

阳泉煤业 (600348.SH)

公司拟发行优先股，财务结构有望优化

● **公司拟发行优先股融资，目前已签订附条件生效的优先股认购合同**
 公司近日发布非公开发行优先股股票预案的公告，公司拟发行优先股数量不超过 2000 万股，募集资金总额不超过 20 亿元（含 20 亿元），募集资金拟用于偿还金融机构贷款。

目前公司已经与光大永明和光大金颐签订附条件生效的优先股认购合同，其中，光大永明认购不超过 1000 万股，光大金颐认购不超过 500 万吨，优先股每股面值 100 元人民币，均按面值认购，票面股息率将采用中国证监会等有权机关规定的程序和要求最终确定的股息率。而根据公司 2018 年度每股分红 0.28 元和目前市价，我们测算公司目前股息率约 5.1%。

● **公司近年来资金需求大，偿债能力偏低**

一方面，根据公司年报，公司重点在建项目预算数达 163 亿元，近三年资本支出分别为 31.8 亿元、45.9 亿元和 32.8 亿元；另一方面，2018 年，公司分四期合计发行了 50 亿元的可续期公司债，票面利率分布在 6.5%-7.0% 之间，在 2018 年末计入权益，将于 2021 年陆续结束首个周期，有可能赎回。

此外，公司 19Q1 末资产负债率为 49.5%，如果将目前账面上的 49.68 亿可续期公司债还原回负债科目，测算资产负债率达 60.6%，处于行业同类上市公司偏高水平。同时，公司流动负债占比高（2016-2018 年及 2019Q1 流动负债占总负债比重分别达 80.98%、88.25%、93.94% 和 86.46%）。

● **发行优先股有利于拓展公司融资渠道，优化财务结构**

如果成功发行优先股，公司将拓展融资渠道，优化财务结构，提高短期偿债能力。按照本次优先股募集人民币 20 亿元（暂不考虑发行费用）的发行规模和截至 19Q1 净资产规模（226.77 亿元）静态测算，预计公司净资产提高 8.82%，同时公司资产负债率下降 2.12 个百分点。

根据公司发行预案公告，本次优先股采用附单次付息安排的固定股息率。第 1-3 个计息年度优先股的票面股息率通过询价方式或监管机构认可的其他方式确定并保持不变。自第 4 个计息年度起，如果公司不行使全部赎回权，每股票面股息率在第 1-3 个计息年度股息率基础上增加 2 个百分点，第 4 个计息年度股息率调整之后保持不变，但其票面股息率不得高于付息前两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。

● **盈利预测与投资评级**

公司是无烟煤龙头，未来产量增长主要来源于在建矿投产和整合矿放量，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88 元/股、0.94 元/股和 1.00 元/股（暂未考虑拟发行优先股摊薄影响）。公司 PB(LF) 仅为 0.62 倍，公司盈利较稳健，发行优先股后，公司财务结构也将进一步优化，我们认为公司估值有修复空间。我们延续 4 月 29 日报告观点，维持公司合理价值 7.62 元/股不变，对应 19 年 PB 为 1 倍，给予公司“买入”评级。

● **风险提示：**煤价超预期下跌，公司新建矿井建设进度低于预期，公司成本费用过快上涨。

盈利预测：

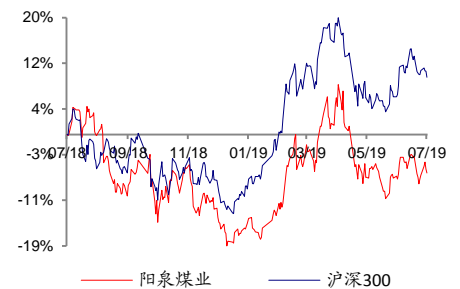
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,146	32,684	32,875	33,358	33,856
增长率(%)	50.5	16.1	0.6	1.5	1.5
EBITDA(百万元)	4,896	5,311	5,739	6,066	6,420
净利润(百万元)	1,636	1,971	2,124	2,259	2,412
增长率(%)	281.3	20.5	7.8	6.3	6.8
EPS(元/股)	0.68	0.82	0.88	0.94	1.00
市盈率(P/E)	10.85	6.15	6.22	5.85	5.47
市净率(P/B)	1.18	0.75	0.72	0.64	0.57
EV/EBITDA	4.99	2.72	2.94	2.18	1.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	5.49 元
合理价值	7.62 元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-21

相对市场表现



分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

宋伟



SAC 执证号：S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-60750610



songwei@gf.com.cn

相关研究：

阳泉煤业 (600348.SH) :19Q1 业绩	2019-04-29
小幅增长 5.65%，温家庄矿产能核增至 500 万吨	
阳泉煤业 (600348.SH) :18 年盈利同比增 20.5%，煤炭业务量价齐升	2019-04-15

