

审慎推荐-A (维持)

大同煤业 601001.SH

当前股价: 5.37 元

2017 年 04 月 30 日

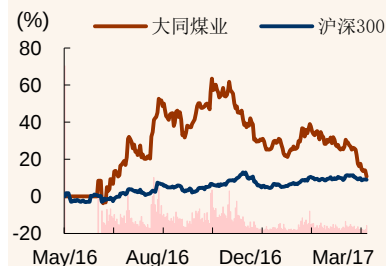
剥离资产扭亏为盈，资本运作存在空间

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	167370
已上市流通股(万股)	167370
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	-4.6
资产负债率	61.7%
主要股东	大同煤矿集团有限责
主要股东持股比例	57.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-30	11
相对表现	-11	-33	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《大同煤业(601001)一产销量稳定,煤价深跌致亏损》2015-08-31

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

公司发布 2016 年年报,实现营业收入 73.91 亿元,较上年同期增长 3%,归属上市公司净利 1.8 亿元,其中处置燕子山矿等非经常性损益 7.3 亿元,成功扭亏为盈。公司产量下滑至 2452 万吨,预计 2017 年仍将小幅下降。同时,公司发布一季度报告,产量 610 万吨,下降 22%,归母净利 0.18 亿元,略低于预期。此外,公司作为同煤集团煤炭资产的唯一整合平台,在近期山西国改加速推进的背景下,存在较大资本运作空间,建议持续关注,给予审慎推荐-A 评级。

- **转让矿井致使产能下降。**公司去年转让亏损较大的燕子山矿,将煤峪口矿整体资产和负债进行托管,涉及产能共 670 万吨/年,现仅剩余忻州窑矿和塔山矿,共计产能 1670 万吨。受此影响,去年原煤产量、商品煤销量仅为 2452、1938 万吨,同比大幅下滑 30%和 17%。在建色连矿设计规模 500 万吨/年,由于与铀矿重叠,需重新初步设计,短期内尚无法投产。预计 2017 年公司原煤产量、商品煤销量将进一步下滑,分别为 2200、1880 万吨。
- **煤价回升,业绩大幅减亏。**受益供改煤价大涨,煤炭综合售价达到 365 元/吨,增加 24%,完全成本仍保持低位 354 元/吨,吨煤微亏 3 元/吨。测算公司煤炭板块业绩由 15 年-16 亿元大幅减亏至-0.6 亿元,其中塔山煤矿实现归母净利 3.6 亿元,大增 106%。预计 2017 年公司全年综合售价 435 元/吨,略低于一季报 444 元/吨,原因在于一季度煤价处于高点;预计完全成本达到 391 元/吨,同比上升 10%,测算煤炭业务将贡献归母净利 3.5 亿元。公司化工、建材业务亏损 1.5 亿元,预计 2017 年维持该水平。
- **剥离资产助力扭亏为盈。**去年公司实现归母净利 1.8 亿元,其中转让燕子山矿等非经常性损益为 7.3 亿元,奠定扭亏基础。公司将于 2017 年向集团转让煤峪口矿,预计产生 5.1 亿元损益。
- **盈利预测及评级: 给予“审慎推荐-A”评级。**假设秦皇岛 Q5500 动力煤均价为 600 元/吨,预计公司 2017-2019 年归母净利 6.31、4.32、4.53 亿元,对应 EPS 分别为 0.38 元、0.26 元、0.27 元/股。山西国改升温,煤炭资产注入和劣质资产剥离均存在预期,建议关注,给予审慎推荐-A 评级。
- **风险提示:** 煤价大幅回调

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7129	7391	8811	9251	9436
同比增长	-18%	4%	19%	5%	2%
营业利润(百万元)	(1705)	(12)	841	865	913
同比增长	723%	-99%	-7374%	3%	5%
净利润(百万元)	(1801)	186	631	432	453
同比增长	-1309%	-110%	240%	-32%	5%
每股收益(元)	(1.08)	0.11	0.38	0.26	0.27
PB	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1 各季度业绩回顾

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
一、营业总收入	1411	1297	1928	2755	2480
营业收入	1411	1297	1928	2755	2480
二、营业总成本	1651	1324	1956	2582	2223
营业成本	977	583	830	1380	1020
营业税金及附加	49	51	134	193	146
销售费用	379	399	664	434	737
管理费用	128	136	175	333	193
财务费用	118	151	130	166	128
资产减值损失	0	3	24	76	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	16	15	16	63	22
四、营业利润	-223	-12	-12	236	278
加：营业外收入	733	-8	0	16	0
减：营业外支出	0	1	0	1	2
五、利润总额	510	-20	-12	250	277
减：所得税	34	20	52	165	113
六、净利润	475	-40	-64	86	164
减：少数股东损益	37	12	65	158	146
归母净利润	438	-52	-128	-72	18
EPS	0.26	-0.03	-0.08	-0.04	0.01
主要比例	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	31%	55%	57%	50%	59%
主营税金率	3%	4%	7%	7%	6%
营业费率	27%	31%	34%	16%	30%
管理费	9%	10%	9%	12%	8%
营业利润率	-16%	-1%	-1%	9%	11%
实际税率	7%	-103%	-426%	66%	41%
净利率	34%	-3%	-3%	3%	7%
YoY	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入增长率	-28%	-34%	10%	92%	76%
营业利润增长率	23%	-95%	-97%	-126%	-225%
归母净利润增长率	-247%	-87%	-70%	-89%	-96%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2 煤炭产量预测表

单位：万吨	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
忻州窑矿	100%	10127	4998	170	170	257	243	207	220	220	220
塔山煤矿	51%	465051	256105	1500	765	2109	2548	2245	1980	2000	2000
煤峪口矿		6813	3488	190		235	220				
燕子山矿		30784	9496	480		426	476				
色连矿	51%	74792	33753	500	255					300	500
合计	56%	475178	261103	1670	935	3027	3487	2452	2200	2520	2720
同比增速						-4%	15%	-23%	-10%	15%	8%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3 煤炭成本拆分表

单位：元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
原材料	47	37	32	23	13	23	25
燃料及动力	10	8	9	9	8	8	10
职工薪酬	124	122	114	82	70	37	52
折旧摊销	17	22	22	22	17	12	10
维简及安全费用	37	31	7	27	31	27	27
其他	41	87	85	58	48	73	73
生产成本	276	308	269	222	188	181	197
吨煤毛利	238	172	138	136	107	184	238
毛利率	46%	36%	34%	38%	36%	50%	55%
三费及附加	101	116	142	142	170	173	194
完全成本	376	424	411	364	358	354	391
吨煤利润	137	56	-5	-7	-63	11	44
所得税	42	22	27	18	6	14	11
吨煤净利	95	34	-31	-24	-69	-3	33
现金生产成本	258	285	247	199	171	168	187
现金完全成本	359	401	387	339	336	336	381

资料来源：公司数据、招商证券

表 4 公司员工薪酬情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
母公司在职工		23379	21869	12070	11948	4325
主要子公司在职工		1432	1533	2508	1596	1695
在职工合计	21417	24811	23402	14578	13544	6020
承担费用离退休职工人数				4	0	0
支付给职工薪酬(万元)	289905	395844	387526	239957	230376	96593
销售费用中薪酬(万元)	4156	4598	5494	6229	5929	6462
管理费用中薪酬(万元)	39289	42776	45810	28317	28789	16296
煤炭销量(万吨)	2377	2710	2595	2362	2332	1938
人均工资(万元)	14	16	17	16	17	16
吨煤工资	122	146	149	102	99	50
吨煤成本中工资	104	129	130	87	84	38

资料来源：公司数据、招商证券

表 5 煤炭板块盈利测算

单位：元/吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
商品煤销量(万吨)	2377	2710	2595	2362	2332	1938	1880
综合售价	513	480	407	357	295	365	435
生产成本	276	308	269	222	188	181	197
三费及附加	101	116	142	142	170	173	194
完全成本	376	424	411	364	358	354	391
吨煤利润	137	56	-5	-7	-63	11	44
所得税	42	22	27	18	6	14	11

吨煤净利	95	34	-31	-24	-69	-3	33
煤炭业务损益(亿)	23	9	-8	-6	-16	-1	6

资料来源：公司数据、招商证券

表 6 业绩弹性测算

业绩弹性测算								
秦港 Q5500	470	500	520	535	550	570	600	630
综合售价	341	363	378	389	400	414	436	458
完全成本	391	391	391	391	391	391	391	391
吨煤利润	-50	-28	-13	-2	9	23	45	67
所得税	-12	-7	-3	-1	2	6	11	17
吨煤净利	-37	-21	-10	-2	6	17	34	50
销量	1880	1880	1880	1880	1880	1880	1880	1880
煤炭净利	-69861	-39131	-18643	-3278	12087	32575	63305	94036
权益占比	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
权益净利	-39122	-21913	-10440	-1836	6769	18242	35451	52660
其他净利	27500	27500	27500	27500	27500	27500	27500	27501
归母净利	-11622	5587	17060	25664	34269	45742	62951	80161
股本	167370	167370	167370	167370	167370	167370	167370	167371
EPS	-0.07	0.03	0.10	0.15	0.20	0.27	0.38	0.48

资料来源：公司数据、招商证券

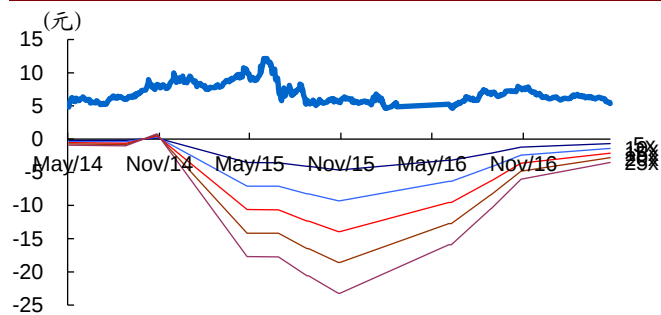
表 7 煤炭行业主要公司估值比较

	股价	EPS 16A	EPS 17E	EPS 18E	PE 17E	PE 18E	每股净 资产	P/B
炼焦煤								
西山煤电	8.8	0.14	0.55	0.60	16	15	5.4	1.6
盘江股份	7.2	0.12	0.50	0.51	15	14	3.9	1.8
冀中能源	6.7	0.07	0.41	0.46	16	15	5.4	1.3
平煤股份	5.1	0.32	0.48	0.48	10	11	4.8	1.0
永泰能源	3.6	0.06	0.18	0.27	20	14	1.9	1.9
平均	6.3	0.14	0.43	0.46	15	13	4.3	1.5
喷吹煤								
阳泉煤业	6.7	0.18	0.73	0.72	9	9	5.8	1.2
潞安环能	7.9	0.29	0.89	1.00	9	8	6.4	1.2
平均	7.3	0.24	0.81	0.86	9	9	6.1	1.2
动力煤								
中国神华	19.5	1.14	1.48	1.58	13	12	16.4	1.2
中煤能源	5.8	0.15	0.34	0.37	17	16	6.6	0.9
陕西煤业	6.0	0.28	0.78	0.84	8	7	3.7	1.6
新集能源	4.4	0.09	0.26	0.22	17	20	1.8	2.4
兖州煤业	11.8	0.42	0.93	1.07	13	11	9.3	1.3
山煤国际	4.2	0.16	0.40	0.42	10	10	2.0	2.0
*st 平能	4.5	-0.32	-	-	-	-	4.0	1.1
恒源煤电	7.8	0.04	0.80	0.89	10	9	6.1	1.3

大同煤业	5.4	0.11	0.38	0.26	14	21	3.0	1.8
昊华能源	7.2	-0.01	0.79	0.80	9	9	5.8	1.2
*ST 大有	4.9	-0.82	0.07	0.04	75	134	2.8	1.7
靖远煤电	3.6	0.10	0.25	0.20	14	18	2.8	1.3
露天煤业	9.0	0.50	0.70	0.75	13	12	6.3	1.4
*ST 郑煤	5.1	-0.62	0.80	0.68	6	8	3.0	1.7
安源煤业	4.5	-2.08	-	-	-	-	1.4	3.1
平均	7.1	0.09	0.61	0.62	17	22	5.3	1.5
一体化								
*st 神火	6.8	0.18	0.63	0.71	11	10	3.1	2.2
兰花科创	7.8	-0.58	0.82	0.80	9	10	7.8	1.00
开滦股份	6.3	0.35	0.34	0.32	18	20	5.7	1.1
上海能源	11.1	0.62	0.73	0.67	15	17	12.1	0.9
平均	8.0	0.14	0.63	0.62	14	14	7.2	1.3
总平均	7.1	0.12	0.59	0.61	15	18	5.5	1.4
中值	6.7	0.14	0.59	0.63	13	12	5.4	1.3

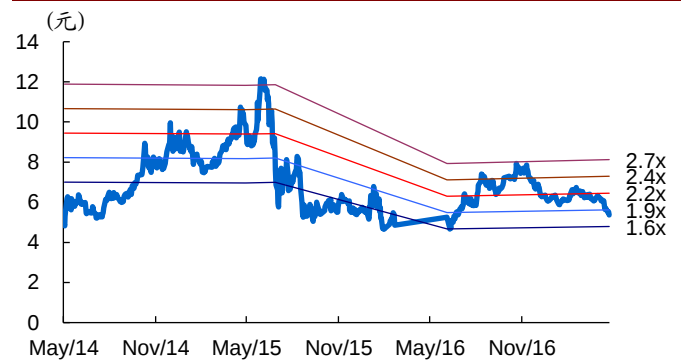
资料来源：公司公告、招商证券

图 1 大同煤业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2 大同煤业历史 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	10231	11075	11889	13981	14935
现金	5777	6862	8273	10275	11154
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1331	886	705	833	849
应收款项	2138	1728	1057	925	944
其它应收款	175	923	1100	1155	1179
存货	504	296	308	325	332
其他	307	379	446	468	478
非流动资产	16210	15198	14748	14343	13980
长期股权投资	1038	1447	1447	1447	1447
固定资产	5467	5366	5272	5187	5111
无形资产	4250	3544	3189	2870	2583
其他	5455	4841	4840	4839	4839
资产总计	26441	26273	26637	28324	28915
流动负债	7329	8448	6928	5908	5286
短期借款	696	1338	500	300	200
应付账款	3190	2763	2873	3030	3098
预收账款	38	30	32	33	34
其他	3406	4318	3524	2545	1954
长期负债	9437	7765	8765	10765	11365
长期借款	3202	1566	2566	4566	5166
其他	6235	6199	6199	6199	6199
负债合计	16766	16214	15694	16674	16651
股本	1674	1674	1674	1674	1674
资本公积金	1147	1127	1127	1127	1127
留存收益	2049	2190	2671	3102	3426
少数股东权益	4805	5068	5472	5747	6037
归属于母公司所有者权益	4870	4991	5472	5903	6227
负债及权益合计	26441	26273	26637	28324	28915

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(1587)	2659	3140	2135	2041
净利润	(1801)	186	631	432	453
折旧摊销	903	741	933	887	846
财务费用	442	0	600	600	600
投资收益	(73)	(110)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(928)	1612	723	90	2
其它	(130)	231	403	276	290
投资活动现金流	(1919)	(633)	(483)	(483)	(483)
资本支出	(1206)	(953)	(483)	(483)	(483)
其他投资	(712)	320	0	0	0
筹资活动现金流	3853	(817)	(1247)	350	(679)
借款变动	248	(256)	(647)	800	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	(20)	0	0	0
股利分配	0	(50)	(151)	0	(129)
其他	3603	(491)	(450)	(450)	(450)
现金净增加额	348	1209	1410	2002	879

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	7129	7391	8811	9251	9436
营业成本	4590	3770	3921	4135	4227
营业税金及附加	374	427	573	583	576
营业费用	2302	1875	2115	2257	2293
管理费用	853	772	828	860	878
财务费用	401	565	600	600	600
资产减值损失	387	104	83	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	73	110	150	150	150
营业利润	(1705)	(12)	841	865	913
营业外收入	23	741	510	50	50
营业外支出	6	2	22	22	22
利润总额	(1688)	728	1329	893	941
所得税	141	271	295	186	198
净利润	(1829)	458	1035	708	743
少数股东损益	(28)	272	403	276	290
归属于母公司净利润	(1801)	186	631	432	453
EPS (元)	(1.08)	0.11	0.38	0.26	0.27

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-18%	4%	19%	5%	2%
营业利润	723%	-99%	-7374%	3%	5%
净利润	-1309%	-110%	240%	-32%	5%
获利能力					
毛利率	35.6%	49.0%	55.5%	55.3%	55.2%
净利率	-25.3%	2.5%	7.2%	4.7%	4.8%
ROE	-37.0%	3.7%	11.5%	7.3%	7.3%
ROIC	-9.2%	2.0%	6.8%	6.3%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	61.7%	58.9%	58.9%	57.6%
净负债比率	21.0%	21.7%	19.0%	20.7%	19.9%
流动比率	1.4	1.3	1.7	2.4	2.8
速动比率	1.3	1.3	1.7	2.3	2.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	7.8	9.4	13.0	13.1	12.9
应收帐款周转率	4.1	3.8	6.3	9.3	10.1
应付帐款周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	-1.08	0.11	0.38	0.26	0.27
每股经营现金	-0.95	1.59	1.88	1.28	1.22
每股净资产	2.91	2.98	3.27	3.53	3.72
每股股利	0.03	0.06	0.00	0.08	0.08
估值比率					
PE	-5.0	48.4	14.2	20.8	19.8
PB	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	20.7	18.1	27.7	23.9	27.7

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，任何机构和个人均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。