
固定资本投资	6	0	-10	-10	-10
投资活动现金净流	774	-257	130	160	180
股利分配	-72	-72	-50	-61	-72
其他	1,269	-3,622	1,790	-2,822	1,727
筹资活动现金净流	1,197	-3,693	1,740	-2,884	1,655
现金净流量	-93	-20	-213	603	-180

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,310	4,395	4,182	4,785	4,605
应收款项	4,774	4,337	3,985	4,397	4,049
存货	1,429	959	1,217	972	1,232
其他流动资产	10,356	8,794	8,929	9,580	9,755
流动资产	19,869	18,485	18,314	19,735	19,642
% 总资产	93.9%	89.7%	89.6%	90.3%	90.1%
长期投资	1,222	2,043	2,093	2,143	2,193
固定资产	14	14	16	18	25
% 总资产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	16	34	40	46	50
非流动资产	1,291	2,114	2,122	2,132	2,147
% 总资产	6.1%	10.3%	10.4%	9.7%	9.9%
资产总计	21,160	20,599	20,436	21,867	21,789
短期借款	3,604	4,072	6,636	4,500	6,879
应付款项	7,077	8,702	5,681	8,794	5,780
其他流动负债	1,903	1,140	1,084	1,031	980
流动负债	12,583	13,915	13,401	14,325	13,639
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,342	973	924	878	834
负债	15,926	14,888	14,325	15,203	14,473
普通股股东权益	5,231	5,708	6,107	6,659	7,310
少数股东权益	3	4	4	5	6
负债股东权益合计	21,160	20,599	20,436	21,867	21,789

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.70	0.47	0.49	0.60	0.71
每股净资产 (元)	5.15	5.62	6.01	6.55	7.19
每股经营现金净流 (元)	-2.03	3.87	-2.05	3.27	-1.98
每股股利 (元)	0.07	0.07	0.05	0.06	0.07
回报率					
净资产收益率	13.67%	8.33%	8.19%	9.21%	9.90%
总资产收益率	3.38%	2.31%	2.45%	2.81%	3.32%
投入资本收益率	14.25%	11.24%	16.03%	11.71%	16.30%
增长率					
营业总收入增长率	76.60%	1.60%	-4.85%	4.91%	4.96%
EBIT 增长率	29.56%	-16.79%	1.94%	9.11%	8.17%
净利润增长率	34.69%	-33.51%	5.15%	22.71%	17.95%
总资产增长率	29.22%	-2.65%	-0.79%	7.00%	-0.36%
资产管理能力					
应收账款周转天数	37.5	41.9	40.2	38.6	37.1
存货周转天数	8.7	11.3	10.8	10.4	9.9
应付账款周转天数	21.6	34.1	32.7	31.4	30.2
固定资产周转天数	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
偿债能力					
净负债/股东权益	68.80%	24.88%	54.08%	19.15%	42.73%
EBIT 利息保障倍数	2.3	1.8	1.9	2.2	2.5
资产负债率	75.26%	72.27%	70.10%	69.52%	66.42%

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。