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,965	15,039	12,566	11,671	15,203
货币资金	5,443	7,528	5,000	4,000	7,424
应收及预付	6,310	6,499	6,458	6,553	6,651
存货	683	554	626	635	644
其他流动资产	529	458	482	483	485
非流动资产	29,032	31,089	34,709	33,545	31,598
长期股权投资	884	976	1,026	1,076	1,126
固定资产	18,401	20,460	22,056	21,376	20,419
在建工程	3,386	3,363	5,363	4,863	3,863
无形资产	5,238	4,961	4,925	4,881	4,831
其他长期资产	1,123	1,329	1,339	1,349	1,359
资产总计	41,997	46,128	47,275	45,216	46,801
流动负债	23,248	22,745	21,640	17,186	16,212
短期借款	7,618	7,027	5,822	1,169	0
应付及预收	9,694	10,057	10,121	10,270	10,416
其他流动负债	5,935	5,662	5,697	5,747	5,797
非流动负债	3,096	1,467	1,467	1,467	1,467
长期借款	715	658	658	658	658
应付债券	1,498	0	0	0	0
其他非流动负债	883	810	810	810	810
负债合计	26,344	24,213	23,107	18,653	17,680
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
资本公积	20	-19	-19	-19	-19
留存收益	10,516	11,902	14,026	16,285	18,697
归属母公司股东权益	15,016	21,166	23,289	25,548	27,959
少数股东权益	636	749	878	1,015	1,162
负债和股东权益	41,997	46,128	47,275	45,216	46,801

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,146	32,684	32,875	33,358	33,856
营业成本	22,217	26,551	26,852	27,248	27,631
营业税金及附加	1,118	1,377	1,385	1,405	1,426
销售费用	313	266	268	272	276
管理费用	950	1,053	1,059	1,075	1,091
研发费用	225.34	211.63	212.87	216.00	219.22
财务费用	726.59	561.91	354.11	207.65	62.09
资产减值损失	106.34	254.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-10.80	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	119.29	122.79	100.00	100.00	100.00
营业利润	2761.47	2862.82	2994.17	3184.47	3400.84
营业外收支	-137.81	-43.55	10.00	10.00	10.00
利润总额	2,624	2,819	3,004	3,194	3,411
所得税	932	728	751	799	853
净利润	1,692	2,091	2,253	2,396	2,558
少数股东损益	56	120	129	137	146
归属母公司净利润	1,636	1,971	2,124	2,259	2,412
EBITDA	4896.32	5310.98	5738.61	6065.93	6420.21
EPS (元)	0.68	0.82	0.88	0.94	1.00

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,869	3,764	5,182	5,512	5,804
净利润	1,692	2,091	2,253	2,396	2,558
折旧摊销	1,573	2,086	2,640	2,924	3,207
营运资金变动	-1,520	-1,145	45	94	87
其它	1,124	732	244	98	-48
投资活动现金流	-4,590	-3,266	-6,150	-1,650	-1,150
资本支出	-4,590	-3,277	-6,190	-1,690	-1,190
投资变动	0	0	-60	-60	-60
其他	0	10	100	100	100
筹资活动现金流	-121	1,324	-1,560	-4,862	-1,231
银行借款	529	-2,435	-1,205	-4,654	-1,169
股权融资	70	4,967	0	0	0
其他	-720	-1,208	-355	-208	-62
现金净增加额	-1,842	1,822	-2,528	-1,000	3,424
期初现金余额	5,662	3,817	7,528	5,000	4,000
期末现金余额	3,817	5,640	5,000	4,000	7,424

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	50.5	16.1	0.6	1.5	1.5
营业利润增长	163.4	3.7	4.6	6.4	6.8
归母净利润增长	281.3	20.5	7.8	6.3	6.8
获利能力					
毛利率	21.1	18.8	18.3	18.3	18.4
净利率	6.0	6.4	6.9	7.2	7.6
ROE	10.9	9.3	9.1	8.8	8.6
ROIC	9.6	9.9	8.4	8.9	9.8
偿债能力(%)					
资产负债率	62.7	52.5	48.9	41.3	37.8
净负债比率	28.8	21.4	18.3	8.9	6.1
流动比率	0.56	0.66	0.58	0.68	0.94
速动比率	0.51	0.62	0.53	0.62	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.74	0.70	0.72	0.74
应收账款周转率	4.17	5.43	5.43	5.43	5.43
存货周转率	31.86	42.92	42.92	42.92	42.92
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.82	0.88	0.94	1.00
每股经营现金流	1.19	1.57	2.15	2.29	2.41
每股净资产	6.24	6.74	7.62	8.56	9.56
估值比率					
P/E	10.85	6.15	6.22	5.85	5.47
P/B	1.18	0.75	0.72	0.64	0.57
EV/EBITDA	4.99	2.72	2.94	2.18	1.34

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2017年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。