

安源煤业 (600397)

公司研究/调研报告

传统主业惨淡，未来发展动力来自转型和改革

调研报告/煤炭行业

2015 年 7 月 15 日

报告摘要

➤ 传统业绩惨淡，转型动力十足。

受煤炭市场持续低迷的影响，安源煤业 2015 年 Q1 净利润仅 93 万元，同比下滑 72%。未来公司将稳定煤炭生产主业，积极做大煤炭及物资流通业务，提高煤炭和矿山贸易质量；配合煤炭电商平台，积极布局煤炭物流业务，目前公司有赣北、中、西的煤炭储备中心，在建的九江煤炭储备中心将在 2016 年 3 月投产。

➤ 存在资产注入预期，推动煤电一体化和清洁能源发展。

集团公司江西省能源集团公司于 2014 年由原江西省煤炭集团公司更名组建，由煤炭单一业务转型成为大型的煤、电、气综合能源性企业，集团的坑口电厂、光伏项目以及煤制水煤气正在前期调研阶段，存在未来注入上市公司进行孵化的预期。与大唐合作新余煤电一体化项目动工；公司也在积极跟踪页岩油气项目。

➤ 未来发展核心：电商平台+互联网金融+供应链金融。

携手泛亚组建江西省煤炭交易中心，将煤炭供应链与互联网深度融合，打造电商平台、综合金融服务平台和投资平台，通过利用供应链金融的风险控制理念，打造 P2S 互联网金融平台。凭借泛亚客户资源以及技术平台等优势，加上安源煤业的国企和作为江西最大生产企业的背景，交易中心有望快速扩张。

➤ 未来受益于国企改革和长江经济带开发。

作为江西能源集团旗下唯一的上市平台和能源板块发展平台，国企改革将对安源煤业的资源配置能力有较大的提升。九江作为公司未来的煤炭储备中心，未来或收益与长江经济带的开发。

➤ 风险提示：电商平台搭建不及预期；煤炭价格继续下行。

➤ 盈利预测及投资建议：

未考虑电商平台业务，预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.06 元、0.04 元、0.07 元，对应 PE 分别为 100 倍、177 倍、88 倍。考虑到煤炭交易中心能够给公司 EPS 增厚 0.01 元、0.04 元和 0.08 元，EPS 达到 0.07 元、0.08 元和 0.15 元，对应 PE 为 91 倍、80 倍和 43 倍。参考同为本省内最大的生产企业、具有国企改革和电商平台题材的盘江股份，目前的 PB 为 4.28 倍，安源煤业最新的每股净资产为 3.54，预计安源煤业的合理估值在 15-16 元，给予“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 10,652 | 10,099 | 11,023 | 13,626 |
| 增长率(%) | -38.91% | -5.19% | 9.14% | 23.61% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 95 | 63 | 36 | 72 |
| 增长率(%) | -61.57% | -33.79% | -43.50% | 100.98% |
| 每股收益(元) | 0.10 | 0.06 | 0.04 | 0.07 |
| PE(现价) | 66 | 100 | 177 | 88 |
| PB | 1.60 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |

资料来源：民生证券研究院

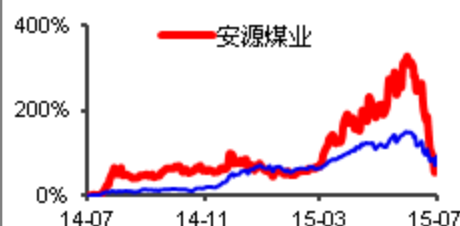
强烈推荐 维持评级

合理估值 15-16 元

交易数据 (2015-7-15)

| | |
|--------------|-------|
| 收盘价(元) | 6.39 |
| 近 12 个月最高/最低 | 15.00 |
| 总股本(百万股) | 990 |
| 流通股本(百万股) | 990 |
| 流通股比例% | 100% |
| 总市值(亿元) | 62.66 |
| 流通市值(亿元) | 62.66 |

该股与沪深 300 走势比较



分析师

| | |
|-------|---------------------|
| 分析师： | 陶贻功 |
| 执业证号： | S0100513070009 |
| 电话： | (8610) 85127892 |
| 邮箱： | taoyigong@mszq.com |
| 研究助理： | 王海伟 |
| 电话： | (8610) 85127892 |
| 邮箱： | wanghaiwei@mszq.com |

1. 《13 年业绩高增长，14 年前后注入明确》
2013.02.05

附-江西煤炭交易中心：P2S 创新煤炭电商模式，未来将成为新的利润增长点

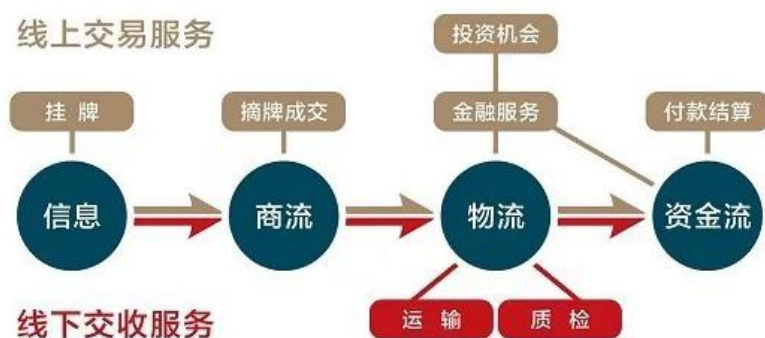
江西省煤炭交易中心有限公司是由江西省能源集团旗下安源煤业集团股份有限公司控股（50%），天津泛亚电子商务技术服务有限公司共同投资组建，总部位于江西省南昌市。

1.交易平台实现信息流、商流、资金流和物流四流合一，互联网金融+煤炭产业的新模式。

交易中心将江西省能源集团在煤炭产业的综合优势和互联网技术的创新手段相结合，建立供应链金融和互联网金融、产业资本和金融资本深度融合的综合性服务平台，为煤炭上下游企业提供电子化、模式化的信息、交易、融资、结算、物流等综合服务，助力煤炭行业客户实现信息流、商流、资金流、物流的有效结合，从而加快货物和资金流转，提高交易效率，降低交易成本。

煤炭行业的持续探底，煤价维持低迷，煤炭生产企业、贸易商以及煤炭下游企业生产经营出现困难，难以获得银行信贷的支持，融资是煤炭行业（尤其是中小生产商和贸易商）一大难题。交易中心 P2S 模式（供应链金融—互联网金融）成功的对接金融资本与煤炭供应链，有效的将煤炭贸易、物流链、供应链与互联网金融相结合，解决供应链条中的资金瓶颈，摆脱传统煤炭贸易的时间、空间限制，解决煤炭企业融资的痛点。

图 1：交易中心业务模式



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

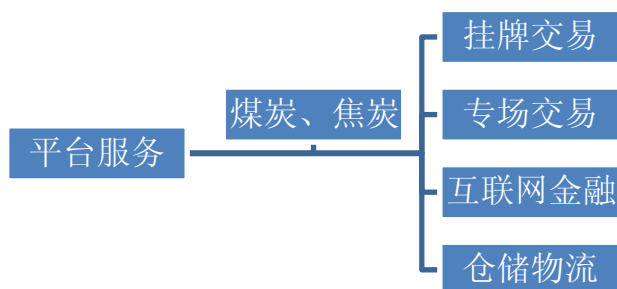
2.融合泛亚会员制模式，有望迅速做大。

交易中心主要提供挂牌交易、专场交易、互联网金融和仓储物流服务。挂牌交易是基础，所有的融资都是基于挂牌交易；交易中心的价值核心主要来自互联网金融服务；

以真实的交易为背景，通过互联网思维吸引产业客户和投资者，利用供应链金融的模式降低风险，为解决煤炭产业链条融资难的问题提供新的渠道。

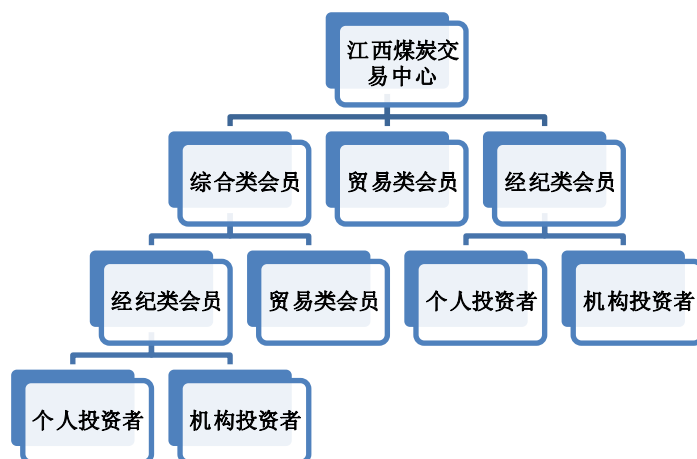
2015 年 4 月 28 日，江西省煤炭交易中心互联网金融（委托受托）业务正式上线。交易中心互联网金融（委托受托）业务的成功运营，开辟了互联网金融+煤炭产业的新模式。

图 2：交易中心业务分类



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

图 3：交易中心会员制



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

（1）交易会员分类：综合类、贸易类和经纪类

煤炭交易中心采用泛亚的会员制模式，由于现有的供应链金融+互联网金融+煤炭的模式的可复制性和成长性，通过会员制的模式，可使交易所业务迅速扩大。交易中心会员分为三类：综合类、贸易类和经纪类。

- **综合类：**相当于交易中心的子平台，会费为 500 万，综合类会员是交易中心的战略合作会员企业，除了在交易中心从事煤炭交易及相关自营业务活动以外，还可以在交易中心授权范围内针对特定区域或客户，组织并建立交易专区，为供应链上的各类企业提供平台化、个性化的服务。预计今年发展到 3-5 家综合类会员，未来 3-5 年到 10 家。
- **贸易类：**在平台上从事货物交易和投融资的客户，是在交易中心从事煤炭交易及相关自营业务活动，并可享受江西省煤炭交易中心提供的信息、交易、结算及金融服务的企业法人或其他经济组织。今年目标发展 50-100 家贸易类会员，未来 3-5 年达到 500-1000 家。
- **经纪类：**经交易中心认证，通过互联网技术或其他手段，帮助投资者参与投资业务的经纪机构；主要任务是发展线下投资者，协助平台的推广，每年会费为 30 万

元。预计今年发展到 50 家经纪类会员，未来 3-5 年到 150-200 家。

（2）交易中心相关方收益分配标准化

交易中心的收入主要来自融资息差和交易手续费。交易中心按照标准化的收益率分配给交易平台、投融资方和经纪类会员。通过交易中心进行的投融资活动，相较于银行来说，期限比较灵活，按天来计息，可随时了解投融资业务。

表 1: 交易中心相关方利息分配比率

| | |
|-------|-------------------------------------|
| 交易平台 | 每日获得万分之 0.55 的收益，年化 2.11% 左右。 |
| 融资方 | 每日支付万分之 4 的费用，年化 14.6% 左右。 |
| 投资方 | 每日获得投资额的万分之 2.9 的收益，年化 10.58% 的收益率。 |
| 经纪类会员 | 每日获得万分之 0.55 的收益，年化 2.11% 左右。 |

资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

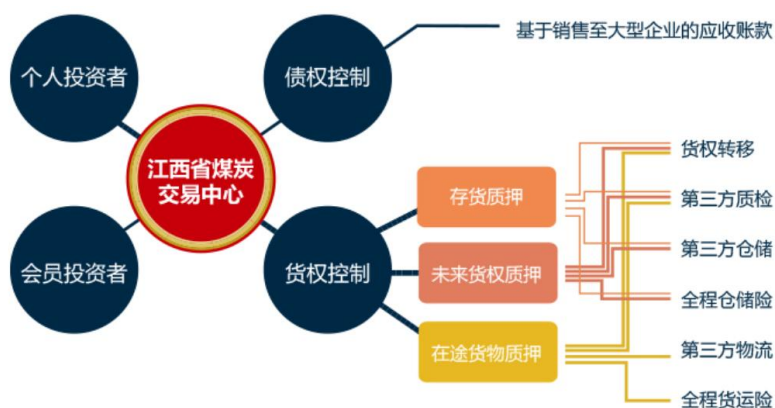
3. 交易平台以煤炭交易为基础，核心是为煤炭产业链条提供金融服务。

交易中心对自身的定位是互联网金融平台。交易中心把煤炭供应链与互联网深度融合，打造成电商平台、综合金融服务平台和投资平台，通过利用供应链金融的风险控制理念，打造 P2S（Peer to Supply chain）互联网金融平台。以真实的交易为背景，通过互联网思维吸引产业客户和投资者，为解决煤炭产业链条融资难的问题提供新的渠道。

（1）发展核心：互联网金融服务

煤炭贸易属于资本密集型大宗贸易，贸易链条涉及铁路港口物流、煤炭采购、库存场地等众多方面，货物仓储运输量大，运输周期长，需大量贸易资金支持。交易中心创新性地推出 P2S 模式（Peer to Supply Chain），将煤炭供应链和互联网金融结合在一起，使得资金在供需双方之间直接、自由、低成本、低风险地流动。

图 4: 互联网金融模式



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

（2）业务模式：P2S 模式，降低风险，为产业客户和投资者创造价值。

交易中心的 P2S 模式依托于平台的委托受托业务，该业务基于委托方会员连续、真实的贸易，引入受托方会员来协助委托方会员为其垫付货款，销售或采购商品。交易中心通

过对会员贸易项下的货物、应收账款、业务流程进行密切监控，整合第三方保险、仓储、物流支持，辅以逐日盯市、跌价补偿手段，建立质押物处置渠道，在煤炭供应链中有效控制风险。

图 5：互联网金融投资安全保障体系



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

图 6：业务价值



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

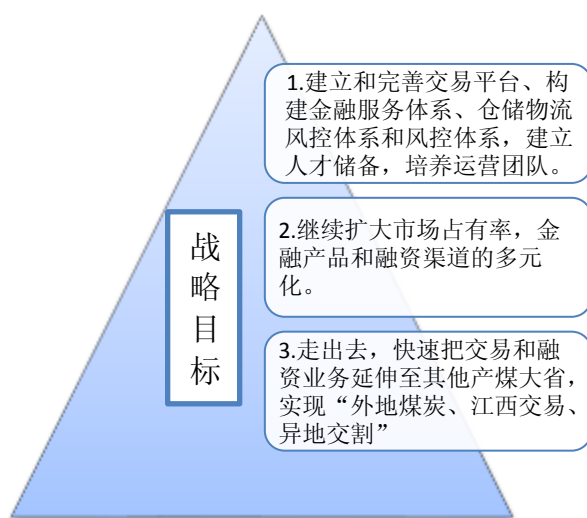
3. 未来发展目标：江西省煤炭交易中心以“两湖一江”、华北地区为起点，全力打造区域性煤炭交易中心。

根据国家发改委《关于深入推进煤炭交易市场体系建设的指导意见的通知》（发改运行[2014]967号），交易中心将以江西省能源集团在煤炭领域的综合优势为基础，在2015年内全力打造立足“两湖一江”地区的区域性煤炭交易中心。

根据交易中心未来发展的三大战略目标，搭建交易平台、构建金融服务、风控等体系以及储备人才的第一步已经完成。未来主要是通过会员制+P2S的模式，迅速做大做强，提高市场占有率，与银行、信托等金融机构加强合作，拓宽融资渠道。最后，把交易和融资业务延伸至其他产煤大省，在煤炭金融服务领域内占有一席之地。

“十三五”期间内，交易中心将更多运用市场手段推进全国煤炭交易市场体系建设，进一步发挥市场在资源配置中的决定性作用，把江西省煤炭交易中心建设为国家级（消费地）煤炭交易中心。

图 7：交易中心战略发展目标



资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

4.未来空间测算

公开资料显示，全国煤炭工业产值在 1.5 万亿左右，如果工业产值的 1% 进入交易中心的融资池，即 150 亿元的规模，收益率为 1% 和 2% 时，收益分别达到 1.5 亿和 3 亿；当未来做到份额为 5%，对应收益率为 1% 和 2% 时，交易中心的收益能够达到 7.5 亿和 9 亿，收益非常可观。目前股东泛亚交易平台的贷款余额为 420 亿元，过去四年泛亚基本上每年的收益维持在 200% 以上的增长，泛亚过去四年的收益分别为 4 千万、1.6 亿、4 亿和 8 亿，参考泛亚模式的可复制性和成长性，煤炭交易中心成长空间巨大。

表 2：煤炭产业链条融资空间测算

| 煤炭工业产值 | 份额 | 融资池（亿） | 收益（收益为 1%，亿元） | 收益（收益为 2%，亿元） |
|--------|----|--------|---------------|---------------|
| 1.5 万亿 | 1% | 150 | 1.5 | 3 |
| | 3% | 450 | 4.5 | 9 |
| | 5% | 750 | 7.5 | 15 |

资料来源：公开资料，民生证券研究院

结合江西煤炭交易中心的目标，预计 2015 年-2017 年盈利分别为 1500 万、7500 万、1.5 亿，对应到安源煤业权益利润为 750 万、3750 万和 7500 万，EPS 约增厚 0.01 元、0.04 元、0.08 元。考虑未来交易中心的盈利情况和传统业务，15-17 年，安源煤业 EPS 能够达到 0.07 元、0.08 元和 0.15 元，对应 PE 为 90 倍、79 倍和 42 倍。

表 3：江西煤炭交易业绩目标

| 年份 | 煤炭成交量 | 融资规模 | 营收 | 利润 |
|-------|-------------|-------|------|--------|
| 1 年内 | 1000 万（区域级） | 25 亿 | 3 千万 | 1500 万 |
| 3-5 年 | 1 亿吨（国家级） | 100 亿 | 2 个亿 | 1.5 亿 |

资料来源：江西省煤炭交易中心，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 | | | | |
|-------------|---------|--------|---------|--------|
| 项目（百万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 一、营业总收入 | 10,652 | 10,099 | 11,023 | 13,626 |
| 减：营业成本 | 9,845 | 9,530 | 10,473 | 12,962 |
| 营业税金及附加 | 53 | 50 | 55 | 68 |
| 销售费用 | 116 | 91 | 99 | 109 |
| 管理费用 | 315 | 202 | 198 | 232 |
| 财务费用 | 203 | 177 | 182 | 187 |
| 资产减值损失 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 加：投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 二、营业利润 | 87 | 50 | 16 | 68 |
| 加：营业外收支净额 | 54 | 27 | 30 | 33 |
| 三、利润总额 | 140 | 77 | 45 | 101 |
| 减：所得税费用 | 70 | 19 | 11 | 25 |
| 四、净利润 | 70 | 57 | 34 | 76 |
| 归属于母公司的利润 | 95 | 63 | 36 | 72 |
| 五、基本每股收益（元） | 0.10 | 0.06 | 0.04 | 0.07 |
| 主要财务指标 | | | | |
| 项目 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| EV/EBITDA | 34.90 | 18.60 | 20.35 | 19.57 |
| 成长能力： | | | | |
| 营业收入同比 | -38.91% | -5.19% | 9.14% | 23.61% |
| 营业利润同比 | -76.4% | -42.8% | -68.6% | 337.1% |
| 净利润同比 | -67.24% | -18.2% | -40.81% | 122.1% |
| 营运能力： | | | | |
| 应收账款周转率 | 9.61 | 9.33 | 10.00 | 10.59 |
| 存货周转率 | 46.09 | 39.16 | 41.40 | 43.68 |
| 总资产周转率 | 1.15 | 1.07 | 1.11 | 1.25 |
| 盈利能力与收益质量： | | | | |
| 毛利率 | 7.6% | 5.6% | 5.0% | 4.9% |
| 净利率 | 0.9% | 0.6% | 0.3% | 0.5% |
| 总资产净利率 ROA | 0.8% | 0.6% | 0.3% | 0.7% |
| 净资产收益率 ROE | 1.9% | 1.6% | 1.0% | 2.1% |
| 资本结构与偿债能力： | | | | |
| 流动比率 | 0.80 | 0.92 | 0.96 | 0.98 |
| 资产负债率 | 61.8% | 56.3% | 58.2% | 62.7% |
| 长期借款/总负债 | 3.7% | 5.7% | 6.9% | 7.0% |
| 每股指标： | | | | |
| 每股收益 | 0.10 | 0.06 | 0.04 | 0.07 |
| 每股经营现金流量 | 0.53 | 0.75 | 0.34 | 0.28 |
| 每股净资产 | 3.56 | 3.50 | 3.54 | 3.61 |

资料来源：民生证券研究院

| 资产负债表 | | | | |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 项目（百万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 1,302 | 2,222 | 2,425 | 2,998 |
| 应收票据 | 791 | 750 | 819 | 1,012 |
| 应收账款 | 1,112 | 1,054 | 1,150 | 1,422 |
| 预付账款 | 458 | 303 | 441 | 681 |
| 其他应收款 | 98 | 93 | 98 | 124 |
| 存货 | 262 | 254 | 279 | 345 |
| 其他流动资产 | 41 | 45 | 50 | 55 |
| 流动资产合计 | 4,064 | 4,721 | 5,261 | 6,636 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3,285 | 3,149 | 3,002 | 2,845 |
| 在建工程 | 903 | 1,003 | 1,203 | 1,503 |
| 无形资产 | 867 | 780 | 694 | 607 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 5,157 | 4,933 | 4,899 | 4,955 |
| 资产总计 | 9,221 | 9,653 | 10,161 | 11,592 |
| 短期借款 | 3,106 | 3,371 | 3,539 | 4,227 |
| 应付票据 | 387 | 375 | 320 | 472 |
| 应付账款 | 728 | 537 | 614 | 816 |
| 预收账款 | 30 | 114 | 93 | 103 |
| 其他应付款 | 533 | 559 | 587 | 617 |
| 应交税费 | 87 | 175 | 349 | 524 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 5,063 | 5,129 | 5,502 | 6,758 |
| 长期借款 | 210 | 310 | 410 | 510 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 210 | 310 | 410 | 510 |
| 负债合计 | 5,701 | 5,439 | 5,912 | 7,268 |
| 股本 | 990 | 990 | 990 | 990 |
| 资本公积 | 1,847 | 1,847 | 1,847 | 1,847 |
| 留存收益 | 551 | 614 | 650 | 722 |
| 少数股东权益 | 23 | 18 | 16 | 20 |
| 所有者权益合计 | 3,521 | 4,214 | 4,248 | 4,324 |
| 负债和股东权益合计 | 9,221 | 9,653 | 10,161 | 11,592 |

| 现金流量表 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目（百万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 经营活动现金流量 | 529 | 744 | 337 | 282 |
| 投资活动现金流量 | (329) | (130) | (220) | (310) |
| 筹资活动现金流量 | (276) | 188 | 86 | 601 |
| 现金及等价物净增加 | (76) | 802 | 203 | 573 |

分析师简介

陶贻功：能源环保团队负责人，环保行业研究员。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王海伟：煤炭行业研究员，毕业于吉林大学，公共事业管理学士、企业管理硕士，两年大型上市公司工作经验。2015年5月加入民生证券研究院，从事煤炭行业研究工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌10%以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深300指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。