

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



## 阳泉煤业(600348.SH)

煤炭产量基本稳定 资产注入可期

### 投资要点

● 1、公司煤炭产品以电煤（选末煤）为主，销量占比为72%左右，其次为块煤、喷粉煤，占比均为13%左右，煤泥占比2%。电煤贡献主要营收，喷粉煤和块煤贡献主要利润。公司发展煤炭贸易业务，盈利水平较低，贡献较大比例的营收。

● 2、2011-2012年公司煤炭产量相对稳定，增量不多，成长性一般。公司旗下国阳天泰公司作为整合主体，在平定、翼城、蒲县、宁武地区整合的煤矿预计2013年逐步投产，成长性将有所体现。

● 3、公司约有一半的煤炭销量来自集团公司代销煤炭，由于代销业务仅象征性征收代销费，因此公司整体盈利能力受代销煤炭业务拖累。目前信达问题仍未有进展，未来若信达问题得到解决，集团公司煤炭资产注入问题获得实质性进展，则公司煤炭业务盈利能力有望大幅提升。

● 4、预计2011-2013年公司每股收益为1.23、1.41、1.58元/股，对应2011、2012年估值为17、14倍。考虑到中长期公司存在资产注入预期，但短期煤炭产量增量有限，我们给予公司“增持”评级。风险提示：成本增长超预期、煤价涨幅低于预期、技改及整合矿进展存在不确定性、煤炭贸易业务盈利能力较低、大盘系统性风险。

### 采掘

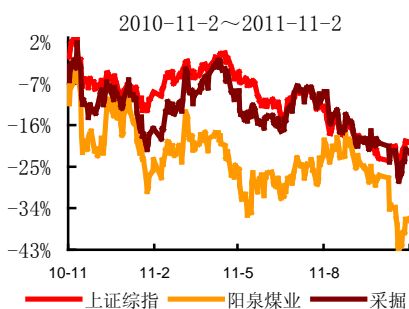
#### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

#### 市场数据

市价(元)	21.00
上市的流通A股(亿股)	24.05
总股本(亿股)	24.05
52周股价最高最低(元)	18.41-34.99
上证指数/深证成指	2470.02/10441.70
2010年股息率	1.53%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	27940.63	50148.14	52361.02	54436.38
增长率(%)	39.66	79.48	4.41	3.96
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2412.46	2957.33	3396.95	3792.26
增长率(%)	29.95	22.59	14.87	11.64
毛利率(%)	20.22	14.03	14.86	15.53
净资产收益率(%)	28.29	26.30	23.92	21.69
EPS(元)	1.00	1.23	1.41	1.58
P/E(倍)	20.94	17.08	14.87	13.32
P/B(倍)	6.09	4.49	3.56	2.89

来源：公司年报、民族证券

## 图表目录

图 1：阳泉煤业公司煤炭产品销售结构 .....	4
图 2：阳泉煤业公司煤炭产品毛利润结构 .....	5
表 1：阳泉煤业主要煤炭产品售价 .....	4
表 2：阳泉煤业煤矿产量预测 .....	5
表 3：阳泉煤业产销量假设 .....	5
附录：财务预测表 .....	7

## 近期我们对阳泉煤业进行了调研，主要情况如下：

### 1、问：股份公司目前煤矿产能情况？

答：股份公司目前合计产能 2830 万吨，其中一矿、二矿分别为 750、810 万吨；开元矿 300 万吨；平舒矿公司持股 56.1%，属于技改矿，温家庄煤矿二期工程 2011 年上半年进度 61%，原产能 120 万吨，技改后产能 300 万吨，预计 2013 年投产；新景矿产能 750 万吨，在变更采矿权证，新的采矿权证还未办下来；景福矿属于技改矿，目标产能 90 万吨，2011 年预计贡献产量 20 多万吨。

一矿、二矿、新景矿有配套洗煤厂，可洗选出喷吹煤；开元矿无扩建计划，无配套洗煤厂，所产煤炭不入洗。

### 2、问：集团公司煤矿情况？

答：集团公司煤炭产量与股份公司产不多（我们推算，2010 年股份公司原煤产量 2600 万吨，集团公司总产量 5100 万吨，因此集团公司除去股份公司外还有 2500 万吨产量）。

集团公司煤矿：**三矿**是政策性破产矿，能再生产十几年，每年 500 万吨产量。**五矿**在平定，生产无烟煤，产能 770 万吨，实际年产量 500 万吨，证照齐全，注入没有障碍，后备矿区所产煤炭灰分高，不适宜洗选喷吹煤。**新元矿**是规划在建矿，其中一期在建，规划产能 300 万吨/年，二期、三期规划累计产能分别为 600 万吨、1000 万吨。**石港矿**产能 90 万吨。**寺家庄矿**规划产能 600 万吨/年，正在技改中，目前实际产量为 500 万吨/年，正组织验收，证照办起来需要时间。另外，运裕矿 90 万吨，长沟矿 90 万吨，新大地公司 120 万吨。

集团规划矿大石港矿 1000 万吨，七元矿 800 万吨，宋家沟矿和元宝矿均为千万吨级矿井。

### 3、问：2011 年上半年其他业务收入情况？

答：其他业务为煤炭贸易业务，由国贸公司来做，产值大，但利润少。2011 年上半年收入 116 亿元，同比上涨 289%。煤炭贸易业务 2010 年收入 80 亿元，2011 年预计达到 200 亿元。

### 4、问：公司整合煤矿情况？

答：公司下属全资子公司国阳天泰公司是整合煤矿的主体，2010 年从大股东手中承接 12 座煤矿，分别为：平定县永兴煤矿、山西鑫华煤业有限公司、山西泰兴煤业有限公司、平定泰昌煤业有限公司、平定县冶西镇煤矿、山西泰鑫煤业有限公司、平定县张庄镇上马郡头煤矿、山西恒昌煤业有限公司、山西平定裕泰煤业有限公司、山西东升兴裕煤业有限公司、山西东升华兴煤业有限公司、平定聂家庄煤矿（该矿属于“十关闭”煤矿），整合为 4 座，整合后产能整合完成后产能由 147 万吨/年提升至 270 万吨/年，其中 3 座 60 万吨、1 座 90 万吨。

另外，国阳天泰公司直接整合了翼城、蒲县、宁武地区煤矿，包括翼城河寨煤业、翼城中卫青洼煤业、翼城下交煤业、翼城汇荣煤业、翼城石丘煤业、蒲县天煜煤矿、宁武榆树坡煤矿，其中翼城地区整合煤矿的持股比例均为 49%，蒲县天煜煤矿持股比例 29%，宁武榆树坡煤矿持股比例 51%。榆树坡煤矿目前正在进行改扩建，产能由 15 万吨提升至 120 万吨，预计 2013 年投产。

### 5、问：国阳新能更名为阳泉煤业的原因？

答：公司募集资金原计划开展甲醇、活性炭等新能源业务，目前打算回归煤炭主业，

因此更名，意在突出主业。

**6、问：资源税改革对公司影响？**

答：目前公司资源税执行动力煤标准 3.2 元/吨，未来从价计征，假设 10%50 元/吨的话，则增量较大。

**7、问：公司产量规划？**

答：2015 年集团公司规划煤炭产能目标为 1.3 亿吨，2010 年产量 5158 万吨，规划目标较 2010 年增长 160%。

**8、信达股权问题进展？**

信达债转股，占集团公司比例超过 40%。信达问题一直在谈，没有明显进展，目前仍未有解决，关于对价等问题不能达成一致。这成为制约集团煤炭业务整体上市的主要障碍。公司不希望信达介入股份公司，因此不想采取冀中能源换股的方法。另外，五矿若注入上市公司，也需征得信达的同意。

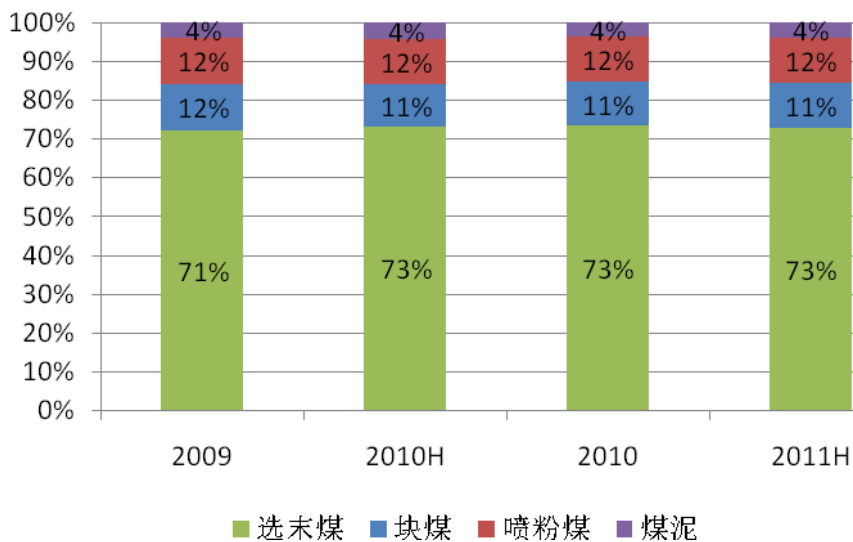
**9、2011 年煤炭生产情况？**

2011 年煤炭产量保持平稳，预计全年产量同比增加 200 万吨，1-9 月份股份公司产量 2007 万吨，其中第三季度产量环比小幅回落，主要受煤矿检修影响。

**我们的判断：**

公司煤炭产品以电煤（选末煤）为主，销量占比为 72%左右，其次为块煤、喷粉煤，占比均为 13%左右，煤泥占比 2%。块煤为化工用煤，喷粉煤为钢铁行业用煤。电煤贡献主要营收，喷粉煤和块煤贡献主要利润，其毛利率分别为 43%、48%左右。

