



买入 **14% ↑**

目标价格: 人民币 22.44

600348.SS 原先目标价: 人民币 28.96

价格: 人民币 19.74

目标价格基础: 17倍 12年市盈率

板块评级: 中立

阳泉煤业

稳健的内生增长+资产注入将支撑估值水平

公司11年归属于母公司净利润增长17%至28亿元, 每股收益报1.17元。业绩和煤炭业务盈利能力符合预期。贸易业务占收入比例大幅提高成为使利润率大幅下降的最大因素。公司未来产量增长确定性较好, 内生性增长比较稳健, 重点合同电煤占比较多(50%左右), 将会受益于未来煤价的提升和电力市场化改革。由于母公司可注入资产产量较多, 资产注入仍是公司最大的看点, 支撑公司估值。公司12年1季度业绩符合预期, 归属于母公司净利润增长14%, 利润率小幅下降。我们给予公司较行业平均15%的估值溢价, 基于17倍12年目标市盈率, 将目标价下调为22.44元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 11年业绩符合预期。公司11年归属于母公司净利润涨幅17%至28亿元, 每股收益报1.17元, 由于之前公布了业绩快报, 符合预期。
- 受贸易业务发展迅速影响, 利润率下降明显。公司主营业务收入实现较快增长, 11年同比增长82%, 但是利润率下降明显, 毛利率由20%下降至14%, 净利润率由9%下降至5%。11年贸易及其他业务收入增长304%, 占收入比例由10年的20%大幅提升至44%, 而其毛利润率只有1.6%。
- 煤炭业务盈利情况符合预期。综合煤炭售价同比增长12%至548元/吨。煤炭业务毛利率由10年的25%下降到11年的23%, 煤炭产量2,757万吨, 同比增长5%。
- 12年煤炭业务增长尚可。不考虑资产注入, 公司12-14年煤炭产量增速分别为8%、10%和11%, 确定性较好。
- 12年1季度业绩符合预期, 归属于母公司净利润增长14%, 利润率小幅下降。

评级面临的主要风险

- 贸易业务盈利能力不如预期。
- 资产注入障碍仍然较大, 影响股价提升。

估值

- 公司未来产量增长确定性较好, 内生性增长比较稳健, 重点合同电煤占比较多(50%左右), 将会受益于煤价的提升和电力市场化改革。由于母公司可注入资产产量较多, 资产注入仍是公司最大的看点, 支撑公司估值。我们给予公司较行业平均15%的估值溢价, 基于17倍12年目标市盈率, 将目标价由28.96元下调为22.44元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	27,941	50,720	58,833	67,440	77,862
变动(%)	40	82	16	15	15
净利润(人民币 百万)	2,412	2,811	3,176	3,431	3,767
全面摊薄每股收益(人民币)	1.003	1.169	1.321	1.427	1.566
变动(%)	30.0	16.5	13.0	8.0	9.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.346	1.517	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.545	1.685	-
调整幅度(%)	-	-	(14.5)	(15.4)	-
全面摊薄市盈率(倍)	19.7	16.9	14.9	13.8	12.6
每股现金流量(人民币)	1.78	2.06	2.19	2.90	3.09
价格/每股现金流量(倍)	11.1	9.6	9.0	6.8	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	7.9	7.9	7.0	6.0
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.226	0.244	0.268
股息率(%)	0.5	1.0	1.1	1.2	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33	2	6	(23)
相对新华富时A50指数	21	(2)	4	(7)

发行股数(百万)	2,405
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	47,475
3个月日均交易额(人民币 百万)	507
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
阳泉煤业集团	58

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤业

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

11 年归属于母公司净利润增长 17%，符合预期，贸易业务拖累利润率

由于早前发布了业绩快报，11 年的业绩情况并无超预期情况，归属于母公司净利润同比上涨 17% 至 28 亿元，每股收益同比上涨 17% 至 1.17 元。

11 年主营业务收入同比增长 82% 至 507 亿元，其中煤炭业务主营业务收入增长 26% 至 280 亿元，预计贸易业务收入大幅增长约 304% 至 220 亿元。由于贸易业务占比由 10 年的 20% 增加到 44%，以及贸易业务毛利率只有 1.6%，这导致了收入的大幅提高以及毛利率的大幅减少。综合毛利率从 10 年的 20% 下降至 14%。净利润由 9% 下降至 5%。11 年期间费用率控制较好，由 10 年的 6.5% 下降至 5%。公司现金充沛，维持净现金状态。公司 11 年每 10 股派 2 元，派息率 17%。

图表 1. 年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业收入	27,941	50,720	82
营业成本	22,290	43,771	96
营业税金及附加	482	545	13
毛利润	5,651	6,949	23
销售费用	289	400	39
管理费用	1,325	1,982	50
财务费用	198	150	(24)
投资净收益	22	(95)	(532)
营业利润	3,341	3,760	13
营业外收入	36	55	54
营业外支出	56	52	(6)
税前利润	3,321	3,763	13
所得税	827	1,051	27
净利润	2,494	2,711	9
少数股东损益	82	(99)	(221)
归属于母公司所有者的净利润	2,412	2,811	17
每股收益(元)	1.0	1.17	17
毛利率(%)	20.22	13.70	
经营利润率(%)	11.96	7.41	
净利率(%)	8.93	5.35	

资料来源: 公司公告

12 年煤炭业务成长性尚可

公司煤炭业务毛利率由 10 年的 25% 下降到 11 年的 23%，煤炭产量 2,757 万吨，同比增长 5%。综合煤炭售价 548 元，同比增长 12%。我们认为盈利情况基本符合预期。公司各煤种销售占比基本与去年持平，未来销售结构预计变化不大。我们预计 12 年公司综合煤价平均上涨 3.4%，煤炭业务利润率将继续小幅下滑。公司计划 2012 年原煤产量 2,975 万吨，同比增长 8%，增量来自于内生性增长，包括新景矿和平舒矿的技改以及核定产能上调，确定性较好。整合矿将在 2013、2014 年释放产量，2013、2014 年的公司煤炭产量增速预计分别为 10% 和 11% 达到 3,268 万吨和 3,638 万吨。

未来资产注入仍有较大不确定性

信达股权对价的问题仍是 12 年阻碍资产注入的最大问题，目前看机会依然不确定性较大，这需要集团、信达、省政府多方的妥协以及积极推动，综合来看存在一定难度。

12 年 1 季度归属于母公司净利润增长 14%

公司 12 年 1 季度归属于母公司净利润同比增长 14% 至 7.48 亿元，每股收益同比增长 14% 至 0.31 元，符合预期。主营业务收入增长 27% 至 156 亿元，我们认为贸易业务收入增长的贡献不大，收入的增长主要来自于煤价的同比增长以及煤炭产量的增长。各项利润率小幅下跌，符合预期。

图表 2.12 年一季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	12,276	15,559	27
营业成本	10,714	13,744	28
营业税金及附加	113	193	70
毛利润	1,562	1,815	16
销售费用	115	93	(19)
管理费用	368	509	38
财务费用	41	40	(2)
投资净收益	8	(1)	(109)
营业利润	933	979	5
营业外收入	5	12	112
营业外支出	3	4	32
税前利润	935	987	6
所得税	233	235	1
净利润	702	752	7
少数股东损益	46	4	(91)
归属于母公司所有者的净利润	656	748	14
每股收益(元)	0.27	0.31	14
毛利率%	12.72	11.67	
经营利润率%	7.60	6.30	
净利率%	5.72	4.83	

资料来源:公司公告

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	27,941	50,720	58,833	67,440	77,862
销售成本	(22,290)	(43,771)	(51,089)	(58,904)	(68,334)
经营费用	(540)	(1,343)	(2,329)	(2,706)	(3,187)
息税折旧前利润	5,111	5,606	5,415	5,831	6,342
折旧及摊销	(1,557)	(1,586)	(1,067)	(1,187)	(1,308)
经营利润(息税前利润)	3,554	4,021	4,347	4,643	5,033
净利息收入/(费用)	(198)	(150)	(150)	(150)	(150)
其他收益/(损失)	(36)	(108)	(108)	(108)	(108)
税前利润	3,321	3,763	4,089	4,385	4,775
所得税	(827)	(1,051)	(1,022)	(1,096)	(1,194)
少数股东权益	(82)	99	109	142	184
净利润	2,412	2,811	3,176	3,431	3,767
核心净利润	2,427	2,808	3,174	3,429	3,764
每股收益(人民币)	1.003	1.169	1.321	1.427	1.566
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.226	0.244	0.268
收入增长(%)	40	82	16	15	15
息税前利润增长(%)	37	13	8	7	8
息税折旧前利润增长(%)	44	10	(3)	8	9
每股收益增长(%)	30	17	13	8	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,321	3,763	4,089	4,385	4,775
折旧与摊销	1,557	1,586	1,067	1,187	1,308
净利息费用	198	150	150	150	150
运营资本变动	46	635	879	2,230	2,272
税金	0	0	0	0	1
其他经营现金流	(837)	(1,189)	(911)	(985)	(1,085)
经营活动产生的现金流	4,284	4,945	5,274	6,967	7,422
购买固定资产净值	(991)	(1,582)	(782)	(882)	(1,082)
投资减少/增加	(452)	(643)	(776)	(776)	(237)
其他投资现金流	(280)	67	(1,500)	(1,500)	(1,501)
投资活动产生的现金流	(1,724)	(2,158)	(3,057)	(3,157)	(2,819)
净增权益	980	128	0	0	1
净增债务	(2,989)	(859)	(1,900)	(2,000)	(2,000)
支付股息	(366)	(241)	(481)	(544)	(587)
其他融资现金流	1,767	376	1,437	356	542
融资活动产生的现金流	(608)	(595)	(944)	(2,187)	(2,044)
现金变动	1,953	2,192	1,273	1,623	2,559
期初现金	3,940	5,882	8,065	9,339	10,961
公司自由现金流	2,561	2,787	2,217	3,810	4,604
权益自由现金流	(857)	1,504	104	1,616	2,397

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,882	8,093	9,339	10,961	13,520
应收帐款	4,698	7,120	7,412	9,759	11,117
库存	990	804	939	1,082	1,255
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	11,571	16,018	17,689	21,803	25,892
固定资产	5,853	6,528	7,645	7,439	7,414
无形资产	4,316	4,489	4,559	4,679	4,799
其他长期资产	519	877	345	345	1,000
长期资产总计	10,688	11,895	12,549	12,463	13,214
总资产	22,258	27,913	30,238	34,266	39,106
应付帐款	6,136	8,155	9,518	10,974	12,731
短期债务	1,137	1,990	1,700	1,600	1,600
其他流动负债	2,282	3,225	2,090	2,010	2,010
流动负债总计	9,555	13,370	13,308	14,585	16,342
长期借款	2,644	1,534	1,428	1,428	1,428
其他长期负债	39	73	0	0	0
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
储备	6,124	9,018	11,694	14,587	17,852
股东权益	8,529	11,423	14,099	16,992	20,257
少数股东权益	1,492	1,513	1,404	1,262	1,077
总负债及权益	22,258	27,913	30,238	34,266	39,106
每股帐面价值(人民币)	3.55	4.75	5.86	7.07	8.42
每股有形资产(人民币)	1.75	2.88	3.97	5.12	6.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.88)	(1.89)	(2.58)	(3.30)	(4.36)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.3	11.1	9.2	8.6	8.1
息税前利润率(%)	12.7	7.9	7.4	6.9	6.5
税前利润率(%)	11.9	7.4	7.0	6.5	6.1
净利率(%)	8.6	5.5	5.4	5.1	4.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	18.0	26.8	28.9	30.9	33.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	19.7	16.9	14.9	13.8	12.6
市净率(倍)	5.6	4.2	3.4	2.8	2.3
价格/现金流(倍)	11.1	9.6	9.0	6.8	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	7.9	7.9	7.0	6.0
周转率					
存货周转天数	12.7	7.5	6.2	6.3	6.2
应收帐款周转天数	44.4	42.5	45.1	46.5	48.9
应付帐款周转天数	66.7	51.4	54.8	55.5	55.6
回报率					
股息支付率(%)	10.0	17.1	17.1	17.1	17.1
净资产收益率(%)	33.2	28.2	24.9	22.1	20.2
资产收益率(%)	13.5	11.6	11.2	10.8	10.3
已运用资本收益率(%)	28.4	26.6	24.8	23.3	22.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371