

生产成本和管理费用侵蚀公司利润

阳泉煤业（600348）半年报点评

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2012年8月9日

投资要点：

- 业绩低于预期。2011年上半年公司实现营业收入335.82亿元，同比增长33.33%；实现利润总额18.23亿元，同比下降20.52%；实现归属母公司所有者的净利润13.27亿元，同比下降16.99%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为13.22亿元，同比下降17.11%；实现每股收益0.55元，低于市场预期。公司营业收入增幅较大主要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，不过贸易收入毛利率极低，对公司利润贡献非常有限。
- 2012年第二季度公司实现营业收入180.24亿元，同比增长39.6%，环比下降15.8%；实现归属母公司所有者的净利润5.79亿元，同比下降38.6%，环比下降22.6%；实现每股收益0.24元。
- 生产成本和管理费用侵蚀公司利润。**2012年上半年，公司煤炭产量1648万吨，同比增长14.76%；另采购集团煤炭1524万吨，同比大幅增长36.68%；销售煤炭2964万吨，同比增长15.92%，其中块煤307万吨，同比增长4.78%、喷粉煤367万吨，同比增长21.93%、选末煤2170万吨，同比增长16.54%。另外，煤炭价格也有所提高，上半年煤炭平均价格为533.02元/吨，同比增长1.22%。不过公司煤炭生产成本侵蚀了公司煤炭量价齐涨产生的增量，公司上半年吨煤成本425.29元/吨，相对去年同期的397.86元/吨，增幅达6.89%。这导致公司煤炭业务综合毛利率只有20.23%，同比下降了4.21个百分点。
- 另外，公司管理费用也大幅增长。上半年管理费用为9.61亿元，同比增加了2.34亿元，增幅高达32.19%，对公司利润的侵蚀较为明显。
- 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，2012年上半年收购集团煤炭产量占公司煤炭总销量的51%。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。
- 维持公司“推荐”投资评级。**我们预计公司2012、2013年EPS分别为0.99元、1.11元，目前的股价对应的市盈率分别为18.83倍、16.90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

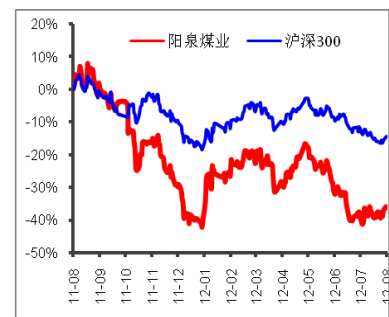
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2012年8月7日

收盘价(元)	15.82
总市值(亿元)	380.47
总股本(百万股)	240500
流通股本(百万股)	240500
ROE(TTM)	19.56%
12月最高价(元)	27.27
12月最低价(元)	14.35

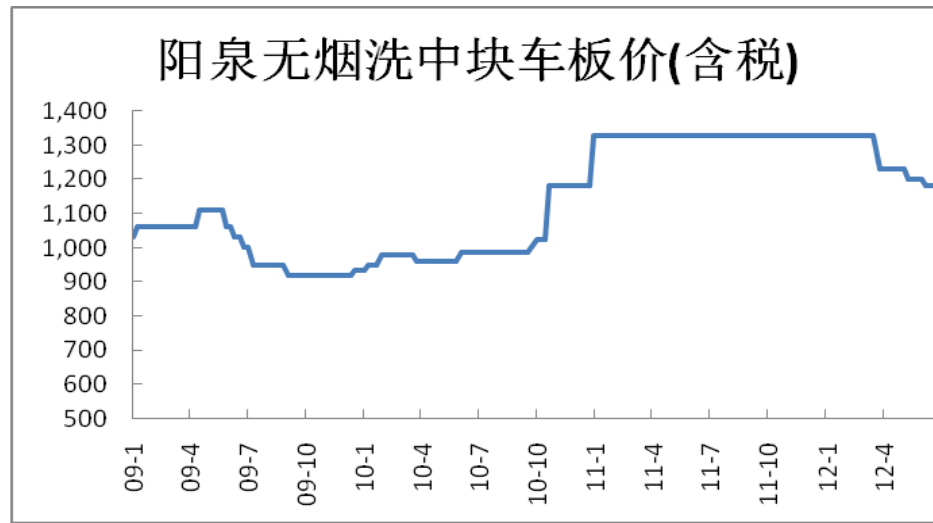
股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

图 1：阳泉无烟洗中块价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 1：公司主要财务数据：（单位：百万元）

科目	季度数据					
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
营业收入	12275.6	12912.5	13415.1	12116.9	15558.8	18023.6
同比增长	84.4%	90.9%	67.3%	86.4%	26.7%	39.6%
环比增长	88.9%	5.2%	3.9%	-9.7%	28.4%	15.8%
毛利率	12.7%	15.2%	13.7%	13.1%	11.7%	9.1%
销售费用	115.1	65.1	78.0	142.1	93.0	79.0
销售费用率	0.9%	0.5%	0.6%	1.2%	0.6%	0.4%
管理费用	368.1	358.6	669.1	586.7	509.1	451.5
管理费用率	3.0%	2.8%	5.0%	4.8%	3.3%	2.5%
财务费用	40.8	41.7	32.0	35.8	40.0	19.3
财务费用率	0.33%	0.32%	0.24%	0.30%	0.26%	0.11%
期间费用率	4.3%	3.6%	5.8%	6.3%	4.1%	3.1%
营业利润	933.0	1,356.7	890.2	579.6	979.5	839.6
营业利润率	7.6%	10.5%	6.6%	4.8%	6.3%	4.7%
营业外收入	5.5	8.3	14.4	26.8	11.6	16.7
营业外支出	3.2	6.2	9.8	32.7	4.3	19.9
利润总额	935.2	1,358.8	894.8	573.7	986.8	836.4
所得税	233.3	378.5	208.9	230.4	234.7	263.2
实际税率	24.9%	27.9%	23.3%	40.2%	23.8%	31.5%
净利润	701.9	980.2	686.0	343.2	752.1	573.2
少数股东损益	45.9	37.6	17.5	-200.3	4.1	-5.8
归属母公司所有	656.0	942.6	668.5	543.5	748.0	579.0

者的净利润						
同比增长	28.5%	28.8%	-15.0%	41.8%	14.0%	-38.6%
环比增长	71.1%	43.7%	-29.1%	-18.7%	37.6%	-22.6%
每股收益（元）	0.27	0.39	0.28	0.23	0.31	0.24

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

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	62441.49	66693.75
营业总成本	24621.77	46865.29	59256.97	63145.64
营业成本	22289.97	43771.30	55691.56	59350.77
营业税金及附加	482.24	545.41	630.66	673.61
销售费用	288.84	400.23	374.65	400.16
管理费用	1325.18	1982.47	2391.51	2541.03
财务费用	197.82	150.24	149.86	160.07
资产减值损失	37.73	15.64	18.73	20.01
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	3184.52	3548.11
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	3184.52	3548.11
减：所得税	826.89	1051.13	796.13	887.03
净利润	2494.13	2711.38	2388.39	2661.08
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	2388.39	2661.08
基本每股收益（元）	1.00	1.17	0.99	1.11
市盈率（倍）	18.64	16.00	18.83	16.90

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