

阳泉煤业 (600348.SH)

16年盈利大幅改善, 预计17年喷吹煤和块煤销量占比明显提高

● 16年盈利超预期, 推算4季度净利润10亿元

公司16年净利润4.29亿元, 同比增长431%, 相比此前业绩预告(净利润同比增380%, 对应4亿元), 略超预期。扣非后净利润为5.96亿元, 折合每股收益0.18元。不考虑资产减值损失、投资收益、营业外收入和支出, 第4季度净利润约10亿元。

● 16年喷吹煤的销量占比降至5%, 4季度吨煤净利在110元左右

16年: 生产原煤3250万吨, 同比减少2%; 煤炭销量6583万吨, 同比增加4.8%。其中, 块煤、喷吹煤和选末煤的销量占比分别为7%, 5%和85%。公司的喷吹煤占比从15年的8%降至5%; 同期潞安环能的喷吹煤占比从44%降至34%。我们预计16年上半年喷吹煤销售不畅所致。吨煤价格259元, 同比涨7%; 吨煤成本201元, 同比持平; 吨煤净利18元。

4季度: 生产原煤898万吨, 环比增加7%; 销售煤炭1333万吨, 环比减少27%。吨煤价格和吨煤成本分别为461元和268元, 环比上涨98%和31%; 不考虑资产减值等, 吨煤净利在110元左右。

● 集团的下属煤企, 拟托管给上市公司1年

公司和漳泽电力分别持有西上庄公司60%和40%股权, 共同推进西上庄低热值煤炭发电项目。16年11月, 阳煤集团将其下属煤炭类企业的股权及经营权托管给上市公司, 有效期为2017全年, 托管费600万元/年。

● 预计17-19年EPS分别为0.84、0.57和0.57元

公司预计17年煤炭产量为3,352万吨, 同比增长3%。除了煤价提升和销量增长之外, 我们预计公司17年的喷吹煤和块煤销量占比, 将明显提高, 增厚业绩。目前公司估值较低, 17年PE不足9倍, 18年PE为12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)	16,863.91	18,701.42	22628.24	22059.44	22059.44
增长率(%)	-18.62%	10.90%	21.00%	-2.51%	0.00%
EBITDA(百万元)	2,064.13	3,143.18	5210.42	4295.23	4240.32
净利润(百万元)	83.39	429.05	2008.17	1376.91	1376.91
增长率(%)	-89.47%	414.49%	368.05%	-31.43%	0.00%
EPS(元/股)	0.035	0.178	0.835	0.573	0.573
市盈率(P/E)	186.30	37.72	8.49	12.38	12.38
市净率(P/B)	1.21	1.20	1.15	1.07	1.01
EV/EBITDA	10.02	6.92	3.95	4.13	3.63

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

7.09元

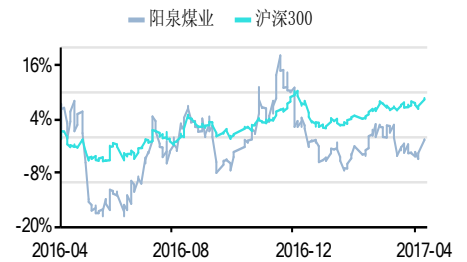
前次评级

买入

报告日期

2017-04-10

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:

阳泉煤业(600348.SH): 17年估值优势明显的冶金煤公司 2016-08-30

阳泉煤业(600348.SH): 上半年净利同比降70-85%, 17年估值较低 2016-07-22

阳泉煤业(600348.SH): 成本控制出色, 减值损失影响盈利 2016-04-10

联系人: 宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16 年盈利略超预期，推算 4 季度净利润 10 亿元

公司 16 年实现归母净利润 4.29 亿元，同比增长 431%，相比此前业绩预告（归母净利润同比增长 380% 左右，对应 4 亿元），略超预期。扣非后归母净利润为 5.96 亿元，折合每股收益 0.18 元。其中单季度 EPS 分别为 0.005 元、0.03 元、0.02 元和 0.13 元。4 季度实现净利润 3.02 亿元，环比增长 618%。不考虑资产减值损失、投资收益、营业外收入和支出，4 季度净利润约 10 亿元。

16 年公司加强成本管控，毛利率达到 24%，较 15 年增加 5 个百分点；4 季度毛利率 42%，环比增加 29 个百分点。16 年管理费用同比增长 10%，其中 4 季度环比增长 2.4 亿元/69%。财务费用同比增长 48%，主要是银行贷款利息支出和中期票据利息支出增加。

表 1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	168.6	187.0	39.4	36.4	47.4	63.7	10.9%	34.4%
营业成本	137.1	142.3	34.6	30.0	41.0	36.7	3.8%	-10.4%
毛利率	18.7%	23.9%	12.2%	17.7%	13.6%	42.4%	5.2%	28.8%
管理费用	12.6	13.8	2.0	2.4	3.5	5.9	10.0%	69.3%
销售费用	3.6	2.8	0.8	0.6	0.5	0.9	-21.6%	66.8%
财务费用	4.0	6.0	0.7	2.0	0.9	2.4	48.9%	165.9%
期间费用率	12.0%	12.1%	8.8%	13.8%	10.4%	14.4%	0.1%	4.0%
营业利润	1.9	10.4	0.2	-0.1	0.4	9.9	439.8%	2618.8%
净经营现金流	9.8	34.2	-4.0	-16.2	17.2	37.2	248.5%	116.8%
销售商品现金/收入	53.5%	66.6%	78.2%	136.4%	94.0%	-0.8%	13.1%	-
EPS	0.03	0.18	0.005	0.03	0.02	0.13	414.5%	618.3%

数据来源：wind、公司公告、广发证券发展研究中心

16 年煤炭销量同比增长 5%，4 季度吨煤净利在 110 元以上

16 年：公司全年生产原煤 3250 万吨，同比减少 2%；采购集团及其子公司煤炭 3589 万吨，同比增加 2.7%；完成煤炭销量 6583 万吨，同比增加 4.8%。其中，块煤、喷吹煤和选末煤的销量占比分别为 6.7%、4.7% 和 85.3%。吨煤价格 259 元，同比上涨 7%；吨煤成本 201 元，与 15 年基本持平。实现吨煤毛利 58 元和吨煤净利 18 元。

4 季度：生产原煤 898 万吨，环比增加 7%；销售煤炭 1333 万吨，环比减少 27%。吨煤价格和吨煤成本分别为 461 元和 268 元，环比上涨 98% 和 31%；实现吨煤毛利 193 元，较 3 季度环比增长 587%；吨煤净利 53 元，不考虑资产减值等，吨煤净利在 110 元以上。

表 2：公司煤炭业务经营数据

	2015A	2016A	16A 同比	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	Q4 环比
--	-------	-------	--------	--------	--------	--------	--------	-------

煤炭产量 (万吨)	3320	3250	-2.1%	781	733	838	898	7.2%
煤炭销量 (万吨)	6282	6583	4.8%	1727	1700	1824	1333	-26.9%
煤炭销售收入 (亿元)	152.2	170.6	12.1%	33.4	33.4	42.5	61.4	44.4%
煤炭销售成本 (亿元)	127.6	132.3	3.7%	30.9	28.3	37.4	35.7	-4.5%
吨煤价格 (元)	242.3	259.2	6.9%	193.2	196.4	233.0	460.5	97.6%
吨煤成本 (元)	203.1	201.0	-1.0%	178.9	166.7	205.0	267.9	30.7%
吨煤毛利 (元)	39.2	58.2	48.3%	14.3	29.8	28.0	192.6	587.3%

数据来源: wind、公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 公司煤炭业务分产品经营数据

	2015A	2016A	16A 同比	2016H1	2016H2	H2 环比
原煤产量 (万吨)	3320	3250	-2.1%	1514	1736	14.7%
采购集团及其子公司煤炭	3494	3589	2.7%	1883	1706	-9.4%
其中: 收购集团原料煤	1198	1340	11.9%	656	684	4.3%
煤炭销量 (万吨)	6282	6583	4.8%	3426	3157	-7.9%
其中: 块煤	485	443	-8.7%	223	220	-1.3%
喷粉煤	502	309	-38.4%	150	159	6.0%
选末煤	5110	5612	9.8%	2948	2664	-9.6%
煤泥	185	218	17.8%	104	114	9.6%
吨煤价格 (元)	242.3	259.2	6.9%	194.8	329.0	68.9%
其中: 块煤	521.4	430.4	-17.4%	399.7	461.5	15.5%
喷粉煤	441.6	477.0	8.0%	357.5	589.6	64.9%
选末煤	201.1	239.8	19.2%	174.9	311.5	78.0%
煤泥	110.0	103.2	-6.1%	86.1	118.8	38.0%
吨煤成本 (元)	203.1	201.0	-1.0%	172.8	231.5	33.9%
其中: 块煤	296.9	317.3	6.9%	294.3	340.6	15.7%
喷粉煤	343.9	358.0	4.1%	306.0	407.1	33.0%
选末煤	187.7	191.0	1.7%	163.0	221.9	36.1%
煤泥	0.0	0.0	-	0.0	0.0	-
吨煤毛利 (元)	39.2	58.2	48.3%	22.0	97.5	343.5%
其中: 块煤	224.5	113.2	-49.6%	105.4	121.0	14.7%
喷粉煤	97.7	118.9	21.7%	51.5	182.6	254.3%
选末煤	13.4	48.8	265.1%	11.9	89.5	652.3%
煤泥	110.0	103.2	-6.1%	86.1	118.8	38.0%

数据来源: wind、公司公告、广发证券发展研究中心

表 4: 公司主营业务分行业基本情况 (单位: 亿元)

	2013A	2014A	2015A	2016A	16A 同比
营业收入	261.7	207.2	168.6	187.0	10.9%
产品	246.1	190.9	153.6	172.3	12.2%
煤炭	244.9	190.1	152.2	170.6	12.1%
供电	0.83	0.63	1.09	1.34	22.8%

	供热	0.29	0.17	0.29	0.40	37.6%
营业成本		219.0	171.6	137.1	142.3	3.8%
	产品	207.5	162.2	128.3	133.2	3.8%
	煤炭	206.8	161.7	127.6	132.3	3.7%
	供电	0.60	0.49	0.63	0.71	12.1%
	供热	0.11	0.08	0.10	0.15	48.2%
毛利		42.7	35.7	31.5	44.7	41.9%
	产品	38.6	28.7	25.3	39.2	54.9%
	煤炭	38.1	28.4	24.7	38.3	55.4%
	供电	0.23	0.14	0.46	0.63	37.4%
	供热	0.18	0.09	0.19	0.25	32.2%
毛利率 (%)		16.3	17.2	18.7	23.9	5.2
	产品	15.7	15.0	16.5	22.7	6.3
	煤炭	15.6	15.0	16.2	22.5	6.3
	供电	27.6	22.8	42.2	47.2	5.0
	供热	61.4	50.7	66.1	63.5	-2.6

数据来源: wind、公司公告、广发证券发展研究中心

16年发电量同比基本持平，煤层气发电盈利2333万元

低热值发电: 公司已取得334万千瓦装机容量的批准项目: 寿阳2x35万千瓦电厂、左权2x66万千瓦电厂和阳泉西上庄2x66万千瓦电厂。16年发电量为10.2亿千瓦时, 与15年基本持平。

煤层气发电: 15年初公司收购集团阳煤扬德煤层气51%股权及煤层气发电分公司和煤层气开发利用分公司, 16年扬德煤层气发电公司实现净利润2333万元, 同比增长20%, 盈利持续增长。

持续推进煤电一体化, 公司拟托管集团下属煤企1年

为了更好地实现上下游产业链有机衔接, 推进煤电一体化发展战略, 公司于16年9月受让阳煤集团所持有的西上庄公司100%股权, 出资金额为12.5亿元。西上庄公司在建的“低热值煤热电项目”, 有望帮助集团和公司位于附近的煤矿资源实现就地资源转化。公司继而是于11月将西上庄公司40%股权转让给漳泽电力, 此次引入电力专业公司, 有利于实现股权多元化, 推进西上庄低热值煤发电项目顺利实施。

为解决同业竞争问题, 履行2000年签署的《避免同业竞争的承诺书》, 16年11月, 阳煤集团同意将所持有的下属煤炭类企业的股权及经营管理权交由公司行使并管理, 有效期为一年直至2017年12月31日。托管费用为600万元/年, 托管股权所发生的亏损、风险以及收益、税费均由阳煤集团承担。

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.84、0.57 和 0.57 元

公司预计17年煤炭产量为3,352万吨，同比增长3%。除了煤价提升和销量增长之外，我们预计公司17年的喷吹煤和块煤销量占比，将明显提高，增厚业绩。目前公司估值较低，17年PE不足9倍，18年PE为12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。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	10765	15048	18,463	21,073	23,416
货币资金	3216	6193	8,226	11,047	13,390
应收及预付	6928	7871	9,531	9,304	9,304
存货	555	712	706	722	722
其他流动资产	67	273	0	0	0
非流动资产	22910	26745	25,411	24,085	22,767
长期股权投资	738	764	764	764	764
固定资产	10001	14460	13,460	12,460	11,460
在建工程	5340	5203	5,066	4,928	4,791
无形资产	5309	5073	4,877	4,688	4,507
其他长期资产	1522	1245	1,245	1,245	1,245
资产总计	33675	41793	43,874	45,159	46,183
流动负债	15312	22484	23,204	23,416	23,416
短期借款	3733	6228	6,228	6,228	6,228
应付及预收	10880	14943	15,764	15,977	15,977
其他流动负债	699	1313	1,212	1,212	1,212
非流动负债	5014	5279	5,279	5,279	5,279
长期借款	2464	1316	1,316	1,316	1,316
应付债券	1496	2996	2,996	2,996	2,996
其他非流动负债	1054	967	967	967	967
负债合计	20325	27763	28,483	28,696	28,696
股本	2405	2405	2,405	2,405	2,405
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	8443	8869	10,275	11,239	12,202
归属母公司股东权	12855	13512	14,848	15,894	16,893
少数股东权益	495	518	543	568	594
负债和股东权益	33675	41793	43,874	45,159	46,183

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16864	18701	22628	22059	22059
营业成本	13713	14231	15866	16229	16229
营业税金及附加	591	704	852	831	831
销售费用	356	279	337	329	329
管理费用	1256	1381	1671	1629	1629
财务费用	404	601	727	709	709
资产减值损失	444	523	523	523	523
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	93	60	60	60	60
营业利润	193	1042	2711	1870	1870
营业外收入	37	108	0	0	0
营业外支出	48	265	0	0	0
利润总额	182	885	2711	1870	1870
所得税	202	430	678	467	467
净利润	-21	454	2034	1402	1402
少数股东损益	-104	25	25	25	25
归属母公司净利润	83	429	2008	1377	1377
EBITDA	2064	3143	5210	4295	4240
EPS (元)	0.03	0.18	0.84	0.57	0.57

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	981	3418	3,434	4,033	3,554
净利润	-21	454	2,034	1,402	1,402
折旧摊销	1116	1038	1,309	1,254	1,199
营运资金变动	-979	708	-662	424	0
其它	864	1218	753	953	953
投资活动现金流	-2743	-3143	-308	-308	-308
资本支出	-2955	-3176	1,132	1,132	1,132
投资变动	209	33	60	60	60
其他	3	0	-1,500	-1,500	-1,500
筹资活动现金流	1890	2519	-1,093	-903	-903
银行借款	6676	9965	0	0	0
债券融资	-4400	-6876	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-385	-571	-1,093	-903	-903
现金净增加额	128	2794	2,033	2,822	2,343
期初现金余额	2597	3216	6,193	8,226	11,047
期末现金余额	2725	6009	8,226	11,047	13,390

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长	-18.6%	10.9%	21.0%	-2.5%	0.0%
营业利润增长	-78.6%	439.8	160.3	-31.0%	0.0%
归属母公司净利润增长	-89.5%	414.5	368.1	-31.4%	0.0%
获利能力					
毛利率	18.7%	23.9%	29.9%	26.4%	26.4%
净利率	-0.1%	2.4%	9.0%	6.4%	6.4%
ROE	0.6%	3.2%	13.5%	8.7%	8.2%
ROIC	-0.6%	5.8%	16.2%	14.0%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	66.4%	64.9%	63.5%	62.1%
净负债比率	38.6%	39.6%	22.9%	4.3%	-9.4%
流动比率	0.70	0.67	0.80	0.90	1.00
速动比率	0.65	0.63	0.75	0.86	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.50	0.53	0.50	0.48
应收账款周转率	5.26	5.09	5.09	5.09	5.09
存货周转率	19.71	22.47	22.47	22.47	22.47
每股指标 (元)					
每股收益	0.03	0.18	0.83	0.57	0.57
每股经营现金流	0.41	1.42	1.43	1.68	1.48
每股净资产	5.34	5.62	6.17	6.61	7.02
估值比率					
P/E	186.3	37.7	8.5	12.4	12.4
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.0	6.9	3.9	4.1	3.6

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, 2015 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 安鹏: 首席分析师, 上海交通大学金融学硕士, 2015 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2014 年煤炭行业新财富第一名, 水晶球第一名, 金牛第一名, 2013 年煤炭行业新财富第四名, 水晶球第一名, 金牛第一名。
- 姚遥: 研究助理, 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 年煤炭行业新财富第一名(团队), 水晶球第一名(团队), 金牛第一名(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楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
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。

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。