

无烟煤龙头企业，关注国企改革

投资要点

- **煤种稀缺，无烟煤龙头企业。**公司是稀缺煤种无烟煤的上市龙头企业，煤炭资源储备较丰富，目前保有储量311816万吨，剩余可采储量160936万吨，核定总产能为3730万吨/年，主要八个在产矿井，一矿、二矿、新景矿、兴裕矿和裕泰矿均为无烟煤，开元矿、景福矿和平舒矿为贫瘦煤。公司煤炭主销往山东、山西和河北等地区，与大型电厂、钢厂和化工厂形成长期稳定合作关系。
- **业绩增长良好。**2016-2018年公司营业收入187、281和327亿元，同比增长10.9%、50.3%和16.1%；实现归母净利润4.3、16.4和19.7亿元，同比增长430.9%、281.7%和20.5%。2019Q1公司实现营业收入80.89亿元，同比增长0.5%，归母净利润5.3亿元，同比增长5.7%，保持良好业绩增长及较高的盈利水平。量价方面，2016-2018年公司产量3250万吨、3545万吨和3854万吨，市场化大量采购集团及其子公司煤炭后销量为6282万吨、6583万吨、6687万吨和7128万吨，产销量数据持续提升。综合售价为259、400和437元/吨，销售成本为203、201、313、353元/吨，吨毛利39、58、87、84元/吨。2019Q1公司销量1796万吨(+6%)增长良好，受煤价下降，吨毛利略有下降70元/吨(-6.7%)，但销量较好，公司费用持续优化，总体利润得到较好增长。
- **产能置换提升内生增长，中长期关注国企改革集团资产整合。**公司内生新增产能中，2019年榆树坡项目技改完成预计贡献120万吨产能，泊里项目(500万吨项目目前停产)正办理相关证件，未来几年将有新增产能持续释放，带动内生持续增长。中长期看公司销售量约50%来源于市场化采购集团煤炭资产销售，一定程度上拉低公司煤炭业务利润，公司承诺坚持“成熟一个，收购一个”的原则，未来有望逐步收购集团下属优质资产，若注入成熟资产将有望显著提升公司盈利及规模。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年归母净利润为19.9、20.1和20.5亿元，对应PE为7x，公司PB为0.8x，PB估值低于行业平均，未来有望受益于国企改革集团资产整合，建议积极关注，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策风险，行业风险，矿难风险，煤价下行风险。

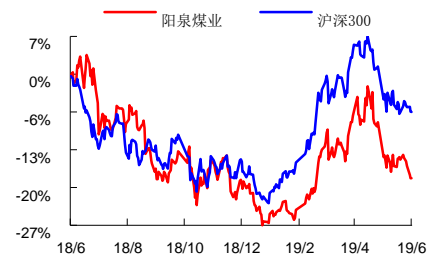
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32683.71	33070.36	33621.17	34183.01
增长率	16.25%	1.18%	1.67%	1.67%
归属母公司净利润(百万元)	1971.27	1994.11	2008.64	2051.39
增长率	20.38%	1.16%	0.73%	2.13%
每股收益EPS(元)	0.82	0.83	0.84	0.85
净资产收益率ROE	9.54%	12.58%	11.47%	10.69%
PE	7	7	7	7
PB	0.63	0.84	0.76	0.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.05
流通A股(亿股)	24.05
52周内股价区间(元)	4.99-7.32
总市值(亿元)	133.96
总资产(亿元)	449.26
每股净资产(元)	7.06

相关研究

目 录

1 公司概况：稀缺无烟煤龙头企业	1
2 公司历史经营业绩	2
3 公司资源储备丰富，市场消纳及客户良好	4
4 产能置换解决内生增长，集团资产注入值得期待	6
5 其他业务占比小，形成一定补充	8
6 盈利预测与估值	9
7 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司营业收入变化情况.....	2
图 3: 公司净利润变化情况.....	2
图 4: 分产品占营业收入的比重.....	2
图 5: 2018 年公司业务毛利占比.....	2
图 6: 公司分业务毛利率情况.....	3
图 7: 期间费用率.....	3
图 8: 期间费用变化情况.....	3
图 9: 公司无烟煤主要下游需求情况.....	4

表 目 录

表 1: 2018 年年末资源储量.....	4
表 2: 公司主要产能产量数据.....	5
表 3: 公司产销量及毛利数据.....	5
表 4: 公司煤炭外运情况 (万吨、%).....	6
表 5: 公司在建工程情况 (亿元, %).....	7
表 6: 集团资产情况 (亿元, %).....	7
表 7: 截止 2017 年底集团公司主要矿井产量情况 (吨).....	8
表 8: 分业务收入及毛利率.....	9
表 9: 同业上市公司估值水平.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

