

强烈推荐-A (维持)

阳泉煤业 600348.SH

当前股价: 8.18 元
2017年08月28日

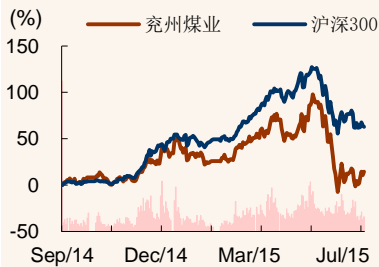
煤价上涨业绩大幅改善, 集团优质矿井注入可期

基础数据

上证综指	3363
总股本(万股)	240500
已上市流通股(万股)	240500
总市值(亿元)	197
流通市值(亿元)	197
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	62.3%
主要股东	阳泉煤业(集团)有限
主要股东持股比例	58.29%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	11	11
相对表现	-3	2	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《阳泉煤业(600348)一无烟煤旗舰再次起航, 国改攻坚有望率先突围》2017-07-19
- 2、《阳泉煤业(600348)一无烟煤龙头弹性大, 关注国改预期》2017-04-15
- 3、《阳泉煤业(600348)一煤价上涨扭转公司盈利, 无烟煤龙头弹性大》2017-04-09

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

事件: 公司发布 2017 年中报, 上半年营业收入 146 亿元, 同比增长 92.8%, 实现归母净利润 8.5 亿元, 对应 EPS 为 0.35 元/股, 同比大增 775.0%。

点评: 上半年动力煤大幅回升, 喷吹煤和无烟煤高位维稳, 是公司业绩大幅改善的主要原因; 随煤价上扬, 成本大幅回填, 仍有管控空间, 未来业绩存有释放潜力; 国改持续推进, 以往资产注入障碍有望被全部清除, 集团优质矿井将助力公司业绩充分释放, 测算资产注入成功后 EPS 达到 0.97 元/股, 10 倍估值下较目前股价仍有约 20% 收益空间。

- **煤炭价格大幅上涨扭转公司经营局面。** 公司上半年营业收入大幅增长, 主要原因是煤炭行情较好, 价格大幅上涨。公告综合售价达到 397 元/吨, 同比大增 104%。今年煤价大概率高位震荡, 秦港 Q5500 均价有望维持在 600 元/吨; 近期焦煤进入上行通道, 喷吹煤价格有望同步上涨。预计公司全年综合售价有望达到 400 元/吨左右, 同比大增 54%。
- **成本大幅回填, 管控后业绩存在释放潜力。** 随业绩好转, 成本现大幅回弹趋势, 测算上半年销售成本达到 328 元/吨, 同比大增 63%。若后续成本得到有效管控, 作为高弹性无烟煤标的, 业绩有望迎来爆发。
- **资产注入障碍有望全部清除, 集团优质矿井将助力业绩充分释放。** 资产注入中遇到的信达股权纠纷、相关证照缺失等问题正在全力清理中, 预计明年有望顺利解决。梳理集团优质矿井产能达 2000 万吨/年, 盈利能力突出。若公司业绩充分释放, 测算资产注入将增厚 EPS 约 20%。
- **盈利预测及投资评级。** 预计未来三年 EPS 分别为 0.69/0.72/0.73 元/股, 同比变化 289%/4%/1%。煤价高企业绩有望大幅改善, 优质矿井注入进一步助力业绩释放, 测算资产注入成功后(预计 2018 年) EPS 将达到 0.97 元/股, 对应目前股价仅 8 倍, 给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 煤价大幅回调; 国改进度低于预期**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16864	18701	26556	27671	27865
同比增长	-19%	11%	42%	4%	1%
营业利润(百万元)	193	1042	2495	2598	2617
同比增长	-79%	440%	139%	4%	1%
净利润(百万元)	83	429	1669	1742	1756
同比增长	-89%	414%	289%	4%	1%
每股收益(元)	0.03	0.18	0.69	0.72	0.73
PB	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1
PE	235.9	45.9	11.8	11.3	11.2

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司矿井产能明细

单位: 万吨	煤种	权益占比	地质储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
一矿	无烟煤	100%	79437	45201	750	750	在产
二矿	无烟煤	100%	67603	33372	810	810	在产
新景	无烟煤	100%	90280	54294	500	500	在产
开元	贫瘦煤	100%	33151	14178	300	300	在产
平舒	贫瘦煤	56%	12337	8176	350	196	在产
景福	贫煤	70%	7203	3600	90	63	在产
宁武榆树坡煤	气肥煤	51%	41300	15000	300	153	在产
平定裕泰煤业	无烟煤	100%	2895	800	90	90	试生产
平定东升兴裕	无烟煤	100%	5343	1344	90	90	试生产
创日泊里煤业	无烟煤	70%	110000	77000	500	350	暂缓建
在产		90%	339549	175964	3280	2952	
在建		70%	110000	77000	500	350	
合计		87%	449549	252964	3780	3302	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司分矿原煤、商品煤产量情况及预测

单位: 万吨	产能	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一矿	750	752	760	640	700	700	700
二矿	810	698	714	771	800	800	800
新景矿	500	646	590	606	600	600	600
开元矿	300	326	269	265	270	270	270
平舒矿	350	373	361	350	350	350	350
景福矿	90	-	-	72	80	80	80
宁武榆树坡煤业	300	-	150	210	210	210	210
平定裕泰煤业	90	-	-	-	30	80	80
平定东升兴裕煤业	90	-	-	-	30	80	80
其余整合矿	390	100	53	56	50	50	80
商品煤产量合计	3670	2895	2897	2970	3120	3220	3250
商品煤产量增速	-	2.7%	0.1%	2.5%	5.1%	3.2%	0.9%
原煤产量合计	-	3105	3320	3250	3352	3450	3500
原煤产量增速	-	0.9%	6.9%	-2.1%	3.1%	2.9%	1.4%
商品煤率	-	90%	87%	91%	93%	93%	93%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司产销、采购明细及预测

单位: 万吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
原煤自产量	3105	1561	3320	1514	3250	1735	3352	3450	3500
采购集团及子公司合计	3027	1698	3494	1883	3589	1878	3500	3500	3500
其中采购原料煤	1173	636	1198	656	1340	585	1400	1450	1475
原煤合计	6132	3259	6814	3397	6839	3613	6852	6950	7000
煤炭销量	5481	3070	6282	3426	6583	3393	6596	6690	6738
同比增速	-4.7%	6.5%	14.6%	11.6%	4.8%	-1.0%	0.2%	1.4%	0.7%
产销率	89%	89%	94%	92%	101%	96%	94%	89%	94%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 公司煤炭产品结构及预测

单位: 万吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
煤炭销量	5481	3070	6282	3426	6583	3393	6596	6690	6738
洗块煤	556	240	485	223	443	237	462	468	472
洗块煤占比	10%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%

单位: 万吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
喷吹煤	555	262	502	150	309	125	264	268	270
喷吹煤占比	10%	9%	8%	4%	5%	4%	4%	4%	4%
动力煤	4370	2568	5295	3052	5830	3031	5870	5954	5997
动力煤占比	80%	84%	84%	89%	89%	89%	89%	89%	89%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 煤泥计入动力煤中

表 5: 公司煤炭产品结构及预测

单位: 元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
原材料	49	49	40	40	40	60	70	68	68
燃料及动力	16	14	12	14	14	18	18	18	18
职工薪酬	97	70	55	52	52	100	100	100	100
折旧摊销	18	16	10	10	10	10	10	10	10
维简及安全费用	37	34	37	31	30	30	30	30	30
其他	78	40	48	26	55	110	97	99	99
销售成本	295	223	203	173	201	328	325	325	325
三费及附加	37	36	38	23	46	37	38	38	38
完全成本	332	259	241	196	247	365	363	363	363

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 煤炭盈利测算

单位: 元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
销售价格	347	267	242	195	259	397	399	399	399
销量	5481	3070	6282	3426	6583	3393	6596	6690	6738
销售成本	295	223	203	173	201	328	325	325	325
吨煤毛利	52	44	39	22	58	69	74	74	74
毛利率	15%	17%	16%	11%	22%	17%	19%	19%	19%
吨煤利润	15	8	1	(1)	13	32	36	36	36
所得税	5	2	3	0	7	7	9	9	9
吨煤净利	10	6	(2)	(1)	6	25	27	27	27
煤炭业务损益(亿元)	5	2	(1)	(0)	4	8	18	18	18

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 公司业绩弹性测算

单位: 元/吨	公司业绩弹性测算					
秦港 Q5500	550	570	600	620	640	660
阳泉喷吹 Q7250	1000	1000	1000	1000	1000	1000
阳泉无烟 Q7000	850	850	850	850	850	850
综合售价	374	384	399	409	419	429
完全成本	348	354	363	370	376	382
吨煤利润	26	30	36	39	43	47
所得税-25%	6	7	9	10	11	12
吨煤净利	19	22	27	29	32	35
销量	6596	6596	6596	6596	6596	6596
煤炭净利	126581	145983	177693	192881	212364	231847
权益占比	90%	90%	90%	90%	90%	90%
权益净利	113923	131385	159923	173593	191127	208662
其他净利	7000	7000	7000	7000	7000	7000
归母净利	120923	138385	166923	180593	198127	215662
股本	240500	240500	240500	240500	240500	240500
EPS	0.50	0.58	0.69	0.75	0.82	0.90

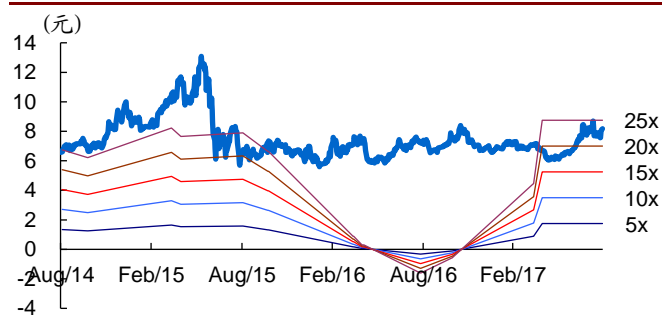
资料来源: 公司公告、招商证券 注: 公司采购集团煤炭参考市场定价, 故完全成本受煤价变化而变化。

表 8: 资产注入对 EPS 影响测算 (2018E)

单位: 万吨、万元	阳泉煤业	注入资产	注入资产后
原煤产量	3450	2000	5450
权益销量	2995	1500	4495
吨煤净利	75	100	83
煤炭归母净利	224625	150000	374625
对应股本	24.1	14.7	38.8
EPS	0.93	1.02	0.97

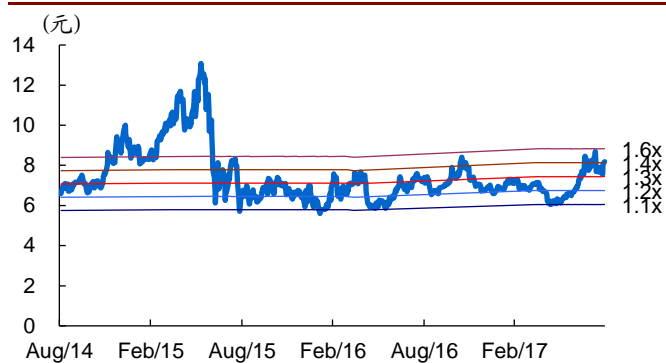
资料来源: wind、招商证券

图 1: 阳泉煤业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 阳泉煤业历史 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	10765	15048	23196	27287	28145
现金	3216	6193	10699	14265	15031
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	2819	3891	5525	5757	5798
应收款项	3692	3663	5125	5340	5377
其它应收款	105	85	121	126	127
存货	555	712	1007	1049	1057
其他	380	503	719	749	754
非流动资产	22910	26745	28232	28639	29032
长期股权投资	738	764	764	764	764
固定资产	9872	14302	16296	17159	17964
无形资产	5255	5073	4566	4109	3698
其他	7046	6606	6606	6606	6606
资产总计	33675	41793	51428	55926	57176
流动负债	15312	22484	28273	30626	30740
短期借款	3733	6228	8000	10000	10000
应付账款	5948	7968	11449	11929	12013
预收账款	656	1481	2128	2218	2233
其他	4976	6807	6696	6479	6494
长期负债	5014	5279	6779	7579	7379
长期借款	2464	1316	2816	3616	3416
其他	2550	3963	3963	3963	3963
负债合计	20325	27763	35052	38206	38119
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	10450	11107	13354	14596	15829
少数股东权益	495	518	616	720	824
归属于母公司所有者权益	12855	13512	15759	17001	18234
负债及权益合计	33675	41793	51428	55926	57176

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	981	3418	4808	4007	3929
净利润	83	429	1669	1742	1756
折旧摊销	1116	1038	1499	1587	1601
财务费用	461	611	500	500	500
投资收益	(93)	(60)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	(367)	1295	1060	124	22
其它	(221)	105	139	113	110
投资活动现金流	(2743)	(3143)	(3000)	(2000)	(2000)
资本支出	(2964)	(3183)	(3000)	(2000)	(2000)
其他投资	220	40	0	0	0
筹资活动现金流	1890	2519	2698	1559	(1163)
借款变动	1061	1647	2561	2500	(200)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(289)	0	577	(501)	(523)
其他	1117	872	(440)	(440)	(440)
现金净增加额	128	2794	4506	3566	766

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	16864	18701	26556	27671	27865
营业成本	13713	14231	20448	21307	21456
营业税金及附加	591	704	903	941	947
营业费用	356	279	396	413	432
管理费用	1256	1381	1774	1893	1923
财务费用	404	601	500	500	500
资产减值损失	444	523	100	80	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	93	60	60	60	60
营业利润	193	1042	2495	2598	2617
营业外收入	37	108	108	108	108
营业外支出	48	265	265	265	265
利润总额	182	885	2338	2441	2460
所得税	202	430	569	595	600
净利润	(21)	454	1768	1846	1860
少数股东损益	(104)	25	99	103	104
归属于母公司净利润	83	429	1669	1742	1756
EPS (元)	0.03	0.18	0.69	0.72	0.73

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-19%	11%	42%	4%	1%
营业利润	-79%	440%	139%	4%	1%
净利润	-89%	414%	289%	4%	1%
获利能力					
毛利率	18.7%	23.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利率	0.5%	2.3%	6.3%	6.3%	6.3%
ROE	0.6%	3.2%	10.6%	10.2%	9.6%
ROIC	-3.7%	3.4%	8.1%	7.4%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	66.4%	68.2%	68.3%	66.7%
净负债比率	20.4%	21.0%	22.0%	24.7%	23.8%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	19.7	22.5	23.8	20.7	20.4
应收帐款周转率	5.3	5.1	6.0	5.3	5.2
应付帐款周转率	2.4	2.0	2.1	1.8	1.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.18	0.69	0.72	0.73
每股经营现金	0.41	1.42	2.00	1.67	1.63
每股净资产	5.34	5.62	6.55	7.07	7.58
每股股利	0.00	-0.12	0.21	0.22	0.22
估值比率					
PE	235.9	45.9	11.8	11.3	11.2
PB	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	405.6	248.1	128.6	116.2	109.4

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。