

阳泉煤业(600348)/煤炭开采

优质低估值无烟煤龙头，业绩释放能力强

评级：买入(维持)

市场价格：7.78

目标价格：11

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

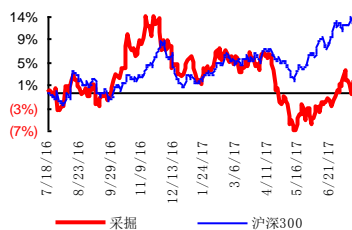
联系人：陈晨

电话：021-20315699

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2405
流通股本(百万股)	2405
市价(元)	7.78
市值(百万元)	18,700
流通市值(百万元)	18,700

股价与行业-市场走势对比

相关报告

<<业绩释放超预期，板块估值提升逻辑仍在>>2017.07.16

<<煤价继续强势，板块估值仍存在修复空间>>2017.07.10

<<陕西煤业(601225.SH)业绩预增点评：最优质动力煤标的，业绩释放超预期>>2017.07.06

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,863.9	18,014	21,700.6	23,697.7	25,505.6
增长率 yoy%	-19.55%	10.90%	16.04%	9.20%	7.63%
净利润	80.82	429.05	1,774.64	2,043.89	2,252.59
增长率 yoy%	-91.83%	430.87%	313.62%	15.17%	10.21%
每股收益(元)	0.03	0.18	0.74	0.85	0.94
每股现金流量	0.41	1.42	0.83	2.08	2.23
净资产收益率	0.62%	3.12%	11.44%	11.64%	11.37%
P/E	192.23	37.72	10.54	9.15	8.31
PEG	—	0.09	0.03	0.60	0.81
P/B	1.19	1.18	1.21	1.07	0.94

备注：

投资要点

- 公司发布2017年上半年业绩预增公告：**预计实现归属于上市公司股东的净利润为8.20亿元左右，同比增加865%，其中第一季度为4.25亿元，EPS为0.18元/股，第二季度为3.95亿元，季度环比略有下降，但整体业绩符合我们预期，具体点评如下：
- 一、二季度无烟煤价格强势坚挺，三、四季度预计仍将高位运行。**公司是国内无烟煤生产龙头企业，2016年自产煤产量3250万吨(-2.1%)，煤炭总销量6582万吨(+4.8%)。从销售结构来看，洗末煤5612万吨(+9.8%)、洗块煤443万吨(-8.7%)、洗粉煤309万吨(-38.4%)、煤泥218万吨(+17.8%)，占比分别为85%、7%、5%、3%。上半年无烟煤价格走势强势，阳泉地区中块无烟煤车板价由830元/吨上涨至900元/吨(+8.4%)，小块无烟煤车板价由740元/吨上涨至810元/吨(+9.5%)，且自4月中旬起，阳泉无烟煤价格分别稳定在900元/吨和810元/吨。整体供需紧平衡下，我们预计下半年煤价仍将高位运行，有力支撑下半年的业绩释放。
- 积极开展产能置换，公司产能将得到较大提升。**供给侧改革下，新增产能必须配套落后产能淘汰，根据公司7月12日的公告，公司在已拥有的18万吨/年置换产能指标基础上(关闭泰昌煤业)，拟收购阳煤集团关停置换指标561万吨/年和外部市场的置换指标358.6万吨/年，合计937.6万吨/年，来满足旗下五座矿井的产能指标需求，其中主要为平舒煤矿(410万吨/年)和创日泊里煤矿(500万吨/年)。截至目前，公司已和外部市场签订购置协议87.7万吨/年，交易金额合计9296.2万元，平均交易价格106元/吨。积极产能置换将为公司未来业绩的增长打下坚实基础。
- 山西国企改革持续升温。**5月份山西省出台深化国企改革指导意见，要求利用上市公司平台推动专业化重组和煤炭集团整体上市，随后几大煤企又在要求下上报核心发展的业务方向，山西国企改革步步推进，促进业绩释放、聚焦主业、资源整合将是重要看点。公司控股股东阳煤集团作为山西7大煤企之一，是无烟煤行业的龙头，年产量达7000万吨/年(包括上市公司)，未来有望进一步做大做强。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司2017-2019年归属于上市公司股东的净利润分别为17.7/20.4/22.5亿元，同比增长313.6%、15.2%、10.2%，折合EPS分别是0.74/0.85/0.94元/股，考虑公司生产条件较为优异以及山西国企改革催化，维持公司“买入”评级，给予2017年15XPE，目标价11元。
- 风险提示：**宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性。

图表 1：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20,961	16,864	18,701	21,701	23,698	25,506
增长率	-19.90%	-19.5%	10.9%	16.0%	9.2%	7.6%
营业成本	-17,218	-13,713	-14,231	-15,817	-17,127	-18,400
% 销售收入	82.1%	81.3%	76.1%	72.9%	72.3%	72.1%
毛利	3,743	3,151	4,470	5,884	6,571	7,106
% 销售收入	17.9%	18.7%	23.9%	27.1%	27.7%	27.9%
营业税金及附加	-333	-591	-704	-760	-829	-893
% 销售收入	1.6%	3.5%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-300	-356	-279	-326	-355	-383
% 销售收入	1.4%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-1,786	-1,256	-1,381	-1,628	-1,777	-1,913
% 销售收入	8.5%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	1,325	948	2,106	3,171	3,609	3,918
% 销售收入	6.3%	5.6%	11.3%	14.6%	15.2%	15.4%
财务费用	-215	-406	-601	-440	-487	-493
% 销售收入	1.0%	2.4%	3.2%	2.0%	2.1%	1.9%
资产减值损失	-190	-444	-523	-200	-200	-200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	91	93	60	90	90	90
% 税前利润	8.2%	51.7%	6.8%	3.5%	3.0%	2.8%
营业利润	1,011	190	1,042	2,622	3,012	3,315
营业利润率	4.8%	1.1%	5.6%	12.1%	12.7%	13.0%
营业外收支	107	-11	-157	-50	-50	-50
税前利润	1,118	179	885	2,572	2,962	3,265
利润率	5.3%	1.1%	4.7%	11.9%	12.5%	12.8%
所得税	-272	-202	-430	-643	-741	-816
所得税率	24.3%	112.9%	48.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	847	-23	454	1,929	2,222	2,448
少数股东损益	-142	-104	25	154	178	196
归属于母公司的净利润	989	81	429	1,775	2,044	2,253
净利率	4.7%	0.5%	2.3%	8.2%	8.6%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	847	-23	454	1,929	2,222	2,448
少数股东损益	0	0	0	154	178	196
非现金支出	1,373	1,560	1,560	1,514	1,740	1,977
非经营收益	44	422	696	425	474	483
营运资金变动	-994	-982	708	-1,883	562	466
经营活动现金净流	1,270	977	3,418	2,139	5,175	5,571
资本开支	3,910	3,085	3,176	3,731	4,136	4,185
投资	-1,079	113	0	0	0	0
其他	251	99	33	90	90	90
投资活动现金净流	-4,737	-2,873	-3,143	-3,641	-4,046	-4,095
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,390	2,410	3,089	6,851	-4,178	4,886
其他	-612	-385	-571	-537	-514	-523
筹资活动现金净流	1,778	2,024	2,519	6,314	-4,692	4,363
现金净流量	-1,690	129	2,794	4,812	-3,563	5,839

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,793	3,217	6,193	10,850	7,109	12,753
应收款项	6,854	6,620	7,639	8,131	9,161	9,859
存货	844	555	712	705	782	830
其他流动资产	675	380	504	555	584	599
流动资产	11,166	10,772	15,048	20,241	17,636	24,041
% 总资产	35.0%	31.8%	36.0%	41.2%	36.1%	41.8%
长期投资	1,834	1,242	909	909	909	909
固定资产	12,374	15,375	19,663	22,177	24,894	27,419
% 总资产	38.8%	45.5%	47.0%	45.1%	50.9%	47.7%
无形资产	5,420	5,415	5,073	4,727	4,356	3,988
非流动资产	20,711	23,050	26,745	28,912	31,259	33,416
% 总资产	65.0%	68.2%	64.0%	58.8%	63.9%	58.2%
资产总计	31,878	33,822	41,793	49,154	48,894	57,457
短期借款	3,252	4,407	7,439	14,291	10,612	15,499
应付款项	8,894	9,930	12,691	11,641	13,087	14,090
其他流动负债	1,604	1,124	2,353	1,983	2,235	2,461
流动负债	13,749	15,461	22,484	27,916	25,935	32,049
长期贷款	2,568	2,464	1,316	1,316	816	816
其他长期负债	1,006	2,377	3,739	3,739	3,739	3,739
负债	17,323	20,302	27,539	32,971	30,490	36,604
普通股股东权益	13,923	13,025	13,737	15,511	17,555	19,808
少数股东权益	632	495	518	672	850	1,045
负债股东权益合计	31,878	33,822	41,793	49,154	48,894	57,457

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.411	0.034	0.178	0.738	0.850	0.937
每股净资产 (元)	5.789	5.416	5.712	6.450	7.299	8.236
每股经营现金净流 (元)	0.528	0.406	1.421	0.825	2.078	2.235
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.11%	0.62%	3.12%	11.44%	11.64%	11.37%
总资产收益率	3.10%	0.24%	1.03%	3.61%	4.18%	3.92%
投入资本收益率	6.37%	-0.70%	5.72%	10.33%	10.91%	11.09%
增长率						
营业总收入增长率	-19.90%	-19.55%	10.90%	16.04%	9.20%	7.63%
EBIT增长率	-29.28%	-28.44%	122.13%	50.63%	13.79%	8.56%
净利润增长率	5.78%	-91.83%	430.87%	313.62%	15.17%	10.21%
总资产增长率	17.10%	6.10%	23.57%	17.61%	-0.53%	17.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.1	73.9	71.8	67.5	70.0	69.5
存货周转天数	11.6	18.6	16.2	16.3	16.7	16.5
应付账款周转天数	111.9	154.2	178.5	159.3	164.8	165.3
固定资产周转天数	113.5	185.5	235.9	259.2	271.5	282.6
偿债能力						
净负债/股东权益	20.79%	38.09%	39.00%	47.90%	39.75%	31.45%
EBIT利息保障倍数	6.2	2.3	3.5	7.2	7.4	7.9
资产负债率	54.34%	60.03%	65.89%	67.08%	62.36%	63.71%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。