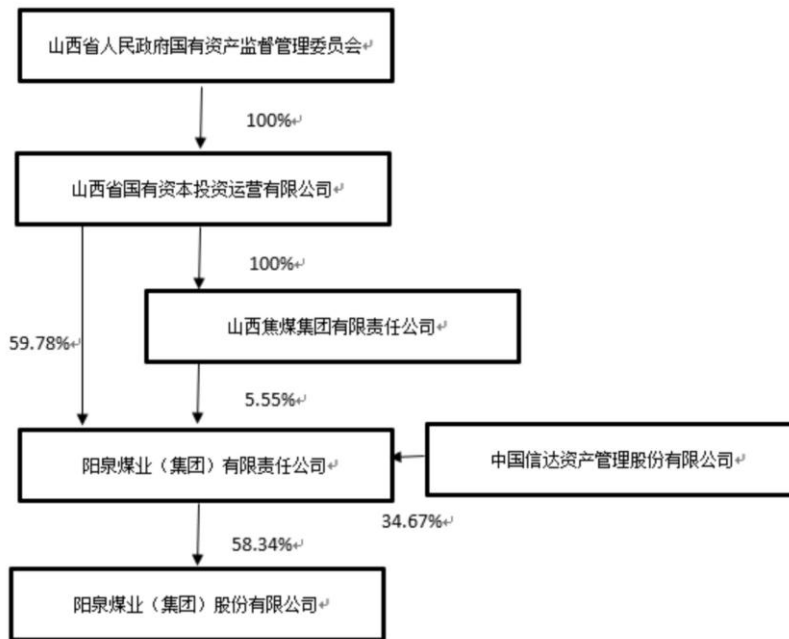
1 公司概况：稀缺无烟煤龙头企业

公司 2003 年上市，2011 年更名为阳泉煤业，主要从事煤炭生产和洗选加工、电力和热力供应等业务。

公司拥有较丰富的煤炭储备资源，大部分为稀缺的煤种无烟煤和贫瘦煤，品牌认知度高，广泛应用于电力、冶金、化工和水泥等行业，是国内最大无烟煤上市企业。截至 2018 年底，公司保有资源储量 311815.6 万吨，剩余可采储量 160936 万吨，其中，生产矿井保有储量 272323 万吨，剩余可采储量 147023 万吨；在建矿井保有储量 39492 万吨。核定总产能为 3730 万吨/年，主要有八个在产矿井，其中一矿、二矿、新景矿、兴裕矿和裕泰矿均为无烟煤，开元矿、景福矿和平舒矿为贫瘦煤。公司煤炭主要销往山东、山西和河北地区。市场定位于大工业用煤，用户主要为大型电厂、钢厂和化工厂，与华能国际等保持稳定战略合作关系。

截至目前公司总股本为 240500 万股，阳煤集团直接持有公司 140303 万股，占公司总股本的 58.34%，为公司的控股股东；山西省国资委实际控制阳煤集团，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构



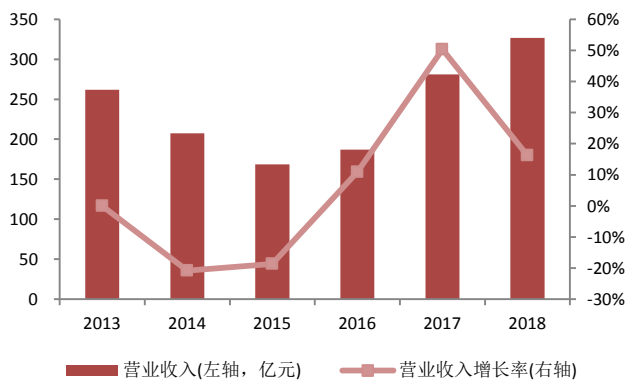
数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司历史经营业绩

公司主要经营煤炭采选、生产、销售业务。2016 年以来煤炭行业去产能推进导致行业逐步回暖，煤炭价格大幅提升，公司盈利能力随着行业改善有显著回升。2016-2018 年，公司实现营业收入 187、281 和 327 亿元，同比增长 10.9%、50.3%和 16.1%；实现归母净利润 4.3、16.4 和 19.7 亿元，同比增长 430.9%、281.7%和 20.5%。

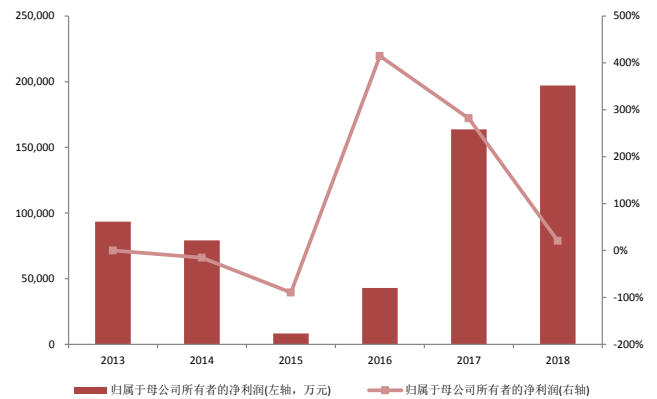
2019Q1 公司实现营业收入 80.89 亿元，同比增长 0.5%，归母净利润 5.3 亿元，同比增长 5.7%，保持较高盈利能力。

图 2：公司营业收入变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司净利润变化情况

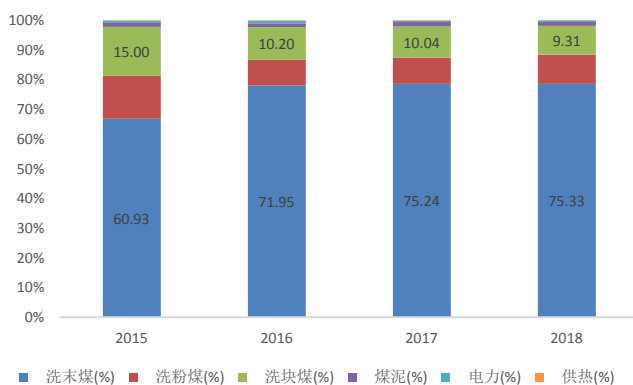


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要从事煤炭生产和洗选加工、电力和热力供应等业务，业务结构看煤炭生产销售和洗选加工是公司营业收入和毛利润的主要来源，占比在 90%以上。公司主要销售的煤产品为洗末煤、洗粉煤和洗块煤，其中洗末煤是最主要品种，近年来占公司营业收入比重 75%左右。其他业务包括部分电力及供热业务，近两年收入合计占比不超过 0.7%，占比较低对公司影响有限。

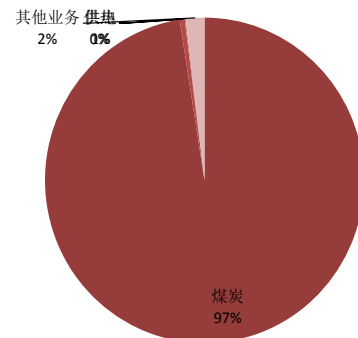
2018 年公司煤炭业务实现收入 311 亿元，占比 95%；电力业务实现收入 1.5 亿元，占营业收入比 0.5%；供热业务实现收入 3214 万元，占比 0.1%。

图 4：分产品占营业收入的比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

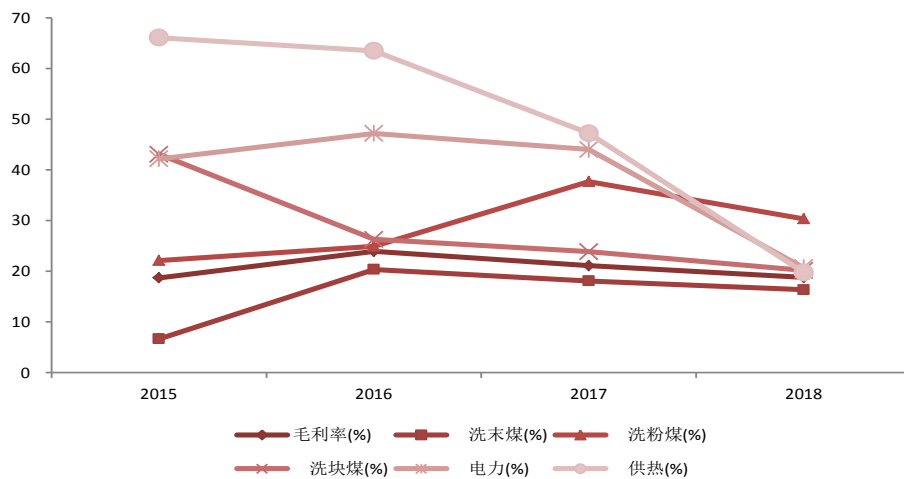
图 5：2018 年公司业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

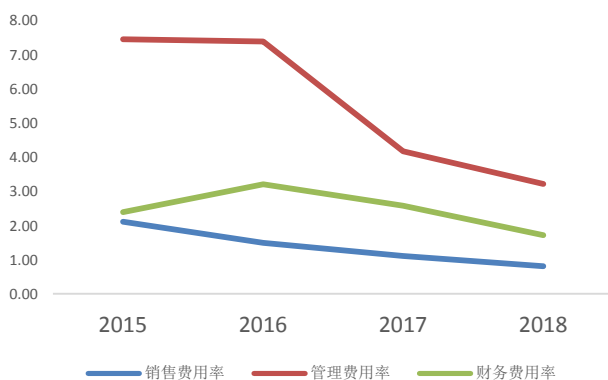
2016-2018 年公司综合毛利率为 23.9%、21.1%和 18.8%，2016 年公司综合毛利率同比提高 5.2 个百分点主要是煤价回升及公司强化成本控制所致，其中煤炭业务毛利率为 22.5%，同比提高 6.3 个百分点；2017 年公司毛利率同比减少 2.8 个百分点主要是公司业务规模扩大，营业成本大幅增长所致。其他业务板块毛利率逐年下降。2018 年毛利率有一定下滑，主要系占比较大的末煤毛利率下降，其他板块毛利率下降较多，成本增长较快影响，2018 年洗末煤毛利率 16.3% (-1.8%)、洗粉煤毛利率 30.3% (-7.4%)，洗块煤毛利率 20.2% (-3.7%)。

公司毛利率 16 年供给侧改革后有显著回升，达到近年来峰值，17-18 年略有下降但仍高位，主要系煤价仍保持较高水平。供给侧改革后目前新增产能陆续释放，预计煤价小幅下降略影响公司煤炭业务毛利率，但总体而言，毛利率维持较高水平预计将高于 13-15 年冰点水平。

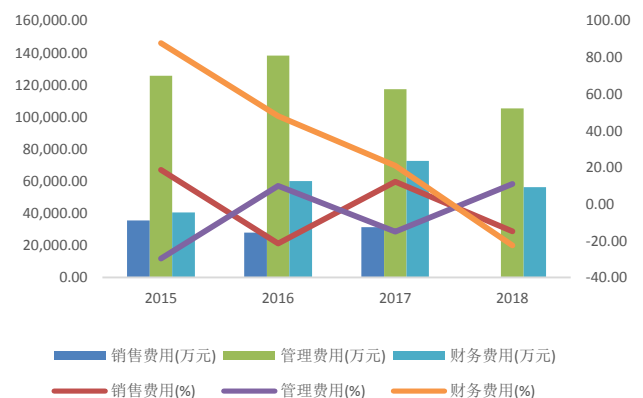
图 6：公司分业务毛利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2015-2018 年的总体期间费用率分别是 12.0%、12.1%、7.9%、6.4%，期间费用率显著下降。2019Q1 的期间费用率继续下降至 5.5%，主要是公司贷款减少财务费用下降较多，总体费用持续得到优化。

图 7：期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：期间费用变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 公司资源储备丰富，市场消纳及客户良好

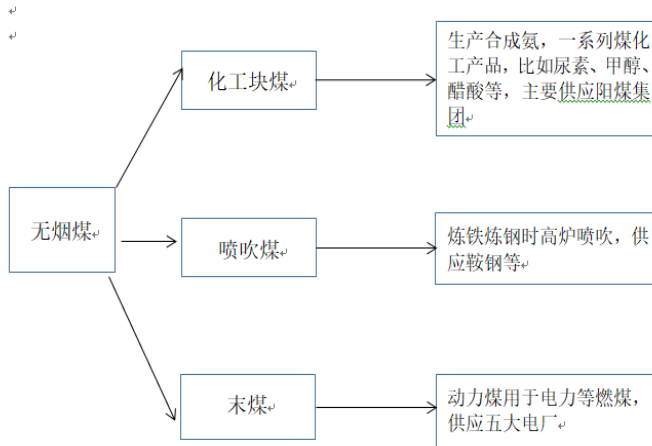
截止到 2018 年年末，公司主要一矿、二矿、新景矿、平舒矿和开元矿五个在产矿井合计资源储量总量为 25.43 亿吨，可采储量为 14.07 亿吨。除开元矿以外，其他四个矿井的主要品种是无烟煤。公司核定产能约 3730 万吨/年，在产产能约 3000 万吨。公司近三年来产销数据良好，2018 年需求和销售良好，部分矿井出现一定超产。

公司最主要的产品是无烟煤，无烟煤分为无烟块煤和无烟末煤，块煤主要是颗粒大于 13mm 以上的煤，用于生产合成氨等化工产品，公司的洗块煤销售大约占公司收入的 10% 左右。末煤是指颗粒小于 13mm 的煤，还分为喷吹用煤和动力用煤，主要用于炼铁、电力和化工燃料等。

公司主要煤炭产品包括 3#无烟喷吹煤、无烟洗末煤、贫瘦喷吹煤、无烟洗中块、洗小块、无烟末煤、贫瘦末煤等多个品种。目前公司市场用户定位于大型的电力、冶金和化工企业集团，市场区域主要为河北、山东、东北、华中、华东等地区。

公司末煤占比最高，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 80% 以上（铁路）。公司喷吹煤产品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。

图 9：公司无烟煤主要下游需求情况



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：2018 年年末资源储量

主要矿区	资源储量 (吨)	可采储量 (吨)
一矿	775576000.00	461482000.00
二矿	439162000.00	195884000.00
新景矿	889807000.00	536525000.00
平舒矿	121716000.00	79582000.00
开元矿	317075000.00	133713000.00
合计	2543336000.00	1407186000.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2: 公司主要产能产量数据

矿井名称	煤种	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定年产能 (万吨)	2018 年产量 (万吨)	权益 (%)
一矿	无烟煤	78625	47273	750	919	100
二矿	无烟煤	66157	32900	810	1025	100
开元矿	贫瘦煤	32541	13893	300	347	100
景福矿	贫瘦煤	6698	5166	90	90	70
新景矿	无烟煤	89668	54326	450	806	100
平舒矿	贫瘦煤	12268	8038	500	295	56
兴裕	无烟煤	5370	888	90	137	100
裕泰	无烟煤	6290	710	60	60	100
榆树坡	气煤、焦煤	39872	14105	120	176	51
泰昌	无烟煤	-	-	60	已关闭	-
泊里	无烟煤	-	-	500	-	70
合计	-	337489	177299	3730	3854	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2015-2018 公司产量是 3320 万吨、3250 万吨、3545 万吨和 3854 万吨, 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, 采购后公司销售总量为 6282 万吨、6583 万吨、6687 万吨和 7128 万吨, 产销量数据持续提升; 综合售价为 242、259、400 和 437 元/吨, 走出了 2013-2015 年煤价低谷后, 销售价格有较大幅度提升; 销售成本为 203、201、313、353 元/吨, 吨毛利约 39、58、87、84 元/吨。

公司采购集团及其子公司煤炭比例超过 50%, 集团主要以市场化交易价格采购, 因此采购煤炭利润拉低公司整体利润水平, 若集团优质资产后续继续注入, 自产量占比提升, 将有望显著改善公司利润水平。

2019Q1 公司产量 1015 万吨 (+11.3%), 销量 1796 万吨 (+6.0%), 产销数据表现强劲, 但综合售价有所下降, 整体毛利水平微降 1 个百分点。

表 3: 公司产销量及毛利数据

项目		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
产量 (万吨)	自产产量	3078	3105	3320	3250	3545	3854	1015
	采购阳煤集团及其子公司煤炭	3149	3027	3494	3589	3626	3744	-
销量 (万吨)		5752	5481	6282	6583	6687	7128	1796
其中	块煤	580	556	485	443	479	-	-
	粉煤	610	555	502	309	300	-	-
	末煤	4313	4174	5110	5612	5683	-	-
煤炭销售收入 (万元)		2,449,289	1,900,823	1,522,403	1,706,046	2,674,759	3,114,837	736,098
煤炭销售成本 (万元)		2,067,879	1,616,530	1,275,877	1,323,019	2,095,880	2,516,863	611,176
毛利 (万元)		381,410	284,293	246,525	383,027	578,878	597,973	124,922
yoy		-33.80%	-25.46%	-13.28%	55.37%	51.13%	3.30%	-1.08%
综合售价 (元/吨)		426	347	242	259	400	437	410
yoy		-16.96%	-18.54%	-30.16%	6.95%	54.33%	9.25%	-7.16%

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
单位销售成本 (元/吨)	360	295	203	201	313	353	340
yoy	-12.45%	-17.96%	-31.14%	-1.05%	55.95%	12.66%	-7.27%
吨毛利 (元/吨)	66	52	39	58	87	84	70
yoy	-35.05%	-21.70%	-24.66%	48.34%	48.75%	-3.08%	-6.65%

数据来源：公司公告，西南证券整理

运输方式方面，公司实行铁路为主、陆运为辅的模式。华北地区为公司主要销售区域，以山东、河北市场为主，地处石太铁路沿线，铁路直达青岛港、京唐港、秦皇岛下水，增加南方下水煤发运。公路运输为辅助，根据不同矿点、不同销售特点，分别在煤源地、港口、消费地进行经营性配煤销售。

表 4：公司煤炭外运情况 (万吨、%)

项目	2017 年	2018 年
煤炭外运量	3652.27	3492.9
公路运量	1238.1	1024.8
公路占比	33.9	29.34
铁路运量	2414.17	2468.1
铁路占比	66.1	70.66

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 产能置换解决内生增长，集团资产注入值得期待

内生产能

煤炭行业在政府大力推进下供给侧改革推进快速，煤炭行业也进行了快速的产能置换，加快优质产能释放，推动落后产能退出。核定产能方面，公司已根据《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》(国发〔2016〕7号)、《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》(发改能源〔2016〕1602号)、《关于在建煤矿项目落实化解过剩产能任务有关事项的通知》(发改电〔2016〕1561号)、《关于进一步做好建设煤矿产能置换有关事项的通知》(发改能源〔2017〕609号)和《关于做好煤炭产能置换指标交易服务有关工作的通知》(发改电〔2016〕626号)等文件精神，通过关停落后产能等措施逐步开展对下属的煤矿进行产能置换工作，逐步退出落后产能，释放先进产能。

新产能方面，公司内生新增产能方面 2019 年榆树坡项目技改完成，预计贡献 120 万吨产能，泊里 (500 万吨项目目前停产) 正在办理采矿权证及其他相关证件，未来几年若释放出将能有效贡献产能。

在建工程方面，截止 2018 年底公司重点在建项目投资约 92 亿元，已完成投资 40 亿元，2019 年计划投资 46 亿元，2020 年计划投资 5.9 亿元，其中主要项目集中在煤炭主业，重点在建煤炭项目为西上庄电厂技改、一矿阎家庄及狮子坪风井工程，投资概算分别为 52.8 亿元和 17.0 亿元，截至 2018 年底已累计投资分别为 20.5 亿元和 3.1 亿元。

表 5: 公司在建工程情况 (亿元, %)

项目名称	投资概算	自有资金		投资情况		
		占比	是否落实	截至 2018 年底 累计投资	2019 年 计划投资	2020 年 计划投资
神堂嘴 CNG 项目	15,014.36	100.00	是	7,518.00	7,496.36	-
西上庄电厂技改	527,700.00	100.00	是	205,486.00	322,214.00	-
一矿阎家庄及狮子坪风井工程	170,000.00	100.00	是	30,693.00	80,000.00	59,307.00
二矿龙门辅助提升运输系统改造	53,300.00	100.00	是	23,240.00	30,060.00	-
新景 420 水平井巷技改工程	100,000.00	100.00	是	86,510.00	13,490.00	-
平舒风井工程	56,900.00	100.00	是	50,462.00	6,438.00	-
合计	922,914.36	--	--	403,909.00	459,698.36	59,307.00

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

集团资产

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, 是一个以煤炭开采和洗选为主业, 煤化工、煤电铝为“两翼”, 装备制造、建筑地产、金融、现代服务业“七大板块”协同发展的国有特大型企业集团。

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。化工板块拥有 27 家分子公司、156 套装置、987 亿元资产、1580 万吨产能, 产业规模山西最大、全国第三。

表 6: 集团资产情况 (亿元, %)

板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	162.07	9.11	26.78	183.38	11.37	35.58	285.38	17.75	44.98	80.51	23.25	41.09
化工	490.51	27.57	8.64	463.36	28.72	2.38	581.37	36.15	4.53	112.43	32.47	3.78
铝业	273.59	15.38	1.08	220.78	13.69	1.36	282.97	17.6	1.5	63.59	18.36	1.39
物流贸易	636.03	35.75	0.36	559.10	34.66	0.47	274.35	17.06	0.61	64.98	18.76	0.45
装备制造	39.46	2.22	7.53	39.06	2.42	8.01	37.66	2.34	9.59	7.50	2.17	9.32
建筑地产	96.82	5.44	10.11	73.39	4.55	13.73	75.19	4.68	10.22	5.92	1.71	10.25
其他	80.58	4.53	26.25	74.21	4.60	35.98	71.14	4.42	24.66	11.37	3.28	14.15
合计	1779.06	100.00	7.02	1613.28	100.01	7.55	1608.06	100.00	11.57	346.30	100.00	11.91

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从集团公司的毛利率看, 公司煤炭板块近三年保持着较高的毛利水平, 2015-2017 年的毛利率水平分别为 26.78%、35.38%、44.98%, 公司保持较高毛利水平的主要原因是受供给侧结构性改革、煤炭市场供需变化等多重因素影响, 国内煤炭价格回暖所致。

表 7: 截止 2017 年底集团公司主要矿井产量情况 (吨)

序号	公司名称	2017 年	2016 年	2015 年
1	集团本部	11480418	5695809	11610368
2	阳泉煤业	29397459	32498599	33411824
3	天安投资公司 (整合煤矿)	-	-	1800666
4	华能投资公司 (整合煤矿)	1221532	1267247	1732788
5	天誉投资公司 (整合煤矿)	5278441	7158915	5373046
6	沙钢投资公司 (整合煤矿)	8550008	2841058	2251439
7	南煤集团	3538738	3297670	2939506
8	新元公司	2371908	2388186	6002828
9	寺家庄公司	3998662	3858204	428000
10	坪上公司	1522257	1385964	1361616
11	运格公司	1497000	675000	984000
12	长沟公司	1800000	1635219	1750006
13	石港公司	-	299000	1230000
合计		70656423	63000871	70876087

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

集团产能除上市公司外尚有大量产能未在上市公司中, 上市公司承诺坚持“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, 未来若注入成熟资产将显著提升公司盈利及规模。

5 其他业务占比小, 形成一定补充

除煤炭业务外, 公司还有包括供电业务、供热业务和其他业务, 2017-2018 年公司供电、供热业务和其他业务收入合计占比均不足 6%。

供电业务方面, 2017-2018 年公司发电量分别为 100509.5 万千瓦时和 10273.9 万千瓦时, 供电收入为 13477 万元和 15237 万元; 供电业务毛利润 5,932 万元和 3,148 万元。

供热业务方面, 2017-2018 年公司供热量分别为 420 万百万千焦和 383 万百万千焦, 供热收入 3896 万元和 3214 万元; 实现毛利润为 1839 万元和 636 万元。供电供热业务近两年利润有所下降主要系成本端煤价上涨较多影响, 但占公司毛利比重低, 17-18 年毛利占比合计约 1.31%和 0.61%, 对公司贡献及影响有限, 若煤价回落, 对公司业务形成一定补充。

其他业务主要包括材料销售业务、转供电业务、工程及劳务、运输业务、综合服务业务等。2017-2018 年, 公司实现其他业务收入分别为 122508 万元和 135089 万元, 实现其他业务毛利润分别为 6301 万元和 11510 万元。

总体看, 其他业务收入规模及占比仍较小, 对公司营业收入形成一定补充。

6 盈利预测与估值

2019 年公司预计产量 3700 万吨，销量 7015 万吨，营业收入 303 亿元，计划单位销售成本 317 元/吨。结合此规划做如下预测：

关键假设：

假设 1：预计 2019 年公司煤炭收入略有增长。主要系煤炭销售量有一定增长，同时毛利率受煤价影响预计略有下降但或将高于 2013-2015 年冰点水平，参考一季度给予 18.7% 毛利率。后续 2020-2021 年预计新项目投产带来了销售量和收入持续增长；

假设 2：预计 2019-2021 年供电业务略有 5% 的增长，毛利率预计维持 2018 年水平 21%；

假设 3：预计 2019-2021 年供热业务无增长，毛利率维持 2018 年水平 20%；

假设 4：预计 2019-2021 年其他业务参考经济平均增长略有增速，毛利率预计 3 年平均水平 8%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭	收入	31148.4	31459.9	31931.8	32410.7
	增速	16.5%	1.0%	1.5%	1.5%
	毛利率	19.2%	18.7%	18.7%	18.7%
供电	收入	152.3	159.9	167.9	176.3
	增速	13.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	20.7%	21.0%	21.0%	21.0%
供热	收入	32.1	32.1	32.1	32.1
	增速	-17.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	1350.9	1418.4	1489.3	1563.8
	增速	13.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	收入	32683.7	33070.4	33621.2	34183.0
	增速	16.3%	1.2%	1.7%	1.7%
	毛利率	18.8%	18.3%	18.2%	18.2%

数据来源：Wind，西南证券

结论与评级

预计公司 2019-2021 年归母净利润为 19.9、20.1 和 20.5 亿元，对应 PE 为 7x，公司 PB 为 0.8x，PB 估值低于行业平均，未来有望受益于国企改革集团资产整合，建议积极关注，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9: 同业上市公司估值水平

代码	公司	市值 (亿元)	PE			PB
			TTM	2019E	2020E	
601088	中国神华	3601	8.00	8.46	8.36	1.11
601225	陕西煤业	868	6.62	7.73	7.29	1.49
601898	中煤能源	539	15.01	12.47	11.02	0.67
600188	兖州煤业	428	5.76	6.36	6.08	0.87
600348	阳泉煤业	134	6.44	6.67	6.32	0.74

数据来源: Wind, 西南证券整理

7 风险提示

政策风险, 行业风险, 矿难风险, 煤价下行风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32683.71	33070.36	33621.17	34183.01	净利润	2091.01	2110.17	2121.06	2166.20
营业成本	26551.03	27033.87	27489.09	27953.64	折旧与摊销	2086.24	1837.80	1931.40	2000.98
营业税金及附加	1376.88	1372.42	1270.88	1288.70	财务费用	561.91	442.88	627.06	625.04
销售费用	266.19	267.87	262.25	266.63	资产减值损失	254.48	200.00	200.00	200.00
管理费用	1053.24	1064.87	1069.15	1087.02	经营营运资本变动	190.41	73.09	85.92	113.91
财务费用	561.91	442.88	627.06	625.04	其他	-1420.17	-298.55	-330.82	-323.17
资产减值损失	254.48	200.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	3763.88	4365.39	4634.62	4782.96
投资收益	122.79	123.00	123.00	123.00	资本支出	-2428.47	-4500.00	-500.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-837.66	123.00	123.00	123.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3266.13	-4377.00	-377.00	23.00
营业利润	2862.82	2811.45	2825.74	2884.98	短期借款	-591.49	5630.51	-3094.03	-3638.73
其他非经营损益	-43.55	-42.20	-42.20	-42.20	长期借款	-57.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	2819.27	2769.25	2783.54	2842.78	股权融资	-18.53	18.53	0.00	0.00
所得税	728.25	659.08	662.48	676.58	支付股利	-493.03	-394.25	-398.82	-401.73
净利润	2091.01	2110.17	2121.06	2166.20	其他	2484.22	-4503.09	-627.06	-625.04
少数股东损益	119.74	116.06	112.42	114.81	筹资活动现金流净额	1324.12	751.69	-4119.91	-4665.50
归属母公司股东净利润	1971.27	1994.11	2008.64	2051.39	现金流量净额	1822.94	740.08	137.70	140.46
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7527.51	8267.59	8405.29	8545.75	成长能力				
应收和预付款项	6571.17	6798.59	6911.90	7027.49	销售收入增长率	16.25%	1.18%	1.67%	1.67%
存货	554.39	821.42	843.81	858.84	营业利润增长率	3.62%	-1.79%	0.51%	2.10%
其他流动资产	385.59	390.15	396.65	403.28	净利润增长率	23.50%	0.92%	0.52%	2.13%
长期股权投资	975.54	975.54	975.54	975.54	EBITDA 增长率	8.87%	-7.60%	5.74%	2.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	23822.92	26707.35	25498.17	23819.42	毛利率	18.76%	18.25%	18.24%	18.22%
无形资产和开发支出	4961.41	4745.11	4528.81	4312.51	三费率	5.76%	5.37%	5.83%	5.79%
其他非流动资产	1329.24	1323.32	1317.39	1311.46	净利率	6.40%	6.38%	6.31%	6.34%
资产总计	46127.77	50029.06	48877.56	47254.29	ROE	9.54%	12.58%	11.47%	10.69%
短期借款	7027.00	12657.51	9563.47	5924.74	ROA	4.53%	4.22%	4.34%	4.58%
应付和预收款项	11536.81	12097.02	12283.05	12499.07	ROIC	8.83%	7.87%	8.18%	8.76%
长期借款	657.54	657.54	657.54	657.54	EBITDA/销售收入	16.86%	15.40%	16.01%	16.12%
其他负债	4991.31	7844.63	7878.90	7913.86	营运能力				
负债合计	24212.65	33256.69	30382.95	26995.21	总资产周转率	0.74	0.69	0.68	0.71
股本	2405.00	2405.00	2405.00	2405.00	固定资产周转率	1.68	1.59	1.58	1.62
资本公积	-18.53	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	11.70	12.04	11.86	11.86
留存收益	11902.40	13502.25	15112.07	16761.73	存货周转率	40.79	37.58	31.51	31.51
归属母公司股东权益	21166.05	15907.25	17517.07	19166.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.72%	—	—	—
少数股东权益	749.06	865.12	977.53	1092.34	资本结构				
股东权益合计	21915.11	16772.37	18494.60	20259.08	资产负债率	52.49%	66.47%	62.16%	57.13%
负债和股东权益合计	46127.77	50029.06	48877.56	47254.29	带息债务/总负债	31.74%	55.07%	50.10%	42.90%
					流动比率	0.66	0.58	0.65	0.76
					速动比率	0.64	0.55	0.62	0.73
					股利支付率	25.01%	19.77%	19.86%	19.58%
					每股指标				
					每股收益	0.82	0.83	0.84	0.85
					每股净资产	8.80	6.61	7.28	7.97
					每股经营现金	1.57	1.82	1.93	1.99
					每股股利	0.21	0.16	0.17	0.17
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	5510.98	5092.13	5384.20	5511.00					
PE	6.80	6.72	6.67	6.53					
PB	0.63	0.84	0.76	0.70					
PS	0.41	0.41	0.40	0.39					
EV/EBITDA	2.62	4.35	3.52	2.75					
股息率	3.68%	2.94%	2.98%	3.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn