



持有

6% ↑

目标价格: 人民币 16.20

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 28.96

600348.SS

价格: 人民币 15.82

目标价格基础: 18倍12年市盈率

板块评级: 中立

阳泉煤业

未来内生增长稳定, 但估值偏高

12年1-6月归属于母公司净利润同比下降17%至13.27亿元, 每股收益0.55元, 基本符合预期, 2季度每股收益环比下降23%。公司综合煤价小幅上涨1.2%至533元, 但由于吨煤成本上涨6%, 吨煤毛利下降14%至110元。贸易业务占收入比例提升至53%, 但由于其毛利只有1.4%, 拉低了整体毛利率, 3季度将是较大的考验, 可能对业绩形成进一步拖累。内生性增长方面: 预计公司12-14年煤炭产量增速为13%、5%和11%, 实现稳定增长。公司最大看点是资产注入, 但在时间上存在较大不确定性。由于下调煤价和利润率假设, 我们将12、13、14年每股收益分别下调32%、32%和24%至0.90元、1.00元、1.14元。公司历史上比行业平均享有15%左右的溢价, 基于18倍12年市盈率, 我们将目标价由28.96元下调至16.20元, 由于上涨空间有限, 下调评级至持有。

支撑评级的要点

- 12年1-6月归属于母公司净利润同比下降17%至13.27亿元, 每股收益0.55元, 基本符合预期, 2季度净利润环比下降23%至6.4亿元。
- 贸易收入占比由去年同期的46%提升至53%, 但由于其毛利率由1.9%下降至1.4%, 拉低了整体毛利率。煤炭业务毛利率由去年同期的24%下降至21%。综合毛利率由14%下降至10%。3季度贸易业务的盈利情况可能会更糟, 对业绩形成进一步拖累。
- 受益于化工用煤(块煤)售价同比提升16%, 公司综合煤价小幅上涨1.2%至533元。但由于吨煤成本上涨6.3%至423元, 煤炭业务毛利率由24%下降至21%, 吨煤毛利下降14%至110元。煤炭产量同比增长15%至1,648万吨, 煤炭销量同比增长16%至2,964亿吨。
- 受益于整合矿逐渐释放产量以及现有矿产能提升, 预计公司12-14年煤炭产量增速为13%、5%和11%, 实现稳定增长。
- 公司最大的看点依然是资产注入, 但在时间上不确定性仍很大。

评级面临的主要风险

- 3季度煤价下降、贸易盈利继续恶化, 业绩可能继续受到负面影响。

估值

- 公司的内生性增长比较稳定, 但受贸易业务拖累和生产成本较高影响, 利润率下降比较明显。由于下调煤价和利润率假设, 我们将12、13、14年每股收益分别下调32%、32%和24%至0.90元、1.00元、1.14元。公司历史上比行业平均享有15%左右的溢价, 基于18倍12年市盈率, 我们将目标价由28.96元下调至16.20元, 下调评级至持有。

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	67,201	78,569	92,460
变动(%)	40.2	96.4	37.4	17.3	17.9
净利润(人民币 百万)	2,412	2,811	2,169	2,413	2,748
全面摊薄每股收益(人民币)	1.00	1.17	0.90	1.00	1.14
变动(%)	30.0	16.5	(22.8)	11.3	13.9
先前预测每股收益(人民币)			1.32	1.47	1.51
调整幅度(%)			(32)	(32)	(24)
全面摊薄市盈率(倍)	15.8	13.5	17.5	15.8	13.8
每股现金流量(人民币)	1.78	2.06	2.17	2.74	2.96
价格/每股现金流量(倍)	8.9	7.7	7.3	5.8	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	8.3	9.9	8.5	7.0
每股股息(人民币)	0.10	0.20	0.15	0.17	0.20
股息率(%)	0.6	1.3	1.0	1.1	1.2

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	7	2	(24)	(39)
相对新华富时A50指数	4	6	(13)	(28)

发行股数(百万)	2,405
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	38,047
3个月日均交易额(人民币 百万)	402
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8月7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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

2012年1-6月归属于母公司净利润同比下降17%，基本符合预期

公司上半年归属于母公司净利润为13.27亿元，每股收益0.55元，同比下降17%，基本符合预期。主营业务收入336亿元，同比增长33.3%，但由于成本的大幅增长，毛利只有34.6亿元，同比下降1.8%。营业利润同比下降21%至18.2亿元，主要由于资产减值损失计提增长78%至12.8亿元，以及投资收益减少700万元。由于应收账款比期初增长130%至37亿元，公司加大了坏账计提，致使资产减值损失大幅提高。由于公司将整合矿并表，而其并未生产。期间费用率由去年同期的3.9%下降至3.5%。经营性现金流同比增长52%至20亿元，存货比期初增长14%至9亿元。

2012年2季度归属母公司净利润环比下降23%

公司2季度归属于母公司净利润、每股收益环比均下降23%分别至5.79亿元和0.24元。2季度主营业务收入环比上涨16%至180亿元。毛利率由11.7%下降至9.1%。净利率由4.8%下降至3.2%。

图表 1.12 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年1-6月	2012年1-6月	同比变动(%)
营业收入	25,188	33,582	33.3
营业成本	21,663	30,121	39.0
毛利润	3,525	3,461	(1.8)
营业税金及附加	192	315	64.5
销售费用	180	172	(4.5)
管理费用	727	961	32.2
财务费用	82	59	(28.1)
资产减值损失	75	128	70.8
投资净收益	21	(7)	(134.8)
营业利润	2,290	1,819	(20.6)
营业外收入	14	28	106.0
营业外支出	9	24	155.1
税前利润	2,294	1,823	(20.5)
所得税	612	498	(18.6)
少数股东损益	84	(2)	(102.1)
归属于母公司所有净利润	1,599	1,327	(17.0)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.66	0.55	(16.7)
稀释每股收益(元)	0.66	0.55	(16.7)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.56	0.85	51.8
毛利率(%)	14	10	
经营利润率(%)	9	5	
净利润率(%)	6	4	
应收账款	1,631	3,744	129.5
期间费用率(%)	3.9	3.5	

资料来源:公司数据

图表 2.12 年 2 季度业绩环比摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	环比变动(%)
营业收入	15,559	18,024	15.8
营业成本	13,744	16,378	19.2
毛利润	1,815	1,646	(9.3)
营业税金及附加	193	122	(36.7)
销售费用	93	79	(15.0)
管理费用	509	451	(11.3)
财务费用	40	19	(51.7)
资产减值损失	0	128	---
投资净收益	(1)	(7)	(838.3)
营业利润	979	840	(14.3)
营业外收入	12	17	44.1
营业外支出	4	20	368.1
税前利润	987	836	(15.2)
所得税	235	263	12.1
少数股东损益	4	(6)	(243.2)
归属于母公司所有净利润	748	579	(22.6)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.31	0.24	(22.6)
稀释每股收益 (元)	0.31	0.24	(22.6)
毛利率 (%)	11.7	9.1	
经营利润率 (%)	6.3	4.7	
净利润率 (%)	4.8	3.2	
期间费用率 (%)	4.1	3.1	

资料来源: 公司数据

贸易业务继续扩大, 拖累利润率。

贸易业务同比增长 17% 至 171 亿元, 其占收入的比例由去年同期的 46% 提升至 53%, 但由于其毛利率由去年同期的 1.9% 下降至 1.4%。因此拖累毛利率 14% 大幅下降至 10%。煤炭行业的景气度从 6 月底以来明显下滑, 并持续至今, 我们预计 3 季度的贸易业务的盈利情况将继续恶化, 拖累业绩。

煤炭业务: 煤价小幅增长, 毛利率下降 3 个百分点至 21%

公司上半年煤炭业务收入同比增长 17% 至 158 亿元。自产原煤煤炭产量同比增长 15% 至 1,648 万吨, 外购煤数量大幅增长 37% 至 1,524 万吨。销量同比增长 16% 至 2,964 万吨。公司综合煤炭售价同比增长 1.2% 至 533 元, 主要由于占煤炭销量 10% 的块煤价格同比增长 16% 至 953 元, 拉高综合煤价, 但是占销量 73% 的洗末煤同比下降 2% 至 413 元。占销量 14% 的喷吹煤煤价没有变化, 为 964 元。尽管煤价上涨, 但吨煤生产成本同比增长 6.3% 至 423 元, 吨煤毛利同比下降 14% 至 110 元, 煤炭业务毛利率也从去年同期的 24% 下降至 21%。占销量 73% 的洗末煤利润率出现大幅下降, 有去年同期的 14% 下降至 1%。

图表 3. 公司煤炭业务经营情况

指标	2011年 1-6月	2012年 1-6月	同比变动(%)
产量 (百万吨)	14.36	16.48	14.8
销量 (百万吨)	25.57	29.64	15.9
价格 (元/吨)	527	533	1.2
成本 (元/吨)	398	423	6.3
吨煤毛利 (元/吨)	129	110	(14.4)
营业收入 (百万元)	13,464	15,891	18.0
营业成本 (百万元)	10,173	12,606	23.9
毛利率 (%)	24	21	

资料来源：公司数据

未来煤炭产量稳步释放，资产注入不确定性较大

我们预计公司未来煤炭产量 12-14 年将实现 13%、5%和 11%的增长，主要由于整合矿今年开始释放产量、以及平舒煤业、景福煤业和新景矿未来产量逐渐增长。公司最大的看点是集团的资产注入，但资产注入短期可能仍较难成型。

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	67,201	78,569	92,460
销售成本	(22,290)	(43,771)	(60,132)	(70,521)	(83,170)
经营费用	(2,096)	(2,928)	(3,880)	(4,536)	(5,338)
息税折旧前利润	3,554	4,021	3,189	3,511	3,952
折旧及摊销	1,380	1,406	1,449	1,602	1,756
经营利润(息税前利润)	5,111	5,606	4,638	5,114	5,709
净利息收入/(费用)	(198)	(150)	(150)	(150)	(150)
其他收益/(损失)	5,111	5,606	4,638	5,114	5,709
税前利润	3,341	3,760	2,875	3,197	3,638
所得税	(827)	(1,051)	(720)	(800)	(910)
少数股东权益	(82)	99	10	13	17
净利润	2,412	2,811	2,169	2,413	2,748
核心净利润	2,412	2,811	2,169	2,413	2,748
每股收益(人民币)	1.00	1.17	0.90	1.00	1.14
每股股息(人民币)	0.10	0.20	0.15	0.17	0.20
收入增长(%)	40	82	32	17	18
息税前利润增长(%)	37	13	(21)	10	13
息税折旧前利润增长(%)	44	10	(17)	10	12
每股收益增长(%)	30	17	(23)	11	14

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	2,878	3,200	3,641
折旧与摊销	1,557	1,586	1,449	1,602	1,757
净利息费用	198	150	150	150	150
运营资本变动	46	635	1,343	2,314	2,376
税金	0	0	0	0	1
其他经营现金流	(837)	(1,189)	(609)	(689)	(801)
经营活动产生的现金流	4,284	4,945	5,211	6,578	7,123
购买固定资产净值	(991)	(1,582)	(782)	(882)	(1,082)
投资减少/增加	(452)	(643)	(668)	(668)	(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)	(2,949)	(3,049)	(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)	(371)	(413)
其他融资现金流	1,767	376	1,610	358	542
融资活动产生的现金流	(608)	(595)	(771)	(2,013)	(1,870)
现金变动	1,953	2,192	1,491	1,516	2,434
期初现金	3,940	5,882	8,065	9,556	11,072
公司自由现金流	2,561	2,787	2,262	3,529	4,305
权益自由现金流	(857)	1,504	322	1,337	2,098

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	9,556	11,072	13,506
应收帐款	4,698	7,117	8,909	11,321	12,941
库存	990	804	1,105	1,296	1,528
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	11,571	16,014	19,570	23,689	27,976
固定资产	5,853	6,528	6,543	5,922	5,448
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	11,446	10,946	11,248
总资产	22,258	27,909	31,016	34,634	39,223
应付帐款	6,136	8,155	11,203	13,139	15,495
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	14,993	16,749	19,106
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	9,019	10,688	12,563	14,810
股东权益	8,529	11,424	13,093	14,968	17,215
少数股东权益	1,492	1,513	1,503	1,490	1,473
总负债及权益	22,258	27,914	31,016	34,634	39,223
每股帐面价值(人民币)	3.55	4.75	5.44	6.22	7.16
每股有形资产(人民币)	1.75	2.88	3.55	4.28	5.16
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.87)	(1.90)	(2.67)	(3.34)	(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	6.9	6.5	6.2
息税前利润率(%)	12.7	7.9	4.7	4.5	4.3
税前利润率(%)	11.9	7.4	4.3	4.1	3.9
净利率(%)	8.6	5.5	3.2	3.1	3.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	18.0	26.8	21.2	23.4	26.3
净权益负债率(%)	-	-	-	-	-
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	15.8	13.5	17.5	15.8	13.8
市净率(倍)	4.5	3.3	2.9	2.5	2.2
价格/现金流(倍)	8.9	7.7	7.3	5.8	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	8.3	9.9	8.5	7.0
周转率					
存货周转天数	12.7	7.5	5.8	6.2	6.2
应收帐款周转天数	44.4	42.5	43.5	47.0	47.9
应付帐款周转天数	66.7	51.4	52.6	56.5	56.5
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	17.7	17.2	17.1
资产收益率(%)	13.5	11.6	8.1	8.0	8.0
已运用资本收益率(%)	28.4	26.6	18.7	18.9	19.2

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，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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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