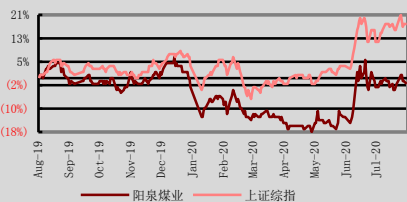


600348.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.84

板块评级: 中性

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.9)	1.5	19.4	0.2
相对上证指数	(16.6)	(4.4)	(0.9)	(16.7)

发行股数(百万)	2,405
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	11,640
3个月日均交易额(人民币 百万)	106
净负债比率(%) (2020E)	13.9
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, 中银证券
以2020年8月24日收市价为标准

相关研究报告

- 《阳泉煤业》 20200428
- 《阳泉煤业》 20200428
- 《阳泉煤业》 20191101

中银证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

证券分析师: 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

20年上半年业绩下降32%，煤价下跌是主因

20年上半年归母净利润同比下降32%至7.21亿元，符合预期，主要受煤价下跌影响。煤炭产销量分别增长7%和16%，保持了近年的较好增长。吨煤价格和成本分别下跌14%和9%。成本费用控制较好，期间费用率由6.3%下降至5.1%。总体负债和现金流情况表现较好。公司拥有较好的内生和外延增长潜力，受益于国企改革。20年市盈率和市净率分别为9.6倍和0.62倍，估值不贵，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 归母净利润同比下降32%，符合预期，主要是煤价下跌带来。费用控制较好，现金流较好。20年上半年归母净利润同比下降32%至7.21亿元，每股收益0.30元，符合预期。其中第二季度归母净利润环比下降18%至3.16亿元，同比下降41%。主营业务收入同比下降1.4%至153亿元，主营业务成本增长4.6%至129亿元，毛利润同比下降29%至17.6亿元。期间费用率控制较好，由6.3%下降至5.1%，其中销售费用，管理费用，财务费用分别下降31%、24%、1%。营业利润下降34%至10亿元。毛利润率由16%下降至11.5%，营业利润率由9.7%下降至6.5%，净利润率由6.8%下降至4.7%。净资产收益率由4.9%降至4.3%。资产负债率由49%小幅升至52%。每股经营现金流由去年同期的-0.36元大幅提升至0.65元。总体负债和现金流情况表现较好。
- 产销量增长势头较好，外购煤占比加大，煤价下跌14%，吨煤净利下跌36%至35元，成本控制较好。2020年上半年煤炭产量2156万吨，同比增加6.9%，销量3992万吨，同比增加16%。销量增长较快主要由于采购集团和子公司的煤炭增长29%至1907万吨。自产煤占总销量比例由58%降至53%。外购煤增多也在一定程度上给煤价带来了一定负面因素。包括外购煤的煤炭综合价格同比下降14%至362元，与市场煤降幅相似。吨煤成本306元，同比下降9.4%，吨煤毛利下降31%至56元。吨煤净利下降36%至35元。销售结构变化不大，其中块煤销量减少2.5%，占销售量比例由7.1%下降至6%；喷粉煤销量增长16%，占比维持4%，洗末煤增加17%，占比维持86%。价格方面：块煤下降6.3%至576元，喷粉煤下降25%至633元，洗末煤下降12%至345元。
- 优势: 公司拥有较好的内生及外延增长潜力，近年产量稳步增长，17/18/19年产量增长9%，9%和6%。2020年初公告收购集团在建的七元矿，产能500万吨/年，有助于增加中长期的成长性，解决同业竞争。温家庄煤矿90万吨扩改至500万吨已得到国家发改委核准。集团有3,000万吨左右的在建产能，存在进一步注入的可能。此外，作为国有重点煤炭企业，公司有望中长期受益于国企改革。

