

推荐（首次）
阳泉煤业（600348）深度报告

风险评级：中风险

低估值无烟煤龙头，受益下游景气度提升

2018年5月18日

投资要点：
李隆海

SAC 执业证书编号：

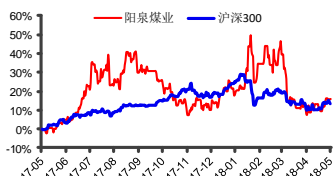
S0340510120006

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据
2018年5月17日

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价(元) | 7.23 |
| 总市值(亿元) | 173.88 |
| 总股本(亿股) | 2,405.00 |
| 流通股本(亿股) | 2,405.00 |
| ROE(TTM) | 10.93% |
| 12月最高价(元) | 9.35 |
| 12月最低价(元) | 5.99 |

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司简介：国内最大的无烟煤上市公司。**公司地处我国六大无烟煤基地之一的山西阳泉，公司的实际控制人是山西省国资委。公司煤炭多为优质无烟煤和贫瘦煤，资源储量达到 45.3 亿吨，可采储量达到 25.2 亿吨。目前公司在产产能约 3200 万吨/年，是国内最大的无烟煤上市公司。目前稳定生产的主力矿井为一矿、二矿、平舒矿、开元矿、新景矿和景福矿六个生产矿井；另外，裕泰矿、兴裕矿、榆树坡矿逐渐投入生产。
- **无烟块煤和粉煤销售占比有望恢复，带动公司盈利能力提升。**无烟块煤下游主要应用于下游煤化工行业，无烟粉煤（喷吹煤）下游主要应用于钢铁行业。2015 年之前，公司无烟块煤和粉煤销售数量分别占公司煤炭销售总量的 10%以上，合计占 20%以上。2015 年之后，由于煤化工和钢铁行业景气度每况愈下，对无烟块煤和粉煤需求下降，致使公司无烟块煤和粉煤销售数量占煤炭销售总量比例大幅下降，在 2016 年合计比例只有 11.4%。虽然公司洗末煤（主要用于火力发电）毛利率近年来有所提升，但是毛利率仍然低于无烟块煤和粉煤毛利率。随着下游煤化工和钢铁行业景气度回升，公司无烟块煤和粉煤各自销量占比有望逐渐恢复到 10%左右，推动公司综合毛利率的提升，带动公司盈利能力提升。
- **积极购置产能置换指标，未来公司产能仍有增长空间。**2017年7月13日，公司公告具体产能置换量需求，需购置产能总计为937.6万吨/年。控股子公司泊里公司置换指标为500万吨/年，其中集团内部置换产能272.20万吨/年，外部置换产能227.80万吨/年。截止2017年12月31日，外部产能为227.80万吨/年中有205.30万吨已经完成交易。产能置换有效解决公司煤炭业务内生增长问题，为公司未来自产煤产量增长提供了保障。
- **尿素、甲醇、醋酸等煤化工产品价格走高推动无烟煤价格上涨。**无烟煤和尿素价格关联度较高，无烟块煤主要用于化工造气，再以生产的合成气（CO、H₂）为基础生产合成氨及甲醇生产，合成氨主要用于尿素等氮肥的生产。随着尿素行业高成本产能逐渐退出市场，特别是气体尿素受制于“气荒”开工率显著下降，促使尿素价格不断走高，价格从2017年第四季度1500元/吨上涨到2000元/吨左右。无烟煤价格也从2017年第四季度900元/吨加速上涨到1200元/吨左右。另外，受欧佩克限产和中东局势影响，石油价格不断走高，原油期货价格由年初的60美元/桶左右上涨到目前接近80美元/桶，涨幅高达30%，推动化工产品价格不断走高。国内缺油少气，很大一部分化工产品是以煤炭生产，并且以无烟块煤气化合成氨，生产甲醇、醋酸、煤基甲醇制烯烃等等一系列化工产品。这也将拉动无烟块煤的需求。
- **给予公司“推荐”投资评级。**我们预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别 0.87 元、0.89 元，目前股价对应 PE 分别为 8.3 倍、8.1 倍，估值优势非常明显，给予公司“推荐”投资评级。

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 公司简介：国内最大的无烟煤上市公司 | 3 |
| 2. 无烟块煤和粉煤销售占比有望恢复，带动公司盈利能力提升 | 5 |
| 3. 积极购置产能置换指标，未来公司产能仍有增长空间 | 5 |
| 4. 关联交易大，集团煤炭资产注入值得期待 | 6 |
| 5. 尿素、甲醇、醋酸等煤化工产品价格走高推动无烟煤价格上涨 | 8 |
| 6. 给予公司“推荐”投资评级 | 10 |

插图目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图 1：公司股权结构 | 3 |
| 图 2：公司营业收入和净利润情况（亿元） | 4 |
| 图 3：公司主营业务收入结构（2017） | 4 |
| 图 4：无烟煤下游需求情况 | 8 |
| 图 5：无烟煤价格与尿素价格关联度较高 | 9 |
| 图 6：甲醇价格走势（元/吨） | 9 |
| 图 7：醋酸价格走势（元/吨） | 9 |

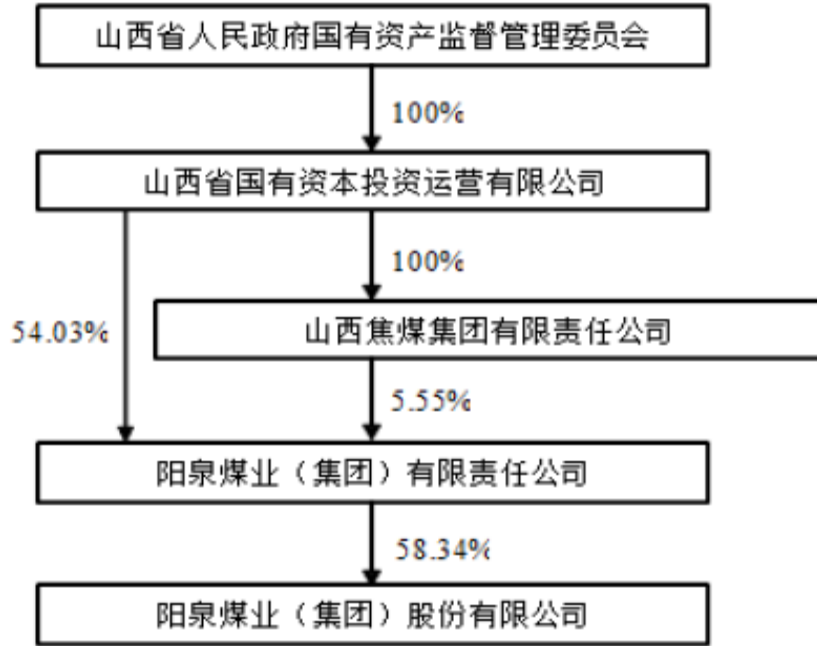
表格目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 表 1：公司煤炭产销情况 | 3 |
| 表 2：公司主要煤矿情况（万吨，万元） | 4 |
| 表 3：公司主营业务产品情况 | 4 |
| 表 4：公司煤炭产品销售结构和毛利率情况 | 5 |
| 表 5：阳煤集团除上市公司之外的优质煤矿（万吨） | 6 |
| 表 6：上市公司与集团关联交易大 | 7 |
| 表 7：公司收购集团煤炭价格（元/吨） | 7 |
| 表 8：公司盈利预测简表 | 10 |

1. 公司简介：国内最大的无烟煤上市公司

阳泉煤业地处我国六大无烟煤基地（山西阳泉矿区、晋城矿区、河南永城矿区、焦作矿区、宁夏汝箕沟矿区、北京京西矿区）之一的山西阳泉，1999年由阳泉煤业集团以旗下一矿、二矿及第二热电厂投入设立而成，2003年公司于上交所成功上市。公司隶属于山西省七大煤炭集团之一的阳泉集团，阳煤集团对其持股比例为58.34%，公司的实际控制人是山西省国资委。

图1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司煤炭多为优质无烟煤和贫瘦煤，资源储量达到45.3亿吨，可采储量达到25.2亿吨。目前公司在产产能约3200万吨/年，是国内最大的无烟煤上市公司。目前稳定生产的主力矿井为一矿、二矿、平舒矿、开元矿、新景矿和景福矿六个生产矿井；另外，裕泰矿、兴裕矿、榆树坡矿逐渐投入生产。公司2015年、2016年、2017年原煤产量分别为3320万吨、3250万吨、3545万吨，产量较为平稳。公司除自己开采、加工煤炭外，还收购采购集团及其子公司煤炭的原煤进行洗涤加工后销售。2017年公司煤炭销量6687万吨，其中洗块煤479万吨、洗粉煤479万吨、选末煤5,683万吨。

表1：公司煤炭产销情况

| 单位（万吨） | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 煤炭产量 | 2,757 | 3,042 | 3,078 | 3,105 | 3,320 | 3,250 | 3,545 |
| 采购集团及其子公司煤炭 | 2,454 | 3,052 | 3,149 | 3,027 | 3,494 | 3,589 | 3,626 |
| 煤炭销量 | 5,111 | 5,653 | 5,752 | 5,481 | 6,282 | 6,583 | 6,687 |
| 其中：洗块煤 | 597 | 609 | 580 | 556 | 485 | 443 | 479 |
| 洗粉煤 | 639 | 719 | 610 | 555 | 502 | 309 | 300 |
| 洗末煤 | 3,667 | 4,095 | 4,313 | 4,174 | 5,110 | 5,612 | 5,683 |
| 综合售价（元/吨） | 548 | 513 | 426 | 347 | 242 | 259 | 400 |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表2：公司主要煤矿情况（万吨，万元）

| 煤矿 | 煤种 | 权益 | 资源储量 | 可采储量 | 核定产能 | 权益产能 | 备注 | 2017年外运煤炭 | 2017年净利润 |
|------|-----|--------|---------|--------|------|------|-----|-----------|----------|
| 一矿 | 无烟煤 | 100% | 78,625 | 47,273 | 750 | 750 | 在产 | | |
| 二矿 | 无烟煤 | 100% | 66,157 | 32,900 | 810 | 810 | 在产 | | |
| 新景矿 | 无烟煤 | 100% | 89,668 | 54,326 | 450 | 450 | 在产 | 669 | 16,373 |
| 开元矿 | 无烟煤 | 100% | 32,541 | 13,893 | 300 | 300 | 在产 | 353 | 18,169 |
| 平舒矿 | 无烟煤 | 56.31% | 12,268 | 8,038 | 350 | 197 | 在产 | 288 | 4,054 |
| 景福矿 | 贫煤 | 70% | 7,203 | 3,600 | 90 | 63 | 在产 | 82 | 590 |
| 裕泰矿 | 无烟煤 | 100% | 6,350 | 710 | 60 | 60 | 在产 | 50 | -1,499 |
| 兴裕矿 | 无烟煤 | 100% | 5,453 | 946 | 90 | 90 | 在产 | 72 | -3,937 |
| 榆树坡矿 | 气肥煤 | 51% | 41,300 | 15,000 | 300 | 153 | 在产 | 223 | 5,401 |
| 泊里矿 | 无烟煤 | 70% | 110,000 | 77,000 | 500 | 350 | 停缓建 | | -1,304 |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司喷吹煤产品在北方大型国有钢厂中占据主导地位，对北方长协钢厂用户销量占（铁路）总销量的90%以上，主要用户为鞍钢、本钢、首钢、河北钢；公司化工块煤产品主要供给山东、河北地区化工企业，其中约80%（铁路）供应阳煤集团参、控股化工用户；公司末煤主要供给河北、山东地区的五大集团电厂，电煤长协用户占比在70%以上（铁路）。

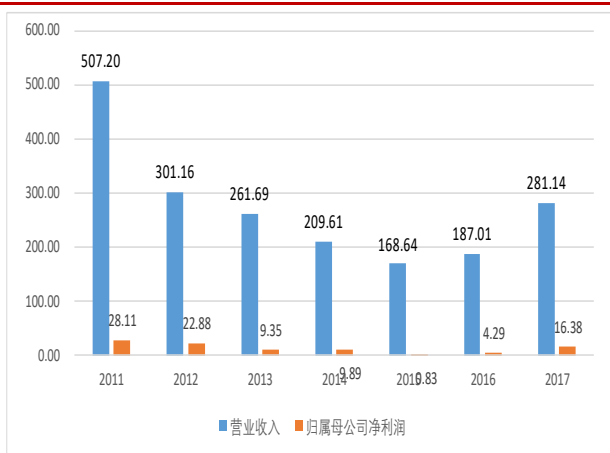
表3：公司主营业务产品情况

| 煤种 | 供应地区 | 长协用户 | 长协占比（铁路总销量） |
|-----|-------------|---------------|-------------|
| 喷吹煤 | 北方大型国有钢厂 | 为鞍钢、本钢、首钢、河北钢 | 90% |
| 洗块煤 | 山东、河北地区化工企业 | 阳煤集团参、控股化工企业 | 80% |
| 洗末煤 | 河北、山东地区 | 五大集团电厂 | 70% |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

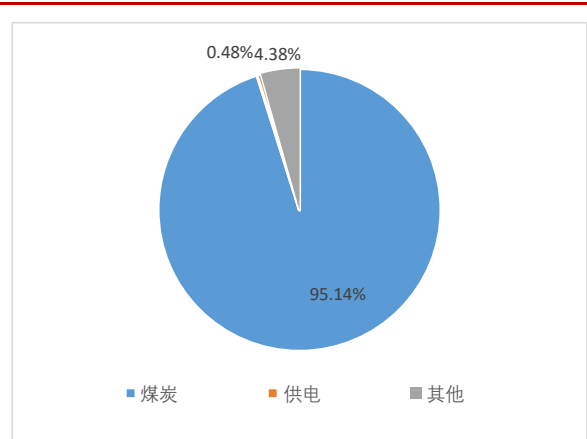
2017年公司营业收入281.15亿元，同比增长50.33%；归属于母公司所有者的净利润为16.93亿元，同比增长2.82倍。2018年第一季度公司营业收入80.40亿元，同比增长5.91%；归属于母公司所有者的净利润为5.01亿元，同比增长17.92%

图2：公司营业收入和净利润情况（亿元）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图3：公司主营业务收入结构（2017）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.无烟块煤和粉煤销售占比有望恢复，带动公司盈利能力提升

无烟块煤下游主要应用于下游煤化工行业，无烟粉煤（喷吹煤）下游主要应用于钢铁行业。2015年之前，公司无烟块煤和粉煤销售数量分别占公司煤炭销售总量的10%以上，合计占20%以上。2015年之后，由于煤化工和钢铁行业景气度每况愈下，对无烟块煤和粉煤需求下降，致使公司无烟块煤和粉煤销售数量占煤炭销售总量比例大幅下降，在2016年合计比例只有11.4%。

虽然公司洗末煤（主要用于火力发电）毛利率近年来有所提升，但是毛利率仍然低于无烟块煤和粉煤毛利率。随着下游煤化工和钢铁行业景气度回升，公司无烟块煤和粉煤各自销量占比有望逐渐恢复到10%左右，推动公司综合毛利率的提升，带动公司盈利能力提升。

2017年公司煤炭销量6687万吨，同比增长1.59%，其中块煤479万吨，同比增长8%；喷粉煤300万吨，同比下降3.01%；洗末煤5683万吨，同比增长1.27%。

表4：公司煤炭产品销售结构和毛利率情况

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 洗块煤销量占比 | 11.5% | 11.7% | 10.8% | 10.1% | 10.1% | 7.7% | 6.7% | 7.2% |
| 洗粉煤销量占比 | 11.7% | 12.5% | 12.7% | 10.6% | 10.1% | 8.0% | 4.7% | 4.5% |
| 洗末煤销量占比 | 73.3% | 71.7% | 72.4% | 75.0% | 76.2% | 81.3% | 85.2% | 85.0% |
| 煤炭毛利率 | 24.6% | 23.3% | 19.9% | 15.6% | 15.0% | 16.2% | 22.5% | 21.6% |
| 洗块煤毛利率 | 45.7% | 45.5% | 43.6% | 41.0% | 41.1% | 43.1% | 26.3% | 23.9% |
| 洗粉煤毛利率 | 46.6% | 43.4% | 38.8% | 29.2% | 25.6% | 22.1% | 24.9% | 37.7% |
| 洗末煤毛利率 | 8.8% | 4.0% | 1.2% | 0.9% | 2.4% | 6.6% | 20.3% | 18.1% |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 积极购置产能置换指标，未来公司产能仍有增长空间

煤炭行业在积极去产能的同时，政府也在大力推进煤炭行业的产能置换，加快优质产能释放，推动落后产能加快退出。2016年8月，国家发改委等部委发布《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》；2016年9月，发布《关于做好建设煤矿产能减量置换有关工作的补充通知》；2017年9月，发布《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》；2018年2月9日，发改委等四部委联合发布《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》，对产能置换的比例和范围进一步放松，支持与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿、灾害严重煤矿、长期停工停产煤矿加快退出，这几类煤矿的相应产能置换指标折算比例可提高为200%；支持持一级安全生产标准化煤矿、优化生产系统煤矿、煤电联营煤矿、与煤炭调入地区签订中长期合同煤矿增加优质产能。这些煤矿若符合相应规定，所需产能置换指标折算比例可提高至130%-300%不等。

2017年7月13日，公司公告具体产能置换量为：山西宁武榆树坡煤业有限公司需置换指标21万吨/年、山西平舒煤业有限公司需置换指标410万吨/年、阳泉煤业（集团）平定东升兴裕煤业有限公司需置换指标4.2万吨/年、阳泉煤业（集团）平定裕泰煤业有限公司需置换指标2.4万吨/年、阳泉煤业集团创日泊里煤业有限公司需置换指标500万吨/年。上述五座煤矿预计需购置产能总计为937.6万吨/年。

控股子公司泊里公司置换指标为500万吨/年，其中阳煤集团内部置换产能272.20万吨/年，外部置换产能227.80万吨/年。截止2017年12月31日，外部产能为227.80万吨/年中，除太原东山东昇煤业有限公司22.50万吨外，其余的205.30万吨已经完成交易。阳煤集团内部产能置换尚未开始。

产能置换有效解决公司煤炭业务内生增长问题，为公司未来自产煤产量增长提供了保障。

4. 关联交易大，集团煤炭资产注入值得期待

阳煤集团成立于1950年1月，前身为原阳泉矿务局，是山西五大煤炭集团之一。煤炭板块拥有煤矿48座，分布在山西的阳泉、晋中、太原、忻州、朔州、临汾和新疆，保有储量200亿吨，煤炭产能1亿吨，是中国最大的无烟煤生产基地。

表5：阳煤集团除上市公司之外的优质煤矿（万吨）

| 煤矿 | 权益 | 可采储量（亿吨） | 核定产能 | 备注 |
|------|------|----------|------|----|
| 五矿 | 100% | 30305 | 770 | 在产 |
| 寺家庄矿 | 100% | 59434 | 500 | 在产 |
| 新元矿 | 100% | 65716 | 300 | 在产 |
| 长沟煤矿 | 100% | 1349 | 180 | 在产 |
| 新大地矿 | 100% | 3672 | 150 | 在产 |
| 运裕煤矿 | 60% | 1366 | 150 | 在产 |
| 坪上煤矿 | 51% | 1828 | 150 | 在产 |
| 五鑫煤业 | 51% | 2593 | 150 | 在产 |
| 孙家沟 | 51% | 8070 | 120 | 在产 |
| 石港煤业 | 98% | 1076 | 90 | 在产 |

资料来源：东莞证券研究所

五矿：阳煤集团五矿位于阳泉市以南平定县境内，正式成立于1984年12月，最多时有三对井口生产，现有大井、五林井两对井口四个采区生产，两个采区正建。矿井井田面积79.94平方公里。

寺家庄矿：该矿由寺家庄煤业公司运营，位于晋中市昔阳县乐平镇下秦山村，井田面积120.25平方公里，地质储量10.87亿吨，矿井设计生产能力500万吨/年。该矿由于受到项目建设资金到位和项目瓦斯治理等因素的影响，项目延迟到现在尚处于试生产阶段。2016年该矿煤炭产量185.8万吨，该矿2016年、2017年前三季度分别实现净利润-0.49亿元和-0.72亿元，净利润为负的主要原因是尚未达产。

新元矿：该矿由新元煤业公司运营，地处山西省晋中市寿阳县境内，毗邻石太铁路、太旧高速公路。公司成立于2003年3月，是阳煤集团的主体矿井之一，证载能力300万吨/年。井田面积136.77平方公里，矿井地质储量13.3亿吨，设计可采储量6.6亿吨。煤种主要为贫煤、贫瘦煤和无烟煤，属中低灰、特低硫、低磷、中高发热量的优质品种煤，可作为电煤、高炉喷吹煤及出口用煤等。该矿2016年、2017年前三季度分别实现净利润2.6亿元和3.9亿元。新元矿先后荣获山西省和国家一级安全质量标准化矿井，为先进产能。

阳煤集团于2000年12月16日签署《避免同业竞争的承诺书》：为避免且解决同业竞争问题，集团自身及其他控股子公司与股份公司之生产经营相同或类似的经营性资产以

托管、租赁的方式交由股份公司经营管理，或通过配股、或股份公司收购、或由股份公司兼并以及资产置换或其他方式逐步投入股份公司。除上述承诺外，阳煤集团为避免同公司在原煤销售上可能发生的同业竞争，于2001年1月8日签署《承诺书》：阳煤集团保证其所生产之全部原煤供给股份公司，并不以任何形式向任何第三方销售，阳煤集团供给股份公司的原煤价格，按市场价格执行。

2018年4月28日，公司公告为了继续有效履行避免同业竞争的承诺，经阳泉煤业（集团）有限责任公司与公司协商，公司拟与阳煤集团签署《关于对阳泉煤业（集团）有限责任公司下属煤炭类资产实施管理的协议》，协议有效期为三年，托管费用为600万元/年。

近年来，上市公司与母公司集团之间存在数额巨大的关联交易，并且随着集团的发展壮大，关联交易的金额越来越大。2017年关联采购总金额为141.85亿元，关联交易主要是上市公司采购集团和集团子公司的煤炭产生。2017年公司煤炭销售6687万吨，其中采购集团和集团子公司的煤炭为3626万吨，占公司煤炭总销售的54%。从完善公司治理、解决关联交易的角度，集团煤炭资产注入上市公司存在客观需求。

表6：上市公司与集团关联交易大

| 万吨 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 煤炭产量 | 2,621 | 2,757 | 3,042 | 3,078 | 3,105 | 3,320 | 3,250 |
| 采购集团及其子公司煤炭 | 1,919 | 2,454 | 3,052 | 3,149 | 3,027 | 3,494 | 3,589 |
| 煤炭销量 | 4,538 | 5,111 | 5,653 | 5,752 | 5,481 | 6,282 | 6,583 |
| 采购集团及其子公司煤炭 /煤炭总销量 | 42.3% | 48.0% | 54.0% | 54.7% | 55.2% | 55.6% | 54.5% |

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司一直以来定位于控股股东阳煤集团下属煤炭和电力资产的整合平台，对于阳煤集团下属的煤炭资产，坚持“成熟一个，收购一个”的原则，逐步收购阳煤集团下属的优质资产。

表7：公司收购集团煤炭价格（元/吨）

| | 三矿 | 五矿 | 长沟煤矿 |
|------|-----|-----|------|
| 15Q1 | 260 | 260 | 218 |
| 15Q2 | 240 | 240 | 218 |
| 15Q3 | 230 | 230 | 218 |
| 15Q4 | 230 | 230 | 176 |
| 16Q1 | 190 | 190 | 142 |
| 16Q2 | 180 | 180 | 132 |
| 16Q3 | 180 | 180 | 132 |
| 16Q4 | 375 | 375 | 258 |
| 17Q1 | 394 | 394 | 306 |
| 17Q2 | 340 | 340 | 285 |
| 17Q3 | 365 | 365 | 310 |
| 17Q4 | 380 | 380 | 435 |
| 18Q1 | 380 | 380 | 420 |
| 18Q2 | 395 | 370 | 450 |

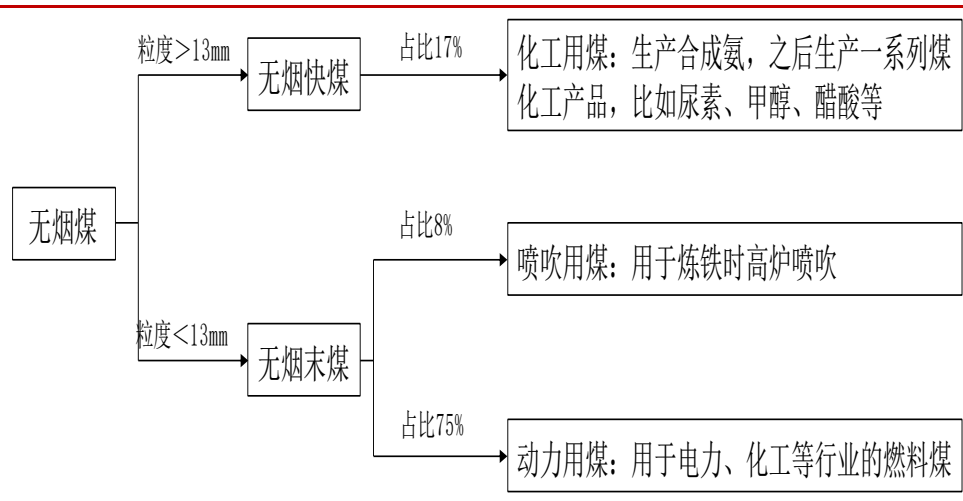
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 尿素、甲醇、醋酸等煤化工产品价格走高推动无烟煤价格上涨

无烟煤（英文名称 anthracite），俗称白煤或红煤。是煤化程度最大的煤。无烟煤固定碳含量高，挥发分产率低，密度大，硬度大，燃点高，燃烧时不冒烟。黑色坚硬，有金属光泽。热值约 8000-8500 千卡/公斤。我国无烟煤预测储量为 4740 亿吨，占全国煤炭总资源量的 10%。无烟煤分布较为集中，产区主要集中在山西、河南和贵州三省。我国有六大无烟煤基地：北京京煤集团、晋城煤业集团、焦作煤业集团、河南永城煤矿区、神华宁煤集团、阳泉煤业集团。山西省无烟煤产量占全国无烟煤产量四成左右，主要集中在晋城和阳泉两市，两市合计占山西无烟煤产量 85%，两市主要生产无烟煤的企业分别为晋煤集团与阳煤集团。

无烟煤依据粒度可分为无烟块煤和无烟末煤。无烟块煤粒度在 13mm 以上，其中 13~25mm 的称为无烟小块，25mm~80mm 的称为无烟中块，块煤主要用于化工造气，生产合成氨，之后生产一系列煤化工产品，比如尿素、甲醇、醋酸等。粒度在 13mm 以下的称为无烟末煤，可用作高炉喷吹煤和一般动力煤。

图4：无烟煤下游需求情况



资料来源：东莞证券研究所

无烟煤价格与尿素价格关联度较高：

无烟块煤主要用于化工造气，再以生产的合成气（CO、H₂）为基础生产合成氨及甲醇生产，合成氨主要用于尿素等氮肥的生产。由于尿素行业过去几年产能过剩非常严重，开工率一度低于五成，尿素价格低迷，在 2016 年价格一度低于 1200 元/吨。尿素价格的低迷，对无烟煤价格产生严重的拖累，无烟煤价格在 2016 年一度低于 600 元/吨。随着尿素行业高成本产能逐渐退出市场，特别是气体尿素受制于“气慌”开工率显著下降，促使尿素价格不断走高，价格从 2017 年第四季度 1500 元/吨上涨到 2000 元/吨左右。无烟煤价格也从 2017 年第四季度 900 元/吨加速上涨到 1200 元/吨左右。

图5：无烟煤价格与尿素价格关联度较高



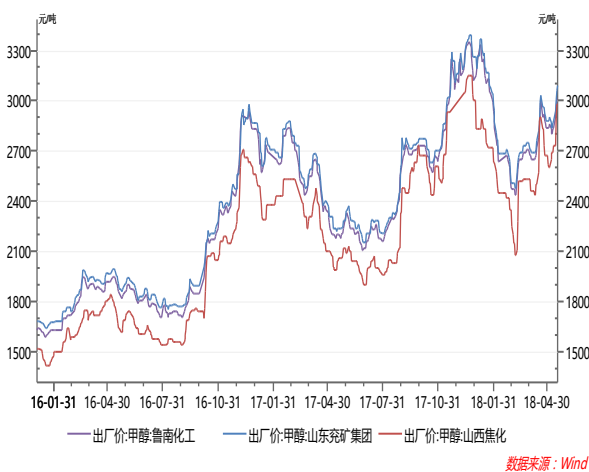
资料来源：东莞证券研究所

石油价格不断走高，利好煤化工

受欧佩克限产和中东局势影响，石油价格不断走高，原油期货价格由年初的 60 美元/桶左右上涨到目前接近 80 美元/桶，涨幅高达 30%。全球很大一部分化工产品是以石油为基础原材料，石油价格上涨，抬高了成本线，推动化工产品价格不断走高。

国内缺油少气，很大一部分化工产品是以煤炭生产，并且以无烟块煤气合成氨，生产甲醇、醋酸、煤基甲醇制烯烃等等一系列化工产品。这也将拉动无烟块煤的需求。

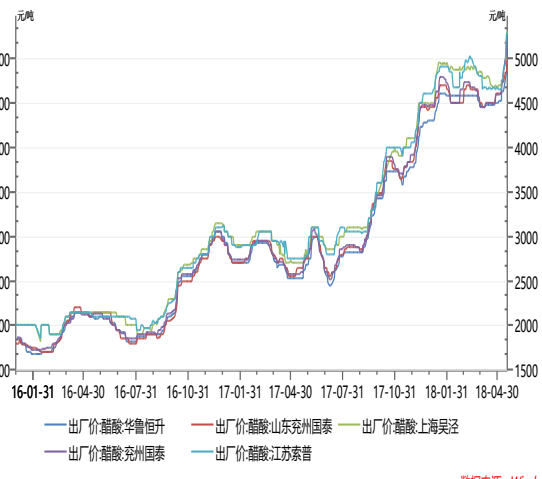
图6：甲醇价格走势（元/吨）



数据来源：Wind

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图7：醋酸价格走势（元/吨）



数据来源：Wind

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

6. 给予公司“推荐”投资评级

我们预计公司2018年、2019年EPS分别0.87元、0.89元，目前股价对应PE分别为8.3倍、8.1倍，估值优势非常明显，给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：煤炭需求低于预期，煤炭价格下跌。

表 8：公司盈利预测简表

| 科目（百万元） | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 18,701 | 28,114 | 30,082 | 30,985 |
| 营业总成本 | 17,720 | 25,621 | 27,194 | 28,010 |
| 营业成本 | 14231 | 22184 | 23614 | 24323 |
| 营业税金及附加 | 704 | 1118 | 1173 | 1208 |
| 销售费用 | 279 | 313 | 331 | 341 |
| 管理费用 | 1381 | 1173 | 1203 | 1239 |
| 财务费用 | 601 | 726 | 752 | 775 |
| 其他经营收益 | 60 | 108 | 250 | 250 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | (11) | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 60 | 119 | 100 | 100 |
| 其他收益 | 0 | 159 | 150 | 150 |
| 营业利润 | 1042 | 2602 | 3138 | 3225 |
| 加 营业外收入 | 108 | 13 | 10 | 10 |
| 减 营业外支出 | 265 | 150 | 150 | 150 |
| 利润总额 | 885 | 2464 | 2998 | 3085 |
| 减 所得税 | 430 | 932 | 749 | 771 |
| 净利润 | 454 | 1532 | 2248 | 2313 |
| 减 少数股东损益 | 25 | 56 | 157 | 162 |
| 归母公司所有者的净利润 | 429 | 1476 | 2091 | 2151 |
| 基本每股收益(元) | 0.18 | 0.61 | 0.87 | 0.89 |

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。