**图 1：阳泉煤业公司煤炭产品销售结构**



数据来源：公司公告 民族证券

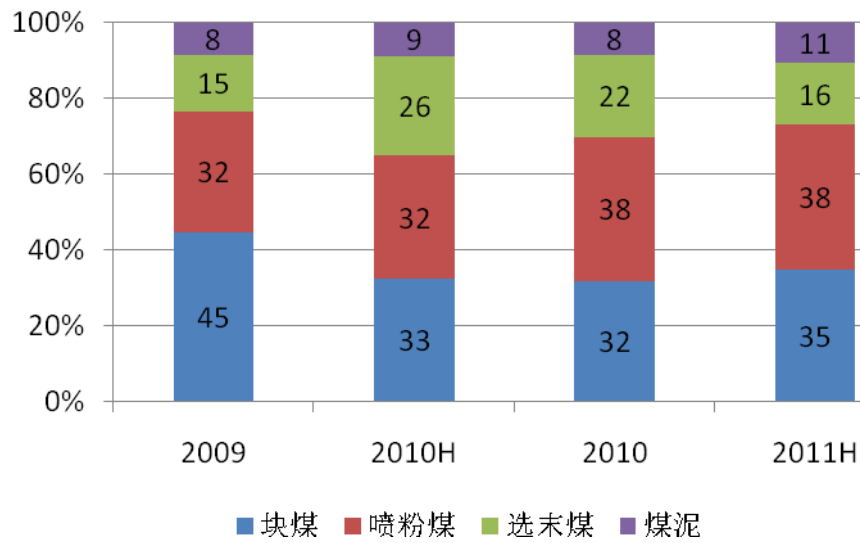
**表 1：阳泉煤业主要煤炭产品售价**

煤炭价格	2009	2010H	2010	2011H
综合煤价	440	475	489	527
其中：块煤	731	747	731	817
喷粉煤	655	756	836	959
选末煤	368	404	406	421

煤泥	216	237	286	342
----	-----	-----	-----	-----

数据来源：公司公告 民族证券

图 2：阳泉煤业公司煤炭产品毛利润结构



数据来源：公司公告 民族证券

表 2：阳泉煤业煤矿产量预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>股份公司原有矿</b>	<b>2840</b>	<b>2860</b>	<b>3000</b>	<b>3000</b>
一矿	750	750	750	750
二矿	810	810	810	810
开元矿	300	300	300	300
平舒矿-技改	200	200	300	300
新景矿-技改	750	750	750	750
景福煤业-技改	30	50	90	90
<b>天泰公司 51%整合矿</b>			<b>370</b>	<b>650</b>
平定地区整合 4 个矿			150	270
整合翼城煤矿 49%			150	200
整合蒲县天煜矿 29%			30	60
整合宁武榆树坡矿 51%			40	120
<b>股份合计</b>	<b>2840</b>	<b>2860</b>	<b>3370</b>	<b>3650</b>

数据来源：公司公告 民族证券

表 3：阳泉煤业产销量假设

	2011E	2012E	2013E
<b>总产量</b>	<b>5040</b>	<b>5060</b>	<b>5570</b>
其中：公司原煤产量	2840	2860	3370
采购集团及其子公司	2200	2200	2200
<b>煤炭销量</b>	<b>4838</b>	<b>4858</b>	<b>5347</b>
同比	7%	0%	10%
综合煤价	529	550	550
同比	8%	4%	0%

---

综合成本	419	434	443
同比	13%	4%	2%

---

数据来源：公司公告 民族证券

2011-2012 年公司煤炭产量相对稳定，增量不多，成长性一般，2013 年公司整合煤矿将逐步投产，成长性将有所体现。

总体来看，公司约有一半的煤炭销量来自集团公司代销煤炭，由于代销业务仅象征性征收代销费，因此公司整体盈利能力受代销煤炭业务拖累。未来若信达股权问题得到解决，集团公司煤炭资产注入问题获得实质性进展，则公司煤炭业务盈利能力有望大幅提升。