估值

- 我们维持盈利预测不变，公司20年市盈率和市净率9.6倍和0.67倍，估值不贵，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 业绩持续低于预期；煤价下行。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2021E
销售收入(人民币 百万)	32,684	32,658	29,849	32,586	34,895
变动(%)	19.7	0.8	(6.0)	8.1	6.6
净利润(人民币 百万)	1,971	1,701	1,217	1,521	1,722
全面摊薄每股收益(人民币)	0.82	0.71	0.51	0.63	0.72
变动(%)	21.1	1.7	(40.0)	25.0	13.2
全面摊薄市盈率(倍)	5.8	5.7	9.6	7.7	6.8
每股现金流量(人民币)	1.57	1.46	0.98	1.40	1.50
价格/每股现金流量(倍)	3.1	3.3	4.9	3.4	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	5.5	7.5	6.0	0.0
每股股息(人民币)	0.28	0.28	0.15	0.19	0.21
股息率(%)	5.8	5.8	3.1	3.9	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 阳泉煤业 20 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动(%)
营业收入	15,526	15,311	(1.4)
营业成本	12,364	12,931	4.6
毛利润	2,486	1,762	(29.1)
营业税金及附加	676	618	(8.6)
销售费用	126	87	(31.1)
管理费用	587	445	(24.2)
研发费用	89	70	
财务费用	177	175	(1.2)
资产减值损失	0	0	
信用减值损失	(72)	(67)	
投资净收益	51	51	(0.9)
营业利润	1,509	1,002	(33.6)
营业外收入	8	12	40.9
营业外支出	29	32	11.9
税前利润	1,489	981	(34.1)
所得税	391	228	(41.6)
少数股东损益	35	32	(8.6)
归属于母公司所有净利润	1,063	721	(32.2)
每股收益 (人民币, 元)	0.44	0.30	(31.8)
每股经营现金流 (元/股)	(0.36)	0.65	
毛利率 (%)	16.0	11.5	
经营利润率 (%)	9.7	6.5	
净利润率 (%)	6.8	4.7	
期间费用率 (%)	6.3	5.1	
净资产收益率-加权 (%)	4.9	4.3	
有效税率 (%)	26.2	23.2	

资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 阳泉煤业煤炭业务经营情况

	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变动(%)
煤炭产量 (百万吨)	20.17	21.56	6.9
煤炭销售量 (百万吨)	34.32	39.92	16.3
煤炭销售收入 (百万元)	14,392	14,451	0.4
销售成本 (百万元)	11,595	12,213	5.3
毛利 (百万元)	2,797	2,238	(20.0)
吨煤价格 (元/吨)	419	362	(13.7)
吨煤成本 (元/吨)	338	306	(9.4)
吨煤毛利 (元/吨)	82	56	(31.2)

