

强烈推荐-A (维持)

\*ST郑煤 600121.SH

当前股价: 5.04 元  
2017年04月23日

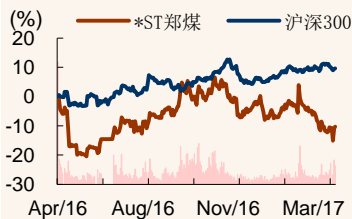
低估值+国改预期, 股票提升空间大

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	101534
已上市流通股(万股)	101534
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	-22.3
资产负债率	65.3%
主要股东	郑州煤炭工业(集团)有
主要股东持股比例	63.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-9	-16
相对表现	-6	-13	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

1、《郑州煤电(600121)——关注ST之后的投资机会》2017-03-19

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

2017年我们判断煤炭市场将呈现供需平衡略微偏紧的格局, 预计秦港 Q5500 全年中枢在 600-650 元/吨之间, 公司一季报 EPS 为 0.22 元, 预计全年 EPS 为 0.8 元, P/E 仅 6.3 倍, 严重低估, 河南国企改革, 神火董事长赴任, 掀起公司改革浪潮, 与河南投资集团存在整合预期。按照 17 年 10 倍 P/E 估值, 目标价 8 元, 较目前股价有 60% 的上涨空间。

- 供给侧改革下退出产能 275 万吨, 煤矿减值全部计提到位。公司目前有 7 对生产矿井, 核定的产能 1075 万吨, 其中权益产能 906 万吨, 权益占比 84%。煤种为动力煤。供给侧改革下公司 2016 年关闭 40 万吨, 2018 年底关 235 万吨, 为此公司将未来关闭的煤矿已全部计提减值准备 8.25 亿元。我们预计 2017-2019 年煤炭产量分别为 1000 万吨, 926 万吨和 840 万吨, 同比分别下降 4%、8%和 9%。
- 煤价提升 49%, 吨煤净利提升 200%以上: 2016 年 Q4 和 2017 年 Q1 公司煤价分别为 470 元和 453 元/吨, 对应同期秦皇岛 Q5500 的价格为 650 元/吨和 620 元/吨, 我们预计 2017 年港口煤价中枢大约在 600-650 元/吨, 预计公司全年能够维持一季度 450 元/吨的煤价, 较同期 301 元/吨上涨 49%。公司吨煤完全成本可以控制在 300 元左右, 较同期 273 元/吨上升 10%, 预计吨煤净利 90 元以上, 同比增加 200%以上。
- 国企改革升温: 去年以来河南省密集出台了大量国企改革政策和配套文件, 国企改革加速向纵深推进, 今年有望取得实质进展。郑煤层面, 神火董事长李崇调任郑煤董事长, 国改预期升温, 此外郑州煤电集团可能并入河南工业投资集团, 建议关注郑煤集团和河南工业投资集团下的煤电资产兼并重组。
- 盈利预测及评级: 给予“强烈推荐-A”评级。我们预计公司 2017 年 EPS 为 0.8 元, 同比扭亏。给予公司强烈推荐投资评级: 1) 按照 2017 业绩估值仅 6 倍, 严重低估, 2) 河南国企改革, 神火董事长赴任, 掀起改革浪潮, 3) 与河南投资集团存在整合预期。4) 减值计提完毕, 公司轻装前行, 按照 17 年 10 倍 P/E 估值, 目标价 8 元, 较目前股价有 60% 的上涨空间。
- 风险提示: 宏观经济复苏低于预期

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	11996	9452	11815	10397	9878
同比增长	-38%	-21%	25%	-12%	-5%
营业利润(百万元)	(479)	(480)	1286	1099	1044
同比增长	-276%	0%	-368%	-15%	-5%
净利润(百万元)	(544)	(630)	813	695	660
同比增长	-974%	16%	-229%	-14%	-5%
每股收益(元)	(0.54)	(0.62)	0.80	0.68	0.65
PB	1.5	1.8	1.4	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、轻装前行，煤炭业绩迎来反转 .....	3
1、地处经济腹地，煤炭产能 1075 万吨 .....	3
2、煤价大幅上升，业绩有望迎来反转 .....	4
二、背靠郑煤集团，国改预期强烈 .....	8
1、集团以煤为基，多元发展 .....	8
2、集团持有公司股权可能划转至河南工业投资集团 .....	9
3、神火董事长调任郑煤董事长，国改预期升温 .....	10
三、盈利预测及投资评级 .....	11
图表目录	
表 1：郑煤在产煤矿明细 .....	3
表 2：成本分析 .....	5
表 3：员工人数持续下降 .....	5
表 4：煤炭板块业绩分拆 .....	6
表 5：煤炭盈利弹性测算 .....	7
表 6：郑煤集团直属矿井明细 .....	8
表 7：郑煤集团在建矿井 .....	9
附：财务预测表 .....	12
图 1 郑煤历年煤炭产量 .....	4
图 2 郑煤历年煤炭销量 .....	4
图 3 公司综合售价走势 .....	4
图 4 郑煤历年煤炭成本构成 .....	6
图 5 郑煤历年吨煤盈利走势 .....	6
图 8 河南原煤产量及增速 .....	8
图 9 PE-TTM 走势 .....	11
图 10 PB 处于历史低位 .....	11
图 11：*ST 郑煤历史 PE Band .....	11
图 12：*ST 郑煤历史 PB Band .....	11