公司发展煤炭贸易业务，盈利水平较低，贡献较大比例的营收。

我们预计 2011-2013 年公司每股收益为 1.23、1.41、1.58 元/股，对应 2011、2012 年估值为 17、14 倍。考虑到中长期公司存在资产注入预期，但短期煤炭产量增量有限，我们给予公司“增持”评级。风险提示：成本增长超预期、煤价涨幅低于预期、技改及整合矿进展存在不确定性、煤炭贸易业务盈利能力较低、大盘系统性风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>11,571</b>	<b>5,351</b>	<b>7,995</b>	<b>11,023</b>
现金	5,882	-4,400	-2,181	449
应收账款	3,339	7,522	7,854	8,165
其它应收款	100	275	287	298
预付账款	1,258	1,374	1,435	1,491
存货	990	580	600	619
其他	0	0	0	1
<b>非流动资产</b>	<b>10,688</b>	<b>23,777</b>	<b>24,813</b>	<b>25,784</b>
长期投资	308	308	308	308
固定资产	5,885	15,044	15,708	16,331
无形资产	4,292	8,024	8,378	8,710
其他	202	401	419	435
<b>资产总计</b>	<b>22,258</b>	<b>29,129</b>	<b>32,808</b>	<b>36,807</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,555</b>	<b>11,340</b>	<b>11,746</b>	<b>12,132</b>
短期借款	597	1,003	1,047	1,089
应付账款	3,579	3,482	3,600	3,712
其他	5,380	6,856	7,099	7,331
<b>非流动负债</b>	<b>2,683</b>	<b>5,115</b>	<b>5,341</b>	<b>5,553</b>
长期借款	2,601	5,015	5,236	5,444
其他	81	100	105	109
<b>负债合计</b>	<b>12,238</b>	<b>16,455</b>	<b>17,087</b>	<b>17,684</b>
少数股东权益	1,492	1,631	1,791	1,970
股本	2,405	2,405	2,405	2,405
资本公积金	0	0	0	0
留存收益	3,710	4,597	5,616	6,754
归属母公司股东权益	8,529	11,246	14,199	17,482
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,259</b>	<b>29,332</b>	<b>33,077</b>	<b>37,136</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,373</b>	<b>654</b>	<b>4,375</b>	<b>4,839</b>
净利润	2,412	2,957	3,397	3,792
折旧摊销	1,557	752	785	817
财务费用	198	150	157	163
投资损失	-22	0	0	0
营运资金变动	-838	-3,247	-212	-204
其它	66	41	247	271
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,388</b>	<b>-13,643</b>	<b>-1,803</b>	<b>-1,771</b>
资本支出	-1,308	-13,643	-1,803	-1,771
长期投资	-80	0	0	0
其他	1	2	3	4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>83</b>	<b>2,707</b>	<b>-352</b>	<b>-437</b>
短期借款	-213	406	44	42
长期借款	-1,286	2,413	221	208
普通股增加	496	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	1,085	-112	-618	-686
<b>现金净增加额</b>	<b>2,068</b>	<b>-10,282</b>	<b>2,219</b>	<b>2,630</b>

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>27,941</b>	<b>50,148</b>	<b>52,361</b>	<b>54,436</b>
营业成本	22,290	43,111	44,581	45,984
营业税金及附加	482	501	524	544
营业费用	289	351	367	381
管理费用	1,325	1,805	1,885	1,960
财务费用	198	150	157	163
资产减值损失	38	100	105	109
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,341</b>	<b>4,129</b>	<b>4,743</b>	<b>5,295</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,341</b>	<b>4,129</b>	<b>4,743</b>	<b>5,295</b>
所得税	827	1,032	1,186	1,324
<b>净利润</b>	<b>2,494</b>	<b>3,097</b>	<b>3,557</b>	<b>3,971</b>
少数股东损益	82	139	160	179
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,412</b>	<b>2,957</b>	<b>3,397</b>	<b>3,792</b>
EBITDA	5,111	5,132	5,790	6,383
EPS（元）	1.00	1.23	1.41	1.58
<b>主要财务比率</b>				
	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.67%	79.48%	4.41%	3.96%
营业利润	32.83%	23.59%	14.87%	11.64%
归属母公司净利润	29.96%	22.59%	14.87%	11.64%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.22%	14.03%	14.86%	15.53%
净利率	8.63%	5.90%	6.49%	6.97%
ROE	28.29%	26.30%	23.92%	21.69%
ROIC	17.69%	15.09%	14.77%	14.18%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.98%	56.49%	52.08%	48.05%
净负债比率	17.16%	24.45%	22.66%	21.00%
流动比率	1.21	0.47	0.68	0.91
速动比率	1.11	0.42	0.63	0.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.26	1.72	1.60	1.48
应收帐款周转率	8.37	6.67	6.67	6.67
应付帐款周转率	63.00	30.00	30.00	30.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.00	1.23	1.41	1.58
每股经营现金	1.40	0.27	1.82	2.01
每股净资产	3.55	4.68	5.90	7.27
<b>估值比率</b>				
P/E	20.94	17.08	14.87	13.32
P/B	5.92	4.49	3.56	2.89
EV/EBITDA	10.92	11.55	10.32	9.43

## 分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn