

强烈推荐-A (维持)

阳泉煤业 600348.SH

当前股价: 7.07 元
2017年04月14日

无烟煤龙头弹性大, 关注国改预期

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	240500
已上市流通股(万股)	240500
总市值(亿元)	170
流通市值(亿元)	170
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	5	1	-1
相对表现	3	-5	-9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《阳泉煤业(600348)一煤价上涨扭转公司盈利, 无烟煤龙头弹性大》2017-04-09
- 2、《阳泉煤业(600348)一受益煤价回暖, 全年预计微利》2017-01-11
- 3、《阳泉煤业(600348)一煤炭销量开始回升, 盈利改善可预期》2016-08-25

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

近期我们调研了阳泉煤业, 公司去年四季度净利 4.2 亿元, 扣除计提资产损失等影响, 单季度盈利约 9 亿元, 业绩弹性巨大。公司有三处煤矿新投产, 自产煤产量将小幅增加, 但商品煤计划销量略有下调。受益煤价大幅上涨, 公司综合售价预计达到 399 元/吨, 同比上升 50%; 自产煤成本存在上涨压力, 叠加外购煤成本大幅攀升, 完全成本预计达到 338 元/吨, 同比上升 37%。测算公司可实现归母净利 27.2 亿元, 对应 EPS1.13 元/股。近期山西国改加速推进, 阳煤集团旗下拥有新元、长沟矿、登茂通、七元等优质资产, 资产注入预期强烈, 建议重点关注, 给予“强烈推荐-A”评级。

- **新矿逐步投产, 自产煤产量将小幅增加:** 公司目前在产矿井共 8 个, 合计产能 3190 万吨; 平定泰昌煤矿(60 万吨/年)已于去年退出; 整合矿目前已符合生产条件, 但手续尚未完全; 平定裕泰(90 万吨/年)、平定东升煤矿(90 万吨/年)及宁武榆树坡煤矿(300 万吨/年)已经逐步达产。预计 2017 年自产煤产量将小幅增加至 3352 万吨, 商品煤销量略降至 6469 万吨。
- **全年综合售价预计大幅回升。** 公司 16 年商品煤销量中约 89%为动力煤, 喷吹煤和无烟煤销量占比分别下滑至 5%、7%。鉴于今年下游化工、钢铁行业均有向好趋势, 预计喷吹、无烟煤销量占比将有所回升。2017 年煤价中枢大幅上移, 假设全年均价秦港 Q5500 600 元/吨、阳泉喷吹 Q7250 1000 元/吨、阳泉无烟 Q7000 800 元/吨, 预计综合售价为 399 元/吨, 同比上涨约 50%。
- **成本存在上涨压力。** 公司自产煤成本较为稳定, 但在行业向好情况下仍有一定上涨压力, 叠加外购煤成本急剧上升, 在公司今年销售成本目标 288 元/吨基础上, 预计完全成本达到 338 元/吨, 同比上涨约 37%。
- **国改预期强烈。** 近期山西国改加速推进, 各大煤炭集团正积极参与其中。阳煤集团资源丰富, 旗下新元、长沟矿、登茂通、七元等矿井均为优质资产, 资产注入预期强烈, 建议持续关注。
- **给予“强烈推荐-A”评级。** 公司是无烟煤龙头企业, 在煤价上涨中具有高弹性。去年四季度实现净利 4.2 亿元, 扣除计提资产减值影响, 单季度净利约 9 亿元。预计 2017 年归母净利约 27.2 亿元, 对应 EPS 为 1.13 元/股; 近期山西国改加速推进, 资产注入预期强烈, 建议重点关注, 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	28426	27005	26195
同比增长	-19%	11%	52%	-5%	-3%
营业利润(百万元)	193	1042	4075	3974	3575
同比增长	-79%	440%	291%	-2%	-10%
净利润(百万元)	83	429	2717	2647	2372
同比增长	-89%	414%	533%	-3%	-10%
每股收益(元)	0.03	0.18	1.13	1.10	0.99
PB	1.3	1.3	1.0	.9	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司在产煤矿明细

单位: 万吨	权益占比	煤质	地质储量	可采储量	核定产能	权益产能
一矿	100%	无烟煤	79437	45201	750	750
二矿	100%	无烟煤	67603	33372	810	810
新景矿	100%	无烟煤	90280	54294	500	500
平舒矿	56%	贫瘦煤	12337	8176	350	196
开元矿	100%	贫瘦煤	33151	14178	300	300
宁武榆树坡	51%	气肥煤	41300	15000	300	153
平定裕泰	100%	无烟煤	2895	800	90	90
平定东升兴裕泰	100%	无烟煤	5342	1344	90	90
合计	89%		332346	172364	3190	2889

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 分煤种销量情况

单位: 万吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	同比
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 3: 分煤种销量占比

销量占比	2011	2012	2013	2014	2015	2016	百分比变化
无烟块煤占比	12%	11%	10%	10%	8%	7%	-1%
喷吹煤占比	13%	13%	11%	10%	8%	5%	-3%
动力煤占比	75%	76%	79%	80%	84%	89%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 煤炭板块历史业绩测算

元/吨、万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
综合售价	548	513	426	347	242	259
产量	2757	3042	3078	3105	3320	3250
其中: 精煤产量	1236	1328	1190	1111	987	752
销量	5111	5653	5752	5481	6282	6583
精煤产量占比	24%	23%	21%	20%	16%	11%
成本测算:						
原材料	90	89	88	49	40	40
燃料及动力	20	18	17	16	12	14
职工薪酬	143	135	132	97	55	52
折旧摊销	22	21	20	18	10	10
维简及安全费用	56	55	50	37	37	30
其他	90	93	53	78	48	55
销售成本	420	411	360	295	203	201
三费及附加	52	48	43	37	38	46
完全成本	472	458	402	332	241	247
吨煤毛利	128	102	66	52	39	58
毛利率	23%	20%	16%	15%	16%	22%
吨煤利润	75	54	23	15	1	13
所得税	21	16	13	5	3	7
吨煤净利	55	38	11	10	(2)	6

元/吨、万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016
煤炭业务损益(亿元)	28	22	6	5	(1)	4
现金生产成本	398	390	340	277	193	191
现金完全成本	388	380	330	267	183	181

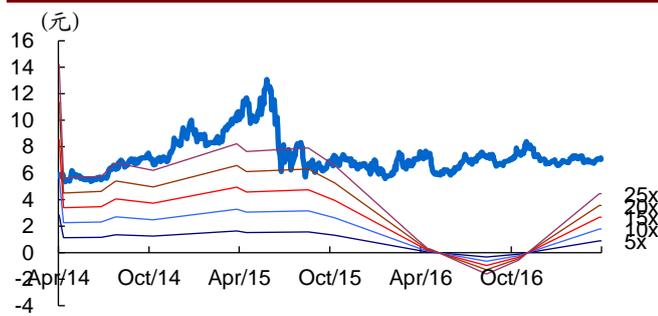
资料来源: wind、招商证券

表 5: 盈利弹性测算

单位: 元/吨	盈利弹性测算					
秦港 Q5500	550	570	600	620	640	660
阳泉喷吹 Q7250	1000	1000	1000	1000	1000	1000
阳泉无烟 Q7000	800	800	800	800	800	800
综合售价	375	385	399	409	419	428
完全成本	319	327	338	346	353	361
吨煤利润	56	58	61	63	65	68
所得税-25%	14	15	15	16	16	17
吨煤净利	42	44	46	48	49	51
销量	6469	6469	6469	6469	6469	6469
煤炭净利	272183	282275	297412	307504	317596	327687
权益占比	89%	89%	89%	89%	89%	89%
权益净利	242243	251225	264697	273678	282660	291642
其他净利	7000	7000	7000	7000	7000	7000
归母净利	249243	258225	271697	280678	289660	298642
股本	240500	240500	240500	240500	240500	240500
EPS	1.04	1.07	1.13	1.17	1.20	1.24

资料来源: 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	15339	14562	14544
现金	3216	6193	2034	1924	2268
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	2819	3891	5914	5619	5450
应收款项	3692	3663	5486	5211	5055
其它应收款	105	85	129	123	119
存货	555	712	1023	971	955
其他	380	503	751	713	696
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	45921	48733	52070
流动负债	15312	22484	23081	23830	25383
短期借款	3733	6228	3056	4616	6420
应付账款	5948	7968	11634	11037	10853
预收账款	656	1481	2163	2052	2018
其他	4976	6807	6228	6125	6093
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	28360	29110	30663
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	10450	11107	14402	16234	17812
少数股东权益	495	518	754	984	1190
归属于母公司所有者权益	12855	13512	16807	18639	20217
负债及权益合计	33675	41793	45921	48733	52070

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	981	3418	5555	5052	5241
净利润	83	429	2717	2647	2372
折旧摊销	1116	1038	1499	1750	1985
财务费用	461	611	600	600	600
投资收益	(93)	(60)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(367)	1295	499	(139)	114
其它	(221)	105	299	254	230
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	(4347)	205	469
借款变动	1061	1647	(4384)	1560	1804
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	(815)	(794)
其他	1117	872	(540)	(540)	(540)
现金净增加额	128	2794	(4158)	(110)	344

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	28426	27005	26195
营业成本	13713	14231	20780	19714	19384
营业税金及附加	591	704	966	918	891
营业费用	356	279	341	324	314
管理费用	1256	1381	1563	1485	1441
财务费用	404	601	600	600	600
资产减值损失	444	523	160	50	50
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	4075	3974	3575
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	3918	3817	3418
所得税	202	430	965	939	839
净利润	(21)	454	2954	2877	2578
少数股东损益	(104)	25	236	230	206
归属于母公司净利润	83	429	2717	2647	2372
EPS (元)	0.03	0.18	1.13	1.10	0.99

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-19%	11%	52%	-5%	-3%
营业利润	-79%	440%	291%	-2%	-10%
净利润	-89%	414%	533%	-3%	-10%
获利能力					
毛利率	18.7%	23.9%	26.9%	27.0%	26.0%
净利率	0.5%	2.3%	9.6%	9.8%	9.1%
ROE	0.6%	3.2%	16.2%	14.2%	11.7%
ROIC	-3.7%	3.4%	16.0%	13.4%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	66.4%	61.8%	59.7%	58.9%
净负债比率	20.4%	21.0%	9.5%	12.2%	14.9%
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
存货周转率	19.7	22.5	24.0	19.8	20.1
应收帐款周转率	5.3	5.1	6.2	5.0	5.1
应付帐款周转率	2.4	2.0	2.1	1.7	1.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.18	1.13	1.10	0.99
每股经营现金	0.41	1.42	2.31	2.10	2.18
每股净资产	5.34	5.62	6.99	7.75	8.41
每股股利	0.00	-0.12	0.34	0.33	0.30
估值比率					
PE	203.9	39.6	6.3	6.4	7.2
PB	1.3	1.3	1.0	.9	.8
EV/EBITDA					

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。