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	32,684	32,658	29,849	32,586	34,895
销售成本	(26,551)	(26,755)	(25,162)	(27,206)	(28,992)
经营费用	(2,908)	(3,055)	(2,792)	(3,048)	(3,264)
息税折旧前利润	3,225	2,847	1,895	2,331	2,638
折旧及摊销	1,850	1,876	366	379	392
经营利润(息税前利润)	5,310	4,974	2,512	2,963	3,285
净利息收入/(费用)	(562)	(414)	(455)	(500)	(550)
其他收益/(损失)	5,310	4,974	2,512	2,963	3,285
税前利润	2,884	2,649	1,699	2,091	2,349
所得税	(728)	(515)	(376)	(463)	(521)
少数股东权益	(120)	(90)	(90)	(90)	(90)
净利润	1,971	1,701	1,217	1,521	1,722
核心净利润	1,993	2,027	1,217	1,521	1,722
每股收益(人民币)	0.82	0.71	0.51	0.63	0.72
核心每股收益(人民币)	0.83	0.84	0.51	0.63	0.72
每股股息(人民币)	0.28	0.28	0.15	0.19	0.21
收入增长(%)	16	(0)	(9)	9	7
息税前利润增长(%)	(3)	(12)	(33)	23	13
息税折旧前利润增长(%)	8	(6)	(49)	18	11
每股收益增长(%)	21	2	(40)	25	13
核心每股收益增长(%)	21	2	(40)	25	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7,528	6,211	6,853	7,071	7,151
应收帐款	6,571	4,296	3,931	4,287	4,587
库存	554	641	603	652	695
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	14,653	11,149	11,388	12,010	12,433
固定资产	23,823	45,439	27,139	28,161	29,769
无形资产	4,961	5,463	5,338	5,212	5,087
其他长期资产	1,859	1,981	1,983	1,985	1,987
长期资产总计	30,643	52,883	34,460	35,358	36,843
总资产	45,787	44,270	45,909	47,427	49,332
应付帐款	10,057	12,841	12,206	13,021	13,733
短期债务	9,210	3,557	3,500	3,700	3,900
其他流动负债	3,343	3,461	5,224	4,916	4,698
流动负债总计	22,610	19,860	20,929	21,636	22,330
长期借款	6,210	5,987	5,986	5,686	5,586
其他长期负债	3	236	0	0	0
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
储备	13,811	14,158	14,875	15,896	17,118
股东权益	16,216	16,563	17,280	18,301	19,523
少数股东权益	749	1,624	1,713	1,803	1,893
总负债及权益	45,787	44,270	45,909	47,427	49,332
每股帐面价值(人民币)	6.74	6.89	7.18	7.61	8.12
每股有形资产(人民币)	4.67	4.60	4.95	5.42	5.98
每股净负债/(现金)(人民币)	3.28	1.39	1.09	0.96	0.97

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,841	2,632	1,682	2,074	2,333
折旧与摊销	1,855	1,882	373	387	401
净利息费用	562	414	455	500	550
运营资本变动	(1,124)	(1,263)	(232)	410	369
税金	5	6	7	8	9
其他经营现金流	(375)	(165)	84	(6)	(65)
经营活动产生的现金流	3,764	3,505	2,369	3,374	3,597
购买固定资产净值	(3,277)	(2,953)	(3,000)	(3,200)	(3,500)
投资减少/增加	2	28	0	0	0
其他投资现金流	9	14	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3,266)	(2,910)	(3,000)	(3,200)	(3,500)
净增权益	4,962	1,786	(7)	(8)	(9)
净增债务	(8,974)	(8,122)	(6,500)	(8,500)	(9,000)
支付股息	(505)	(673)	(673)	(365)	(456)
其他融资现金流	5,832	6,215	9,201	8,901	9,431
融资活动产生的现金流	1,324	(783)	2,035	44	(16)
现金变动	1,822	(188)	1,404	218	80
期初现金	5,414	5,640	5,450	6,853	7,071
公司自由现金流	503	601	(624)	182	106
权益自由现金流	(9,666)	(8,641)	(7,271)	(8,910)	(9,505)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.2	15.2	8.4	9.1	9.4
息税前利润率(%)	9.9	8.7	6.3	7.2	7.6
税前利润率(%)	8.7	8.1	5.6	6.4	6.7
净利率(%)	6.1	6.2	4.1	4.7	4.9
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	5.7	6.9	4.2	4.7	4.8
净权益负债率(%)	48.2	22.5	13.9	11.5	10.9
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	5.8	5.7	9.6	7.7	6.8
核心业务市盈率(倍)	5.8	5.7	9.6	7.7	6.8
市净率(倍)	0.72	0.70	0.67	0.64	0.60
价格/现金流(倍)	3.1	3.3	4.9	3.4	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	5.5	7.5	6.0	0.0
周转率					
存货周转天数	8.5	8.2	9.0	8.4	8.5
应收帐款周转天数	72.6	60.7	50.3	46.0	46.4
应付帐款周转天数	110.3	128.0	153.1	141.3	139.9
回报率					
股息支付率(%)	33.8	33.2	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.8	12.4	7.2	8.6	9.1
资产收益率(%)	5.5	4.2	2.7	3.9	4.2
已运用资本收益率(%)	10.6	9.5	6.7	8.0	8.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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