

# 阳泉煤业 (600348.SH)

## 17年上半年归母净利 8.5 亿元，估值低的无烟煤龙头

### ● 17年上半年归母净利 8.5 亿元，其中第 2 季度环比增 0.8%

公司 17 年上半年归母净利 8.5 亿元（高于此前预告的 8.2 亿元），分季度看，第 2 季度净利润 4.3 亿元，环比增长 0.8%。17 年上半年每股收益 0.355 元，其中第 1、2 季度 EPS 分别为 0.177 元、0.178 元。

### ● 吨煤净利 51 元/吨，拟转让西上庄低热值煤热电项目

17 年上半年公司煤炭、电力、热力业务营收分别占比 99%、0.5%、0.2%。公司 17 年上半年生产原煤 1735 万吨，同比增 15%，销售煤炭 3393 万吨，同比减 0.9%；吨煤价格、吨煤成本分别为 397 元/吨、323 元/吨，分别同比增长 104%、87%；吨煤净利 51 元/吨。

分季度来看，公司 17 年第 2 季度煤炭产量、销量分别为 885 万吨、1695 万吨，环比分别增长 4.1%、减少 0.2%，吨煤价格、吨煤成本、吨煤毛利分别为 385 元/吨、318 元/吨，环比分别下滑 5.5%、5.9%，吨煤净利 52 元/吨。

同时，公司于 17 年 5 月公告挂牌转让西上庄低热值煤热电有限公司 40% 股权，目前暂未征集到意向受让方。

### ● 山西国改受益标的，拟购置产能指标 937.6 万吨/年

公司的控股股东是阳泉集团，持股 58.34%，集团现有生产矿井 44 个，核定产能 8050 万吨。山西国改稳步推进，公司有望成为山西国改受益标的。

同时，公司拟置产能指标 937.6 万吨/年：榆树坡煤业（51%权益，需要置换指标 21 万吨/年）、平舒煤业（56%权益，需 410 万吨/年）、兴裕煤业（100%权益，需 4.2 万吨/年）、裕泰煤业（100%权益，需 2.4 万吨/年）、泊里煤业（70%权益，需 500 万吨/年）。公司产能购置计划为：利用泰昌公司（100%权益）关闭后的产能指标 18 万吨/年；收购母公司阳煤集团关停置换指标 561 万吨/年；收购外部市场购置置换指标 358.6 万吨/年。据 7 月 13 日公告，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，折合吨产能 106 元，公司还有 270.9 万吨/年有待寻找转让方。

### ● 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.74 元、0.73 元、0.73 元

如果购置产能指标完成，将打开公司产量释放空间，同时公司是山西国企改革受益标的，目前估值较低，17 年仅 11 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求低于预期，煤价超预期下跌。

### 盈利预测：

|             | 2015A     | 2016A     | 2017E     | 2018E     | 2019E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 16,863.91 | 18,701.42 | 22,593.54 | 22,024.74 | 21,005.55 |
| 增长率(%)      | -18.62%   | 10.90%    | 20.81%    | -2.52%    | -4.63%    |
| EBITDA(百万元) | 2,064.13  | 3,143.18  | 5,018.84  | 4,994.47  | 4,890.57  |
| 净利润(百万元)    | 83.39     | 429.05    | 1,776.99  | 1,757.23  | 1,745.74  |
| 增长率(%)      | -89.47%   | 414.49%   | 314.17%   | -1.11%    | -0.65%    |
| EPS(元/股)    | 0.035     | 0.178     | 0.739     | 0.731     | 0.726     |
| 市盈率(P/E)    | 186.30    | 37.72     | 11.07     | 11.20     | 11.27     |
| 市净率(P/B)    | 1.21      | 1.20      | 1.34      | 1.23      | 1.14      |
| EV/EBITDA   | 10.02     | 6.92      | 4.61      | 4.13      | 3.74      |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

当前价格 8.18 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-29

### 相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

阳泉煤业(600348.SH)：预告上半年净利 8.2 亿元，拟购置产能指标 937.6 万吨

阳泉煤业(600348.SH)：16 年盈利大幅改善，预计 17 年喷吹煤和块煤销量占比明显提高

阳泉煤业(600348.SH)：17 年估值优势明显的冶金煤公司

联系人：徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 17 年上半年归母净利 8.5 亿元，其中第 2 季度环比增 0.8%

公司17年上半年归母净利8.5亿元，同比增长904.1%（2016年上半年盈利0.8亿元），分季度看，第2季度净利润4.3亿元，同比增长478.15%，环比增长0.8%。17年上半年每股收益0.355元，其中第1、2季度EPS分别为0.177元、0.178元。

公司17年上半年管理费用同比增加11.3%，为职工薪酬等费用增加所致，销售费用同减少9.7%，为运输费等减少所致，财务费用同比增加21.1%，为银行贷款增加，中期票据利息支出增加所致。

表 1: 公司核心财务数据概览 (单位: 亿元)

|           | 2016Q1 | 2016Q2 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2016H1 | 2017H1 | H1 同比   | Q2 环比   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入      | 39.4   | 36.4   | 75.9   | 70.3   | 75.8   | 146.2  | 92.8%   | -7.4%   |
| 营业成本      | 34.6   | 30.0   | 62.0   | 57.4   | 64.6   | 119.4  | 84.9%   | -7.5%   |
| 毛利率       | 12.2%  | 17.7%  | 18.3%  | 18.3%  | 14.8%  | 18.3%  | 3.5%    | 0.0%    |
| 管理费用      | 2.0    | 2.4    | 4.1    | 0.8    | 4.4    | 4.9    | 11.3%   | -79.9%  |
| 销售费用      | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.7    | 1.4    | 1.2    | -9.7%   | 22.6%   |
| 财务费用      | 0.7    | 2.0    | 1.0    | 2.3    | 2.8    | 3.3    | 21.1%   | 119.8%  |
| 期间费用率     | 8.8%   | 13.8%  | 7.4%   | 5.4%   | 11.2%  | 6.5%   | -4.8%   | -2.0%   |
| 营业利润      | 0.2    | -0.1   | 5.6    | 6.3    | 0.1    | 11.8   | 8056.5% | 12.3%   |
| 净经营现金流    | -4.0   | -16.2  | -13.9  | 3.4    | -20.2  | -10.5  | -48.3%  | -124.6% |
| 销售商品现金/收入 | 78.2%  | 136.4% | 88.7%  | 128.1% | 106.1% | 107.7% | 1.5%    | 39.3%   |
| EPS       | 0.005  | 0.031  | 0.177  | 0.178  | 0.035  | 0.355  | 904.1%  | 0.8%    |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 吨煤净利 51 元/吨，拟转让西上庄低热值煤热电项目

17年上半年公司煤炭业务、电力业务、热力业务分别实现营收134.58亿元、0.74亿元、0.34亿元，分别占比99%、0.5%、0.2%:

**煤炭业务:** 公司17年上半年生产原煤1735万吨，同比增长14.6%，销售煤炭3393万吨，同比减少0.9%，其中，块煤、喷粉煤、选沫煤及煤泥销量分别为237万吨、125万吨、2909万吨及122万吨；按销量测算，公司17年上半年吨煤价格、吨煤成本、吨煤毛利分别为397元/吨、323元/吨，分别同比增长103.5%、86.8%，吨煤净利51元/吨。

分季度来看，公司17年第2季度煤炭产量、销量分别为885万吨、1695万吨，环比分别增长4.1%、减少0.2%；吨煤价格、吨煤成本、吨煤毛利分别为385元/吨、318元/吨，环比分别下滑5.5%、5.9%；吨煤净利52元/吨。

**电力业务:** 公司17年上半年发电量6.24亿千瓦时，同比减少1.4%，售电量5.57亿千瓦时，同比增加2.7%，度电收入、度电成本分别为0.134元/千瓦时、0.137元/千瓦时，

同比下滑13.6%、下滑5.2%，度电毛利亏损0.004元/千瓦时。同时公司于17年5月公告挂牌转让西上庄低热值煤热电有限公司40%股权，目前暂未征集到意向受让方。

**热力业务：**公司17年上半年热力业务的生产量、销售量均为28694亿千焦，同比均增长8.4%，单位收入、单位成本、单位毛利分别为11.71元/百万千焦、8.49元/百万千焦、3.22元/百万千焦，分别同比下滑1.9%、增长0.9%、下滑8.6%。

表 2：公司主营业务分行业基本情况（单位：亿元）

|           | 2016A  | 2016H1 | 2016H2  | 2017H1  | 2017H1<br>同比 | 2017H1<br>环比 |
|-----------|--------|--------|---------|---------|--------------|--------------|
| <b>煤炭</b> |        |        |         |         |              |              |
| 营业收入      | 170.60 | 66.75  | 103.86  | 134.58  | 101.6%       | 29.6%        |
| 营业成本      | 132.30 | 59.22  | 73.08   | 111.26  | 87.9%        | 52.2%        |
| 毛利润       | 38.30  | 7.53   | 30.77   | 23.32   | 209.7%       | -24.2%       |
| 毛利率       | 22.45% | 11.28% | 29.63%  | 17.33%  | 6.0%         | -12.3%       |
| <b>电力</b> |        |        |         |         |              |              |
| 营业收入      | 1.34   | 0.84   | 0.50    | 0.74    | -11.3%       | 48.1%        |
| 营业成本      | 0.71   | 0.92   | -0.21   | 0.86    | -6.5%        | -512.3%      |
| 毛利润       | 0.63   | -0.08  | 0.71    | -0.11   | 45.2%        | -115.8%      |
| 毛利率       | 47.19% | -9.19% | 141.33% | -15.04% | -5.8%        | -156.4%      |
| <b>供热</b> |        |        |         |         |              |              |
| 营业收入      | 0.40   | 0.32   | 0.08    | 0.34    | 6.3%         | 306.1%       |
| 营业成本      | 0.15   | 0.22   | -0.08   | 0.24    | 9.4%         | -416.2%      |
| 毛利润       | 0.25   | 0.09   | 0.16    | 0.09    | -0.9%        | -42.1%       |
| 毛利率       | 63.47% | 29.53% | 193.09% | 27.52%  | -2.0%        | -165.6%      |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3：公司煤炭业务经营数据

|            | 2016A  | 2016H1 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017H1<br>同比 | 2017Q2<br>环比 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
| 煤炭产量（万吨）   | 3250   | 1514   | 850    | 885    | 1735   | 14.6%        | 4.1%         |
| 煤炭销量（万吨）   | 6583   | 3425   | 1698   | 1695   | 3393   | -0.9%        | -0.2%        |
| 煤炭销售收入（亿元） | 170.60 | 66.75  | 69.25  | 65.33  | 134.58 | 101.6%       | -5.7%        |
| 煤炭销售成本（亿元） | 132.30 | 59.22  | 57.37  | 53.89  | 111.26 | 87.9%        | -6.1%        |
| 吨煤价格（元/吨）  | 259.2  | 194.9  | 407.8  | 385.4  | 396.6  | 103.5%       | -5.5%        |
| 吨煤成本（元/吨）  | 201.0  | 172.9  | 337.9  | 317.9  | 327.9  | 89.6%        | -5.9%        |
| 吨煤毛利（元/吨）  | 58.2   | 22.0   | 70.0   | 67.5   | 68.7   | 212.7%       | -3.5%        |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 4：公司煤炭业务分产品经营数据

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

|             | 2016A   | 2016H1  | 2016H2 | 2017H1 | 2017H1<br>同比 | 2017H1<br>环比 |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------------|--------------|
| 原煤产量 (万吨)   | 3250    | 1514    | 1736   | 1735   | 14.6%        | -0.1%        |
| 采购集团及其子公司煤炭 | 3589.00 | 1883.00 | 1706   | 1878   | -0.3%        | 10.1%        |
| 其中: 收购集团原料煤 | 1340.00 | 656.00  | 684    | 585    | -10.8%       | -14.5%       |
| 销售收入 (亿元)   | 170.60  | 66.75   | 103.86 | 134.58 | 101.6%       | 29.6%        |
| 其中: 块煤      | 19.07   | 8.91    | 10.15  | 14.30  | 60.4%        | 40.8%        |
| 喷粉煤         | 14.74   | 5.36    | 9.37   | 9.84   | 83.5%        | 5.0%         |
| 选沫煤         | 134.55  | 51.57   | 82.97  | 108.23 | 109.9%       | 30.4%        |
| 煤泥          | 2.25    | 0.90    | 1.35   | 2.21   | 146.7%       | 63.1%        |
| 销售成本 (亿元)   | 132.30  | 59.22   | 73.08  | 111.26 | 87.9%        | 52.2%        |
| 其中: 块煤      | 14.06   | 6.56    | 7.49   | 12.05  | 83.6%        | 60.8%        |
| 喷粉煤         | 11.06   | 4.59    | 6.47   | 6.58   | 43.4%        | 1.7%         |
| 选沫煤         | 107.18  | 48.06   | 59.12  | 90.95  | 89.2%        | 53.8%        |
| 煤泥          | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00   | -            | -            |
| 煤炭销量 (万吨)   | 6583    | 3425    | 3158   | 3393   | -0.9%        | 7.4%         |
| 其中: 块煤      | 443     | 223     | 220    | 237    | 6.3%         | 7.7%         |
| 喷粉煤         | 309     | 150     | 159    | 125    | -16.7%       | -21.4%       |
| 选沫煤         | 5612    | 2948    | 2664   | 2909   | -1.3%        | 9.2%         |
| 煤泥          | 218     | 104     | 114    | 122    | 17.3%        | 7.0%         |
| 吨煤价格 (元/吨)  | 259.16  | 194.88  | 328.87 | 396.63 | 103.5%       | 20.6%        |
| 其中: 块煤      | 430.43  | 399.73  | 461.54 | 603.38 | 50.9%        | 30.7%        |
| 喷粉煤         | 476.95  | 357.54  | 589.61 | 787.20 | 120.2%       | 33.5%        |
| 选沫煤         | 239.75  | 174.94  | 311.47 | 372.05 | 112.7%       | 19.5%        |
| 煤泥          | 103.24  | 86.14   | 118.83 | 181.15 | 110.3%       | 52.4%        |
| 吨煤成本 (元/吨)  | 200.98  | 172.90  | 231.43 | 327.90 | 89.6%        | 41.7%        |
| 其中: 块煤      | 317.27  | 294.28  | 340.57 | 508.44 | 72.8%        | 49.3%        |
| 喷粉煤         | 358.00  | 306.01  | 407.05 | 526.40 | 72.0%        | 29.3%        |
| 选沫煤         | 190.99  | 163.04  | 221.92 | 312.65 | 91.8%        | 40.9%        |
| 煤泥          | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00   | -            | -            |
| 吨煤毛利 (元/吨)  | 58.18   | 21.98   | 97.45  | 68.73  | 212.7%       | -29.5%       |
| 其中: 块煤      | 113.16  | 105.45  | 120.97 | 94.94  | -10.0%       | -21.5%       |
| 喷粉煤         | 118.95  | 51.53   | 182.55 | 260.80 | 406.1%       | 42.9%        |
| 选沫煤         | 48.76   | 11.90   | 89.55  | 59.40  | 399.1%       | -33.7%       |
| 煤泥          | 103.24  | 86.14   | 118.83 | 181.15 | 110.3%       | 52.4%        |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 5: 公司电力及热力业务经营数据

|  | 2016A | 2016H1 | 2016H2 | 2017H1 | 2017H1<br>同比 | 2017H1<br>环比 |
|--|-------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
|--|-------|--------|--------|--------|--------------|--------------|

| 电力            |        |        |        |        |         |         |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (亿元)     | 1.34   | 0.84   | 0.50   | 0.74   | -11.3%  | 48.1%   |
| 营业成本 (亿元)     | 0.71   | 0.92   | -0.21  | 0.86   | -6.5%   | -512.3% |
| 生产量 (亿千瓦时)    | 12.08  | 6.32   | 5.76   | 6.24   | -1.4%   | 8.3%    |
| 销售量 (亿千瓦时)    | 10.21  | 5.42   | 4.79   | 5.57   | 2.7%    | 16.2%   |
| 度电收入 (元/千瓦时)  | 0.13   | 0.15   | 0.10   | 0.134  | -13.6%  | 27.5%   |
| 度电成本 (元/千瓦时)  | 0.06   | 0.14   | -0.04  | 0.137  | -5.2%   | -480.8% |
| 度电毛利 (元/千瓦时)  | 0.07   | 0.01   | 0.14   | -0.004 | -136.3% | -102.5% |
| 热力            |        |        |        |        |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 0.40   | 0.32   | 0.08   | 0.34   | 6.3%    | 306.1%  |
| 营业成本 (亿元)     | 0.15   | 0.22   | -0.08  | 0.24   | 9.4%    | -416.2% |
| 生产量 (百万千焦)    | 412.91 | 264.71 | 148.20 | 286.94 | 8.4%    | 93.6%   |
| 销售量 (百万千焦)    | 412.91 | 264.71 | 148.20 | 286.94 | 8.4%    | 93.6%   |
| 单位收入 (元/百万千焦) | 9.66   | 11.94  | 5.58   | 11.71  | -1.9%   | 109.8%  |
| 单位成本 (元/百万千焦) | 3.53   | 8.41   | -5.20  | 8.49   | 0.9%    | -263.3% |
| 单位毛利 (元/百万千焦) | 6.13   | 3.52   | 10.78  | 3.22   | -8.6%   | -70.1%  |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司分矿井经营情况

| 矿井名称 | 商品煤产量<br>(万吨) | 商品煤销量<br>(万吨) | 掘进尺度<br>(米) | 销售收入<br>(亿元) | 煤炭售价<br>(元/吨) | 实现利润<br>(亿元) |
|------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|--------------|
| 一矿   | 368           | 361           | 16,528      | 14.47        | 401.30        | 4.69         |
| 二矿   | 434           | 432           | 15,050      | 18.83        | 435.85        | 7.28         |
| 新景矿  | 286           | 328           | 12,955      | 10.52        | 320.25        | 2.95         |
| 平舒矿  | 133           | 135           | 10,569      | 4.75         | 350.89        | 0.98         |
| 开元矿  | 174           | 184           | 8,717       | 7.12         | 387.13        | 1.63         |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 山西国改受益标的，拟购置产能指标 937.6 万吨/年

公司的控股股东是阳泉集团，持股58.34%，集团现有生产矿井44个，核定产能8050万吨，保有储量85.6亿吨，可采储量为41.5亿吨。山西国改稳步推进，集团有望注入优质煤矿资产。

同时，据公司公告，公司拟置产能指标937.6万吨/年：榆树坡煤业（51%权益，需要置换指标21万吨/年）、平舒煤业（56%权益，需410万吨/年）、兴裕煤业（100%权益，需4.2万吨/年）、裕泰煤业（100%权益，需2.4万吨/年）、泊里煤业（70%权益，需500万吨/年）。公司产能购置计划为：利用泰昌公司（100%权益）关闭后的产能指标18万吨/年；收购母公司阳煤集团关停置换指标561万吨/年；收购外部市场购置置换指标 358.6 万吨/年。据7月13日公告，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，折合吨产能 106 元，推算公司购置产能，合计需要9.7 亿元左右，除此之外，公司还有270.9万吨/年寻找转让方。

## 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.74 元、0.73 元、0.73 元

如果购置产能指标完成，将打开公司产量释放空间，同时公司是山西国企改革受益标的，目前估值较低，17年仅11倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游需求低于预期，煤价超预期下跌。



**资产负债表**

单位: 百万元

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 10765 | 15048 | 18505 | 20750 | 22621 |
| 货币资金           | 3216  | 6193  | 8272  | 10783 | 13123 |
| 应收及预付          | 6928  | 7871  | 9519  | 9278  | 8846  |
| 存货             | 555   | 712   | 713   | 690   | 652   |
| 其他流动资产         | 67    | 273   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 22910 | 26745 | 25411 | 24085 | 22767 |
| 长期股权投资         | 738   | 764   | 764   | 764   | 764   |
| 固定资产           | 10001 | 14460 | 13460 | 12460 | 11460 |
| 在建工程           | 5340  | 5203  | 5066  | 4928  | 4791  |
| 无形资产           | 5309  | 5073  | 4877  | 4688  | 4507  |
| 其他长期资产         | 1522  | 1245  | 1245  | 1245  | 1245  |
| <b>资产总计</b>    | 33675 | 41793 | 43916 | 44835 | 45388 |
| <b>流动负债</b>    | 15312 | 22484 | 23328 | 22830 | 22023 |
| 短期借款           | 3733  | 6228  | 6228  | 6228  | 6228  |
| 应付及预收          | 10880 | 14943 | 15888 | 15391 | 14583 |
| 其他流动负债         | 699   | 1313  | 1212  | 1212  | 1212  |
| <b>非流动负债</b>   | 5014  | 5279  | 5279  | 5279  | 5279  |
| 长期借款           | 2464  | 1316  | 1316  | 1316  | 1316  |
| 应付债券           | 1496  | 2996  | 2996  | 2996  | 2996  |
| 其他非流动负债        | 1054  | 967   | 967   | 967   | 967   |
| <b>负债合计</b>    | 20325 | 27763 | 28607 | 28110 | 27302 |
| 股本             | 2405  | 2405  | 2405  | 2405  | 2405  |
| 资本公积           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 留存收益           | 8443  | 8869  | 10113 | 11343 | 12565 |
| 归属母公司股东权益      | 12855 | 13512 | 14686 | 15999 | 17256 |
| 少数股东权益         | 495   | 518   | 623   | 727   | 830   |
| <b>负债和股东权益</b> | 33675 | 41793 | 43916 | 44835 | 45388 |

**利润表**

单位: 百万元

| 至12月31日         | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 16864 | 18701 | 22594 | 22025 | 21006 |
| 营业成本            | 13713 | 14231 | 16027 | 15499 | 14658 |
| 营业税金及附加         | 591   | 704   | 851   | 829   | 791   |
| 销售费用            | 356   | 279   | 337   | 328   | 313   |
| 管理费用            | 1256  | 1381  | 1669  | 1627  | 1552  |
| 财务费用            | 404   | 601   | 726   | 708   | 675   |
| 资产减值损失          | 444   | 523   | 523   | 523   | 523   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 93    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| <b>营业利润</b>     | 193   | 1042  | 2521  | 2570  | 2554  |
| 营业外收入           | 37    | 108   | 87    | 87    | 87    |
| 营业外支出           | 48    | 265   | 175   | 175   | 175   |
| <b>利润总额</b>     | 182   | 885   | 2510  | 2482  | 2466  |
| 所得税             | 202   | 430   | 627   | 620   | 616   |
| <b>净利润</b>      | -21   | 454   | 1882  | 1861  | 1849  |
| 少数股东损益          | -104  | 25    | 105   | 104   | 103   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 83    | 429   | 1777  | 1757  | 1746  |
| EBITDA          | 2064  | 3143  | 5019  | 4994  | 4891  |
| EPS (元)         | 0.03  | 0.18  | 0.74  | 0.73  | 0.73  |

**现金流量表**

单位: 百万元

|                | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 981   | 3418  | 3422  | 3925  | 3750  |
| 净利润            | -21   | 454   | 1882  | 1861  | 1849  |
| 折旧摊销           | 1116  | 1038  | 1309  | 1254  | 1199  |
| 营运资金变动         | -979  | 708   | -534  | -232  | -339  |
| 其它             | 864   | 1218  | 764   | 1042  | 1042  |
| <b>投资活动现金流</b> | -2743 | -3143 | -319  | -396  | -396  |
| 资本支出           | -2955 | -3176 | 1121  | 1044  | 1044  |
| 投资变动           | 209   | 33    | 60    | 60    | 60    |
| 其他             | 3     | 0     | -1500 | -1500 | -1500 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1890  | 2519  | -1023 | -1018 | -1014 |
| 银行借款           | 6676  | 9965  | 0     | 0     | 0     |
| 债券融资           | -4400 | -6876 | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -385  | -571  | -1023 | -1018 | -1014 |
| <b>现金净增加额</b>  | 128   | 2794  | 2079  | 2511  | 2340  |
| <b>期初现金余额</b>  | 2597  | 3216  | 6193  | 8272  | 10783 |
| <b>期末现金余额</b>  | 2725  | 6009  | 8272  | 10783 | 13123 |

**主要财务比率**

| 至12月31日        | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长         | -18.6 | 10.9  | 20.8  | -2.5  | -4.6  |
| 营业利润增长         | -78.6 | 439.8 | 142.0 | 1.9   | -0.6  |
| 归属母公司净利润增长     | -89.5 | 414.5 | 314.2 | -1.1  | -0.7  |
| <b>获利能力(%)</b> |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 18.7  | 23.9  | 29.1  | 29.6  | 30.2  |
| 净利率            | -0.1  | 2.4   | 8.3   | 8.5   | 8.8   |
| ROE            | 0.6   | 3.2   | 12.1  | 11.0  | 10.1  |
| ROIC           | -0.6  | 5.8   | 15.6  | 16.7  | 17.5  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 60.4  | 66.4  | 65.1  | 62.7  | 60.2  |
| 净负债比率          | 0.4   | 0.4   | 0.2   | 0.1   | -0.1  |
| 流动比率           | 0.70  | 0.67  | 0.79  | 0.91  | 1.03  |
| 速动比率           | 0.65  | 0.63  | 0.75  | 0.87  | 0.99  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.53  | 0.50  | 0.53  | 0.50  | 0.47  |
| 应收账款周转率        | 5.26  | 5.09  | 5.09  | 5.09  | 5.09  |
| 存货周转率          | 19.71 | 22.47 | 22.47 | 22.47 | 22.47 |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.03  | 0.18  | 0.74  | 0.73  | 0.73  |
| 每股经营现金流        | 0.41  | 1.42  | 1.42  | 1.63  | 1.56  |
| 每股净资产          | 5.34  | 5.62  | 6.11  | 6.65  | 7.18  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 186.3 | 37.7  | 11.1  | 11.2  | 11.3  |
| P/B            | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| EV/EBITDA      | 10.0  | 6.9   | 4.6   | 4.1   | 3.7   |

## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                    | 北京市                 | 上海市                   |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层 |
| 邮政编码 | 510620                 | 518000                 | 100045              | 200120                |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                        |                     |                       |
| 服务热线 |                        |                        |                     |                       |

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。