

**煤炭开采**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 王理廷

S0960111080447

0755-82026908

wangliting1@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 19.36元

当前股价: 18.03元

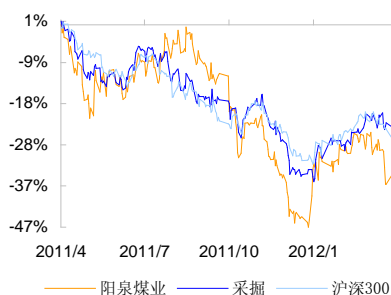
评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2306.55
总股本(百万)	2405
流通股本(百万)	2405
流通市值(亿)	433
EPS	1.00
每股净资产(元)	3.55
资产负债率	54.98%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
阳泉煤业	-8.56	25.47	-23.05
采掘	-8.36	13.59	-12.05
沪深300指数	-5.37	10.69	-2.38



**相关报告**

**阳泉煤业**

**600348**

**推荐**

**阳煤集团可能的资产注入是公司未来高增长的关键**

阳泉煤业是中国最大的无烟煤上市公司。煤价方面,公司凭借无烟煤的稀缺优势,综合煤价有望稳步上涨;产量方面,依靠在产矿扩产与整合矿复产,公司原煤产量将平稳增长,而产量高增长的关键在于集团未来可能的资产注入,这也是公司未来主要看点。

**投资要点:**

- **阳泉煤业是中国 A 股市场上的无烟煤龙头企业。**公司总部位于全国六大无烟煤矿区之一的阳泉矿区,公司无烟煤产量约为 2200 万吨,居上市公司首位,远高于其他无烟煤上市公司。
- **公司综合煤价未来有望持续上涨。**公司洗选产品为洗块煤、喷粉煤和洗末煤。受益于无烟块煤的稀缺性与需求刚性,洗块煤价格长期看涨;喷粉煤价短期承压,但未来有望随钢铁盈利改善而重回上涨轨迹;洗末煤则充分受益于重点合同电煤的涨价。
- **在产矿扩产和整合矿复产促公司煤炭产量平稳增长。**在产矿方面,平舒煤业二期能提供 200 万吨增量,新景矿 750 万吨产能证照办理能带来 100 万吨增量。整合矿方面,负责资源整合的国阳天泰(51%)共整合了 487 万吨权益产能,归属公司的权益产能为 248 万吨。公司在产矿扩产及整合矿复产均将在未来两三年内完成,预测 2011~2014 年公司权益产量为 2707 万吨、2804 万吨、3014 万吨和 3203 万吨。
- **集团巨大的资产注入空间为公司原煤产量的高增长提供了想象。**除上市公司外,集团还拥有 2852 万吨的生产产能,其中注入条件成熟、注入价值较大的是五矿(770 万吨)和新元矿(一期 300 万吨投产,二期 300 万吨在建)。而随着信达上市进程的加快,集团资产注入的主要障碍——信达债转股问题也有望在未来得到解决。
- **给予公司“推荐”的投资评级。**仅考虑公司内生增长,预测公司 2011~2014 年的 EPS 为 1.17 元、1.21 元、1.28 元和 1.35 元,未来公司股价的催化剂是信达股权问题的解决或集团公司资产的注入。

**风险提示:**

- 宏观经济持续下行;集团资产注入标的和时点不确定;贸易业务拖累公司业绩。

**主要财务指标**

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	27941	50072	54579	60214
收入同比(%)	40%	79%	9%	10%
归属母公司净利润	2412	2823	2911	3078
净利润同比(%)	30%	17%	3%	6%
毛利率(%)	20.2%	13.9%	13.1%	12.6%
ROE(%)	28.3%	25.4%	21.2%	18.6%
每股收益(元)	1.00	1.17	1.21	1.28
P/E	19.85	16.96	16.45	15.56
P/B	5.61	4.31	3.48	2.90
EV/EBITDA	9	9	9	8

资料来源:中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：中国最大的无烟煤上市公司 .....	3
二、受益于无烟块煤的稀缺性及重点合同电煤的涨价，公司煤价将平稳上涨 .....	4
2.1 资源稀缺和下游需求刚性使得公司洗块煤价格长期看涨 .....	4
2.2 受钢铁业低迷的影响，公司喷粉煤价格短期内上涨受阻 .....	5
2.3 在重点合同电煤涨价的促进下，公司洗末煤价格将平稳上涨 .....	6
三、公司煤炭产量内生增长速度平稳，未来产能大幅扩张的关键在于集团资产的注入预期 .....	7
3.1 公司在产矿扩产主要是平舒煤业二期的扩建及新景矿产能的核定 .....	7
3.2 国阳天泰整合权益产能为 487 万吨，预计将于 2013 年大规模释放 .....	7
3.3 集团资产注入空间巨大，也是未来公司产能大幅增长的关键 .....	8
四、盈利预测及投资建议：“推荐” .....	9

## 图 目 录

图 1 公司拥有主要生产资源情况一览 .....	3
图 2 公司营业收入由煤炭、电力热力和贸易组成 .....	3
图 3 公司营业毛利主要来源于煤炭业务 .....	3
图 4 公司煤炭产量、收购量及销量逐年增加 .....	4
图 5 公司商品煤销售的主要品种一览（2011H1） .....	4
图 6 公司洗块煤和喷粉煤的营业收入及营业毛利在煤炭业务中占比均高于其销量占比 .....	4
图 7 由于资源稀缺，无烟煤产量基本无增长 .....	5
图 8 受机采影响，无烟块煤率逐年下降 .....	5
图 9 受地产调控影响，全国钢价走势低迷 .....	6
图 10 全国生铁产量增速下滑明显 .....	6
图 11 受益于洗块煤供需偏紧与重点合同电煤涨价，公司 2012 年的煤炭价格有望实现平稳上涨 .....	6

## 表 目 录

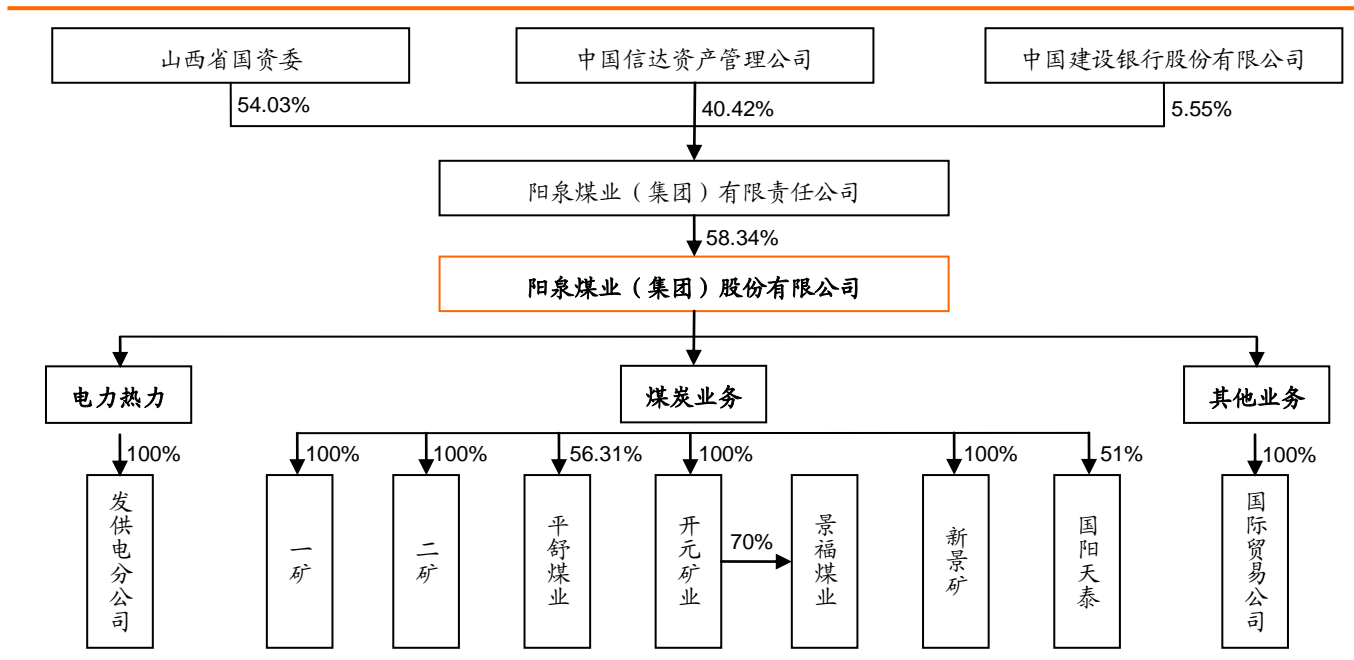
表 1 公司在产矿井情况一览 .....	7
表 2 公司整合矿井情况一览 .....	7
表 3 受益于在产矿扩产与煤炭资源整合，公司权益产量未来将平稳增长 .....	8
表 4 阳煤集团主要生产矿井情况一览 .....	9
表 5 阳泉煤业未来三年煤炭产销量预测（单位：万吨） .....	10
表 6 阳泉煤业未来三年煤炭业务收入预测 .....	10
表 7 阳泉煤业未来三年盈利预测（单位：百万元） .....	10

## 一、公司简介：中国最大的无烟煤上市公司

阳泉煤业是中国上市煤炭企业中无烟煤产量最大的公司，无烟煤产量可达2200万吨以上，远超其他无烟煤上市公司。公司位于国内六大无烟煤矿区之一的山西阳泉矿区，1999年由阳泉煤业集团以旗下一矿、二矿及第二热电厂投入设立而成，2003年公司于上交所成功上市，目前总股本为24.1亿股，且全部为流通股。

经过多次兼并收购，目前公司拥有煤炭资源为初始投入的一矿、二矿，收购的平舒煤业、开元矿业、景福煤业、新景矿和用于山西资源整合的国阳天泰公司。公司在产矿井产能为2830万吨，国阳天泰参控股矿井的权益产能为487万吨。电力热力方面是发供电分公司。其他业务主要是国际贸易公司及其子公司的贸易业务。

图 1 公司拥有主要生产资源情况一览

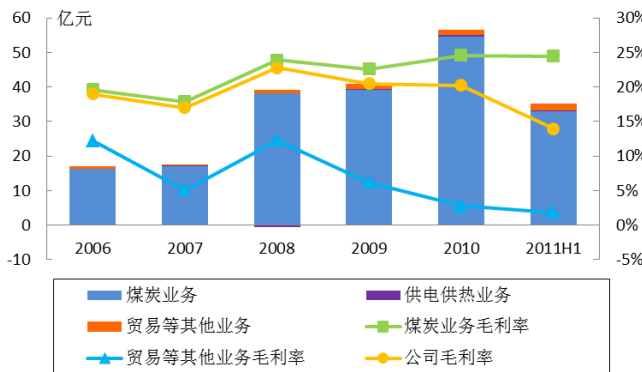
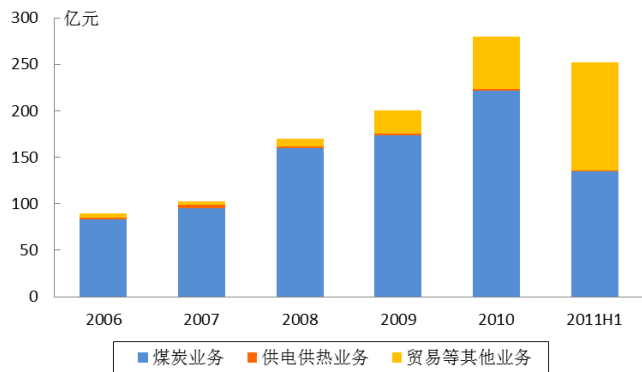


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司营业收入也主要由煤炭业务、电力热力业务和贸易为主的其他业务三部分组成。不过由于电力热力业务收入及毛利占比均较少，贸易等其他业务虽收入占比高，但毛利率偏低，毛利贡献较少，公司约93%以上的营业毛利来源于煤炭业务。

图 2 公司营业收入由煤炭、电力热力和贸易组成

图 3 公司营业毛利主要来源于煤炭业务



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

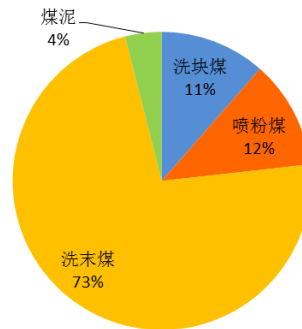
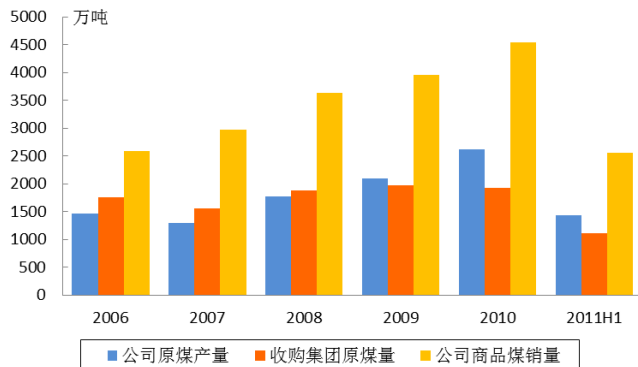
## 二、受益于无烟块煤的稀缺性及重点合同电煤的涨价，公

### 司煤价将平稳上涨

公司煤种主要是无烟煤。2011 年中期，公司原煤产量为 1436 万吨，并收购集团及其子公司 1115 万吨原煤，洗选出的商品煤销量为 2557 万吨，主要洗选产品为洗末煤（72.8%）、喷粉煤（11.8%）、洗块煤（11.5%）和煤泥（3.9%）。

图 4 公司煤炭产量、收购量及销量逐年增加

图 5 公司商品煤销售的主要品种一览（2011H1）

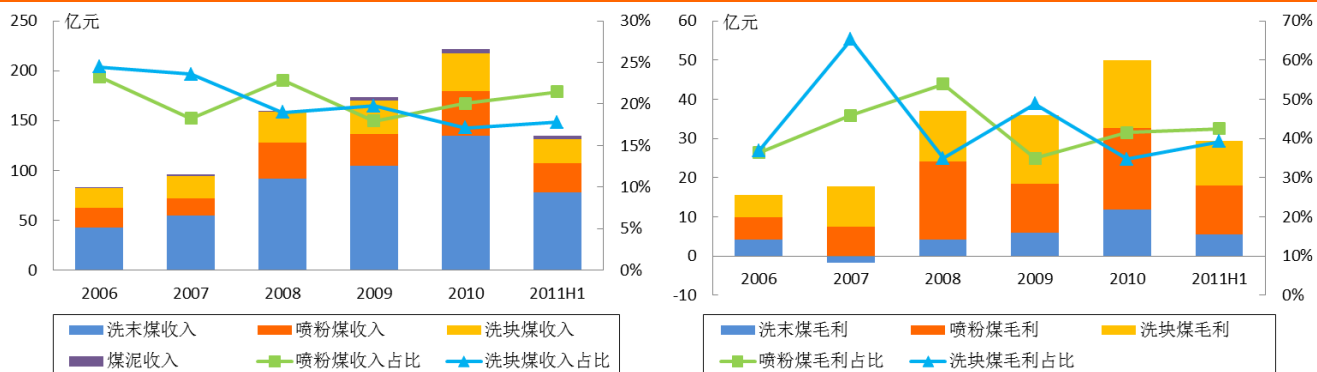


资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司无烟洗块煤主要用于化工造气，用作合成氨及甲醇生产的原料煤，喷粉煤用于生铁冶炼时的高炉喷煤，而洗末煤和煤泥则用于动力用途，主要用作火电等的燃料煤。由于洗块煤和喷粉煤的售价及毛利率均较高，而主要用于发电的洗末煤的售价及毛利率较低，因此公司洗块煤和喷粉煤的营业收入及营业毛利在煤炭业务中的占比高于其销量占比。

图 6 公司洗块煤和喷粉煤的营业收入及营业毛利在煤炭业务中占比均高于其销量占比

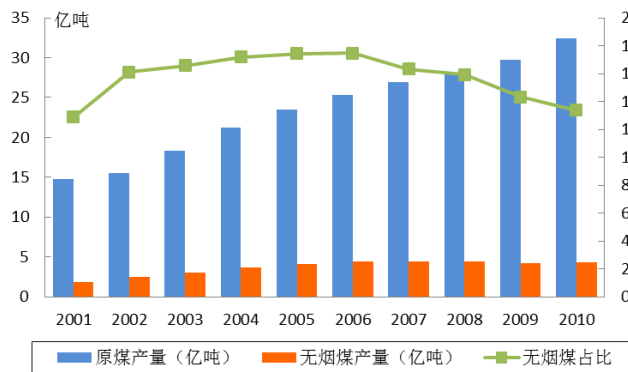


资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 2.1 资源稀缺和下游需求刚性使得公司洗块煤价格长期看涨

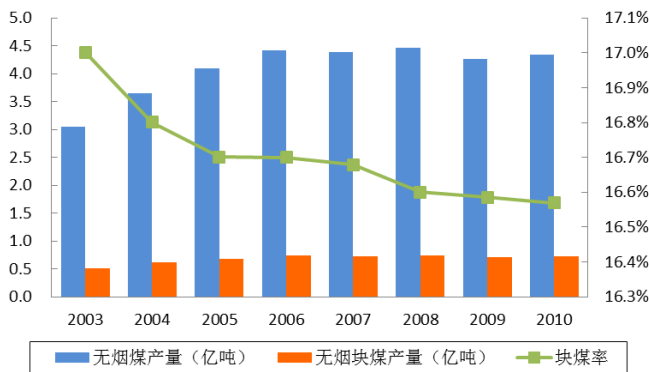
山西晋城和阳泉的无烟块煤热稳定性好，合成氨产量高，非常适合用于化工造气。不过由于资源稀缺（无烟煤查明储量占比仅占煤炭储量的 12%），全国无烟煤总产量近年来基本无增长，而随着机械化开采设备的大规模应用，无烟块煤率也逐年下滑，使得中国无烟块煤的产量增速比无烟煤的产量增速还要低。

图 7 由于资源稀缺，无烟煤产量基本无增长



资料来源：煤监局、统计局、中投证券研究所

图 8 受机采影响，无烟块煤率逐年下降



资料来源：Sxcoal、CCTD、中投证券研究所

“十二五”期间全国无烟煤新建无烟煤矿井产能相对有限，同时，山西整合的无烟煤矿井也要到 2013 年才能大规模释放产能。此外，无烟煤作为稀缺资源，属于“十二五”规划中拟进行保护性开发的煤种，宁夏无烟煤就已被当地政府列为限制和保护性开采的煤种，难有增量贡献。因此预计未来无烟煤产量仍将保持低速增长，而“十二五”期间，我国计划将煤矿机械化率由 2009 年的 58% 提高至 2015 年的 75%。随着机械化率的提高，无烟块煤产出率将会继续降低，从而进一步抑制无烟块煤的产量增速。

无烟块煤主要用于化工造气，以生产合成氨及甲醇，而合成氨和甲醇对无烟块煤也有较强的需求刚性。天然气和焦炉煤气也可以用于制合成氨与甲醇，不过，我国天然气产量少，且优先满足民用，难扩大原料占比；焦炉煤气需集中、大型的焦炭产能作为支撑，方能提供稳定的煤气供应，因此产业化尚需等待焦炭产能整合的推进。其他煤炭方面，由于工艺原因，仅壳牌、德士古等少数气化炉可用烟煤等作为原料，但由于炉子对煤种品质有要求，并未大范围普及。无烟末煤需用粘结剂制成煤棒才能用于造气，但煤棒热强度受制于粘结剂性能，大规模应用尚需时日。因此其他原料对无烟块煤的替代将会是一个较漫长的过程。

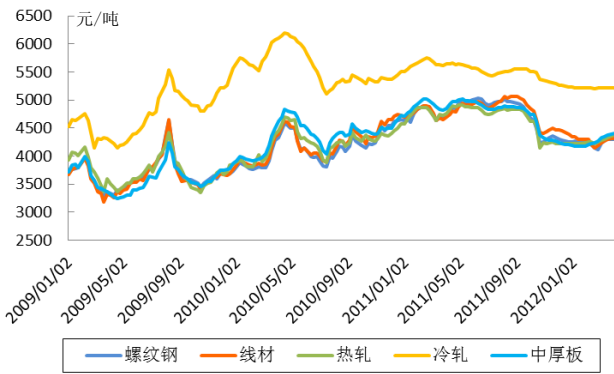
受制于机械化开采，未来块煤率将进一步降低，从而使无烟块煤产量难有增长。而下游的合成氨及甲醇对于无烟块煤的需求刚性较强，短期内难摆脱对无烟块煤的依赖。预计未来我国无烟块煤供需将长期偏紧，公司的洗块煤价格也将受供需偏紧的影响而处于高位，并将长期看涨。

## 2.2 受钢铁业低迷的影响，公司喷粉煤价格短期内上涨受阻

高炉喷吹煤粉指从高炉风口直接向炉内喷吹研磨好的煤粉，煤粉在炉内燃烧提供热能，同时未燃煤粉与铁矿石反应，起还原剂的作用。因此，喷吹煤的应用可以替代焦炭的热源和还原剂的作用，从而降低焦炭的用量。

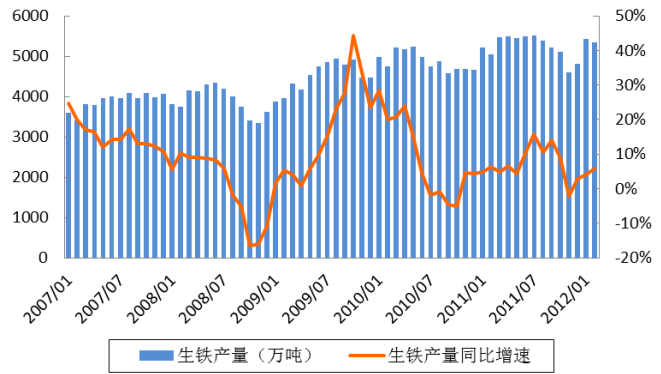
高炉喷煤量由生铁产量和喷煤比（冶炼 1 吨生铁所喷吹煤粉量）两因素共同决定。喷煤比取决于喷吹技术，随着高温、富氧喷吹等技术的改进，未来我国炼铁高炉喷煤比将缓慢增加。但随着地产调控的持续进行，钢铁业从 2011 年三季度开始进入低迷期，全国生铁产量增速下滑明显，使得喷吹煤需求面临下行压力。

图 9 受地产调控影响，全国钢价走势低迷



资料来源：煤监局、统计局、中投证券研究所

图 10 全国生铁产量增速下滑明显



资料来源：Sxcoal、CCTD、中投证券研究所

不过与 08 年全球性的金融危机不同，本轮经济下滑由地产调控等中国政府主动调控行为所致，因此预计喷吹煤需求不会出现 08 年一样的失控下滑，公司喷粉煤价格调整空间也较为有限。同时，温总理在广西、福建调研时肯定了高铁建设的积极影响，并提出预调微调以确保 2012 年 5000 亿元铁路投资的到位，保障在建铁路线的开工。地产方面，尽管调控格调难改，但刚需支持政策预调微调将继续，因此预计我国钢铁业未来将在基建和地产投资政策放松的促进下出现景气恢复，从而也为公司喷粉煤价格的重新上涨打开空间。

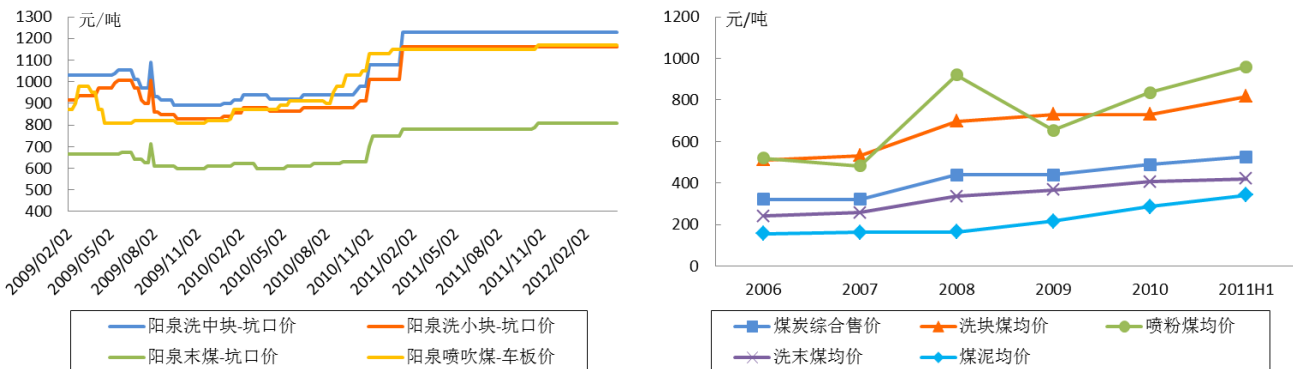
### 2.3 在重点合同电煤涨价的促进下，公司洗末煤价格将平稳上涨

公司的洗末煤用于动力用途，主要用作火力发电的燃料煤。而洗末煤的销售主要以合同煤为主，也因此承受了重点合同电煤限价对公司利润的损失，2011 年中期公司洗末煤毛利率仅为 6.9%，远低于洗块煤 48.2%和喷粉煤 43.3%的毛利率。

受宏观经济下行影响，从去年四季度以来，国内动力煤现货市场表现低迷。不过，4 月份为期 23 天的大秦线检修已经开始，短期内动力煤市场价预计将企稳回升。合同煤方面，发改委在 2011 年底下发的《关于做好 2012 年煤炭产运需衔接工作的通知》中，允许重点合同电煤的涨幅在 5%以内。在此政策的支持下，阳煤集团与各电厂在 2012 年煤炭订货会上签订的合同煤价格涨幅也基本定在 5%。因此预计公司洗末煤在合同煤涨价与市场煤企稳的促进下，今年价格有望平稳上涨。

公司洗块煤属稀缺资源，未来将维持供需偏紧状态，价格长期看涨。公司洗末煤在合同煤涨价的促进下，煤价也有望平稳上涨。喷粉煤方面，受制于钢铁业盈利和产量的低迷，价格短期面临一定压力，但政策已出现微调苗头，未来喷粉煤价格有望重回上涨轨迹。因此，我们预计公司 2012 年公司煤价有望平稳上涨。

图 11 受益于洗块煤供需偏紧与重点合同电煤涨价，公司 2012 年的煤炭价格有望实现平稳上涨



资料来源：Sxcoal、公司公告、中投证券研究所

### 三、公司煤炭产量内生增长速度平稳，未来产能大幅扩张

#### 的关键在于集团资产的注入预期

#### 3.1 公司在产矿扩产主要是平舒煤业二期的扩建及新景矿产能的核定

公司目前有 6 对在产矿井，即一矿、二矿、平舒煤业，开元矿业、新景矿及开元矿业控股 70% 的景福煤业。其中，有扩产空间的主要是平舒煤业、新景矿和景福煤业。平舒煤业温家庄矿正在进行二期工程扩建，2013 年投产后可贡献 200 万吨的增量，新景矿目前正在进行证照更换，完成 750 万吨产能核定后，可新增约 100 万吨左右的产量，此外，景福煤业完全投产的产能为 90 万吨。

