

强烈推荐-A(维持)

当前股价: 5.97元 2017年07月19日

*ST 郑煤 600121.SH

扭亏为盈,估值有望持续修复

受益煤价高企,公司预告半年 EPS 为 0.4 元/股,实现扭亏为盈,符合预期。假 定全年秦港 Q5500 均价为 600 元/吨,公司综合售价有望达到 440 元/吨,同比 大增 46%。预计今年公司 EPS 为 0.8 元/股,目前股价对应 PE 不到 8 倍,估值 仍存在较大修复空间。此外,集团力图打造煤电一体化战略,国改进程逐步推 进,资产注入存在想象空间。维持"强烈推荐-A"评级。

- □ 核定产能 1075 万吨,今明两年关闭两矿 235 万吨。公司目前有 7 对生产矿 井, 核定产能 1075 万吨, 权益产能 906 万吨, 权益占比 83%。190 万吨的 米村矿和45万吨的教学二矿将分别于今明年底前退出,对今年产量影响较小, 退出后公司产能将下降到840万吨。此外,公司已经没有在建矿井。
- □ 未来三年产销量逐年下滑。公司为纯正动力煤公司,所产原煤直接销售。公 司近几年煤炭产销量维持在 1100 万吨的水平, 2016 年高岭矿关闭。未来三 年预计公司煤炭产销量 1001、881、840 万吨,同比增速-3.8%、-12.0%、-4.7%。
- □ 预计价格维持在 440 元/吨高位: 近期煤价旺季反弹, 公司综合售价达到约 450 元/吨。公司长协价格基本与市场价格一致, 假定未来三年秦港 Q5500 现货均 价为 600 元/吨,公司综合售价有望维持在 440 元/吨的高位,较去年上升 46%。
- 成本小幅回升,处于可控范围: 2016 年人均工资仅 6.4 万元/年,预计随公 司业绩回暖,职工薪酬成本项会出现 10-20 元/吨的反弹,但公司近几年员工 人数逐渐下降,负担减轻,利于成本管控。预计未来三年生产成本维持在220 元/吨左右,完全成本为300元/吨左右。
- □ 国改存有想象空间: 郑煤集团正逐步推进国改进程, 社会办职能有望尽快剥 离。此外,集团力图打造煤电一体化,公司未来发展或将受益于此。近期公 司收购集团铁路资产、释放资产注入信号、存有想象空间。
- □ 盈利预测及评级:维持"强烈推荐-A"评级。预计 2017-2019 年公司 EPS 分 别为 0.8、0.68、0.65 元/股。目前 PE 不到 8 倍,估值仍存在较大修复空间。
- □ 风险提示:宏观经济复苏低于预期,政府对煤价逆向调控过度

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	1.8	2.1	1.7	1.5	1.3
	扨商证券				

负料来源:公司数据、招商证券

基础数据

上证综指 3231 总股本 (万股) 101534 已上市流通股(万股) 101534 总市值(亿元) 61 流通市值(亿元) 61 每股净资产 (MRQ) 3.0 ROE (TTM) -9.1 资产负债率 63.6% 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	19	9	11
相对表现	14	-0	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《*ST 郑煤 (600121) 一低估值+ 国改预期,股票提升空间大》 2017-04-24
- 2、《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

研究助理 刘晓飞

021-68407539

liuxiaofei@cmschina.com.cn

研究助理

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn



表 1: 郑煤煤矿明细

单位: 万吨	权益占比	保有储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态	备注
赵家寨	51%	36433	19345	300	153	在产	
超化	100%	3673	825	180	180	在产	
告成	100%	14676	6323	120	120	在产	
白坪	100%	7871	4898	180	180	在产	
芦沟	100%	2953	978	60	60	在产	
米村	100%	1878	1	190	190	在产	2017 年底关闭
教学二矿	51%	500	109	45	23	在产	2018 年底关闭
合计	84%	67983	32479	1075	906		

资料来源: wind、招商证券

表 2: 郑煤煤矿产量明细及预测

单位: 万吨	产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
赵家寨	300	320	300	300	300	300	300
超化	180	190	180	170	180	180	180
告成	120	130	120	110	120	120	120
白坪	180	180	180	170	180	180	180
芦沟	60	60	60	60	60	60	60
米村	190	175	161	190	120	0	
教学二矿	45	40	42	41	41	41	
合计	1075	1095	1043	1041	1001	881	840
增速		-2.0%	-4.7%	-0.2%	-3.8%	-12.0%	-4.7%
权益产量		919	875	874	834	714	693
权益产量增速		-2.0%	-4.7%	-0.2%	-4.6%	-14.4%	-2.9%
权益产量占比		84%	84%	84%	83%	81%	83%

资料来源: wind、招商证券

表 3: 郑煤成本拆分及预测

单位:元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
原材料	33	19	11	15	15	15
燃料及动力	21	16	12	15	15	15
职工薪酬	115	96	71	90	90	90
折旧摊销	24	23	22	18	18	18
维简及安全费用	48	51	52	50	50	50
其他	15	20	15	32	32	32
销售成本	256	227	183	220	220	220
三费及附加	100	86	75	80	80	80
完全成本	356	313	258	300	300	300

资料来源: wind、招商证券

表 4: 郑煤煤炭损益测算及预测

	· · · · ·					
单位: 元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
综合售价	353	247	301	440	440	440
产量	1095	1042	1041	1001	881	840
销量	1055	1014	1054	1001	881	840
生产成本	256	227	183	220	220	220
吨煤毛利	97	20	118	220	220	220
三费及附加	100	86	75	80	80	80
完全成本	356	313	258	300	300	300
吨煤利润	-3	-66	43	140	140	140
所得税	4	4	7	35	35	35

敬请阅读末页的重要说明 Page 2



单位: 元/吨	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
吨煤净利	-7.2	-70.2	36.2	105.0	105.0	105.0
煤炭损益(亿)	-0.8	-7.1	3.8	10.5	9.3	8.8
现金生产成本	232	203	161	130	130	130
毛利率	27%	8%	39%	50%	50%	50%
销售净利率	-2%	-28%	12%	24%	24%	24%
.40 11 1						

资料来源: wind、招商证券

表 5: 煤炭盈利弹性测算

秦港 Q5500	500	535	550	570	600	620
综合售价	367	392	403	418	440	455
完全成本	300	300	300	300	300	300
吨煤利润	67	92	103	118	140	155
所得税	17	23	26	30	35	39
吨煤净利	50	69	78	89	105	116
销量-万吨	1001	1001	1001	1001	1001	1001
煤炭净利-万元	50050	69319	77578	88589	105105	116116
权益占比	83%	83%	83%	83%	83%	83%
权益净利	41542	57535	64389	73528	87237	96376
其他净利	-6000	-6000	-6000	-6000	-6000	-6000
归母净利	35542	51535	58389	67528	81237	90376
股本-万	101534	101534	101534	101534	101534	101534
EPS	0.35	0.51	0.58	0.67	0.80	0.89

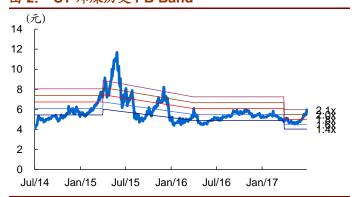
资料来源: wind、招商证券

图 1: *ST 郑煤历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: *ST 郑煤历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明 Page 3



附: 财务预测表

资产负债表

A) A W-7-					
单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	11096	10688	11544	11774	12221
流动负债	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
长期负债	223	429	629	629	629
长期借款	0	210	410	410	410
其他	223	219	219	219	219
负债合计	6654	6977	6866	6511	6381
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
归属于母公司所有权益	3439	2830	3643	4094	4546
负债及权益合计	11096	10688	11544	11774	12221

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(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
投资活动现金流	371	(191)	(600)	(600)	(600)
资本支出	(8)	(193)	(600)	(600)	(600)
其他投资	379	1	0	0	0
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	385	(307)	194	426	435

资料来源:公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	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
营业利润	(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
利润总额	(489)	(490)	1287	1100	1045
所得税	111	66	319	273	259
净利润	(600)	(556)	968	828	786
少数股东损益	(55)	74	155	132	126
归属于母公司净利润	(544)	(630)	813	695	660
EPS (元)	(0.54)	(0.62)	0.80	0.68	0.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
毎股資料 (元)					
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
估值比率					
PE	-11.1	-9.6	7.5	8.7	9.2
PB	1.8	2.1	1.7	1.5	1.3
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。

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。

王西典:毕业于上海交通大学,工学硕士,2017年2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, 行业其太而向淡, 行业指数将跑输其准指数

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。

敬请阅读末页的重要说明 Page 5