



600348.SH

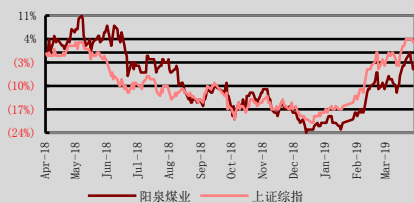
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.27

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25.1	5.7	22.1	(6.7)
相对上证指数	(4.3)	1.5	(2.7)	(6.9)

发行股数(百万)	2,405
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	15,127
3个月日均交易额(人民币 百万)	193
净负债比率(%) (2019E)	41.7
主要股东(%)	
阳泉煤业(集团)有限责任公司	58

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月15日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

阳泉煤业

经营稳健, 业绩良好, 估值低廉

公司18年归母净利润19.7亿元, 同比增长20.4%, 基本每股收益0.82元, 符合预期。18年煤炭产量延续较快增长8.7%至3,854万吨, 煤炭售价单价较大幅度增长9.3%至437元/吨, 单位成本上升12.7%至353元。吨煤净利上升13.6%至54元。期间费用、净资产负债率均有较好表现。公司拥有较好的内生及外延增长潜力, 自身盈利稳定, 业绩稳健, 估值不贵, 19年市盈率7.7倍, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩较好, 符合预期。**公司18年实现归属母公司的净利润19.7亿元, 同比增长20.4%, 基本每股收益0.82元, 符合预期。每10股派息2.8元(含税), 派息率34%。报告期内营业收入同比增长16.3%至327亿元, 营业利润同比增长3.6%至28.6亿元。政府补贴增加1.9亿元以及所得税减少2亿元(递延所得税资产转回)也是业绩较好的原因。利润率小幅下降: 毛利率18.8%, 同比下降2.3个百分点, 经营利润率8.8%, 同比下降1个百分点, 净利润率6.0%, 同比增长0.2个百分点。期间费用率下降1.5个百分点至6.4%, 费用控制较好。净负债率由56%大幅下降至48%。净资产收益率由11.5%上升至12.5%。
- **18年煤炭产量延续较快增长8.7%至3854万吨, 煤炭售价单价增长9.3%至437元/吨, 单位成本上升12.7%至353元。吨煤净利上升13.6%至54元。**公司煤炭产量延续较快增长, 18年增长8.7%至3,854万吨。煤炭销量增长6.6%至7,128万吨。除了自产煤外, 公司从集团及其子公司采购煤炭3,744万吨, 同比增长3.3%, 其中从集团采购的原料煤968万吨, 同比下降22%, 占产量比例由41%下降至18年的25%的历史最低水平。公司综合煤炭售价涨幅较好, 主要煤种都实现7%以上的上涨, 远大于同期市场煤(秦皇岛煤价)的涨幅。此外由于其中由于售价较高的喷粉煤销售占比提高, 销售结构的改善带动综合煤价涨幅高达9.3%。在行业总体吨煤净利下降的背景下, 公司的吨煤净利上涨13.6%至54元/吨。
- **优势:** 公司拥有较好的内生及外延增长潜力, 集团有3,000万吨左右的在建产能。公司自身盈利稳定, 业绩稳健, 估值不贵。

估值

- 基于近期对悲观经济预期的修复以及公司对销售结构的优化, 我们将19/20年的每股收益小幅上调1.2%和9.6%至0.82元和0.92元。公司估值低廉, 19年市盈率只有7.7倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 业绩低于预期; 煤价下行。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	28,114	32,684	33,876	36,272	38,464
变动(%)	55.9	16.3	3.2	6.5	5.5
净利润(人民币 百万)	1,638	1,971	1,971	2,215	2,451
全面摊薄每股收益(人民币)	0.68	0.82	0.82	0.92	1.02
变动(%)	283.7	20.4	(1.1)	12.4	10.7
先前预测每股收益(人民币)			0.81	0.84	
调整幅度(%)			1.2	9.6	
全面摊薄市盈率(倍)	9.2	7.6	7.7	6.8	6.2
价格/每股现金流量(倍)	1.19	1.57	1.41	1.60	1.73
每股现金流量(人民币)	5.3	4.0	4.4	3.9	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	7.2	6.6	5.9	5.5
每股股息(人民币)	0.21	0.28	0.25	0.28	0.31
股息率(%)	3.3	4.5	3.9	4.4	4.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 阳泉煤业 18 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年	2018 年	同比变动(%)
营业收入	28,114	32,684	16.3
营业成本	22,184	26,551	19.7
毛利润	5,930	6,133	3.4
营业税金及附加	1,118	1,377	23.1
销售费用	313	478	52.8
管理费用	1,173	1,053	(10.2)
财务费用	726	562	(22.6)
资产减值损失	106	254	139.3
投资净收益	119	123	2.9
营业利润	2,763	2,863	3.6
营业外收入	13	38	201.7
营业外支出	150	81	(45.9)
税前利润	2,625	2,819	7.4
所得税	932	728	(21.9)
少数股东损益	56	120	115.3
归属于母公司所有净利润	1,638	1,971	20.4
每股收益 (人民币, 元)	0.68	0.82	
基本每股收益 (元)	0.68	0.82	20.4
每股经营活动产生现金净流量 (元)	1.19	1.57	31.1
毛利率 (%)	21.1	18.8	
经营利润率 (%)	9.8	8.8	
净利润率 (%)	5.8	6.0	
期间费用率 (%)	7.9	6.4	
净资产收益率-加权 (%)	11.5	12.5	
有效税率 (%)	35.5	25.8	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 阳泉煤业 18 年煤炭业务经营情况

	2017 年	2018 年	同比变化 (%)
煤炭产量 (百万吨)	35.45	38.54	8.7
煤炭销售量 (百万吨)	66.87	71.28	6.6
煤炭销售收入 (百万元)	26,748	31,148	16.5
煤炭销售成本 (百万元)	20,959	25,169	20.1
煤炭业务毛利润 (百万)	5,789	5,980	3.3
吨煤毛利 (元/吨)	87	84	(3.1)
吨煤价格 (元/吨)	400	437	9.3
吨煤成本 (元/吨)	313	353	12.7
吨煤净利 (元/吨)	48	54	13.6
煤炭收入占比 (%)	95	95	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. 阳泉煤业 18 年各煤种价格(元/吨)

各煤种价格(元/吨)	2017 年	2018 年	同比变化 (%)
洗块煤	589	636	7.95
洗粉煤 (喷吹煤)	793	855	7.78
洗末煤	372	406	9.09
煤泥	174	181	3.93
综合煤价	400	437	9.25

资料来源: 万得, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	28,114	32,684	33,876	36,272	38,464
销售成本	(22,184)	(26,551)	(27,394)	(29,187)	(30,799)
经营费用	(2,604)	(2,908)	(3,014)	(3,227)	(3,422)
息税折旧前利润	3,326	3,225	3,468	3,858	4,243
折旧及摊销	1,344	1,850	353	380	406
经营利润(息税前利润)	4,902	5,310	4,057	4,475	4,888
净利息收入/(费用)	(726)	(562)	(618)	(680)	(748)
其他收益/(损失)	4,902	5,310	4,057	4,475	4,888
税前利润	2,771	2,884	2,878	3,207	3,526
所得税	(932)	(728)	(732)	(817)	(900)
少数股东权益	(56)	(120)	(132)	(132)	(132)
净利润	1,638	1,971	1,971	2,215	2,451
核心净利润	1,646	1,993	1,971	2,215	2,451
每股收益(人民币)	0.68	0.83	0.82	0.92	1.02
核心每股收益(人民币)	0.68	0.83	0.82	0.92	1.02
每股股息(人民币)	0.21	0.28	0.25	0.28	0.31
收入增长(%)	50	16	4	7	6
息税前利润增长(%)	58	(3)	8	11	10
息税折旧前利润增长(%)	56	8	(24)	10	9
每股收益增长(%)	284	20	(1)	12	11
核心每股收益增长(%)	284	20	(1)	12	11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,414	7,528	6,647	7,044	6,686
应收帐款	6,429	6,571	7,676	8,213	8,705
库存	683	554	843	898	948
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	12,527	14,653	15,166	16,156	16,340
固定资产	21,788	23,823	26,193	28,813	31,407
无形资产	5,238	4,961	5,071	5,103	5,142
其他长期资产	1,724	1,859	1,861	1,863	1,865
长期资产总计	28,749	30,643	33,125	35,778	38,414
总资产	41,763	45,787	48,166	51,807	54,625
应付帐款	9,694	10,057	11,388	12,049	12,643
短期债务	9,883	9,210	8,183	8,683	8,683
其他流动负债	3,344	3,343	3,819	4,452	4,592
流动负债总计	22,921	22,610	23,390	25,184	25,918
长期借款	3,207	6,210	6,209	6,210	6,211
其他长期负债	12	3	0	0	0
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
储备	12,582	13,811	15,281	16,996	18,947
股东权益	14,987	16,216	17,686	19,401	21,352
少数股东权益	636	749	881	1,012	1,144
总负债及权益	41,763	45,787	48,166	51,807	54,625
每股帐面价值(人民币)	6.23	6.74	7.35	8.07	8.88
每股有形资产(人民币)	4.05	4.67	5.23	5.93	6.72
每股净负债/(现金)(人民币)	3.19	3.28	3.22	3.26	3.41

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,634	2,841	2,834	3,164	3,482
折旧与摊销	1,348	1,855	359	387	414
净利息费用	726	562	618	680	748
运营资本变动	(1,522)	(1,124)	(40)	89	74
税金	4	5	6	7	8
其他经营现金流	(319)	(375)	(382)	(469)	(554)
经营活动产生的现金流	2,870	3,764	3,395	3,857	4,172
购买固定资产净值	(4,591)	(3,277)	(3,800)	(3,800)	(3,800)
投资减少/增加	1	2	0	0	0
其他投资现金流	0	9	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,590)	(3,266)	(3,800)	(3,800)	(3,800)
净增权益	66	4,962	(6)	(7)	(8)
净增债务	(9,386)	(8,974)	(5,000)	(6,000)	(7,000)
支付股息	0	(505)	(673)	(591)	(664)
其他融资现金流	9,191	5,832	7,079	6,924	6,926
融资活动产生的现金流	(121)	1,324	1,412	340	(730)
现金变动	(1,841)	1,822	1,007	397	(358)
期初现金	6,193	5,414	5,640	6,647	7,044
公司自由现金流	(1,716)	503	(399)	64	380
权益自由现金流	(12,516)	(9,666)	(5,934)	(6,689)	(7,438)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.4	16.2	12.0	12.3	12.7
息税前利润率(%)	11.8	9.9	10.2	10.6	11.0
税前利润率(%)	9.4	8.7	8.4	8.7	9.1
净利率(%)	5.9	6.1	5.8	6.1	6.4
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	4.6	5.7	5.6	5.7	5.7
净权益负债率(%)	55.9	48.2	41.7	38.4	36.5
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	9.2	7.6	7.7	6.8	6.2
核心业务市盈率(倍)	9.2	7.6	7.7	6.8	6.2
市净率(倍)	1.01	0.93	0.85	0.78	0.71
价格/现金流(倍)	5.3	4.0	4.4	3.9	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	7.2	6.6	5.9	5.5
周转率					
存货周转天数	11.5	8.5	9.3	10.9	10.9
应收帐款周转天数	92.8	72.6	76.8	79.9	80.3
应付帐款周转天数	132.5	110.3	115.5	117.9	117.2
回报率					
股息支付率(%)	30.7	33.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	11.6	12.8	11.6	11.9	12.0
资产收益率(%)	5.2	5.5	5.5	5.7	5.9
已运用资本收益率(%)	12.0	10.6	10.6	11.3	11.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371