

集团资产注入将是股价的催化剂

阳泉煤业（600348）年报点评

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2012年4月24日

投资要点：

业绩符合市场预期。2011年公司实现营业收入507.20亿元，同比增长81.53%；实现利润总额37.63亿元，同比增长13.29%；实现归属母公司所有者的净利润28.11亿元，同比增长16.50%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为28.15亿元，同比增长15.83%；基本每股收1.17元，基本符合市场预期。利润增幅低于收入增幅主要是由于非主营业务收入大幅增长，公司非主营业务主要来自于公司全资子公司国贸公司，2011年实现收入221亿元，而贡献的净利润只有9798万元，对利润贡献有限。

2012年第一季度公司实现营业收入155.59亿元，同比增长26.75%；实现归属母公司所有者的净利润7.48亿元，同比增长14.02%；实现每股收益0.31元。

煤炭量价齐升是业绩增长的主要原因。2011年，公司生产原煤2757万吨，同比增长5.19%，另采购集团煤炭2454万吨，同比大幅增长27.88%；销售煤炭5111万吨，同比增长12.63%，其中块煤597万吨，同比增长14.81%、喷粉煤639万吨，同比增长19.89%、选末煤3667万吨，同比增长10.29%。另外，煤炭价格也有所提高，2011年煤炭平均价格为547.9元/吨，同比增长11.94%。另外，公司发电10.44亿度。

集团资产注入值得期待。随着集团煤矿投产，公司关联交易金额逐渐增加，2011年收购集团煤炭产量占公司煤炭总销量的48.01%。2011年阳泉集团煤炭产量5158万吨，是上市公司煤炭产量的1.87倍。公司作为阳煤集团唯一煤炭资产运营平台的目标不会改变，集团煤炭资产注入只是时间问题。目前公司名称由国阳新能改为阳泉煤业，这也是集团资产即将注入的一种“信号”，集团资产注入将成为公司股价的催化剂。

小煤矿整合是公司未来另一主要增长点。2010年公司积极参与山西小煤矿整合，其整合主体国阳天泰（控股51%）先后收购山西翼城河寨煤业（60万吨）和中卫青洼煤业（60万吨）各49%股权，平定县周边12座小煤矿（整合为4座，合计产能270万吨）100%股权，以及宁武榆树坡煤业（设计产能120万吨）51%股权。上述小矿合计产能510万吨，较公司目前产能增加18.5%。

维持公司“推荐”投资评级。我们预计公司2012、2013年EPS分别为1.29元、1.49元，目前的股价对应的市盈率分别为14.88倍、12.82倍，公司的煤炭产品品种包括块煤、喷吹煤、动力煤（末煤），抵御市场风险能力较强，另外公司未来较为强烈的资产注入预期，我们维持公司“推荐”投资评级。

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

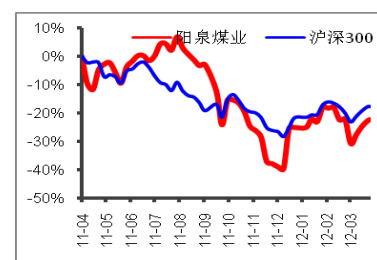
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2012年4月23日

| | |
|-----------|--------|
| 收盘价(元) | 19.16 |
| 总市值(亿元) | 460.80 |
| 总股本(百万股) | 240500 |
| 流通股本(百万股) | 240500 |
| ROE(TTM) | 23.09% |
| 12月最高价(元) | 27.34 |
| 12月最低价(元) | 14.35 |

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

表1：公司主要财务数据：（单位：百万元）

| 科目 | 季度数据 | | | | | | | |
|--------------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 |
| 营业收入 | 6655.8 | 6765.7 | 8019.6 | 6499.6 | 12275.6 | 12912.5 | 13415.1 | 12116.9 |
| 同比增长 | 48.5% | 40.7% | 57.9% | 15.3% | 84.4% | 90.9% | 67.3% | 86.4% |
| 环比增长 | 18.1% | 1.7% | 18.5% | -19.0% | 88.9% | 5.2% | 3.9% | -9.7% |
| 毛利率 | 17.3% | 23.5% | 21.9% | 17.8% | 12.7% | 15.2% | 13.7% | 13.1% |
| 销售费用 | 55.6 | 70.3 | 89.1 | 73.8 | 115.1 | 65.1 | 78.0 | 142.1 |
| 销售费用率 | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 0.9% | 0.5% | 0.6% | 1.2% |
| 管理费用 | 261.8 | 270.6 | 413.5 | 379.3 | 368.1 | 358.6 | 669.1 | 586.7 |
| 管理费用率 | 3.9% | 4.0% | 5.2% | 5.8% | 3.0% | 2.8% | 5.0% | 4.8% |
| 财务费用 | 55.7 | 50.4 | 51.9 | 39.8 | 40.8 | 41.7 | 32.0 | 35.8 |
| 财务费用率 | 0.84% | 0.75% | 0.65% | 0.61% | 0.33% | 0.32% | 0.24% | 0.30% |
| 期间费用率 | 5.6% | 5.8% | 6.9% | 7.6% | 4.3% | 3.6% | 5.8% | 6.3% |
| 营业利润 | 688.2 | 1,086.9 | 1,078.9 | 487.0 | 933.0 | 1,356.7 | 890.2 | 579.6 |
| 营业利润率 | 10.3% | 16.1% | 13.5% | 7.5% | 7.6% | 10.5% | 6.6% | 4.8% |
| 营业外收入 | 3.7 | 1.2 | 9.8 | 21.1 | 5.5 | 8.3 | 14.4 | 26.8 |
| 营业外支出 | 2.0 | 3.7 | 16.5 | 33.5 | 3.2 | 6.2 | 9.8 | 32.7 |
| 利润总额 | 689.9 | 1,084.4 | 1,072.2 | 474.5 | 935.2 | 1,358.8 | 894.8 | 573.7 |
| 所得税 | 160.4 | 301.7 | 279.4 | 85.5 | 233.3 | 378.5 | 208.9 | 230.4 |
| 实际税率 | 23.2% | 27.8% | 26.1% | 18.0% | 24.9% | 27.9% | 23.3% | 40.2% |
| 净利润 | 529.6 | 782.7 | 792.8 | 389.1 | 701.9 | 980.2 | 686.0 | 343.2 |
| 少数股东损益 | 18.9 | 51.1 | 6.0 | 5.7 | 45.9 | 37.6 | 17.5 | -200.3 |
| 归属母公司所有者的净利润 | 510.6 | 731.7 | 786.8 | 383.4 | 656.0 | 942.6 | 668.5 | 543.5 |
| 同比增长 | 168.3% | 6.8% | 52.5% | -17.5% | 28.5% | 28.8% | -15.0% | 41.8% |
| 环比增长 | 4.5% | 43.3% | 7.5% | -51.3% | 71.1% | 43.7% | -29.1% | -18.7% |
| 每股收益（元） | 0.21 | 0.30 | 0.33 | 0.16 | 0.27 | 0.39 | 0.28 | 0.23 |

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

表2：公司盈利预测

| 科目（百万元） | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |
|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 27940.63 | 50720.08 | 56862.28 | 66022.79 |
| 营业总成本 | 24621.77 | 46865.29 | 52734.08 | 61229.54 |
| 营业成本 | 22289.97 | 43771.30 | 49180.18 | 57103.11 |
| 营业税金及附加 | 482.24 | 545.41 | 625.49 | 726.25 |
| 销售费用 | 288.84 | 400.23 | 454.90 | 528.18 |
| 管理费用 | 1325.18 | 1982.47 | 2251.75 | 2614.50 |
| 财务费用 | 197.82 | 150.24 | 204.70 | 237.68 |
| 资产减值损失 | 37.73 | 15.64 | 17.06 | 19.81 |
| 其他经营收益 | 22.05 | -95.19 | 0.00 | 0.00 |

| | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 投资净收益 | 22.05 | -95.19 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 3340.91 | 3759.60 | 4128.20 | 4793.25 |
| 加：营业外收入 | 35.72 | 54.92 | 0.00 | 0.00 |
| 减：营业外支出 | 55.61 | 52.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 3321.02 | 3762.51 | 4128.20 | 4793.25 |
| 减：所得税 | 826.89 | 1051.13 | 1032.05 | 1198.31 |
| 净利润 | 2494.13 | 2711.38 | 3096.15 | 3594.94 |
| 减：少数股东损益 | 81.67 | -99.21 | 0.00 | 0.00 |
| 归母公司所有者的净利润 | 2412.46 | 2810.59 | 3096.15 | 3594.94 |
| 基本每股收益（元） | 1.00 | 1.17 | 1.29 | 1.49 |
| 市盈率（倍） | 19.10 | 16.40 | 14.88 | 12.82 |

资料来源：东莞证券研究所、WIND 资讯

东莞证券投资评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|---------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上 |

| 行业投资评级 | |
|--------|-----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上 |

| 风险偏好评级 | |
|--------|--|
| 高风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上 |
| 较高风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间 |
| 一般风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间 |
| 低风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn