

资产注入需求迫切，障碍仍待解决

—阳泉煤业 2011 年报及 2012 年一季报简评

阳泉煤业
600348

营收扩大利小增。2012年4月23日，公司披露了2011年年报：公司实现营业收入507.2亿元，同比增长81.53%；毛利率为13.7%，比2010年的20.2%减少了6.5个百分点；归属于母公司所有者的净利润为28.1亿元，同比增加16.5%。实现基本每股收益1.17元，同比增长17%。

煤炭代销业务拉低毛利率。2011年度，公司销售煤炭5111万吨，同比增加12.6%：其中块煤597万吨（占比11.7%），同比增加14.8%；喷粉煤639万吨（占比12.5%），同比增加19.9%；选末煤3667万吨（占比71.7%），同比增加10.29%；煤泥销量207万吨（占比4%），同比增加29.38%。煤炭综合售价547.9元/吨，同比上涨11.9%，煤炭量价齐升影响营收同比增长约26%。**营收的其他部分增量则来自于公司煤炭代销业务**，推测公司2011年煤炭代销业务收入约210亿元，同比增长约400%，占总营收占比约为41%。由于煤炭贸易业务量的扩大，而代销煤炭只能赚取少量代销费，拉低了公司毛利率水平。

季报毛利率略有减少。同日，公司披露了2012年一季报：公司实现营业收入155.59亿元，同比增加26.7%；毛利率为11.7%，比去年同期的12.7%减少了1个百分点；归属于母公司所有者净利润7.48亿元，同比增加14%；实现EPS0.31元，同比增加14.8%。我们推测一季度营收增加与公司代销业务增加有关，因而毛利率有所降低。

未来两年整合矿产能逐步释放。公司本部六座矿目前产能为2850万吨左右，未来产能保持稳定，只有技改中的平舒矿和景福矿技改完成投产后，将合计新增150万吨左右产能，公司控股子公司天泰公司将从大股东承接的12座煤矿整合为4座，并直接整合了周边小煤矿，预计整合矿产能将在12年-14年逐渐释放，并在2014年将达到650万吨的总产能。

主要看点在资产注入。目前集团公司煤炭储量和产量分别是上市公司的3倍和2倍左右，从公司的代销业务量可以看出，公司资产注入的需求迫切。目前资产注入障碍主要在于信达资产债转股后，对价等问题不能达成一致。

首次 增持

分析师：鲍庆

投资咨询执业证书编号：

S0630207100035

联系信息：

021-50586660-8642

bq@longone.com.cn

联系人：罗彦明

021-50586660-8614

luoym@longone.com.cn

日期

分析日期：2012年04月23日

发布日期：2012年04月24日

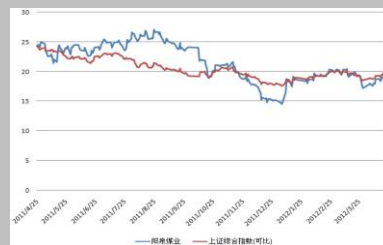
调研日期：n/a

价格

当前市价：19.16元

半年目标：20.2元

股价表现



公司估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS	1.17	1.39	1.54	1.62
PE	16.4	13.6	12.4	11.8

盈利预测。不考虑资产注入，我们预测公司 2012 年、2013 年和 2014 年的 EPS 分别为 1.41 元、1.54 元和 1.62 元。按照 2012 年 4 月 23 日 19.16 元的收盘价测算，对应的动态 P/E 分别为 13.6 倍、12.4 倍和 11.8 倍。虽然公司成长性不足，但是资产注入预期强烈，给予增持评级。

附表：

利润表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2000482	2794063	5072008	5883529	6248308	6673193
营业成本	1590393	2228997	4377130	5065718	5373545	5752292
营业税金及附加	28088	48224	54541	82369	87476	93425
销售费用	26259	28884	40023	58835	62483	66732
管理费用	95830	132518	198247	235341	249932	266928
财务费用	9093	19782	15024	1345	(14668)	(19054)
投资收益	0	2205	(9519)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(707)	3773	1564	1500	1500	1500
其他收入	1414	(7545)	(3127)	0	0	(0)
营业利润	251526	334091	375960	441420	491040	514371
营业外净收支	(2828)	(1989)	292	0	0	0
利润总额	248699	332102	376251	441420	491040	514371
所得税费用	61754	82689	105113	119183	132581	138880
少数股东损益	1311	8167	(9921)	(11640)	(12948)	(13563)
归属于母公司净利润	185633	241246	281059	333876	371407	389054
增长率	27.6%	30.0%	16.5%	18.8%	11.2%	4.8%
现金流量表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	185633	241246	281059	333876	371407	389054
资产减值准备	(3222)	4479	(2209)	(1564)	0	0
折旧摊销	94995	155654	158555	80394	97794	120065
公允价值变动损失	707	(3773)	(1564)	(1500)	(1500)	(1500)
财务费用	9093	19782	15024	1345	(14668)	(19054)
营运资本变动	209228	(76559)	38570	337864	46509	57659
其它	4533	3687	(7712)	(10076)	(12948)	(13563)
经营活动现金流	491873	324736	466700	738995	501261	551714
资本开支	(131560)	(139019)	(206586)	(180590)	(181803)	(191015)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(151560)	(149215)	(210279)	(180590)	(181803)	(191015)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	224785	(129030)	(111511)	0	0	0
支付股利、利息	(91390)	(24050)	0	0	0	0
其它融资现金流	(435814)	324873	187709	(199000)	0	0
融资活动现金流	(169024)	18712	(35313)	(199000)	0	0
现金净变动	171289	194232	221108	359405	319458	360699

货币资金的期初余额	222704	393994	588226	809334	1168739	1488197
货币资金的期末余额	393994	588226	809334	1168739	1488197	1848897
企业自由现金流	0	294246	387203	560887	310250	348290
权益自由现金流	0	0	463402	360905	320958	362199
现金及现金等价物	393994	588226	809334	1168739	1488197	1848897
应收款项	191284	343987	576889	644770	684746	731309
存货净额	55575	99021	80410	136990	144946	154713
其他流动资产	19128	125840	135157	147088	156208	166830
流动资产合计	659981	1157075	1601791	2097587	2474098	2901748
固定资产	593425	586151	652793	770849	871154	958400
无形资产及其他	446846	429235	443882	429086	414290	399494
投资性房地产	17595	22589	58318	58318	58318	58318
长期股权投资	20600	30797	34489	34489	34489	34489
资产总计	1738447	2225847	2791273	3390329	3852349	4352449
短期借款及交易性金融负债	86500	113702	199000	0	0	0
应付款项	253022	357866	416725	547958	579786	618852
其他流动负债	366018	483974	721314	1055900	1117633	1193177
流动负债合计	705540	955542	1337040	1603859	1697419	1812029
长期借款及应付债券	251151	122121	10610	10610	10610	10610
其他长期负债	142118	146137	150053	160053	170053	180053
长期负债合计	393269	268257	160662	170662	180662	190662
负债合计	1098810	1223799	1497702	1774521	1878082	2002692
少数股东权益	41074	149191	151275	139635	126687	113124
股东权益	598563	852857	1142297	1476173	1847580	2236634
负债和股东权益总计	1738447	2225847	2791273	3390329	3852349	4352449

关键财务与估值指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.77	1.00	1.17	1.39	1.54	1.62
每股红利	0.38	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.49	3.55	4.75	6.14	7.68	9.30
ROS	9%	9%	6%	6%	6%	6%
ROE	31%	28%	25%	23%	20%	17%
毛利率	20%	20%	14%	14%	14%	14%
EBIT Margin	13%	13%	8%	8%	8%	7%
EBITDA Margin	18%	18%	11%	9%	9%	9%
收入增长	17%	40%	82%	16%	6%	7%
净利润增长	28%	30%	17%	19%	11%	5%
资产负债率	66%	62%	59%	56%	52%	49%
息率	0.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	62.7	28.6	13.0	13.8	12.4	11.8

P/B	19.4	8.1	3.2	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	34.3	14.4	7.4	12.5	11.6	11.1

资料来源：东海证券

作者简介

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3年银行业从业经验, 3年以上证券业从业经验, 2007年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897