

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: 21.78元

当前股价: 19.16元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2388.59
总股本(百万)	2405
流通股本(百万)	2405
流通市值(亿)	460
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	-1.18	6.03	4.68
采掘	-1.65	3.91	-2.14
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69



相关报告

阳泉煤业-阳煤集团可能的资产注入是公司未来高增长的关键 2012-04-09

阳泉煤业

600348

推荐

业绩符合预期, 期待信达股权问题的破冰

事件: 阳泉煤业公布 2011 年年报及 2012 年一季报。公司 2011 年实现原煤产量 2757 万吨 (+5.2%), 营业收入 507.20 亿元 (+81.5%), 其中煤炭业务收入为 280.01 亿元 (+26.1%), 归属于母公司所有者的净利润为 28.1 亿元 (+16.5%), 实现每股收益 1.17 元, 每 10 股拟派现 2 元。2012 年一季度公司实现营业收入 155.59 亿元 (+26.7%), 归属母公司所有者的净利润为 7.48 亿元 (+14.0%), 实现每股收益 0.31 元。

投资要点:

- **受益于煤炭业务的价量齐升, 公司 2011 年业绩实现了较快增长。**公司 2011 年原煤产量平稳增长 5.2%至 2757 万吨, 而受益于喷粉煤价格 (+24.1%) 与洗块煤价格 (+19.1%) 的上涨, 公司综合煤价上涨 11.9%至 548 元/吨。在煤炭业务价量齐升的促进下, 公司 2011 年度业绩实现了 16.5%的增长。
- **受益于合同煤与市场煤的同比上涨, 2012 年一季度公司业绩符合预期。**公司合同价受益于重点合同电煤涨价 5%, 市场价方面, 阳泉无烟块煤、末煤和喷吹煤的市场价均比去年一季度上涨 10%以上, 合同煤与市场煤的同比上涨促公司 2012 年一季度业绩符合预期。
- **平舒煤业二期投产、新景矿产能复核与整合矿的大规模投产促公司未来三年煤炭权益产量和业绩内生增长稳定。**平舒煤业二期 (200 万吨) 预计在 2013 年投产, 新景矿已具备 750 万吨生产能力, 不过受高瓦斯矿安全生产管控严格的影响, 新产能的证照办理速度较慢, 未来完成产能复核后将能释放 100 万吨的增量。负责山西资源整合的国阳天泰 (51%) 共整合了约 556 万吨权益产能, 今年下半年能释放部分产量, 不过产量的大规模释放需等到 2013 年。预测 2012~2014 年公司煤炭权益产量为 2805 万吨、3032 万吨和 3238 万吨, 内生增长稳定。
- **公司未来产量和业绩高增长的关键在于阳煤集团可能的资产注入, 期待信达股权问题的破冰。**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 万吨已投产, 二期 300 万吨在建)。而随着山西省国资委对煤企整体上市的推进与信达公司上市进程的加快, 集团资产注入的主要障碍——信达股权问题也有望在未来得到解决。
- **维持对公司“推荐”的投资评级。**仅考虑内生增长, 预测公司 2012~2014 年 EPS 为 1.21 元、1.31 元和 1.41 元。随着近期山西省加大对煤企整体上市的推动, 以及信达公司自身上市的需要, 集团公司的信达股权问题有望破冰, 从而为可能的资产注入提供了想象空间, 因此我们维持对公司的“推荐”评级, 按照 2012 年 EPS 给予 18 倍 PE, 对应目标价为 21.78 元。

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; 煤炭贸易业务拖累公司业绩。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50720	53552	57826	62058
收入同比(%)	82%	6%	8%	7%
归属母公司净利润	2811	2919	3156	3386
净利润同比(%)	17%	4%	8%	7%
毛利率(%)	13.7%	13.3%	13.1%	12.9%
ROE(%)	24.6%	20.3%	18.3%	16.7%
每股收益(元)	1.17	1.21	1.31	1.41
P/E	16.40	15.79	14.60	13.61
P/B	4.03	3.21	2.68	2.27
EV/EBITDA	8	8	7	7

资料来源: 中投证券研究所

2011 年公司煤炭产量同比增长 5.2%，销量增长 12.6%。而综合煤价受益于喷粉煤和洗块煤的价格上涨，同比上涨 11.9%至 548 元/吨。受益于销量及煤价的提升，公司 2011 年业绩实现了 16.5%的同比增速。

图 1 公司煤炭产量、收购量及销量逐年增加

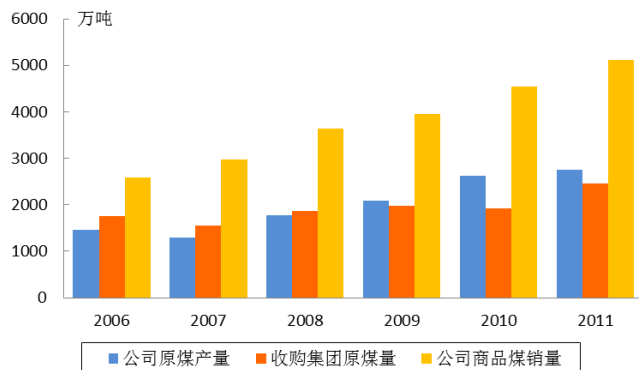
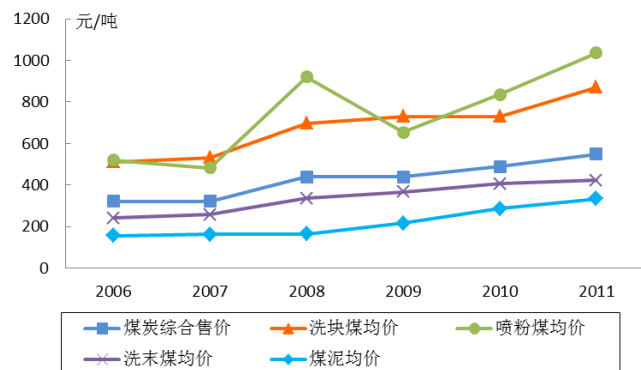


图 2 2011 年公司综合煤价稳步提升



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

公司未来三年煤炭权益产量和业绩的内生增长主要来源于平舒煤业二期（300 万吨）的投产、新景矿 750 万吨产能的复核和国阳天泰（51%）整合矿井的复产，预测 2012~2014 年公司权益产量为 2805 万吨、3032 万吨和 3238 万吨。

表 1 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	2012E	2013E	2014E
在产矿井		2830	2870	3050	3200
一矿	100%	750	750	750	750
二矿	100%	810	810	810	810
平舒煤业	56.31%	300	300	400	500
开元矿业	100%	300	300	300	300
景福煤业	70%	90	60	90	90
新景矿	100%	580	650	700	750
天泰整合矿 (51%)	天泰权益	930	290	610	930
东升兴裕煤业	100%	90	30	60	90
恒昌煤业	100%	60		30	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
山凹煤业	49%	60	20	40	60
华泓煤业	49%	90	30	60	90
天煜新兴煤业	5%	90	30	60	90
榆树坡煤业	51%	120	40	80	120
产量总计			3160	3660	4130
产量增速				15.8%	12.8%

权益产量总计	2805	3032	3238
权益产量增速		8.1%	6.8%

资料来源：公司公告、中投证券研究所预测

公司依靠在产矿扩产和整合矿复产的内生增长，未来三年权益产量仅能获得平稳的增长。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 2 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

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 2012~2014 年公司原煤产量为 2980 万吨、3300 万吨和 3590 万吨，对应 EPS 为 1.21 元、1.31 元和 1.41 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，同时随着山西省加大推进煤炭企业整体上市的力度和信达公司上市进程的加快，集团注入的主要障碍——信达股权问题也有望在未来得到解决。未来公司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开元矿业和新景矿之后一样的快速增长。

表 3 阳泉煤业未来三年煤炭产销量预测(单位：万吨)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
在产矿井产量	2621	2757	2870	3050	3200
整合矿井产量			110	250	390
公司原煤产量	2621	2757	2980	3300	3590
收购集团原煤量	1919	2454	2450	2450	2450
煤炭销量总计	4538	5111	5321	5635	5919
煤炭销量增速		12.63%	4.12%	5.89%	5.04%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 阳泉煤业未来三年煤炭业务收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
煤炭销量					
洗块煤 (万吨)	520	591	615	652	684
喷粉煤 (万吨)	533	639	665	705	740
洗末煤 (万吨)	3325	3667	3818	4043	4247
煤泥 (万吨)	160	207	216	225	237
煤炭均价					
洗块煤 (元/吨)	731	871	895	950	1000
喷粉煤 (元/吨)	836	1037	1040	1080	1120
洗末煤 (元/吨)	406	424	450	470	490
煤泥 (元/吨)	286	334	355	375	395
煤炭业务					
煤炭收入 (亿元)	222	280	304	336	369
煤炭成本 (亿元)	168	215	237	265	293
煤炭业务毛利率	24.58%	23.33%	22.03%	21.28%	20.55%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 阳泉煤业未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50720	53552	57826	62058
营业成本	43771	46437	50225	54024
营业税金及附加	545	589	636	683
营业费用	400	428	463	496
管理费用	1982	2035	2197	2358
财务费用	150	33	-48	-141
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-95	40	92	165
营业利润	3760	4070	4445	4802
营业外收入	55	0	0	0
营业外支出	52	0	0	0
利润总额	3763	4070	4445	4802
所得税	1051	1018	1111	1201
净利润	2711	3053	3334	3602
少数股东损益	-99	134	178	216
归属于母公司净利润	2811	2919	3156	3386
EBITDA	5496	5603	6042	6501
EPS (元)	1.17	1.21	1.31	1.41

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	16018	19797	24370	29367
现金	8093	10888	14746	19032
应收账款	1632	1992	2151	2309
其他应收款	57	78	84	91
预付账款	1348	1625	1758	1891
存货	804	929	1004	1080
其他流动资产	4084	4284	4626	4965
非流动资产	11895	11338	10633	9735
长期投资	345	350	350	350
固定资产	6102	5394	4669	4092
无形资产	4439	4119	3799	3479
其他非流动资产	1009	1475	1816	1814
资产总计	27913	31135	35003	39102
流动负债	13370	13639	14470	15288
短期借款	790	790	800	800
应付账款	4167	4644	5022	5402
其他流动负债	8413	8205	8647	9086
非流动负债	1607	1506	1501	1496
长期借款	106	6	6	6
其他非流动负债	1501	1500	1495	1490
负债合计	14977	15145	15971	16784
少数股东权益	1513	1647	1825	2041
股本	2405	2405	2405	2405
资本公积	38	38	38	38
留存收益	6280	9199	12063	15133
归属母公司股东权益	11423	14343	17207	20277
负债和股东权益	27913	31135	35003	39102

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	4945	4405	4935	5231
净利润	2711	3053	3334	3602
折旧摊销	1586	1500	1645	1839
财务费用	150	33	-48	-141
投资损失	95	-40	-92	-165
营运资金变动	634	-170	81	83
其他经营现金流	-231	29	14	13
投资活动现金流	-2158	-882	-848	-775
资本支出	1582	1080	1100	1100
长期投资	-668	5	0	0
其他投资现金流	-1243	203	252	325
筹资活动现金流	-595	-727	-229	-170
短期借款	193	0	10	0
长期借款	-1115	-100	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	38	0	0	0
其他筹资现金流	289	-627	-239	-170
现金净增加额	2194	2795	3857	4286

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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50720	53552	57826	62058
营业成本	43771	46437	50225	54024
营业税金及附加	545	589	636	683
营业费用	400	428	463	496
管理费用	1982	2035	2197	2358
财务费用	150	33	-48	-141
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-95	40	92	165
营业利润	3760	4070	4445	4802
营业外收入	55	0	0	0
营业外支出	52	0	0	0
利润总额	3763	4070	4445	4802
所得税	1051	1018	1111	1201
净利润	2711	3053	3334	3602
少数股东损益	-99	134	178	216
归属母公司净利润	2811	2919	3156	3386
EBITDA	5496	5603	6042	6501
EPS (元)	1.17	1.21	1.31	1.41

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	81.5%	5.6%	8.0%	7.3%
营业利润	12.5%	8.3%	9.2%	8.0%
归属于母公司净利润	16.5%	3.8%	8.1%	7.3%
获利能力				
毛利率	13.7%	13.3%	13.1%	12.9%
净利率	5.5%	5.4%	5.5%	5.5%
ROE	24.6%	20.3%	18.3%	16.7%
ROIC	37.4%	43.4%	52.5%	66.1%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	48.6%	45.6%	42.9%
净负债比率	14.00	9.22%	8.80%	8.38%
流动比率	1.20	1.45	1.68	1.92
速动比率	1.14	1.38	1.61	1.85
营运能力				
总资产周转率	2.02	1.81	1.75	1.67
应收账款周转率	33	28	26	26
应付账款周转率	11.30	10.54	10.39	10.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.21	1.31	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	2.06	1.83	2.05	2.18
每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.96	7.15	8.43
估值比率				
P/E	16.40	15.79	14.60	13.61
P/B	4.03	3.21	2.68	2.27
EV/EBITDA	8	8	7	7

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.china-invs.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