

集团资产注入将是股价催化剂

阳泉煤业（600348）深度报告

推荐

2012年5月28日

投资要点：

- ◆ **关联交易巨大，整体上市值得期待。**近年来，上市公司与母公司集团之间存在数额巨大的关联交易，2011年关联交易总金额为195.38亿元，占上市公司总收入的38.52%。2011年公司煤炭销售5111万吨，其中收购集团和集团子公司的煤炭为2454万吨，占公司煤炭总销售的48.01%。从完善公司治理、解决关联交易的角度，集团整体上市存在客观需求，集团整体上市较其他煤炭集团整体上市的迫切性更为强烈。
- ◆ 2011年7月8日，公司名称变更为“阳泉煤业股份有限公司”，我们认为，公司名称的变更是阳泉集团整体上市的某一步骤，这明显增加了集团整体上市预期，意义重大。
- ◆ **信达股权问题是集团整体上市的最大障碍，但不应过分悲观。**目前集团资产注入最大的障碍是信达股权问题，信达资产持有母公司阳泉集团40.42%股权，持股比较高。近年来信达股权问题的解决思路逐渐打开，解决的进程也在加快。2011年冀中能源集团和盘江控股集团都以上市公司股权作为支付对价置换信达资产持有的集团股份。2012年，靖远煤电向靖煤集团（信达资产持股26.00%）定向增发，郑州煤电向郑煤集团（信达资产持股24.58%）资产置换和定向增发，基本上实现集团的整体上市。
- ◆ 值得我们注意的是，2012年3月，中国信达本成功引入四家战略投资者，持股占中国信达增资后股份总额的16.54%。根据国务院批准的改制方案，中国信达在引入战略投资者后，将择机在境内外市场公开发行股票上市。随着信达上市进程的逐步推进，阳泉集团与信达资产之间的谈判进程也有望加快。
- ◆ **尿素价格上涨有利于阳泉煤业。**无烟块煤主要用于化工造气，再以生产的合成气（CO、H₂）为基础生产合成氨及甲醇，合成氨主要用于尿素等氮肥的生产。2012年来，尿素价格一路持续上涨，大部分尿素企业的出厂价从2150元/吨，上涨到目前的2450元/吨，涨幅高达14.0%。尿素在目前的价格水平上，盈利水平处于历史较好的水平，这将推动尿素企业提高开工率，然后逐步传导到无烟块煤，带来无烟块煤量价齐升的局面。
- ◆ **维持“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14.53倍、12.51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

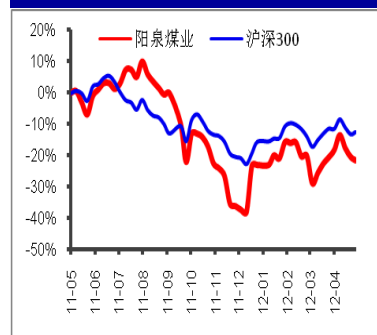
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据

收盘价(元)	18.70
总市值(亿元)	449.74
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

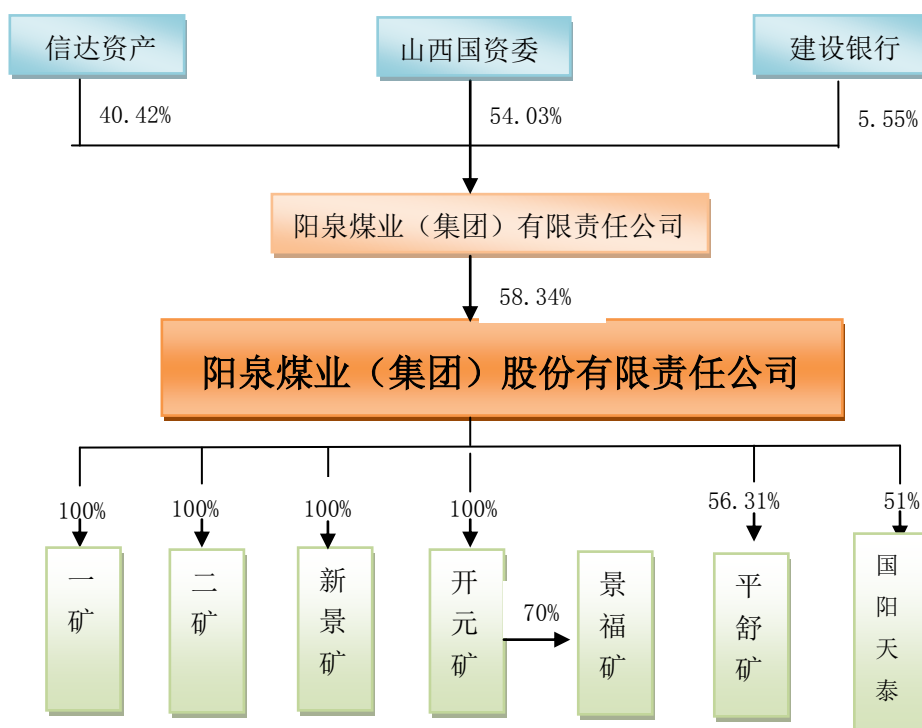
1. 公司简介

阳泉煤业地处我国六大无烟煤基地（山西阳泉矿区、晋城矿区、河南永城矿区、焦作矿区、宁夏汝箕沟矿区、北京京西矿区）之一的山西阳泉，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，经过多次收购兼并，如平舒煤业、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等，目前阳泉煤业原煤年产量在3000万吨左右，是国内最大的无烟煤上市公司。

公司除自己开采、加工煤炭外，还收购母公司的原煤进行洗涤加工后销售。公司煤炭产品包括喷吹煤、无烟煤块煤和洗末煤；销售产品结构大概为：发电动力煤占比75%、冶金喷吹煤占比13%、化工块煤占比12%。公司喷吹煤、无烟块煤基本以合同煤销售，其中喷吹煤主要客户为东北、华北地区钢铁企业；无烟块煤主要是集团内部销售；公司洗末煤2/3是重点合同煤。

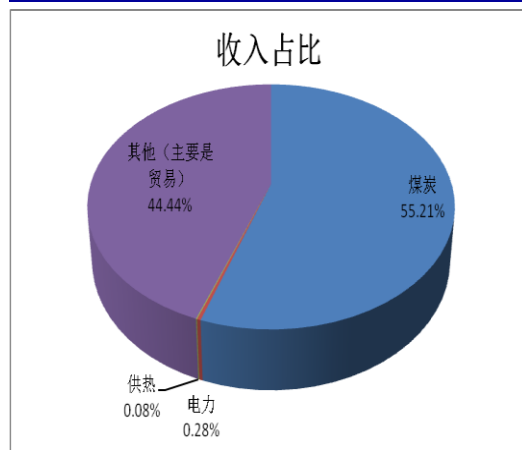
公司营业收入包括煤炭、电力、供热、贸易四个部分，煤炭和贸易收入占比较大。虽然贸易收入占公司总收入44%，但是贸易收入主要来自于代售集团煤炭，毛利率非常低，对公司利润贡献有限。2011年公司毛利94.01%来自于公司自产煤炭销售。

图 1：阳泉煤业股权结构



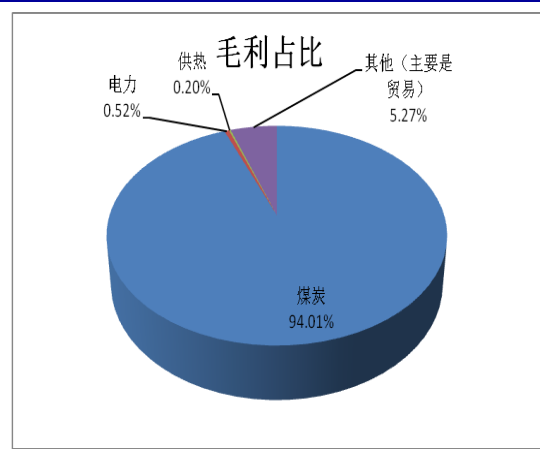
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司 2011 年收入构成



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 3：公司 2011 年毛利构成



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 内生增长有限

公司本部 6 个矿井分别为一矿、二矿、新景矿、平舒矿、开元矿和景福矿，核定产能合计为 2965 万吨。其中一矿、二矿、新景矿和开元矿产量基本稳定，平舒矿和景福矿正在扩产改造阶段中，平舒矿将由 300 万吨增至 500 万吨，景福矿将由 45 万吨增至 90 万吨，扩建之后上市公司合计新增产能 144 万吨，相对于目前公司整体近 3000 万吨的产量贡献有限。

表 1：公司本部煤矿情况

煤矿	权益	煤种	保有储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨）
一矿	100%	无烟煤	10.87	6.13	760
二矿	100%	无烟煤	10.17	4.29	810
新景矿	100%	无烟煤	9.91	5.81	750
开元矿	100%	贫瘦煤	3.62	1.24	300
平舒矿	56.31%	贫煤	1.32	0.72	300
景福矿	70%	贫瘦煤	0.2		45
合计			36.09	18.19	2965

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

另外，公司以控股子公司国阳天泰（持股 51%）为整合主体，积极参与山西煤炭资源整合，累计整合煤炭地质储量 9.01 亿吨，煤炭产能 510 万吨，归属上市公司权益产能 198.9 万吨。目前仍处于技改过程中，预计今年难有产量释放，明年有部分投产，完全释放产能预计在 2014 年。

表 2：国阳天泰（持股 51%）整合矿井

煤矿	股权比例	地质储量（万吨）	核定产能（万吨）
河寨煤业	49%	4431	60
青洼公司	49%	4035	60
泰昌煤业	100%	1067	60
兴裕煤业	100%	4266	90
裕泰煤业	100%	1986	60

恒昌煤业	100%	2261	60
宁武榆树坡	51%	72010	120
合计		90056	510

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

从上面的分析可以看出，预计今明两年公司原煤产量增量非常有限，公司内生成长空间不大。

表 3：公司煤炭产销量情况（单位：万吨）

	2008	2009	2010	2011
煤炭产量	1,774	2,096	2621	2,757
收购集团煤炭	1,525	1,430	1058	1057
收购集团子公司煤炭	348	539	861	1397
煤炭销量	3633	3953	4538	5,111
洗块煤	435	470	520	597
喷粉煤	396	476	533	639
洗末煤	2737	2855	3325	3667
煤泥	65	152	160	207
综合煤价（元/吨）	439	440	489	547.9

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 关联交易巨大，整体上市值得期待

关联交易巨大

近年来，上市公司与母公司集团之间存在数额巨大的关联交易，并且随着集团的发展壮大，关联交易的金额持续创新高。2011 年关联交易总金额为 195.38 亿元，占上市公司总收入的 38.52%。关联交易主要是上市公司采购集团和集团子公司的煤炭产生。

2011 年公司煤炭销售 5111 万吨，其中收购集团和集团子公司的煤炭为 2454 万吨，占公司煤炭总销售的 48.01%。从完善公司治理、解决关联交易的角度，集团整体上市存在客观需求，集团整体上市较其他煤炭集团整体上市的迫切性更为强烈。

表 4：上市公司与集团关联交易情况

	2008	2009	2010	2011
上市公司总收入（亿元）	170.3	200	279.4	507.2
关联交易总额（亿元）	110	130.8	133.4	195.4
关联交易占比	64.59%	65.40%	47.75%	38.53%
煤炭销量（万吨）	3633	3953	4538	5,111
收购集团和集团子公司煤炭（万吨）	1873	1969	1919	2454
占比	51.56%	49.81%	42.29%	48.01%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 5：上市公司收购集团煤炭价格情况（元/吨）

收购集团煤价	收购集团煤价（不含税）
2008Q1	325
2008Q2	325
2008Q3	481
2008Q4	405
2009Q1	405
2009Q2	395
2009Q3	405
2009Q4	405
2010Q1	435
2010Q2	435
2010Q3	435
2010Q4	435
2011Q1	460
2011Q2	500
2011Q3	490
2011Q4	500
2012Q1	510
2012Q2	510

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

整体上市值得期待

2011 年阳泉集团煤炭产量 5158 万吨，是上市公司煤炭产量 2757 万吨的 1.87 倍，这就是说集团内除上市公司之外，还有相当于 0.87 个上市公司。按照集团“五年双千亿”、“五年再造两个阳煤”的宏伟规划，到“十二五”末，建成阳泉、晋东、寿阳、晋北、晋南区域五大煤炭生产基地，各区域生产规模规划：阳泉 3942 万吨、晋东 3140 万吨、寿阳 2650 万吨、晋北 2430 万吨、晋南 1000 万吨。“十二五”末，阳泉集团煤炭产能将达到 13152 万吨，实现产量 1 亿吨以上。若全部注入上市公司，公司煤炭产量将是现在的 3.6 倍。

集团目前在产煤矿有：三矿、五矿、小石港矿、新元矿和寺家庄矿，产能合计 2210 万吨，其中三矿已政策性破产，但仍在生产；五矿位于平定县，可采储量 4.6 亿吨，产能 770 万吨，优质无烟煤，盈利能力较强，证照齐全，资产注入条件最为成熟。另外，集团在建煤矿产能达 3600 万吨。

表 6：集团在产煤矿情况

煤矿	煤种	核定产能（万吨）	备注
三矿	无烟煤	450	政策性破产
五矿	无烟煤	770	正常生产
小石港矿	无烟煤	90	正常生产
新元矿一期	无烟煤	300	证照不齐
寺家庄矿	无烟煤	600	证照不齐
合计		2210	

资料来源：东莞证券研究所

表 7：集团在建煤矿情况

煤矿	产能（万吨）
新元矿二期	300
新元矿三期	1000
七元煤矿	800
大石港矿	1000
元堡矿	500
合计	3600

资料来源：东莞证券研究所

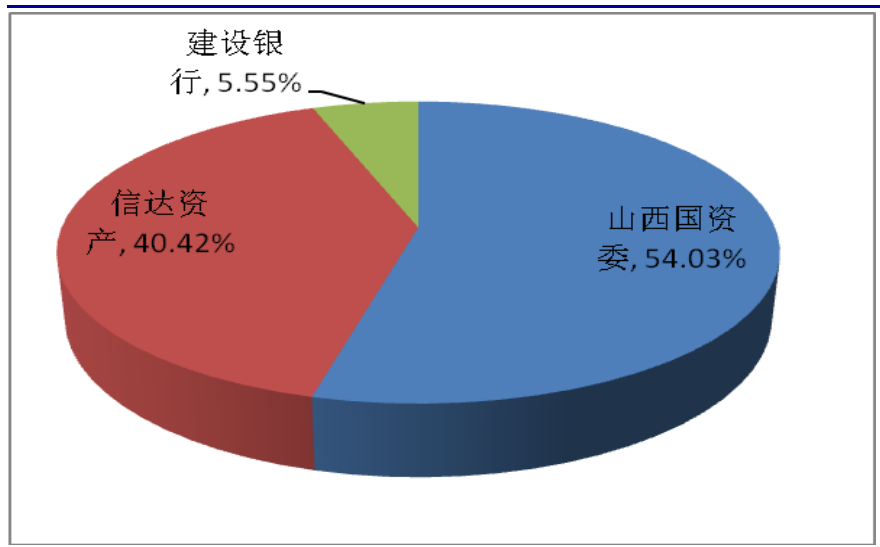
4. “国阳新能”改为“阳泉煤业”，意义重大

2011 年 7 月 8 日，公司名称由“山西国阳新能股份有限公司”变更为“阳泉煤业股份有限公司”，这样更能突显出公司作为母公司阳泉集团旗下唯一一家煤炭上市公司。我们认为，公司名称的变更是阳泉集团整体上市的某一步骤，这明显增加了集团整体上市预期，意义重大。

5. 信达股权问题是集团整体上市的最大障碍，但不应过分悲观

目前集团资产注入最大的障碍是信达股权问题，信达资产持有母公司阳泉集团 40.42% 股权，持股比较高。由于集团与信达资产在债转股退出的方式和对价上存在一定分歧，使得集团的资产注入进程受阻。

图 4：阳泉集团股权结构



资料来源：东莞证券研究所

信达资产管理公司成立于 1999 年，是中国四大资产管理公司之一，目的是接受当时建设银行及国家开发银行的不良资产。信达资产煤炭股权大多来自上个世纪煤炭行业不景气时期煤炭企业债转股，涉及国内数十家大型国有煤炭企业。信达股权问题之所以复杂，在于资产注入必须取得信达的完全同意，主要原因是当年信达债转股时，在重大事项上拥有了否决权。因此，煤炭集团若想实现整体上市，必须给予信达资产满意的对价或者退出条件。

表 8：信达资产持股的煤炭集团及相关上市公司（单位：万元）

煤炭集团	地区	信达所持资产金额	信达所占股权比例	相关上市公司
大同煤矿集团有限责任公司	山西	513116	40.96%	大同煤业
西山煤电集团有限责任公司	山西	328129	35.47%	西山煤电
阳泉煤业有限责任公司	山西	306415	40.42%	阳泉煤业
开滦(集团)有限责任公司	河北	255960	26.45%	开滦股份
郑州煤炭工业（集团）有限责任公司	河南	77586	24.58%	郑州煤电
义马煤业（集团）有限责任公司	河南	61448	23.23%	大有能源
靖远煤业集团有限责任公司	甘肃	52371	26.00%	靖远煤电
赤峰平庄能源有限责任公司	内蒙	47549	31.82%	平庄能源
峰峰集团有限公	河北	45437	17.74%	冀中能源
平顶山煤业（集团）有限责任公司	河南	26710	3.86%	平煤股份
贵州盘江煤电有限责任公司	贵州	15418	8.42%	盘江股份
邯郸矿业集团有限公司	河北	15111	12.37%	冀中能源
太原煤炭气化集团有限公司	山西	14267	15.05%	煤气化

资料来源：东莞证券研究所

但是投资者对信达股权问题不应过分悲观，特别是近年来信达股权问题的解决思路逐渐打开，解决的进程也在加快。2011 年冀中能源集团和盘江控股集团都以上市公司股权作为支付对价置换信达资产持有的集团股份，这位将来的集团整体上市扫清了障碍。2012 年，靖远煤电向靖煤集团（信达资产持股 26.00%）定向增发，郑州煤电向郑煤集团（信达资产持股 24.58%）资产置换和定向增发，基本上实现集团的整体上市。

另外，值得我们注意的是，2012 年 3 月，中国信达资产管理股份有限公司与全国社会保障基金理事会、瑞银集团、中信资本、渣打银行共同宣布，中国信达已就增资事宜分别与各方签署相关投资协议和战略合作协议并获得监管审批，目前已完成交割。根据协议，中国信达本次引入战略投资共计 103.7 亿元，四家战略投资者持股占中国信达增资后股份总额的 16.54%，一改原来财政部 100%控股局面。根据国务院批准的改制方案，中国信达在引入战略投资者后，将择机在境内外市场公开发行股票上市。随着信达上市进程的逐步推进，阳泉集团与信达资产之间的谈判进程也有望加快。

6. 无烟块煤稀缺性逐渐凸显，尿素价格上涨有利于阳泉煤业

无烟煤（英文名称 anthracite），俗称白煤或红煤。是煤化程度最大的煤。无烟煤固定碳含量高，挥发分产率低，密度大，硬度大，燃点高，燃烧时不冒烟。黑色坚硬，有金属光泽。热值约 8000-8500 千卡/公斤。无烟煤依据粒度可分为无烟块煤和无烟末煤。无烟块煤粒度在 13mm 以上，其中 13~25mm 的称为无烟小块，25mm~80mm 的称为无烟中块，块煤主要用于化工造气，生产合成氨及甲醇。粒度在 13mm 以下的称为无烟末煤，可用作高炉喷吹煤和一般动力煤。

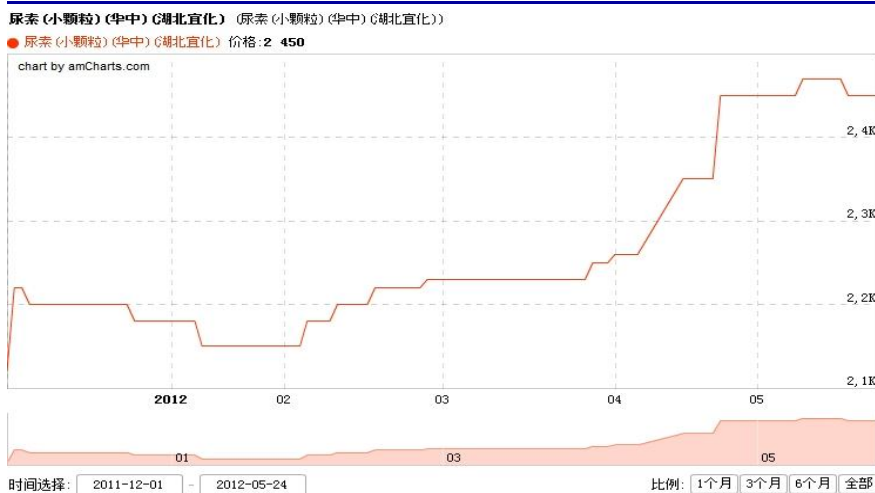
无烟煤储量仅占我国煤炭储量 10.9%，而且我国无烟煤一直被过度开采，近 10 年来我国无烟煤产量占煤炭产量比例一直保持在 13% 以上，高于我国无烟煤储量占比，进一步加剧了该煤种的稀缺性。

另外，我国无烟煤产块率不高，一般维持在 10%-16% 的低水平。随着机械化开采

在全国范围内的普及，无烟煤的成块率也逐年下滑。根据煤炭行业“十二五”规划，我国计划将煤矿机械化率由2009年的58%提高至2015年的75%以上。随着机械化率的提高，无烟块煤产出率将会进一步降低。这将导致国内无烟煤块煤的供给增长更为有限。

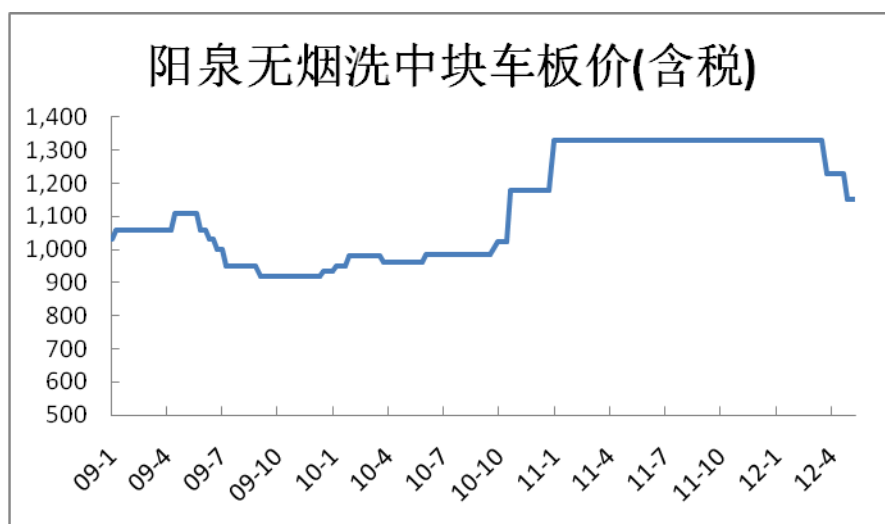
无烟块煤主要用于化工造气，再以生产的合成气（CO、H₂）为基础生产合成氨及甲醇，合成氨主要用于尿素等氮肥的生产。2012年来，尿素价格一路持续上涨，大部分尿素企业的出厂价从2150元/吨，上涨到目前的2450元/吨，涨幅高达14.0%。尿素在目前的价格水平上，盈利水平处于历史较好的水平，这将有利于尿素企业提高开工率，然后逐步传导到无烟块煤，带来无烟块煤量价齐升的局面。

图5：尿素价格走势（元/吨）



资料来源：隆众石化、东莞证券研究所

图6：无烟块煤价格走势（元/吨）



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

7. 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 14.53 倍、12.51 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。

风险提示：煤炭价格大幅下跌，信达股权问题难以解决。

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）22119430
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn