

产能结构改善，外资持仓占比提升

——恒源煤电(600971.SH) 2019 年报点评

公司简报

◆**事件：公司发布 2019 年报。**公司 2019 年实现营业收入 60.0 亿元，同比增长 1.6%；实现归母净利润 11.3 亿元，同比下降 7.5%；实现扣非归母净利润 11.4 亿元，同比增长 11.3%。公司拟向全体股东派发现金股利 0.35 元/股，合计分红 4.2 亿元分红比例 37%。以 2020 年 4 月 24 收盘价测算，股息率为 7.5%。

◆**产能结构改善带动吨煤毛利提升。**2019 年公司煤炭销售量 837 万吨，商品煤产量 867 万吨，同比增速分别为-5.7%/-3.2%。公司煤炭销售收入精煤为主、混煤为辅，从吨煤售价来看，精煤价格比混煤高 700 元/吨。2019 年洗精煤产量同比增长 10.4%，从而提升公司商品煤综合售价 44 元/吨。由于精煤加工成本较高，2019 年吨煤生产成本上升 25 元。考虑成本上升因素，精煤占比提升后吨煤毛利上升 19 元。

◆**安徽毗邻华东消费市场，公司外延空间广阔。**我国煤炭资源呈供需逆向分布特征，供给侧改革加大了运输压力。安徽省作为华东地区主要煤炭资源地，具有显著区位优势。近年来随着“皖电东送”的推进，安徽省供需缺口逐渐扩大，煤炭价格显示出较强韧性。皖北煤电集团省外煤矿产能超过 2100 万吨/年，公司具有优先认购权，外延空间广阔。

◆**外资持仓占比 8.5%，位居煤炭板块首位。**4 月 24 日，煤炭板块外资持仓占比前三位分别是恒源煤电、兖州煤业、陕西煤业，比例分别为 8.5%/5.5%/5.2%。2020 年以来疫情对世界经济造成了剧烈冲击，为了对冲经济下行压力，各国经济体纷纷进入新一轮宽松周期，利率持续下行。在全社会回报率边际下行的预期下，经营波动较小、现金流稳定、分红率稳定、股息率较高的“类债券”股票对外资的吸引力在加强。与其他煤炭企业相比，公司当前分红率较低但股息率较高。随着资本开支下行，分红率具有进一步提升空间。

◆**盈利预测和投资建议：**受疫情影响部分矿井煤炭产量同比下滑，宏观需求不足可能对销售造成压力，我们下调 20-21 年 eps 为 0.94/0.98 元（之前为 1.04/1.07 元），新增 2022 年 eps 为 1.01 元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**控股股东资产注入进度不及预期；实际分红率难以准确预测；疫情可能导致下游需求大幅下降。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,900	6,002	5,934	6,020	6,087
营业收入增长率	-9.73%	1.72%	-1.13%	1.45%	1.10%
净利润(百万元)	1,221	1,128	1,125	1,172	1,211
净利润增长率	10.50%	-7.59%	-0.25%	4.14%	3.33%
EPS(元)	1.22	0.94	0.94	0.98	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.59%	12.94%	11.94%	11.51%	11.10%
P/E	3.8	5.0	5.0	4.8	4.6
P/B	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 24 日

买入(维持)

当前价：4.67 元

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiangc@ebscn.com

市场数据

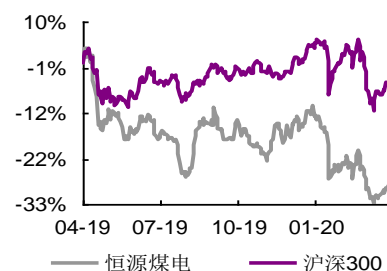
总股本(亿股)：12.00

总市值(亿元)：56.04

一年最低/最高(元)：4.47/6.40

近 3 月换手率：45.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.15	-8.98	-24.13
绝对	1.53	-14.15	-26.50

资料来源：Wind

相关研报

偏安一隅，外资缘何情有独钟？——恒源煤电(600971.SH)投资价值分析报告
..... 2020-03-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,900	6,002	5,934	6,020	6,087
营业成本	3,197	3,328	3,317	3,365	3,403
折旧和摊销	626	667	661	701	746
税金及附加	167	155	154	157	158
销售费用	98	102	101	102	103
管理费用	565	644	637	646	653
研发费用	372	258	255	258	261
财务费用	114	95	41	16	-15
投资收益	10	-3	0	0	0
营业利润	1,391	1,414	1,460	1,517	1,566
利润总额	1,611	1,383	1,451	1,508	1,557
所得税	388	257	276	287	296
净利润	1,223	1,126	1,175	1,222	1,261
少数股东损益	2	-2	50	50	50
归属母公司净利润	1,221	1,128	1,125	1,172	1,211
EPS(按最新股本计)	1.22	0.94	0.94	0.98	1.01

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,377	2,249	2,204	2,050	2,125
净利润	1,221	1,128	1,125	1,172	1,211
折旧摊销	626	667	661	701	746
净营运资金增加	-726	-107	-330	-33	-73
其他	1,256	561	747	210	241
投资活动产生现金流	-418	-1,079	-1,060	-1,075	-1,050
净资本支出	-511	-1,100	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	549	546	0	0	0
其他资产变化	-457	-525	-10	-25	0
融资活动现金流	-1,201	-915	-818	-893	-1,012
股本变化	0	200	0	0	0
债务净变化	-656	-229	-357	-466	-539
无息负债变化	-50	333	-85	22	34
净现金流	757	256	327	82	63

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	45.8%	44.6%	44.1%	44.1%	44.1%
EBITDA 率	35.9%	36.5%	36.6%	37.1%	37.7%
EBIT 率	25.3%	25.3%	25.5%	25.5%	25.5%
税前净利润率	27.3%	23.0%	24.5%	25.1%	25.6%
归母净利润率	20.7%	18.8%	19.0%	19.5%	19.9%
ROA	8.5%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%
ROE(摊薄)	15.6%	12.9%	11.9%	11.5%	11.1%
经营性 ROIC	10.6%	11.2%	11.0%	10.9%	10.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	43%	39%	36%	32%
流动比率	1.50	1.62	1.78	1.98	2.27
速动比率	1.44	1.55	1.73	1.92	2.20
归母权益/有息债务	2.94	3.58	4.54	6.32	10.17
有形资产/有息债务	4.59	5.25	6.33	8.38	12.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	14,451	15,423	15,736	16,103	16,370
货币资金	4,971	5,310	5,637	5,719	5,782
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	159	162	107	108	110
应收票据	1,817	1,557	1,305	1,204	1,096
其他应收款(合计)	141	61	59	60	61
存货	271	333	232	236	238
其他流动资产	25	294	292	294	296
流动资产合计	7,427	7,749	7,736	7,725	7,686
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	549	546	546	546	546
固定资产	3,419	3,563	3,553	3,578	3,615
在建工程	762	900	1,200	1,425	1,594
无形资产	2,024	2,529	2,528	2,527	2,526
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	51	10	10	10	10
非流动资产合计	7,024	7,673	8,000	8,378	8,684
总负债	6,499	6,603	6,161	5,717	5,212
短期借款	835	994	1,057	591	53
应付账款	746	779	895	841	851
应付票据	3	143	365	370	374
预收账款	283	276	297	301	304
其他流动负债	0	-280	-280	-280	-280
流动负债合计	4,955	4,780	4,338	3,894	3,389
长期借款	788	920	920	920	920
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	280	280	280	280
非流动负债合计	1,544	1,823	1,823	1,823	1,823
股东权益	7,953	8,820	9,575	10,386	11,158
股本	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
公积金	2,617	2,463	2,463	2,463	2,463
未分配利润	3,614	4,241	4,946	5,706	6,429
归属母公司权益	7,829	8,718	9,424	10,184	10,906
少数股东权益	124	101	151	201	251

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.66%	1.69%	1.69%	1.69%	1.69%
管理费用率	9.57%	10.73%	10.73%	10.73%	10.73%
财务费用率	1.94%	1.59%	0.69%	0.27%	-0.25%
研发费用率	6.31%	4.29%	4.29%	4.29%	4.29%
所得税率	24%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.41	0.35	0.34	0.41	0.42
每股经营现金流	2.38	1.87	1.84	1.71	1.77
每股净资产	7.83	7.27	7.85	8.49	9.09
每股销售收入	5.90	5.00	4.94	5.02	5.07

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	4	5	5	5	5
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.6	3.7	3.4	3.1	2.9
股息率	8.8%	7.5%	7.3%	8.7%	9.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