## 一、轻装前行，煤炭业绩迎来反转

### 1、地处经济腹地，煤炭产能 1075 万吨

公司煤矿位于郑州矿区，地处河南经济腹地，交通运输便利，煤炭主要在省内销售，运输成本优势明显。目前公司共有 6 对生产矿井，核定产能 1075 万吨，权益产能 906 万吨，权益占比 84%。资源储量 6.8 亿吨，其中可采储量 3.2 亿吨，开采年限还有 21 年。

公司煤种主要是动力煤，发热量在 5000 大卡/千克左右，基本不入洗，以原煤销售，主要销售给郑州及周边地区电厂。近年来公司煤炭产销稳定，基本稳定在 1000 万吨的水平。2016 年煤炭行业供给侧改革之中，米村矿和教学二矿由于资源枯竭纳入了化解过剩名单，预计将于 2018 年退出，其资产减值损失已经反映在 2016 年的报表之中。其中米村矿产能 190 万吨，教学二矿产能 45 万吨，合计 235 万吨，两矿退出之后公司的煤炭产量将下降到 840 万吨的水平。

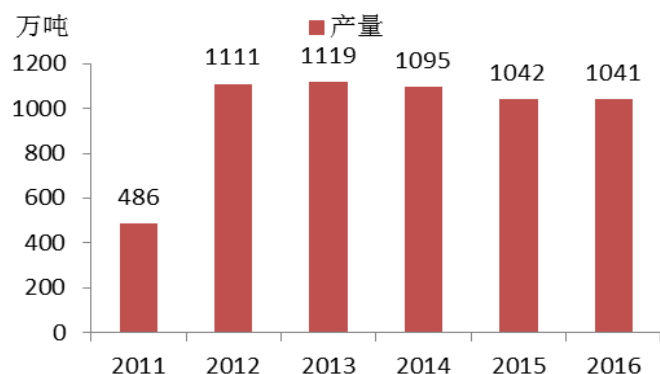
由于供给侧改革的影响，2017 年 190 万吨的米村矿将要退出，2018 年 45 万吨的教学二矿将要退出，未来三年公司煤炭产量预计在 1001 万吨、926 万吨、840 万吨。同比分别增长-3.8%、-7.5%和-9.3%。

表 1：郑煤在产煤矿明细

万吨	煤种	权益占比	保有储量	可采储量	产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
赵家寨	动力煤	51%	36433	19345	300	320	300	300	300	300	300
超化	动力煤	100%	3673	825	180	190	180	170	180	180	180
告成	动力煤	100%	14676	6323	120	130	120	110	120	120	120
白坪	动力煤	100%	7871	4898	180	180	180	170	180	180	180
芦沟	动力煤	100%	2953	978	60	60	60	60	60	60	60
米村	动力煤	100%	1878	1	190	175	161	190	120	45	
教学二矿	动力煤	51%	500	109	45	40	42	41	41	41	
合计		84%	67983	32479	1075	1095	1043	1041	1001	926	840
增速						-2%	-4.7%	-0.2%	-3.8%	-7.5%	-9.3%
权益产量						919	875	874	834	759	693
权益产量增速						-2.0%	-4.7%	-0.2%	-4.6%	-9.0%	-8.7%
权益产量占比						84%	84%	84%	83%	82%	83%

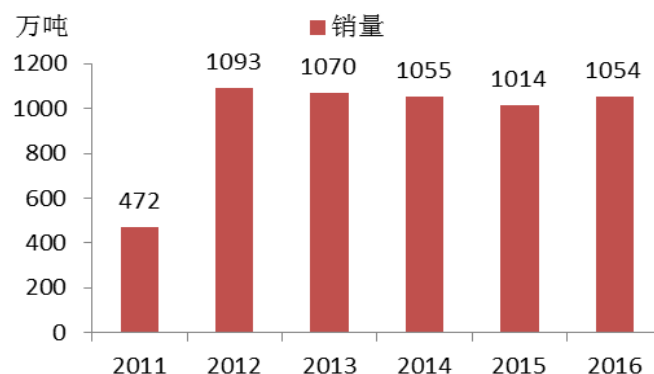
资料来源：wind、招商证券

图 1 郑煤历年煤炭产量



资料来源: wind、招商证券

图 2 郑煤历年煤炭销量



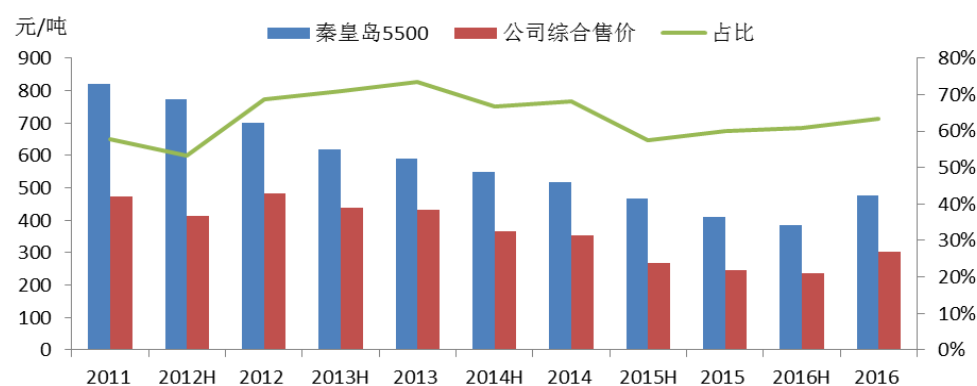
资料来源: wind、招商证券

## 2、煤价大幅上升，业绩有望迎来反转

### 煤价大幅上升

公司煤价和秦港 Q5500 走势基本一致，2016 年公司煤炭综合售价 301 元/吨，同期秦皇岛 Q5500 均价 475 元/吨。2016 年 Q4 和 2017 年 Q1 公司煤价分别为 470 元和 453 元/吨，对应同期秦皇岛 Q5500 的价格为 650 元/吨和 620 元/吨，我们预计 2017 年港口煤价中枢大约在 600-650 元/吨，预计公司全年能够维持一季度 450 元/吨的煤价，较同期 301 元/吨上涨 49%。

图 3 公司综合售价走势



资料来源: 招商证券

### 完全成本有望控制在 300 元/吨，同比升幅 10%

近几年煤炭行业景气度持续下滑，公司成本管控效率被动提升，2016 年销售成本仅 183 元/吨，完全成本仅 258 元/吨，已经压缩到极致。

当前煤炭价格回暖，预计公司完全成本会有所反弹，但不会回到以前高点。

员工人数方面，公司当前员工总数已经压缩到 1.9 万人，较高点已经压缩了 6000 人，人员负担整体较之前缓解许多。

员工工资方面，从高点的人均 10 万下降到 2016 年的 6.44 万，预计会有较大程度的反弹，处于审慎考虑，我们大致按照 30% 的工资增加测算成本增加（大约回到 2013-14 年工资水平）。

表 2：成本分析

单位：元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017E
原材料	55	50	40	33	19	15	11	15
燃料及动力	27	22	21	21	16	14	12	15
职工薪酬	145	138	137	115	96	70	71	90
折旧摊销	26	25	26	24	23	22	22	18
维简及安全费用	54	50	49	48	51	50	52	50
其他	39	22	18	15	20	18	15	32
销售成本	346	306	292	256	227	189	183	220
三费及附加	78	107	104	100	86	83	75	80
完全成本	423	414	396	356	313	273	258	300

资料来源：Wind、招商证券

表 3：员工人数持续下降

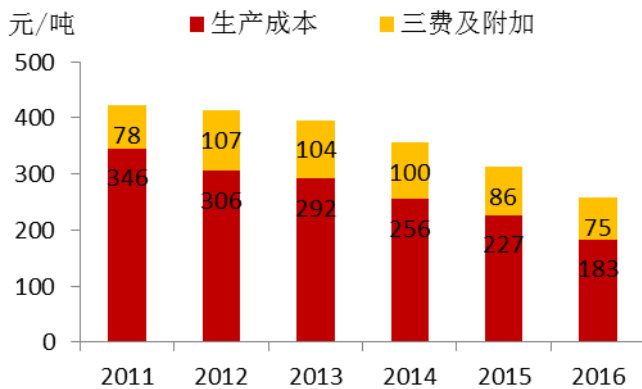
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
生产	8,936	17,193	16,416	13,654	16,178	15,360
技术	1,341	2,490	2,509	2,653	1,802	1,510
行政		1,066	1,021	1,009	1,136	1,068
销售	746	772	1,072	1,821	275	639
财务	152	253	246	238	125	124
其他	658	3,200	3,124	2,716		
总人数	11,833	24,974	24,388	22,091	19,516	18,701
支付薪酬（万元）	118319	232349	213038	187720	145475	120475
人均工资（万元）	10.00	9.30	8.74	8.50	7.45	6.44
煤炭产量（万吨）	486	1111	1119	1095	1042	1041
煤炭销量（万吨）	472	1093	1070	1055	1014	1054
吨煤工资（元/吨）	251	212	199	178	143	114
吨煤成本工资（元/吨）		138	137	117	96	71

资料来源：Wind、招商证券

此外，2016 年公司对于米村煤矿等 4 家煤矿的固定资产、在建工程等项目进行了减值测试并计提减值准备，共计提减值准备 8.2 亿元，占到 2016 年中期公司固定资产和在建工程总量的 13% (8/60)，对应减少 2016 年度归母净利 8 亿元。资产处置之后公司轻装前行，简单线性测算折旧可以下降 13%，大概 3 元/吨。预计 2017 年公司煤炭完全成本可以控制在 300 元/吨，较同期 273 元/吨上升 10%，其中生产成本 220 元/吨，期间费用及附加 80 元/吨。

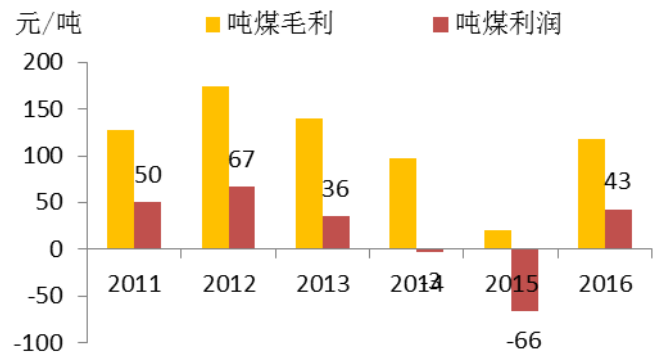
此外我们也可以从 2017 年一季报反推公司完全成本，一季度公司归母净利 2.2 亿，公司煤矿权益占比是 84%，倒算全口径净利 2.6 亿，主要是新郑煤电有少数股东净利，销量 232 元/吨，吨煤净利 113 元，按 25% 所得税算，除以 75% 就是 150 元的吨煤利润，公司一季度综合售价是 450 元/吨，完全成本刚好就是 300 元/吨。

图 4 郑煤历年煤炭成本构成



资料来源: wind、招商证券

图 5 郑煤历年吨煤盈利走势



资料来源: wind、招商证券

### 盈利能力大幅提升

2017 年煤炭综合售价有望达到 450 元/吨左右, 吨煤完全成本可以控制在 300 元左右, 预计吨煤净利 113 元, 同比上升 211%。

表 4: 煤炭板块业绩分拆

单位: 元/吨、万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017E
综合售价	473	481	432	353	247	235	301	450
产量	486	1111	1119	1095	1042	518	1041	1001
销量	472	1093	1070	1055	1014	530	1054	1001
<b>成本测算:</b>								
原材料	55	50	40	33	19	15	11	15
燃料及动力	27	22	21	21	16	14	12	13
职工薪酬	145	138	137	115	96	70	71	90
折旧摊销	26	25	26	24	23	22	22	18
维简及安全费用	54	50	49	48	51	50	52	54
其他	39	22	18	15	20	18	15	30
销售成本	346	306	292	256	227	189	183	220
吨煤毛利	128	175	140	97	20	45	118	230
三费及附加	78	107	104	100	86	83	75	80
完全成本	423	414	396	356	313	273	258	300
吨煤利润	50.2	67.4	36.0	-3.1	-65.8	-37.6	43.1	150
所得税	17	17	20	4	4	1	7	38
<b>吨煤净利</b>	<b>33.3</b>	<b>50.6</b>	<b>15.8</b>	<b>-7.2</b>	<b>-70.2</b>	<b>-38.3</b>	<b>36.2</b>	<b>112.5</b>
煤炭损益(亿)	1.6	5.5	1.7	-0.8	-7.1	-2.0	3.8	11.3
现金生产成本	320	282	266	232	203	167	161	202
毛利率	27%	36%	32%	27%	8%	19%	39%	51%
销售净利率	7%	11%	4%	-2%	-28%	-16%	12%	25%

资料来源: wind、招商证券 煤炭板块损益包含少数股东损益

今年一季度公司煤炭综合售价已经达到了 454 元/吨, 对应秦皇岛 Q5500 均价 622 元/吨, 实现归母净利润 2.2 亿元。当前秦港 Q5500 报价在 660 左右, 全年煤价高位震荡, 我们预计 2017 年公司煤炭板块归母净利润有望达到 8 亿, 对应 EPS 为 0.8 元/股, 对应当前股价仅 6.3 倍。

表 5：煤炭盈利弹性测算

秦港 Q5500	550	570	600	620	640	660
综合售价	550	570	600	620	640	660
完全成本	380	415	436	450	460	475
吨煤利润	300	300	300	300	300	300
所得税	80	115	136	150	160	175
吨煤净利	20	29	34	38	40	44
销量-万吨	60	86	102	113	120	131
煤炭净利-万元	1000	1000	1000	1000	1000	1000
权益占比	60000	86250	102000	112500	120000	131250
权益净利	84%	84%	84%	84%	84%	84%
其他净利	50400	72450	85680	94500	100800	110250
归母净利	(5000)	(5000)	(5000)	(5000)	(5000)	(5000)
股本-万	45400	67450	80680	89500	95800	105250
EPS	101534	101534	101534	101534	101534	101534

资料来源：wind、招商证券

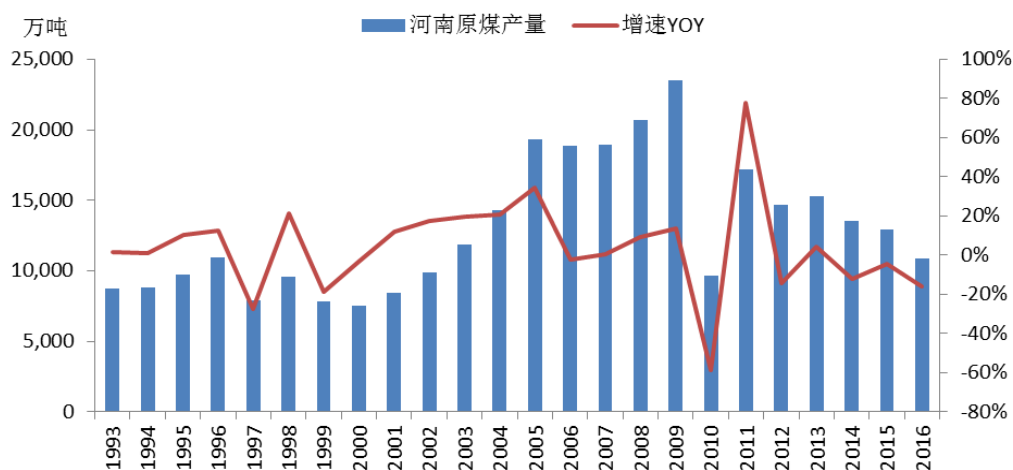


## 二、背靠郑煤集团，国改预期强烈

### 1、集团以煤为基，多元发展

河南是华北产煤大省，也是消费大省。河南每年的煤炭消费量在 2 亿吨以上，而产量在 1 亿吨左右，每年需要净调入 1 亿吨。河南历史上产量最高点在 2009 年，2.3 亿吨，随着河南省煤炭资源整合的开展，大量中小型矿井被兼并重组，煤炭资源向省属三大集团集中。目前河南省内体量最大的煤企是河南能源化工集团，总产能已经超过 1 亿吨，河南省内产能约 6000 万吨，其次是平煤集团，产能 4000 多万吨，三大省属集团最小的就是郑煤集团，产能约 3000 万吨。此外商丘市国资委下属的神火集团还有 1000 余万吨的产能，河南的煤炭资源基本集中在了这四家国有煤炭集团手中。

图 6 河南原煤产量及增速



资料来源：wind、招商证券

公司控股股东郑煤集团共有生产矿井 122 对，核定产能 3620 万吨，其中直属矿井 14 对，包括新密煤田、新郑煤田、登封煤田和荣巩煤田，核定产能为 1571 万吨/年，产量主要由该部分矿井贡献，大量整合矿并未出煤；

表 6：郑煤集团直属矿井明细

煤矿名称	煤种	资源储量	可采储量	核定产能
金龙	无烟煤	5454	4040	45
桧树亭煤矿	贫煤	949	506	30
宋楼煤矿	无烟煤	1700	800	30
磴槽煤矿	无烟煤	3450	2265	21
大平煤矿	贫煤	2212	584	105
振兴二矿	贫煤	159	89	45
裴沟	贫煤	21037	15279	205
白坪	贫瘦煤	13526	9889	180
超化矿	贫瘦煤	4753	3014	215
米村	无烟煤	1487	965	190
芦沟	无烟煤	6382	4726	60
告成	贫煤	13125	9744	100



煤矿名称	煤种	资源储量	可采储量	核定产能
赵家寨	贫煤	37734	21614	300
教学二矿	贫煤	1086	784	45
小计		113054	74298	1571
<b>2016 年退出煤矿</b>				
崔庙	无烟煤	2028	423	30
张沟	贫煤	210	128	30
老君堂	贫煤	310	222	30
高岭煤矿	贫煤	3397	1182	45
三李煤业	无烟煤	427	201	30
小计		6372	2156	165

资料来源：wind、招商证券

此外集团还有 2 座在建矿井，设计生产能力 510 万吨/年。

表 7：郑煤集团在建矿井

煤矿名称	设计能力-	地质储量-亿吨	可采储量-亿吨	主要煤种	开工时间	预计投产时间
裴沟矿扩建	270	2.1	1.5	贫煤	2013	2017
李粮店矿	240	3.6	1.6	贫煤	2009	2017

资料来源：wind、招商证券

除了煤炭以外，集团还有贸易、建安、煤化工、水泥以及房地产开发等业务。

- 贸易：集团长期从事钢材、木材、石油制品、矿产品、机械设备及材料的物流贸易，贸易规模在百亿以上。
- 建筑安装：公司建安业务主要由锦源建设工程公司运营，负责集团矿区的开发和建设，同时承建各类土建工程、公路工程、电力、水电站等建设工程，每年业务规模在 10 亿以上。
- 煤化工：集团煤化工业务主要由颍青化工和中亚化工负责运营，颍青化工现有 18 万吨/年醇氨、22 万吨/年尿素、6 万吨/年甲醇的生产装置；中亚化工公司有一套年产 12 万吨脂肪醇聚氧乙烯醚生产装置。
- 水泥：集团水泥业务由龙力水泥公司运营，拥有一条日产 5000 吨熟料生产线，折合熟料年生产能力 165 万吨，水泥年生产能力 240 万吨。
- 房地产：此前在上市公司，后来剥离给了集团，地产项目主要在郑州。

## 2、集团持有公司股权可能划转至河南工业投资集团

2016 年 6 月 16 日，公司发布停牌公告，事关郑煤集团拟将公司股权划转至河南投资集团。目前各方尚未就相关事项达成一致意见，划转工作仍在商讨中。河南投资集团是河南省政府批准设立，经营省政府授权范围内国有资产的国有独资公司，是河南省政府的投融资主体。

截至 2015 年底，集团总资产 1140 亿元（未经审计），管理总资产 5000 亿元，2015 年集团全年实现利润总额 50 亿元。集团投资方向主要集中于金融业、基础设施和基础产业、战略性新兴产业等三大核心产业。投资控股企业 40 多家，作为最大股东控股中原银行、中原证券、中原信托三家金融机构，控股安彩高科、豫能控股、

同力股份、中州证券（香港）4家上市公司。其中豫能控股是河南省属的大型火电企业，和公司的煤炭资产具有很强的互补效应，今年国家层面在大规模推进煤电联营，增强煤电行业抵御周期波动的能力，其整合值得重点关注。

### 3、神火董事长调任郑煤董事长，国改预期升温

去年以来河南省密集出台有关国企改革的文件，将国企改革向纵深推进。

- 《关于省属企业处置“僵尸企业”的意见》：文件将“僵尸企业”分为“兼并重组类”“债务重组类”“破产重整类”“破产清算类”四个大类，进行分类处置。对“兼并重组类”企业，引导优势企业通过产权转让、资产置换等方式，实施兼并重组，尽快盘活有效资产；对“债务重组类”企业，**发挥金融资产管理公司的作用**，通过担保替换、平移代偿、授信聚拢等方式，降低企业债务负担；对“破产重整类”企业，采取出售式重整的方式，维护核心商业渠道和大部分职工就业；对“破产清算类”企业，依法实行简易破产程序加快破产清算，尽快实现出清。
- 《河南省省属国有非工业企业改革推进方案》：文件将国有非工业企业划分为竞争类、功能类、公益类和文化类，实施分类管理。
- 《河南省属国有企业市场化银行债权转股权推进工作方案》：重点推进发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业开展市场化债转股工作，支持银行、资产管理公司等金融机构结合自身情况，自主选择目标企业实施市场化债转股。
- 《河南省人民政府关于省属国有工业企业发展混合所有制经济的实施意见》：重点推进二级及以下子公司层面混合所有制改革，以煤炭为主业的子公司，要结合化解过剩产能、整合保留煤炭板块、在保持国有资本控股的前提下，积极引入战略投资者。加快推进主辅分离辅业改制，实现国有资本全部退出或少量参股。**加快集团公司层面股份制改革步伐，加快实施资产证券化，积极推进改制上市，通过整体上市、增发配股、资产置换、并购重组、发行可转债等多种方式，引进各类投资者，调整国有股权比例。**
- 《河南省人民政府关于加快剥离省属国有企业办社会职能工作的实施意见》：剥离企业办社会职能，省政府和地方政府以及企业共同分担剥离成本。

除了上述文件，还有很多配套政策出台，今年河南国改有望取得实质突破。

此次改革之中，河南省政府将河南能源化工集团、中国平煤神马集团、郑煤集团改组为国有资本投资公司，重点围绕煤炭、化工等产业进行结构调整和转型升级。

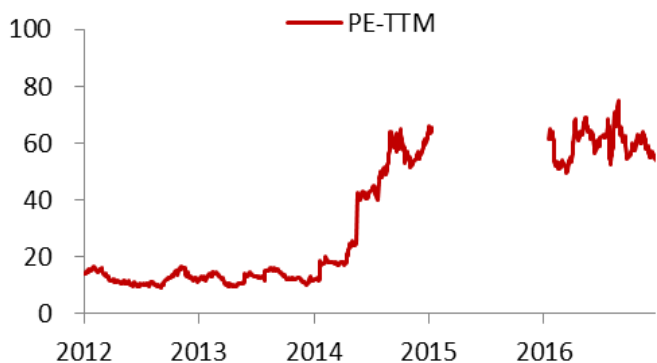
人事方面，原神火集团董事长李崇调任郑煤集团董事长，有望开启改革新篇章。

### 三、盈利预测及投资评级

我们预计公司 2017EPS 为 0.80，同比增长 339%。2018-19 年 EPS 分别为 0.68 元和 0.65 元，同比下降 14%和 5%，业绩下降主要在于两个煤矿关闭退出。

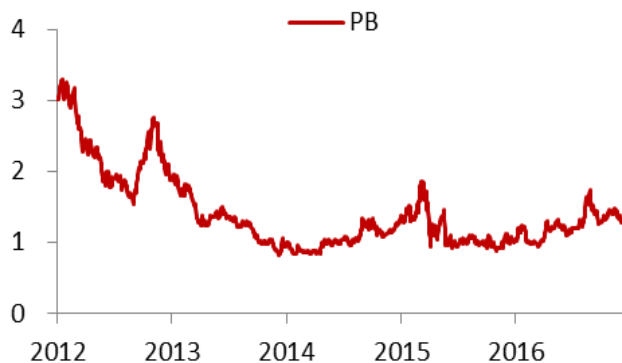
我们给予公司强烈推荐投资评级：1) 2017 年业绩估值仅 6 倍，严重低估，2) 河南国企改革，神火董事长赴任，掀起改革浪潮，3) 与河南投资集团存在整合预期。按照 17 年 10 倍 P/E 估值，目标价 8 元，较目前股价有 60%的上涨空间。

图 7 PE-TTM 走势



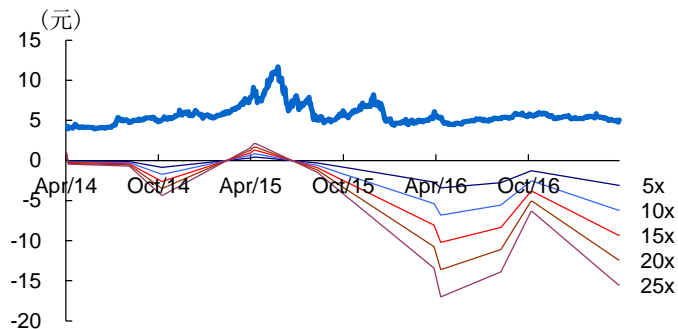
资料来源：招商证券 注：剔除 2015 年极端值

图 8 PB 处于历史低位



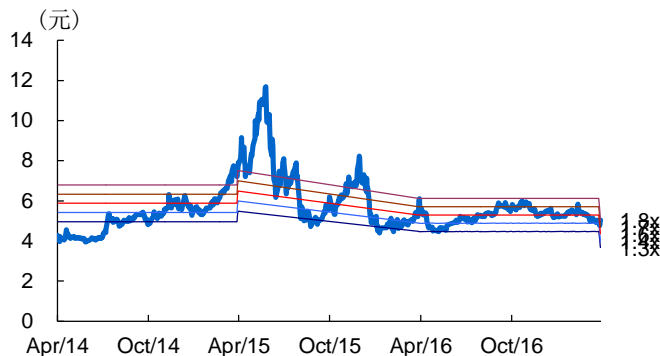
资料来源：招商证券

图 9：\*ST 郑煤历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 10：\*ST 郑煤历史 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
<b>流动资产</b>	4079	4648	5338	5415	5722
现金	1844	2229	2424	2850	3285
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	630	242	303	267	253
应收款项	966	1613	1950	1716	1630
其它应收款	84	75	94	83	79
存货	301	269	307	270	256
其他	255	219	260	229	218
<b>非流动资产</b>	7017	6040	6206	6359	6499
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5085	4067	4298	4508	4700
无形资产	694	593	533	480	432
其他	1238	1381	1375	1371	1368
<b>资产总计</b>	<b>11096</b>	<b>10688</b>	<b>11544</b>	<b>11774</b>	<b>12221</b>
<b>流动负债</b>	6431	6548	6237	5882	5752
短期借款	3420	2706	2000	2000	2000
应付账款	978	805	952	838	796
预收账款	113	154	182	160	152
其他	1920	2883	3103	2884	2804
<b>长期负债</b>	223	429	629	629	629
长期借款	0	210	410	410	410
其他	223	219	219	219	219
<b>负债合计</b>	<b>6654</b>	<b>6977</b>	<b>6866</b>	<b>6511</b>	<b>6381</b>
股本	1015	1015	1015	1015	1015
资本公积金	550	536	536	536	536
留存收益	1874	1279	2092	2543	2995
少数股东权益	1002	881	1036	1168	1294
归属于母公司所有者权益	3439	2830	3643	4094	4546
<b>负债及权益合计</b>	<b>11096</b>	<b>10688</b>	<b>11544</b>	<b>11774</b>	<b>12221</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(297)	888	1530	1440	1414
净利润	(544)	(630)	813	695	660
折旧摊销	511	450	429	442	455
财务费用	240	235	180	180	180
投资收益	(296)	(1)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(177)	760	(54)	4	2
其它	(32)	74	173	128	127
<b>投资活动现金流</b>	371	(191)	(600)	(600)	(600)
资本支出	(8)	(193)	(600)	(600)	(600)
其他投资	379	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	312	(1003)	(736)	(414)	(379)
借款变动	506	(662)	(566)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(263)	(14)	0	0	0
股利分配	(102)	(102)	0	(244)	(209)
其他	171	(226)	(170)	(170)	(170)
<b>现金净增加额</b>	<b>385</b>	<b>(307)</b>	<b>194</b>	<b>426</b>	<b>435</b>

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
<b>营业收入</b>	11996	9452	11815	10397	9878
营业成本	11746	8198	9689	8526	8100
营业税金及附加	116	126	157	139	132
营业费用	96	85	95	93	79
管理费用	508	390	399	351	333
财务费用	227	227	180	180	180
资产减值损失	78	908	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	296	1	10	10	10
<b>营业利润</b>	(479)	(480)	1286	1099	1044
营业外收入	3	10	20	20	20
营业外支出	12	19	19	19	19
<b>利润总额</b>	(489)	(490)	1287	1100	1045
所得税	111	66	319	273	259
<b>净利润</b>	(600)	(556)	968	828	786
少数股东损益	(55)	74	155	132	126
<b>归属于母公司净利润</b>	(544)	(630)	813	695	660
<b>EPS (元)</b>	(0.54)	(0.62)	0.80	0.68	0.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-38%	-21%	25%	-12%	-5%
营业利润	-276%	0%	-368%	-15%	-5%
净利润	-974%	16%	-229%	-14%	-5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.1%	13.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率	-4.5%	-6.7%	6.9%	6.7%	6.7%
ROE	-15.8%	-22.3%	22.3%	17.0%	14.5%
ROIC	-3.4%	-4.3%	15.5%	12.5%	11.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.0%	65.3%	59.5%	55.3%	52.2%
净负债比率	37.3%	27.8%	20.9%	20.5%	19.7%
流动比率	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	0.9	1.0	0.9	0.8
存货周转率	38.8	28.8	33.7	29.6	30.8
应收帐款周转率	12.0	7.3	6.6	5.7	5.9
应付帐款周转率	11.3	9.2	11.0	9.5	9.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.54	-0.62	0.80	0.68	0.65
每股经营现金	-0.29	0.87	1.51	1.42	1.39
每股净资产	3.39	2.79	3.59	4.03	4.48
每股股利	0.10	0.00	0.24	0.21	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	-9.4	-8.1	6.3	7.4	7.7
PB	1.5	1.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	46.9	60.6	5.0	5.5	5.6

## 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。