表 1 公司在产矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (百万吨)	产能 (万吨)	备注说明
一矿	阳泉矿区	100%	无烟煤	512.55	750	已达产
二矿	阳泉矿区	100%	无烟煤	446.61	810	已达产
平舒煤业	晋中寿阳	56.31%	贫煤	71.87	300	二期在建，可扩产至 500 万吨
开元矿业	晋中寿阳	100%	贫煤	140.00	300	已达产
景福煤业	晋中寿阳	70%	贫煤	27.00	90	技改中，目标产能 90 万吨
新景矿	阳泉矿区	100%	无烟煤	646.41	580	750 万吨产能正在进行证照办理
<b>在产矿井小计</b>				<b>1844.44</b>	<b>2830</b>	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 3.2 国阳天泰整合权益产能为 487 万吨，预计将于 2013 年大规模释放

公司由控股 51% 的子公司国阳天泰负责山西省的煤炭资源整合。目前国阳天泰已参与了阳泉、临汾和忻州多处煤炭资源的整合，总共整合了 720 万吨产能，权益产能为 487 万吨，其中，归属于公司的权益产能为 248 万吨。整合矿井目前均处于技改阶段，预计将于 2013 年大规模释放产能。

表 2 公司整合矿井情况一览

煤矿	地区	天泰权益	主要煤种	地质储量 (百万吨)	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
东升兴裕煤业	阳泉平定	100%	无烟煤	42.66	90	90.0
恒昌煤业	阳泉平定	100%	无烟煤	22.61	60	60.0
裕泰煤业	阳泉平定	100%	无烟煤	19.86	60	60.0
泰昌矿业	阳泉平定	100%	无烟煤	10.67	60	60.0
河寨煤业	临汾翼城	49%	贫煤、无烟煤	44.31	60	29.4
中卫青洼煤业	临汾翼城	49%	无烟煤	12.33	60	29.4
下交煤业	临汾翼城	49%	无烟煤	16.56	60	29.4
汇嵘煤业	临汾翼城	49%	无烟煤	26.69	60	29.4
石丘煤业	临汾翼城	49%	无烟煤	14.84	60	29.4
天煜新兴煤业	临汾蒲县	29%	肥煤	22.64	30	8.7

榆树坡煤业	忻州宁武	51%	气煤	720.10	120	61.2
<b>在产矿井小计</b>				<b>953.27</b>	<b>720</b>	<b>486.9</b>

资料来源：公司公告、山西煤炭厅、中投证券研究所

由于公司平舒煤业温家庄二期预计将于 2013 年完工，而国阳天泰整合的资源整合矿大规模释放产能需等到 2013 年，因此预计公司 2012 年煤炭权益产量稳定，而 2013~2014 年权益产量将获得平稳增长，预测公司 2011~2014 年煤炭权益产量分别为 2707 万吨、2804 万吨、3014 万吨和 3203 万吨，同比增速分别为 3.6%、7.5%和 6.3%。

**表 3 受益于在产矿扩产与煤炭资源整合，公司权益产量未来将平稳增长**

煤矿	权益比例	产能	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>在产矿井</b>		<b>2830</b>	<b>2850</b>	<b>2870</b>	<b>3050</b>	<b>3200</b>
一矿	100%	750	750	750	750	750
二矿	100%	810	810	810	810	810
平舒煤业	56.31%	300	300	300	400	500
开元矿业	100%	300	300	300	300	300
景福煤业	70%	90	40	60	90	90
新景矿	100%	580	650	650	700	750
<b>天泰整合矿 (51%)</b>	<b>天泰权益</b>	<b>720</b>		<b>240</b>	<b>480</b>	<b>720</b>
东升兴裕煤业	100%	90		30	60	90
恒昌煤业	100%	60		20	40	60
裕泰煤业	100%	60		20	40	60
泰昌矿业	100%	60		20	40	60
河寨煤业	49%	60		20	40	60
中卫青洼煤业	49%	60		20	40	60
下交煤业	49%	60		20	40	60
汇嵘煤业	49%	60		20	40	60
石丘煤业	49%	60		20	40	60
天煜新兴煤业	29%	30		10	20	30
榆树坡煤业	51%	120		40	80	120
<b>产量总计</b>			<b>2850</b>	<b>3110</b>	<b>3530</b>	<b>3920</b>
<b>产量增速</b>				<b>9.1%</b>	<b>13.5%</b>	<b>11.0%</b>
<b>权益产量总计</b>			<b>2707</b>	<b>2804</b>	<b>3014</b>	<b>3203</b>
<b>权益产量增速</b>				<b>3.6%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.3%</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所预测

### 3.3 集团资产注入空间巨大，也是未来公司产能大幅增长的关键

公司依靠在产矿扩产和整合矿复产的内生增长，未来三年权益产量将获得平稳的增长。不过，公司曾凭借收购集团开元矿业和新景矿而获得了煤炭产量的快速增长，而 2011 年阳煤集团原煤产量为 5852 万吨，约为上市公司原煤产量的 2 倍，从原煤产量上来看，集团公司的可注入空间仍然巨大。

目前除上市公司矿井外，阳煤集团的生产矿井主要是五矿、寺家庄矿、新元矿、三矿及运裕、坪上等早期整合矿，总产能为 2852 万吨。生产矿井中注入条件成熟、

注入价值较大的是五矿及新元矿，五矿产能为 770 万吨，实际产量约为 500 万吨，目前证照齐全，正常经营，新元矿一期 300 万吨产能已投产，二期 300 万吨在建，未来有望扩产至 1000 万吨。寺家庄矿尚在进行相关生产证照办理，注入条件有待成熟。三矿因资源量减少已政策性破产，运裕、坪上等早期整合矿产能、储量均较低，矿井注入价值要弱于五矿和新元矿。

**表 4 阳煤集团主要生产矿井情况一览**

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量(百万吨)	产能(万吨)
五矿	阳泉平定	100%	无烟煤	356.81	770
新元矿	晋中寿阳	55%	无烟煤、贫煤、贫瘦煤	504.47	600
寺家庄矿	晋中昔阳	60%	无烟煤	634.70	600
三矿	阳泉市矿区	100%	无烟煤	122.75	432
运裕煤业	晋中昔阳	60%	无烟煤	12.99	90
坪上煤业	晋中昔阳	51%	无烟煤、贫煤	25.87	90
石港煤业	晋中左权	58.8%	无烟煤、贫煤	28.82	90
长沟煤矿	晋中和顺	51%	无烟煤、贫煤	22.92	90

**在产矿井小计**

资料来源：公司公告、山西煤炭厅、中投证券研究所

除了生产矿井外，阳煤集团还拟建七元矿（800 万吨）、泊里矿（800 万吨）和大石港矿（600 万吨），目前正在进行前期工作。同时，集团积极参与山西省煤炭资源整合，除国阳天泰参与整合的 11 个矿井以外，集团还整合有元堡煤矿等 16 个矿井，整合产能总共为 1910 万吨，且存在一定的扩产空间。拟建、整合矿井（共 4110 万吨）将在 2013 年后陆续投产，为公司远期的外延式增长提供了保障。

推进资产证券化，实现整体上市也是未来趋势。首先，阳煤集团规划到 2015 年煤炭产能达 1.3 亿吨，集团收入突破 2000 亿元，要实现这一目标就需要投入 1000 亿的固定资产投资，巨额资金需求使得公司融资平台的作用彰显。其次，公司与集团公司之间有 100 亿元左右的原煤收购关联交易，推行资产注入有助于减少关联交易。最后，加快国有资产证券化进程，实现整体上市也是山西省国资委的要求。

不过由于信达债转股的遗留问题，集团公司在实施资产注入之前还需先与信达公司达成一致。目前信达公司持股阳煤集团 40.42% 的股权，而由于集团与信达公司在债转股退出的方式与对价上存在一定分歧，使得集团的资产注入进程亦受阻。不过随着信达上市进程的逐步推进，阳煤集团与信达之间的谈判进程也有望加快。若未来集团公司信达股权问题得以顺利解决，公司也将有望通过再次收购集团资产而获得原煤产量的快速增长。

## 四、盈利预测及投资建议：“推荐”

### 盈利预测基本假设：

1) 由于信达股权问题的影响，集团资产注入的时点具有较大不确定性，基于谨慎原则，在盈利预测时我们仅考虑公司原煤产量的内生增长，预计 2011~2014 年公司原煤产量为 2850 万吨、3000 万吨、3310 万吨和 3590 万吨；

2) 公司每年均会收购集团公司大量原煤，原煤收购量随集团公司产量的变动而具有一定的不确定性。不过公司销售集团煤炭时仅赚取象征性的代销费，对公司业绩影响较小，因此我们假设公司原煤收购量与 2011 年保持一致；

3) 公司贸易等其他业务贡献了较大比例的营业收入, 公司增资国贸公司注册资本至 9 亿元后, 其他业务收入规模有望持续扩大。不过贸易业务毛利率极低, 预计对净利润贡献较小。

**表 5 阳泉煤业未来三年煤炭产销量预测 (单位: 万吨)**

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
在产矿井产量	2621	2850	2870	3050	3200
整合矿井产量			130	260	390
公司原煤产量	2621	2850	3000	3310	3590
收购集团原煤量	1919	2200	2200	2200	2200
<b>煤炭销量总计</b>	<b>4538</b>	<b>5050</b>	<b>5200</b>	<b>5510</b>	<b>5790</b>
煤炭销量增速		11.28%	2.97%	5.96%	5.08%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 6 阳泉煤业未来三年煤炭业务收入预测**

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>煤炭销量</b>					
洗块煤 (万吨)	520	581	598	634	666
喷粉煤 (万吨)	533	591	608	645	677
洗末煤 (万吨)	3325	3676	3786	4011	4215
煤泥 (万吨)	160	202	208	220	232
<b>煤炭均价</b>					
洗块煤 (元/吨)	731	820	850	900	950
喷粉煤 (元/吨)	836	960	965	995	1025
洗末煤 (元/吨)	406	420	450	470	490
煤泥 (元/吨)	286	340	360	380	400
<b>煤炭业务</b>					
煤炭收入 (亿元)	222	266	287	318	348
煤炭成本 (亿元)	168	201	221	248	275
煤炭业务毛利率	24.58%	24.33%	23.10%	22.05%	21.08%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 7 阳泉煤业未来三年盈利预测 (单位: 百万元)**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	27941	50072	54579	60214	66077
营业成本	22290	43125	47413	52624	58099
营业税金及附加	482	551	600	662	727
营业费用	289	401	437	482	529
管理费用	1325	1903	2074	2288	2511
财务费用	198	130	81	12	-86
资产减值损失	38	75	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	40	92	165	258
营业利润	3341	3928	4066	4311	4556

营业外收入	36	30	0	0	0
营业外支出	56	20	0	0	0
利润总额	3321	3938	4066	4311	4556
所得税	827	984	1016	1078	1139
净利润	2494	2953	3049	3233	3417
少数股东损益	82	130	138	155	173
归属于母公司净利润	2412	2823	2911	3078	3244
EBITDA	5095	5028	5228	5560	5861
EPS (元)	1.00	1.17	1.21	1.28	1.35

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 投资建议：

随着在产矿的扩产与资源整合矿的复产，公司原煤产量将获得平稳增长，预计 2011~2014 年公司原煤产量为 2850 万吨、3000 万吨、3310 万吨和 3590 万吨，对应 EPS 为 1.17 元、1.21 元、1.28 元和 1.35 元。若只依靠内生增长，预计公司业绩仅能获得平稳的增长，不过阳煤集团实力雄厚，拥有巨大的资产注入空间，且融资需求较强，公司未来若能再次顺利的收购集团资产，业绩也有望获得像收购集团公司开元矿业和新景矿之后一样的快速增长。考虑到集团公司可能的资产注入对公司业绩的提振，我们给予公司“推荐”的投资评级，而考虑到稀缺无烟煤的资源价值及集团公司资产的注入价值，按 2012 年 EPS 给予 16 倍 PE，对应目标价为 19.36 元，未来公司股价的催化剂是信达股权问题的解决或集团公司资产的注入。

### 风险因素：

1) 宏观经济持续下行导致煤价下跌。尽管公司的煤种主要是稀缺无烟煤，煤价下跌的防御性强，但若宏观经济出现失控下行，下游钢铁、化工等行业的煤炭需求将急骤减少，从而使得公司煤价大幅下跌；

2) 集团公司资产注入的不确定。集团公司资产注入必须先与信达公司达成协议，注入标的及注入时点具有较大不确定性，注入的方式也不确定，因此公司未来原煤产量的外延式增长也面临着较大的风险；

3) 公司贸易业务虽然收入贡献极大，但由于毛利率极低，对公司利润的贡献非常有限。若贸易业务的盈利能力在未来出现下滑，可能拖累公司业绩。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	11571	17685	21501	25841
现金	5882	7538	10416	13593
应收账款	1238	2303	2511	2770
其他应收款	100	249	272	300
预付账款	1258	1725	1897	2105
存货	990	863	948	1052
其他流动资产	2102	5007	5458	6021
<b>非流动资产</b>	10688	10746	10635	10360
长期投资	308	350	350	350
固定资产	5082	4921	4825	5008
无形资产	4292	3972	3652	3332
其他非流动资产	1005	1503	1808	1670
<b>资产总计</b>	22258	28431	32136	36201
<b>流动负债</b>	9555	13070	14014	15143
短期借款	597	790	800	800
应付账款	3579	4313	4741	5262
其他流动负债	5380	7967	8473	9080
<b>非流动负债</b>	2683	2629	2621	2616
长期借款	1221	1121	1121	1121
其他非流动负债	1461	1507	1500	1495
<b>负债合计</b>	12238	15699	16636	17759
少数股东权益	1492	1622	1760	1915
股本	2405	2405	2405	2405
资本公积	0	0	0	0
留存收益	3710	6293	8922	11708
归属母公司股东权益	8529	11111	13741	16527
<b>负债和股东权益</b>	22258	28431	32136	36201

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	4284	2790	4075	4250
净利润	2494	2953	3049	3233
折旧摊销	1557	970	1081	1237
财务费用	198	130	81	12
投资损失	-22	-40	-92	-165
营运资金变动	35	-1324	-38	-73
其他经营现金流	22	101	-7	6
<b>投资活动现金流</b>	-1724	-922	-848	-775
资本支出	991	1080	1100	1100
长期投资	-776	42	0	0
其他投资现金流	-1508	200	252	325
<b>筹资活动现金流</b>	-608	-212	-349	-298
短期借款	-213	193	10	0
长期借款	-1290	-100	0	0
普通股增加	1443	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-548	-305	-359	-298
<b>现金净增加额</b>	1951	1656	2878	3177

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	27941	50072	54579	60214
营业成本	22290	43125	47413	52624
营业税金及附加	482	551	600	662
营业费用	289	401	437	482
管理费用	1325	1903	2074	2288
财务费用	198	130	81	12
资产减值损失	38	75	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	40	92	165
<b>营业利润</b>	3341	3928	4066	4311
营业外收入	36	30	0	0
营业外支出	56	20	0	0
<b>利润总额</b>	3321	3938	4066	4311
所得税	827	984	1016	1078
<b>净利润</b>	2494	2953	3049	3233
少数股东损益	82	130	138	155
<b>归属母公司净利润</b>	2412	2823	2911	3078
<b>EBITDA</b>	5095	5028	5228	5560
<b>EPS (元)</b>	1.00	1.17	1.21	1.28

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.7%	79.2%	9.0%	10.3%
营业利润	32.8%	17.6%	3.5%	6.0%
归属于母公司净利润	30.0%	17.0%	3.1%	5.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.2%	13.9%	13.1%	12.6%
净利率	8.6%	5.6%	5.3%	5.1%
ROE	28.3%	25.4%	21.2%	18.6%
ROIC	35.8%	35.5%	36.8%	39.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.0%	55.2%	51.8%	49.1%
净负债比率	19.27	16.00%	15.16	14.20%
流动比率	1.21	1.35	1.53	1.71
速动比率	1.11	1.29	1.47	1.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.41	1.98	1.80	1.76
应收账款周转率	26	26	21	21
应付账款周转率	7.30	10.93	10.47	10.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.17	1.21	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.16	1.69	1.77
每股净资产(最新摊薄)	3.55	4.62	5.71	6.87
<b>估值比率</b>				
P/E	19.85	16.96	16.45	15.56
P/B	5.61	4.31	3.48	2.90
EV/EBITDA	9	9	9	8

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

王理廷, 中投证券研究所煤炭行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学材料成型及控制工程工学学士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434