

2021年06月09日

恒源煤电 (600971.SH)

拟收购股权进军新材料行业，煤炭主业有望量价齐升

■事件：2021年6月9日公司发布公告称，公司拟以自有资金人民币30732.5万元，收购安徽省恒泰新材料有限公司（“恒泰新材料”）100%股权。

点评

■收购股权进入以石膏开采开发为主的新材料行业：公司拟以自有资金人民币3.07亿元，收购恒泰新材料100%股权，对应7.76xPE(2020)。据公告恒泰新材料石膏资源储量可靠，保有资源量较大，且有一定的增储潜力，随着经济快速发展以及新基建、城镇化基础设施建设深入推进，市场对石膏、石材及其深加工产品等非金属矿产品的需求将持续上升，通过并购该项目有利于公司进入非煤矿山，对煤业形成优势互补。此次交易有利于公司进入以石膏开采开发为主的新材料行业，开展新业务，开拓新市场，提升公司的经营业绩和整体竞争力。

■生产不利因素有望消退，产量有望回升：公司下辖生产矿井5对，核定总产能1095万吨/年，2020年公司商品煤产/销量分别为716.65/866.84万吨（同比分别变动-17.33%/-12.48%），主要产量下滑主要由于疫情影响以及所属部分矿井工作面过断层影响，预计矿井工作面断层影响减弱后，公司产量将有所回升，据公告，2021年公司计划生产原煤1075万吨，较2020年实际值增长94万吨。

■煤炭行业景气回升，公司业绩弹性有望释放：据Wind数据，年初至今宿州Q5000动力煤均价为690元/吨，同比上涨33%。我们预计2021年煤炭行业仍处于供给紧平衡状态，煤炭价格中枢有望持抬升。公司毗邻煤炭消费地，区位优势明显，公司有在煤价上行周期中释放业绩弹性。

■投资建议：我们预计公司2021年-2023年的净利润分别为，14.60亿元、17.56亿元、19.45亿元，给予增持-A的投资评级，6个月目标价为7.32元。

■风险提示：宏观经济下滑，影响煤炭价格；公司成本控制出现波动。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	6,002.0	5,209.8	6,291.3	6,787.7	7,393.9
净利润	1,128.1	772.8	1,459.5	1,755.7	1,945.3
每股收益(元)	0.94	0.64	1.22	1.46	1.62
每股净资产(元)	7.27	7.69	7.61	9.07	10.20

公司快报

证券研究报告

动力煤

投资评级 增持-A

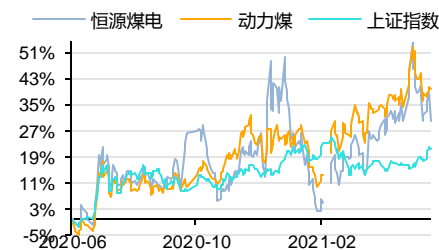
首次评级

6个月目标价：7.32元
股价(2021-05-28) 6.02元

交易数据

总市值(百万元)	7,224.03
流通市值(百万元)	7,224.03
总股本(百万股)	1,200.00
流通股本(百万股)	1,200.00
12个月价格区间	4.56/7.14元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.15	12.34	7.02
绝对收益	-3.83	17.58	29.59

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

李航

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521010002
lihang@essence.com.cn

相关报告

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	7.0	10.2	5.4	4.5	4.1
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6
净利润率	18.8%	14.8%	23.2%	25.9%	26.3%
净资产收益率	12.9%	8.4%	16.0%	16.1%	15.9%
股息收益率	5.3%	5.0%	7.4%	0.0%	7.5%
ROIC	22.9%	14.7%	26.7%	34.0%	42.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,002.0	5,209.8	6,291.3	6,787.7	7,393.9	成长性					
减:营业成本	3,327.8	3,247.6	3,406.1	3,478.0	3,788.6	营业收入增长率	1.7%	-13.2%	20.8%	7.9%	8.9%
营业税费	154.9	131.5	157.9	171.7	187.1	营业利润增长率	1.6%	-33.1%	86.0%	19.4%	10.0%
销售费用	101.7	89.2	109.5	116.1	126.4	净利润增长率	-7.6%	-31.5%	88.8%	20.3%	10.8%
管理费用	644.2	649.2	809.7	880.4	1,010.7	EBITDA 增长率	-2.4%	-28.5%	42.0%	13.5%	5.0%
财务费用	95.2	72.2	86.2	78.7	7.4	EBIT 增长率	-5.3%	-36.0%	62.9%	18.1%	6.4%
资产减值损失	-1.4	-2.2	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	7.6%	-30.5%	81.3%	18.8%	7.0%
加:公允价值变动收益	-	-	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	8.1%	-0.1%	-6.9%	-14.2%	-72.9%
投资和汇兑收益	-3.3	39.1	40.0	40.0	40.0	净资产增长率	10.9%	5.8%	-1.1%	19.0%	12.3%
营业利润	1,414.1	946.2	1,760.0	2,100.8	2,311.6	利润率					
加:营业外净收支	-31.3	-26.6	-23.0	-23.0	-23.0	毛利率	44.6%	37.7%	45.9%	48.8%	48.8%
利润总额	1,382.8	919.6	1,737.0	2,077.8	2,288.6	营业利润率	23.6%	18.2%	28.0%	30.9%	31.3%
减:所得税	256.6	148.7	280.9	325.6	347.2	净利润率	18.8%	14.8%	23.2%	25.9%	26.3%
净利润	1,128.1	772.8	1,459.5	1,755.7	1,945.3	EBITDA/营业收入	40.6%	33.5%	39.4%	41.4%	39.9%
						EBIT/营业收入	29.5%	21.8%	29.3%	32.1%	31.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	209	236	172	130	93
						流动营业资本周转天数	-44	-58	-38	-23	-80
货币资金	5,310.4	5,513.3	5,033.1	6,596.3	11,277.2	流动资产周转天数	455	544	462	466	530
交易性金融资产	-	-	0.1	0.0	0.0	应收账款周转天数	16	15	13	12	11
应收账款	223.1	207.8	246.6	205.9	245.9	存货周转天数	18	22	20	20	20
应收票据	1,557.0	1,590.1	2,219.7	1,928.4	2.2	总资产周转天数	896	1,075	880	809	804
预付账款	32.7	32.1	28.4	31.5	52.7	投资资本周转天数	335	401	321	266	143
存货	332.5	302.6	397.5	356.0	485.9	投资回报率					
其他流动资产	293.5	359.8	226.0	293.1	293.0	ROE	12.9%	8.4%	16.0%	16.1%	15.9%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	4.9%	9.7%	11.3%	11.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	22.9%	14.7%	26.7%	34.0%	42.5%
长期股权投资	546.2	773.3	773.3	773.3	773.3	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
固定资产	3,563.1	3,281.9	2,732.8	2,183.7	1,634.6	管理费用率	10.7%	12.5%	12.9%	13.0%	13.7%
在建工程	900.4	1,059.6	1,059.6	1,059.6	1,059.6	财务费用率	1.6%	1.4%	1.4%	1.2%	0.1%
无形资产	2,529.3	2,447.3	2,366.7	2,286.0	2,205.4	三费/营业收入	14.0%	15.6%	16.0%	15.8%	15.5%
其他非流动资产	134.3	117.0	173.8	141.7	144.2	偿债能力					
资产总额	15,422.8	15,684.9	15,057.7	15,455.7	17,574.1	资产负债率	42.8%	40.5%	38.7%	29.0%	29.8%
短期债务	994.2	1,171.5	825.9	-	-	负债权益比	74.9%	68.2%	63.2%	40.8%	42.5%
应付账款	2,300.4	2,009.4	2,342.9	2,081.9	2,717.0	流动比率	1.62	1.74	1.64	2.63	2.84
应付票据	142.8	87.7	158.3	112.2	203.5	速动比率	1.55	1.67	1.56	2.53	2.73
其他流动负债	1,342.6	1,337.8	1,643.6	1,388.2	1,433.8	利息保障倍数	18.60	15.70	21.42	27.69	313.38
长期借款	920.0	834.0	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	903.0	917.1	858.8	893.0	889.6	DPS(元)	0.35	0.33	0.49	-	0.49
负债总额	6,603.0	6,357.4	5,829.5	4,475.3	5,243.9	分红比率	37.2%	51.2%	40.0%	0.0%	30.4%
少数股东权益	101.4	99.5	96.2	92.7	88.8	股息收益率	5.3%	5.0%	7.4%	0.0%	7.5%
股本	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0						
留存收益	6,703.6	7,056.4	7,932.1	9,687.8	11,041.4						
股东权益	8,819.8	9,327.5	9,228.2	10,980.4	12,330.2						

现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	1,126.2	770.9	1,459.5	1,755.7	1,945.3	EPS(元)	0.94	0.64	1.22	1.46	1.62
加:折旧和摊销	667.0	609.4	629.7	629.7	629.7	BVPS(元)	7.27	7.69	7.61	9.07	10.20
资产减值准备	8.0	2.2	200.0	200.0	200.0	PE(X)	7.0	10.2	5.4	4.5	4.1
公允价值变动损失	-	-	0.1	-0.0	0.0	PB(X)	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6
财务费用	139.3	114.6	86.2	78.7	7.4	P/FCF	17.0	17.5	8.4	5.9	1.6
投资损失	3.3	-39.1	-40.0	-40.0	-40.0	P/S	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
少数股东损益	-1.9	-1.9	-3.3	-3.5	-3.9	EV/EBITDA	1.7	2.4	1.7	0.6	-1.0
营运资金的变动	-129.2	694.0	-482.1	-31.1	2,543.9	CAGR(%)	15.9%	36.1%	6.0%	15.9%	36.1%
经营活动产生现金流量	2,249.4	1,666.3	1,850.0	2,589.5	5,282.5	PEG	0.4	0.3	0.9	0.3	0.1
投资活动产生现金流量	-1,078.7	-588.2	39.9	40.1	40.0	ROIC/WACC	2.4	1.5	2.8	3.5	4.4
融资活动产生现金流量	-914.9	-860.2	-2,370.1	-1,066.3	-641.6	REP	0.3	0.5	0.3	0.1	-0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰、李航声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034