

审慎推荐-A (下调)

安源煤业 600397.SH

目标估值: - 元  
 当前股价: 3.91 元  
 2017年12月29日

曲江矿推迟投产, 18年盈利能力显著下滑

基础数据

上证综指	3296
总股本(万股)	98996
已上市流通股(万股)	98996
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	39
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	-103.0
资产负债率	82.5%
主要股东	江西省能源集团公司
主要股东持股比例	39.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-13	-23
相对表现	5	-23	-45



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《安源煤业(600397)一煤炭体量持续缩减, 全年亏损风险仍存》2017-12-16
- 2、《安源煤业(600397)一量价齐跌深陷亏损泥潭, 老旧亏损矿井逐步退出》2016-08-29
- 3、《安源煤业(600397)一受益供给侧改革, 谋求转型发展》2016-05-22

卢平

021-68407841  
 luping@cmschina.com.cn  
 S1090511040008

刘晓飞

021-68407539  
 liuxiaofei@cmschina.com.cn  
 S1090517070005

研究助理

王西典  
 wangxidian@cmschina.com.cn

事件:

因水患影响, 近日董事会审议通过了调整丰城曲江煤矿技术改造方案的议案。技术改造方案调整后, 工程概算投资由原 32000 万元调整为 40300 万元, 技改全面完工时间预计为 2018 年 6 月, 较原方案延后约 6 个月。

评论:

1、曲江矿投产推迟, 2018 年盈利再被削弱

公司近两年合计关闭下属 11 座煤矿之后, 目前产能仅有 298 万吨/年, 其中曲江煤矿核定产能 81 万吨/年, 占比达到 27%, 属公司主力矿井。今年由于曲江煤矿技改, 预计公司全年原煤产量仅为 220 万吨, 产能利用率不到 75%。此次技术改造方案调整, 曲江矿投产时间推迟, 加之 2018 年计划关闭青山煤矿(39 万吨/年), 预计明年原煤产量仍会维持低位, 大约为 230 万吨。

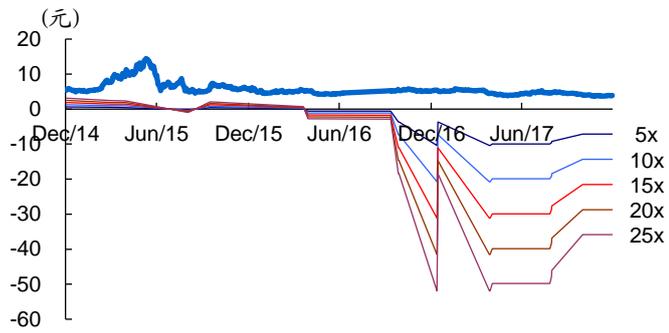
目前公司经营情况不甚理想, 因曲江矿停产技改, 煤炭业务出现亏损。依据中报披露数据, 测算吨煤净亏 17 元。曲江矿主产精煤(约 55 万吨/年), 在现行煤价下吨煤净利可达 200 元, 预计每年可稳定贡献 1.0 亿以上净利。此次调整技改方案将显著削弱 2018 年公司盈利能力, 审慎预计仅能维持微利。

2、存有被\*ST 风险, 维持“审慎推荐-A”投资评级

公司前三季度仍亏损 1.0 亿, 青山矿已启动关闭计划, 尚有大额资产减值需要计提, 审慎预计公司将连续两年亏损, 存有被\*ST 的风险。主力矿井因安全因素推迟投产时间, 公司明年盈利能力进一步削弱。预计 2017-2019 年 EPS 为-0.17、0.01、0.09 元/股, 维持“审慎推荐-A”评级。

