

煤炭开采

报告原因：业绩报告

2019年8月26日

阳泉煤业（600348.SH）

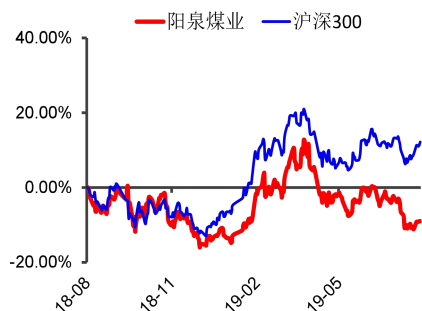
成本降幅大于营收降幅，公司毛利提升

首次评级

增持

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月26日

收盘价(元):	5.26
年内最高/最低(元):	6.38/4.75
流通A股/总股本(亿):	24.05/24.05
流通A股市值(亿):	126.50
总市值(亿):	126.50

基础数据：2019年6月30日

基本每股收益(EPS)	0.44
摊薄每股收益:	0.44
每股净资产(BPS)(元):	7.08
净资产收益率(ROE):	4.93%

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

电话：0351-8686986

邮箱：zhangxu@sxzq.com

研究助理：

刘贵军：0351-8686775

邮箱：liuguijun@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司发布2019年中报：报告期实现营业收入155.26亿元（-7.68%），归母净利润10.63亿元（+20.06%），其中Q1、Q2分别为5.29和5.34亿元，公司扣非损益后的归母净利润为10.62亿元（+26.47%），每股收益0.44元/股（+18.91%），加权平均ROE为4.85%（-0.68pct）。

事件点评

➤ **煤炭产销仍是公司最主要业务，销量减少降低营收。**报告期内公司仍以煤炭为绝对的主营业务，是煤炭板块少有的煤炭业务营收占比超过90%的公司。1-6月份，公司总营收155.26亿元中，煤炭产品营收合计143.92亿元，占比92.70%，供电和供热实现营收1.12亿元，占比0.72%，其他业务营收10.22亿元，占比6.58%。公司总毛利31.62亿元，其中煤炭27.97亿元，占比88.46%。报告期内，公司销售煤炭3432万吨（-5.11%），吨煤售价419.34元/吨（-4.6%），导致公司营收实现155.26亿元，减少7.68%。

➤ **公司煤炭产品来源结构变化，自产煤占比上升。**根据2000年12月16日公司首发上市承诺，公司控股股东阳煤集团生产的原煤及煤炭产品均以协定价格委托给本公司进行销售。近年来，随着去产能和产能优化升级的推进，公司自产煤在公司煤炭销售中所占比例日益增加。报告期内，公司自产煤2017万吨，采购集团及子公司煤炭合计1652万吨，自产煤占比54.97%，同比增加6pct，相对2016年增加7.45pct。

➤ **集团采购煤的价格低导致煤炭产品毛利逆势提升。**虽然集团及子公司采购煤与自产煤统一由公司销售，但由于采购煤的价格采用协议价格制定，因此该价格对煤炭业务的业绩影响很大。报告期内，公司煤炭销售收入143.92亿元（-9.25%），销量3432万吨（-5.11%），即综合单位售价419.34元/吨（-4.6%），而公司二季度采购集团长沟矿、三矿、五矿的价格同比分别下降29.78%、6.33%和5.41%，导致公司吨煤销售成本为337.9元（-7.90%），即成本跌幅大于价格跌幅，吨煤毛利81元，同比增加9元（+12.5%），使得公司煤炭业务营收减少（143.92亿元，-9.25%），但毛利大幅增加（27.97%，8.09%）。

➤ **通过优先股实施债转股，公司获长期资本流动性支持。**公司继2018年陆续发行50亿永续债、15亿元公司债券（3+2）以来，今年将发行20亿元



非公开优先股实施市场化债转股，以降低短期债务占比过高而导致的期限错配风险。7月16日公司公告与光大永明、光大金瓯分别签署了《附条件生效的优先股认购合同》，说明公司基本面获得大型机构长期资本的关注，合同生效后有助于提振投资者信心。

投资建议

➤ 我们预计公司 2019/2020/2021 年分别实现归属于母公司股东净利润 20.25/20.90/21.91 亿元，折合 EPS 分别是 0.84/0.87/0.91 元/股，对应当前 5.26 元股价，最近三年 PE 分别为 6.1/5.9/5.7 倍，PB 分别为 0.8/0.7/0.6 倍，首次评级给予“增持”评级。

存在风险

➤ 宏观经济低迷；煤炭消费下滑超预期；公司上调集团煤炭采购价格；二级市场下跌超预期。

财务数据与估值

重要财务指标				
单位:百万元				
主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32684	31179	31834	32311
收入同比(%)	16%	-5%	2%	1%
归属母公司净利润	1971	2025	2090	2191
净利润同比(%)	20%	3%	3%	5%
毛利率(%)	18.8%	18.4%	19.2%	19.9%
ROE(%)	9.5%	12.5%	11.3%	10.7%
每股收益(元)	0.82	0.84	0.87	0.91
P/E	6.42	6.25	6.05	5.77
P/B	0.60	0.78	0.69	0.63
EV/EBITDA	3	4	4	4

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,039	11,561	13,376	13,062	营业收入	32,684	31,179	31,834	32,311
现金	7,528	4,147	5,180	5,200	营业成本	26,551	25,431	25,736	25,891
应收账款	2,757	2,640	3,210	3,275	营业税金及附加	1,377	1,247	1,273	1,292
其他应收款	72	77	157	177	销售费用	266	281	300	485
预付账款	403	418	488	525	管理费用	1,053	935	955	969
存货	574	592	667	611	财务费用	562	380	539	612
其他流动资产	3,706	3,687	3,675	3,273	资产减值损失	254	100	150	120
非流动资产	31,089	32,528	34,366	36,168	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	976	1,000	1,000	1,000	投资净收益	123	120	130	150
固定资产	20,460	20,743	21,772	22,693	营业利润	2,863	2,925	3,011	3,092
无形资产	4,961	4,998	5,033	5,257	营业外收入	38	20	20	20
其他非流动资产	4,692	5,786	6,561	7,218	营业外支出	81	82	100	100
资产总计	46,128	44,089	47,742	49,229	利润总额	2,819	2,863	2,931	3,012
流动负债	22,745	22,152	22,901	21,571	所得税	728	716	733	753
短期借款	7,027	7,003	6,974	6,950	净利润	2,091	2,147	2,198	2,259
应付账款	7,518	7,316	8,461	7,093	少数股东损益	120	122	108	68
其他流动负债	8,200	7,833	7,466	7,528	归属母公司净利润	1,971	2,025	2,090	2,191
非流动负债	1,467	4,752	5,459	6,455	EBITDA	5,385	4,971	5,381	5,716
长期借款	658	2,458	4,458	4,658	EPS (元)	0.82	0.84	0.87	0.91
其他非流动负债	810	2,294	1,001	1,797	主要财务比率				
负债合计	24,213	26,904	28,360	28,025	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	749	871	979	1,047	成长能力				
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	营业收入	16.25%	-4.60%	2.10%	1.50%
资本公积	(19)	(19)	(19)	(19)	营业利润	3.62%	2.17%	2.93%	2.71%
留存收益	11,902	13,927	16,017	17,770	归属于母公司净利润	20.38%	2.71%	3.23%	4.84%
归属母公司股东权益	21,166	16,314	18,404	20,157	获利能力				
负债和股东权益	46,128	44,089	47,742	49,229	毛利率(%)	18.76%	18.44%	19.15%	19.87%
现金流量表	单位:百				净利率(%)	6.03%	6.49%	6.57%	6.78%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.54%	12.49%	11.34%	
经营活动现金流	3,764	4,283	5,912	3,567	ROIC(%)	12.14%	10.29%	10.45%	10.70%
归母净利润	2,091	2,025	2,090	2,191	偿债能力				
折旧摊销	2,086	1,666	1,832	2,012	资产负债率(%)	52.49%	61.02%	59.40%	56.93%
财务费用	587	380	539	612	净负债比率(%)	30.67%	59.34%	47.79%	53.43%
投资损失	(123)	(120)	(130)	(150)	流动比率	0.66	0.52	0.58	0.61
营运资金变动	(1,286)	110	1,323	(1,286)	速动比率	0.64	0.50	0.55	0.58
其他经营现金流	408	222	258	188	营运能力				
投资活动现金流	(3,266)	(2,904)	(3,570)	(3,650)	总资产周转率	0.74	0.69	0.69	0.67
资本支出	0	(3,000)	(3,700)	(3,800)	应收账款周转率	11.70	11.88	11.34	10.51
长期投资	(92)	(24)	0	0	应付账款周转率	4.44	4.20	4.04	4.15
其他投资现金流	(3,174)	120	130	150	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1,324	2,213	(1,168)	226	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.84	0.87	0.91
短期借款	(591)	(24)	(30)	(24)	每股经营现金流(最新)	1.57	1.78	2.46	1.48
长期借款	(57)	1,800	2,000	200	每股净资产(最新摊薄)	8.80	6.78	7.65	8.38
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	(19)	0	0	0	P/E	6.3	6.1	5.9	5.7
其他筹资现金流	1,991	437	(3,139)	50	P/B	0.6	0.8	0.7	0.6
现金净增加额	1,822	3,592	1,174	143	EV/EBITDA	2.71	4.22	3.60	3.61

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

