

强烈推荐-A (维持)

阳泉煤业 600348.SH

当前股价: 7.09 元
2017年04月09日

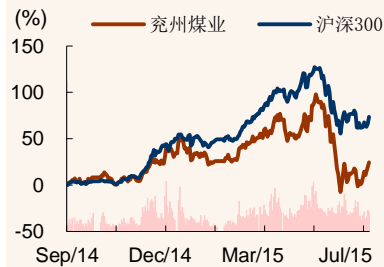
煤价上涨扭转公司盈利, 无烟煤龙头弹性大

基础数据

| | |
|------------|-------------|
| 上证综指 | 3287 |
| 总股本(万股) | 240500 |
| 已上市流通股(万股) | 240500 |
| 总市值(亿元) | 171 |
| 流通市值(亿元) | 171 |
| 每股净资产(MRQ) | 5.6 |
| ROE(TTM) | 3.2 |
| 资产负债率 | 66.4% |
| 主要股东 | 阳泉煤业(集团)有限责 |
| 主要股东持股比例 | 58.34% |

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -3 | 4 | 1 |
| 相对表现 | -5 | -4 | -9 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《阳泉煤业(600348)——受益煤价回暖, 全年预计微利》2017-01-11
- 2、《阳泉煤业(600348)——煤炭销量开始回升, 盈利改善可预期》2016-08-25
- 3、《阳泉煤业(600348)——煤炭产销量齐增, 降本提效显著》2016-04-11

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

2016年公司实现营业收入187亿, 同比增长10.9%, 实现归母净利润4.3亿元, 同比增长430.9%, EPS为0.18元/股, 同比增长500%。公司是行业无烟煤龙头, 背靠阳煤集团资源丰富, 业绩改善预期下的股价弹性较大。2017年公司计划煤炭产量3352万吨, 销量6469万吨, 预计全年实现营业收入256亿元, 控制煤炭销售成本在288元/吨左右。预计2017-2019年EPS分别为0.51、0.55、0.57元/股, 给予“强烈推荐-A”评级。

- **煤炭价格大幅上涨扭转公司经营局面。**公司公告实现营业收入187亿元, 同比增长10.9%, 实现归属母公司净利润4.3亿元, 同比增长430.9%, 每股收益0.18元/股, 较上年同期的0.03元/股增长500%。营业收入和利润大幅增长的主要原因是煤炭短期供不应求导致煤炭价格大幅上扬, 行业从整体亏损扭转为全面盈利。
- **原煤产量微降, 商品煤销量略有增长。**公司在产煤矿5座, 2016年公司完成原煤生产3250万吨, 同比降低2.1%。采购集团及其子公司原料煤1340万吨, 同比增长11.9%。全年销售煤炭6583万吨, 同比增长4.8%, 其中块煤、喷吹煤、洗末煤和煤泥分别为443万吨、309万吨、5612万吨和218万吨, 分别减少9%、减少38%、增长10%和增长18%。
- **综合售价小幅回升, 综合成本基本维持稳定。**公司综合售价259元/吨, 同比增长7.0%, 相比煤炭价格涨幅, 公司综合售价增幅较低。测算公司销售成本165元/吨, 同比微增1%, 测算公司本部煤炭单位生产成本约为139元/吨, 未来成本下降空间不大, 行业基本面改善情况下成本预期略有增长。
- **给予“强烈推荐-A”评级。**公司是行业无烟煤龙头, 背靠阳煤集团资源丰富, 业绩改善预期下的股价弹性较大。2017年公司计划煤炭产量3352万吨, 销量6469万吨, 预计全年实现营业收入256亿元, 控制煤炭销售成本在288元/吨左右。预计2017-2019年EPS分别为0.51、0.55、0.57元/股, 给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**煤炭价格低于预期

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 16864 | 18701 | 23564 | 24271 | 26778 |
| 同比增长 | -19% | 11% | 26% | 3% | 10% |
| 营业利润(百万元) | 193 | 1042 | 2783 | 3044 | 3136 |
| 同比增长 | -79% | 440% | 167% | 9% | 3% |
| 净利润(百万元) | 83 | 429 | 1215 | 1333 | 1375 |
| 同比增长 | -89% | 414% | 183% | 10% | 3% |
| 每股收益(元) | 0.03 | 0.18 | 0.51 | 0.55 | 0.57 |
| PB | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司煤矿和产量明细

| 万吨 | 权益占比 | 区位 | 煤质 | 地质储量 | 核定产能 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 增速 |
|-----|--------|-----|-----|---------|-------|-------|-------|-------|------|--------|
| 一矿 | 100% | 阳泉市 | 无烟煤 | 79,437 | 760 | 850 | 752 | 760 | 640 | -15.8% |
| 二矿 | 100% | 阳泉市 | 无烟煤 | 67,603 | 810 | 734 | 698 | 714 | 771 | 8.0% |
| 新景矿 | 100% | 阳泉市 | 无烟煤 | 90,280 | 750 | 758 | 646 | 590 | 606 | 2.7% |
| 平舒矿 | 56.31% | 寿阳县 | 贫瘦煤 | 12,337 | 350 | 335 | 326 | 269 | 265 | -1.5% |
| 开元矿 | 100% | 寿阳县 | 贫瘦煤 | 33,151 | 350 | 360 | 373 | 361 | 350 | -3.0% |
| 景福矿 | 70% | 寿阳县 | 贫瘦煤 | 7,056 | 90 | 20 | 0 | 0 | 0 | - |
| 合计 | | | | 289,864 | 3,110 | 3,057 | 2,795 | 2,694 | 2632 | -2.3% |

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 分产品经营数据

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 同比 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 营业收入 | 71,517 | 26,169 | 20,723 | 16,864 | 18,701 | 11% |
| 产品 | 29,094 | 24,605 | 19,088 | 15,362 | 17,234 | 12% |
| 煤炭 | 28,974 | 24,493 | 19,008 | 15,224 | 17,060 | 12% |
| 洗末煤 | 16,333 | 15,097 | 12,036 | 10,275 | 13,455 | 31% |
| 洗块煤 | 5,612 | 4,744 | 3,634 | 2,529 | 1,907 | -25% |
| 洗粉煤 | 6,394 | 4,126 | 3,058 | 2,217 | 1,474 | -34% |
| 煤泥 | 635 | 526 | 280 | 203 | 225 | 11% |
| 供电 | 96 | 83 | 63 | 109 | 134 | 23% |
| 供热 | 24 | 29 | 17 | 29 | 40 | 38% |
| 营业成本 | 65,366 | 21,896 | 17,158 | 13,713 | 14,231 | 4% |
| 产品 | 23,291 | 20,750 | 16,222 | 12,832 | 13,316 | 4% |
| 煤炭 | 23,212 | 20,679 | 16,165 | 12,759 | 13,230 | 4% |
| 洗末煤 | 16,138 | 14,957 | 11,747 | 9,592 | 10,718 | 12% |
| 洗块煤 | 3,163 | 2,801 | 2,142 | 1,440 | 1,406 | -2% |
| 洗粉煤 | 3,911 | 2,921 | 2,277 | 1,726 | 1,106 | -36% |
| 煤泥 | - | - | - | - | - | - |
| 供电 | 70 | 60 | 49 | 63 | 71 | 12% |
| 供热 | 9 | 11 | 8 | 10 | 15 | 48% |
| 毛利 | 6,151 | 4,274 | 3,565 | 3,151 | 4,470 | 42% |
| 产品 | 5,803 | 3,855 | 2,866 | 2,530 | 3,919 | 55% |
| 煤炭 | 5,761 | 3,814 | 2,843 | 2,465 | 3,605 | 46% |
| 洗末煤 | 195 | 140 | 289 | 682 | 2,736 | 301% |
| 洗块煤 | 2,449 | 1,943 | 1,492 | 1,089 | 501 | -54% |
| 洗粉煤 | 2,483 | 1,205 | 782 | 490 | 368 | -25% |
| 煤泥 | 635 | 526 | - | - | - | - |
| 供电 | 26 | 23 | 14 | 46 | 63 | 37% |
| 供热 | 15 | 18 | 9 | 19 | 25 | 32% |
| 毛利率(%) | 9 | 16 | 17 | 19 | 24 | 28% |
| 产品 | 20 | 16 | 15 | 16 | 23 | 38% |
| 煤炭 | 20 | 16 | 15 | 16 | 21 | 31% |
| 洗末煤 | 1 | 1 | 2 | 7 | 20 | 206% |
| 洗块煤 | 44 | 41 | 41 | 43 | 26 | -39% |
| 洗粉煤 | 39 | 29 | 26 | 22 | 25 | 13% |
| 煤泥 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 0% |
| 供电 | 27 | 28 | 23 | 42 | 47 | 12% |
| 供热 | 63 | 61 | 51 | 66 | 63 | -4% |

资料来源: wind、招商证券

表 3: 2016 年分煤矿经营数据

| 万吨 | 销量 | 收入(亿元) | 成本(亿元) | 利润(亿元) | 售价(元/吨) | 销售成本(元/吨) | 2015 售价 | 同比 | 2015 销售成本 | 同比 |
|-----|------|--------|--------|--------|---------|-----------|---------|-----|-----------|------|
| 一矿 | 686 | 18.36 | 11.88 | 4.9 | 268 | 172 | 255 | 5% | 156 | 10% |
| 二矿 | 841 | 23.49 | 15.83 | 5.92 | 279 | 188 | 295 | -5% | 185 | 2% |
| 新景矿 | 606 | 13.9 | 8.16 | 1.6 | 200 | 117 | 207 | -4% | 137 | -14% |
| 平舒矿 | 261 | 6.86 | 4.38 | 0.39 | 263 | 168 | 185 | 42% | 177 | -5% |
| 开元矿 | 345 | 8.05 | 5.37 | 1.2 | 234 | 156 | 191 | 22% | 147 | 6% |
| 合计 | 2739 | 70.66 | 45.62 | 14.01 | 258 | 167 | 247 | 5% | 165 | 1% |

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 分煤种销量情况

| 万吨 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 同比变化 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 煤炭销量 | 4538 | 5111 | 5653 | 5752 | 5481 | 6282 | 6583 | 5% |
| 洗块煤 | 520 | 597 | 609 | 580 | 556 | 485 | 443 | -9% |
| 喷粉煤 | 533 | 639 | 719 | 610 | 555 | 502 | 309 | -38% |
| 洗末煤 | 3325 | 3667 | 4095 | 4313 | 4174 | 5110 | 5612 | 10% |
| 煤泥 | 160 | 207 | 230 | 249 | 196 | 185 | 218 | 18% |

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 本部煤炭盈利测算

| 元/吨 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 同比 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 洗块煤价格 | 731 | 862 | 922 | 818 | 654 | 521 | 430 | -17% |
| 洗粉煤价格 | 836 | 1037 | 889 | 676 | 551 | 442 | 477 | 8% |
| 洗末煤价格 | 406 | 424 | 399 | 350 | 288 | 201 | 240 | 19% |
| 煤泥价格 | 287 | 334 | 276 | 211 | 143 | 110 | 103 | -6% |
| 综合销售价格 | 529 | 629 | 578 | 474 | 386 | 242 | 268 | 11% |

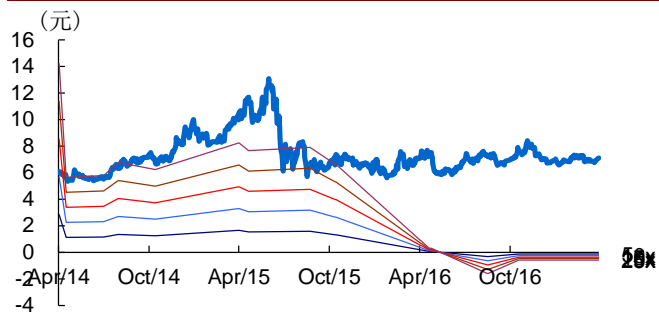
资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 测算单位成本分析

| 元/吨 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------|-------|-------|-------|------|
| 材料 | 36.8 | 21.5 | 11.4 | 11 |
| 工资 | 121.3 | 97.1 | 55.5 | 55 |
| 电力 | 17.1 | 16.4 | 11.9 | 13 |
| 折旧费 | 9.8 | 7.9 | 7.6 | 7.5 |
| 维简井巷费 | 8.5 | 8.5 | 8.5 | 8.5 |
| 设备租金 | 7.4 | 4.1 | 2.6 | 2.5 |
| 土地塌陷费 | 0.2 | 0 | 0.1 | 0.1 |
| 安全生产费用 | 35 | 31.6 | 29.2 | 30 |
| 可持续发展基金 | 29.6 | 15.8 | -0.4 | 0 |
| 其他 | 48.5 | 33.6 | 23.8 | 11.4 |
| 全部成本 | 314.2 | 236.4 | 150.2 | 139 |

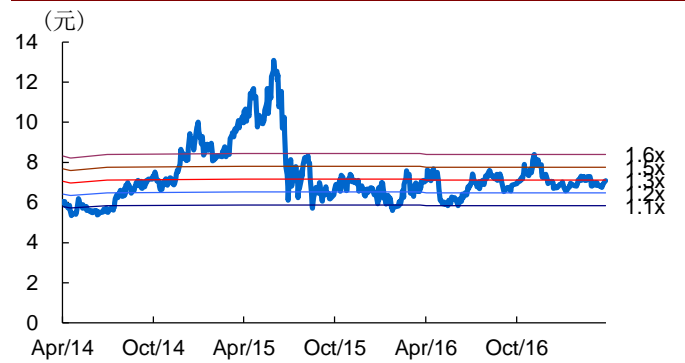
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 阳泉煤业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 阳泉煤业历史 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 | 10765 | 15048 | 12765 | 13132 | 14920 |
| 现金 | 3216 | 6193 | 1737 | 1774 | 2370 |
| 交易性投资 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应收票据 | 2819 | 3891 | 4903 | 5050 | 5571 |
| 应收款项 | 3692 | 3663 | 4547 | 4684 | 5168 |
| 其它应收款 | 105 | 85 | 107 | 110 | 122 |
| 存货 | 555 | 712 | 847 | 873 | 976 |
| 其他 | 380 | 503 | 622 | 641 | 712 |
| 非流动资产 | 22910 | 26745 | 30582 | 34170 | 37526 |
| 长期股权投资 | 738 | 764 | 764 | 764 | 764 |
| 固定资产 | 9872 | 14302 | 18646 | 22691 | 26458 |
| 无形资产 | 5255 | 5073 | 4566 | 4109 | 3698 |
| 其他 | 7046 | 6606 | 6606 | 6606 | 6606 |
| 资产总计 | 33675 | 41793 | 43346 | 47303 | 52445 |
| 流动负债 | 15312 | 22484 | 22173 | 25081 | 29167 |
| 短期借款 | 3733 | 6228 | 4869 | 7385 | 9875 |
| 应付账款 | 5948 | 7968 | 9631 | 9920 | 11095 |
| 预收账款 | 656 | 1481 | 1790 | 1844 | 2062 |
| 其他 | 4976 | 6807 | 5882 | 5932 | 6135 |
| 长期负债 | 5014 | 5279 | 5279 | 5279 | 5279 |
| 长期借款 | 2464 | 1316 | 1316 | 1316 | 1316 |
| 其他 | 2550 | 3963 | 3963 | 3963 | 3963 |
| 负债合计 | 20325 | 27763 | 27452 | 30361 | 34447 |
| 股本 | 2405 | 2405 | 2405 | 2405 | 2405 |
| 资本公积金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 留存收益 | 10450 | 11107 | 12900 | 13869 | 14844 |
| 少数股东权益 | 495 | 518 | 590 | 669 | 750 |
| 归属于母公司所有者权益 | 12855 | 13512 | 15305 | 16274 | 17249 |
| 负债及权益合计 | 33675 | 41793 | 43346 | 47303 | 52445 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|------------|-------------|---------------|-----------|------------|
| 经营活动现金流 | 981 | 3418 | 3344 | 3693 | 4313 |
| 净利润 | 83 | 429 | 1215 | 1333 | 1375 |
| 折旧摊销 | 1116 | 1038 | 1499 | 1750 | 1985 |
| 财务费用 | 461 | 611 | 500 | 500 | 500 |
| 投资收益 | (93) | (60) | (60) | (60) | (60) |
| 营运资金变动 | (367) | 1295 | 71 | 59 | 396 |
| 其它 | (221) | 105 | 118 | 110 | 117 |
| 投资活动现金流 | (2743) | (3143) | (5367) | (5367) | (5367) |
| 资本支出 | (2964) | (3183) | (5367) | (5367) | (5367) |
| 其他投资 | 220 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 1890 | 2519 | (2433) | 1711 | 1650 |
| 借款变动 | 1061 | 1647 | (2570) | 2516 | 2490 |
| 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 | (289) | 0 | 577 | (365) | (400) |
| 其他 | 1117 | 872 | (440) | (440) | (440) |
| 现金净增加额 | 128 | 2794 | (4456) | 37 | 596 |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

| 单位：百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 16864 | 18701 | 23564 | 24271 | 26778 |
| 营业成本 | 13713 | 14231 | 17202 | 17718 | 19816 |
| 营业税金及附加 | 591 | 704 | 887 | 914 | 1009 |
| 营业费用 | 356 | 279 | 351 | 362 | 399 |
| 管理费用 | 1256 | 1381 | 1741 | 1793 | 1978 |
| 财务费用 | 404 | 601 | 500 | 500 | 500 |
| 资产减值损失 | 444 | 523 | 160 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 93 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 营业利润 | 193 | 1042 | 2783 | 3044 | 3136 |
| 营业外收入 | 37 | 108 | 108 | 108 | 108 |
| 营业外支出 | 48 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| 利润总额 | 182 | 885 | 2626 | 2887 | 2979 |
| 所得税 | 202 | 430 | 1338 | 1475 | 1523 |
| 净利润 | (21) | 454 | 1287 | 1412 | 1457 |
| 少数股东损益 | (104) | 25 | 72 | 79 | 81 |
| 归属于母公司净利润 | 83 | 429 | 1215 | 1333 | 1375 |
| EPS (元) | 0.03 | 0.18 | 0.51 | 0.55 | 0.57 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -19% | 11% | 26% | 3% | 10% |
| 营业利润 | -79% | 440% | 167% | 9% | 3% |
| 净利润 | -89% | 414% | 183% | 10% | 3% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 18.7% | 23.9% | 27.0% | 27.0% | 26.0% |
| 净利率 | 0.5% | 2.3% | 5.2% | 5.5% | 5.1% |
| ROE | 0.6% | 3.2% | 7.9% | 8.2% | 8.0% |
| ROIC | -3.7% | 3.4% | 7.1% | 6.6% | 6.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 60.4% | 66.4% | 63.3% | 64.2% | 65.7% |
| 净负债比率 | 20.4% | 21.0% | 14.3% | 18.4% | 21.3% |
| 流动比率 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 19.7 | 22.5 | 22.1 | 20.6 | 21.4 |
| 应收帐款周转率 | 5.3 | 5.1 | 5.7 | 5.3 | 5.4 |
| 应付帐款周转率 | 2.4 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.03 | 0.18 | 0.51 | 0.55 | 0.57 |
| 每股经营现金 | 0.41 | 1.42 | 1.39 | 1.54 | 1.79 |
| 每股净资产 | 5.34 | 5.62 | 6.36 | 6.77 | 7.17 |
| 每股股利 | 0.00 | -0.12 | 0.15 | 0.17 | 0.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 204.5 | 39.7 | 14.0 | 12.8 | 12.4 |
| PB | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 405.6 | 248.1 | 128.6 | 116.2 | 109.4 |

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。