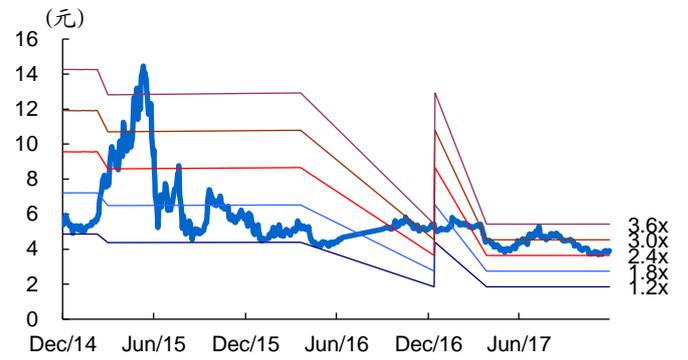
风险提示: 煤价大幅回调; 矿井技改进度不及预期; 去产能计划导致大额资产减值

图 1: 安源煤业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 安源煤业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5721	3159	4579	4804	5109
现金	2690	1434	2550	2742	2887
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	260	549	645	658	711
应收款项	1269	619	727	741	801
其它应收款	608	198	232	237	256
存货	261	203	240	239	256
其他	633	156	185	186	199
<b>非流动资产</b>	5163	4186	4013	3852	3702
长期股权投资	0	78	78	78	78
固定资产	3227	3218	3108	3004	2904
无形资产	674	602	542	488	439
其他	1261	289	286	283	281
<b>资产总计</b>	<b>10884</b>	<b>7345</b>	<b>8593</b>	<b>8656</b>	<b>8811</b>
<b>流动负债</b>	5246	3720	3529	3527	3591
短期借款	3232	2295	2000	2000	2000
应付账款	687	555	656	655	699
预收账款	33	47	56	56	59
其他	1295	823	817	817	833
<b>长期负债</b>	2146	2231	3231	3231	3231
长期借款	580	511	1511	1511	1511
其他	1566	1720	1720	1720	1720
<b>负债合计</b>	<b>7392</b>	<b>5951</b>	<b>6760</b>	<b>6759</b>	<b>6822</b>
股本	990	990	990	990	990
资本公积金	1850	1863	1863	1863	1863
留存收益	683	(1372)	(927)	(863)	(775)
少数股东权益	(32)	(87)	(94)	(93)	(90)
归属于母公司所有者权益	3523	1481	1926	1991	2078
<b>负债及权益合计</b>	<b>10884</b>	<b>7345</b>	<b>8593</b>	<b>8656</b>	<b>8811</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	117	253	121	396	404
净利润	28	(2056)	(172)	13	91
折旧摊销	241	192	219	207	196
财务费用	197	196	210	180	180
投资收益	0	(3)	30	30	30
营运资金变动	(497)	2150	(159)	(34)	(97)
其它	149	(225)	(7)	1	4
<b>投资活动现金流</b>	(335)	(243)	(45)	(45)	(45)
资本支出	(274)	(258)	(45)	(45)	(45)
其他投资	(61)	14	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1637	(1184)	1041	(159)	(214)
借款变动	1174	(1172)	664	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	13	0	0	0
股利分配	(495)	0	617	51	(4)
其他	954	(25)	(240)	(210)	(210)
<b>现金净增加额</b>	<b>1419</b>	<b>(1174)</b>	<b>1117</b>	<b>192</b>	<b>145</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5116	3261	3832	3909	4221
营业成本	4626	2914	3445	3440	3673
营业税金及附加	48	49	48	51	34
营业费用	114	114	57	55	59
管理费用	213	184	157	109	118
财务费用	184	183	210	180	180
资产减值损失	69	1826	100	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	(30)	(30)	(30)
<b>营业利润</b>	(138)	(2005)	(215)	(6)	78
营业外收入	200	163	390	50	50
营业外支出	15	253	350	30	30
<b>利润总额</b>	47	(2095)	(175)	14	98
所得税	45	48	3	1	3
<b>净利润</b>	2	(2143)	(179)	13	95
少数股东损益	(26)	(87)	(7)	1	4
<b>归属于母公司净利润</b>	28	(2056)	(172)	13	91
<b>EPS (元)</b>	0.03	(2.08)	(0.17)	0.01	0.09

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-52%	-36%	18%	2%	8%
营业利润	-259%	1357%	-89%	-97%	-1408%
净利润	-71%	-7479%	-92%	-107%	622%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.6%	10.6%	10.1%	12.0%	13.0%
净利率	0.5%	-63.0%	-4.5%	0.3%	2.2%
ROE	0.8%	-138.8%	-8.9%	0.6%	4.4%
ROIC	0.0%	-44.0%	-0.1%	3.2%	4.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.9%	81.0%	78.7%	78.1%	77.4%
净负债比率	35.2%	38.8%	40.9%	40.6%	39.8%
流动比率	1.1	0.8	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.8	1.2	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	17.7	12.6	15.6	14.4	14.8
应收帐款周转率	4.3	3.5	5.7	5.3	5.5
应付帐款周转率	6.5	4.7	5.7	5.2	5.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.03	-2.08	-0.17	0.01	0.09
每股经营现金	0.12	0.26	0.12	0.40	0.41
每股净资产	3.56	1.50	1.95	2.01	2.10
每股股利	0.00	0.00	-0.05	0.00	0.03
<b>估值比率</b>					
PE	138.9	-1.9	-22.6	306.2	42.4
PB	1.1	2.6	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	380.6	-52.9	413.2	211.6	209.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**刘晓飞：**毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

**王西典：**毕业于上海交通大学，工学硕士，2017年2月加入招商证券。

**招商煤炭研究小组所获荣誉：**荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**强烈推荐：**公司股价涨幅超基准指数20%以上

**审慎推荐：**公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

**中性：**公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：**公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

**A：**公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：**公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：**公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**推荐：**行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：**行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。