

分析师: 李晶
执业证书编号: S0050510120015
Tel: 010-59355904
Email: lijing@chinans.com.cn
地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



阳泉煤业 (600348. SH)

代销量增加、计提坏账损失、贸易业务降低盈利能力

投资要点

- 1、上半年公司净利润同比下降17%。2012年上半年公司实现营收335.82亿元，归属于母公司股东的净利润13.27亿元，同比分别增长33%、下降17%，实现基本每股收益0.55元，净资产收益率为8.81%，同比下降4.49个百分点。上半年公司实现毛利率10.31%，净利率3.95%，同比分别下降3.68个百分点、2.73个百分点。煤炭盈利能力下降，贸易业务亏损是主因。
- 2、营业成本增加及资产减值损失导致2季度盈利环比下降22%。2季度公司实现营收和归属于母公司股东的净利润同比分别增长40%、-39%，环比分别增长16%、-23%。2季度营业成本大增50%、计提坏账准备使资产减值损失增加1.28亿元，导致盈利水平下降。
- 3、煤炭销售量价齐涨，盈利能力降至2010年以来低点。上半年公司商品煤销量同比增长16%，销售均价同比微增1%，煤炭综合成本同比增长7%，毛利率为20.22%，同比下降4.22个百分点。主打产品块煤、喷粉煤、末煤盈利能力下滑，同时向集团采购代销煤炭量同比增加37%，导致整体盈利能力大幅摊薄。
- 4、盈利预测：2012-2014年EPS0.99、1.04、1.16元/股。公司在建平舒、景福下属项目逐步达产，整合项目合计产能650万吨，预计2013年开始贡献产量，未来存在资产注入预期，公司内外生增长空间较大。给予“增持”评级。注意煤价下跌、在建项目进展不达预期风险、集团剩余煤炭资产注入预期存在不确定性。

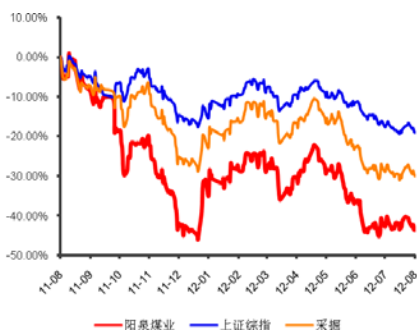
采掘

投资评级	
本次评级:	增持
跟踪评级:	维持
目标价格:	

市场数据

市价(元)	15.12
上市的流通A股(亿股)	24.05
总股本(亿股)	24.05
52周股价最高最低(元)	14.35-27.27
上证指数/深证成指	2112.20/8973.38
2011年股息率	0.99%

52周相对市场表现



相关研究

《煤炭产量基本稳定 资产注入可期》
2011-11-02

公司财务数据及预测				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	50720.08	62609.04	65810.32	68909.49
增长率(%)	81.52	23.44	5.11	4.71
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2810.59	2369.65	2498.88	2800.36
增长率(%)	16.50	-15.69	5.45	12.06
毛利率(%)	13.70	9.87	9.89	10.25
净资产收益率(%)	24.60	17.80	16.17	15.66
EPS(元)	1.17	0.99	1.04	1.16
P/E(倍)	12.84	15.35	14.55	12.99
P/B(倍)	3.18	2.73	2.35	2.03

来源: 公司年报、民族证券

正文目录

上半年公司净利润同比下降 17%	3
营业成本增加及资产减值损失导致 2 季度盈利环比下降 22%	3
煤炭销售量价齐涨 盈利能力降至 2010 年以来低点.....	3
煤炭贸易业务亏损面扩大拖累业绩	4
期间费用控制较好	5
2013 年公司整合项目将陆续投产 资产注入预期犹存.....	5
盈利预测：2012-2014 年 EPS0.99、1.04、1.17 元/股.....	5

图表目录

图 1：2012 年上半年阳泉煤业收购集团公司煤炭价格不降反增（不含洗耗）	4
表 1：阳泉煤业产销量（万吨）	3
表 2：2012 年上半年煤炭销售结构变化不大	3
表 3：2012 年上半年煤炭业务盈利能力降至 2010 年以来低点.....	4
表 4：2012 年上半年块煤、喷粉煤利润贡献度提高	4
附录：财务预测表	6

上半年公司净利润同比下降 17%

2012 年上半年公司实现营收 335.82 亿元，归属于母公司股东的净利润 13.27 亿元，同比分别增长 33%、下降 17%，实现基本每股收益 0.55 元，净资产收益率为 8.81%，同比下降 4.49 个百分点。上半年公司实现毛利率 10.31%，净利率 3.95%，同比分别下降 3.68 个百分点、2.73 个百分点，环比 1 季度分别下降 1.36、0.88 个百分点。

营业成本增加及资产减值损失导致 2 季度盈利环比下降 23%

2 季度公司实现营收 180.24 亿元，归属于母公司股东的净利润 5.79 亿元，同比分别增长 40%、-39%，环比分别增长 16%、-23%。

分析原因，主要是 2 季度营业成本大增、计提资产减值损失，侵蚀了企业利润空间。

2 季度公司营业成本为 163.78 亿元，同比增长 50%，环比 1 季度增长 19%。

2 季度公司计提坏账准备 1.28 亿元，列入资产减值损失，同比增加 5300 万元或 71%，影响公司净利润减少 9600 万元，减少每股收益 0.04 元/股。

2 季度公司综合毛利率为 9%，降至 2003 年以来单季度最低水平。

5 月份以后国内煤炭市场持续低迷，价格连续下跌，公司煤炭业务盈利能力下滑，同时煤炭贸易业务出现亏损，对公司整体业绩影响较大。

煤炭销售量价齐涨 盈利能力降至 2010 年以来低点

2012 年上半年股份公司原煤产量为 1648 万吨，同比增长 15%，采购集团及其下属子公司煤炭 1524 万吨，同比增长 37%，商品煤销量为 2964 万吨，同比增长 16%。产销率为 93%，同比下降 7 个百分点，环比下降 5 个百分点。

上半年商品煤销售均价为 533 元/吨，同比微增 1%，煤炭综合成本为 425 元/吨，同比增长 7%，毛利率为 20.22%，同比下降 4.22 个百分点，较 2011 年水平下降 1.11 个百分点。

上半年煤炭业务营业收入为 158 亿元，同比增长 17%，营业成本 126 亿元，同比增长 42%，毛利 32 亿元，同比减少 9500 万元，下降 3%。

一方面，股份公司煤炭产量增长较快，行业景气度下滑，块煤、喷粉煤、选末煤的盈利能力均明显下滑；另一方面，上半年股份公司向集团公司及其下属公司采购煤炭数量同比增加 409 万吨，增长 37%，采购集团公司煤炭进行统一洗选、销售，只赚取微薄的代销费，同时收购价格不降反增，提高了吨煤综合成本，因此代销量的增加对煤炭业务整体盈利能力有所摊薄。

表 1：阳泉煤业产销量（万吨）

产销量	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H
总产量	3647	1957	4065	2281	4540	2551	5211	3172
同比	28%	36%	11%	17%	12%	12%	15%	24%
公司原煤产量	1774	932	2096	1274	2621	1436	2757	1648
同比	38%	34%	18%	37%	25%	13%	5%	15%
采购集团及其子公司煤炭	1873	1025	1969	1007	1919	1115	2454	1524
同比	20%	39%	5%	-2%	-3%	11%	28%	37%
煤炭销量	3633	1914	4032	2179	4538	2557	5111	2964
同比	22%	23%	11%	14%	13%	17%	13%	16%
产销率	100%	98%	99%	96%	100%	100%	98%	93%

数据来源：公司公告 民族证券

表 2：2012 年上半年煤炭销售结构变化不大

	2010	2011H	2011	2012H
销量	520	293	597	307
块煤				

	喷粉煤	533	301	597	367
	选末煤	3325	1862	3667	2170
	煤泥	160	101	207	120
	块煤	11%	26%	15%	5%
销量	喷粉煤	12%	18%	12%	22%
同比	选末煤	16%	17%	10%	17%
	煤泥	5%	7%	29%	19%
	块煤	11%	11%	12%	10%
销售	喷粉煤	12%	12%	12%	12%
结构	选末煤	73%	73%	72%	73%
	煤泥	4%	4%	4%	4%

数据来源：公司公告 民族证券

表 3：2012 年上半年煤炭业务盈利能力降至 2010 年以来低点

煤炭价格	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H
综合煤价	439	442	431	475	489	527	548	533
吨煤成本	334	354	334	358	369	398	420	425
煤炭毛利率%	23.91	20.08	22.60	24.60	24.58	24.44	23.33	20.22
吨煤毛利	105	89	97	117	120	129	128	108

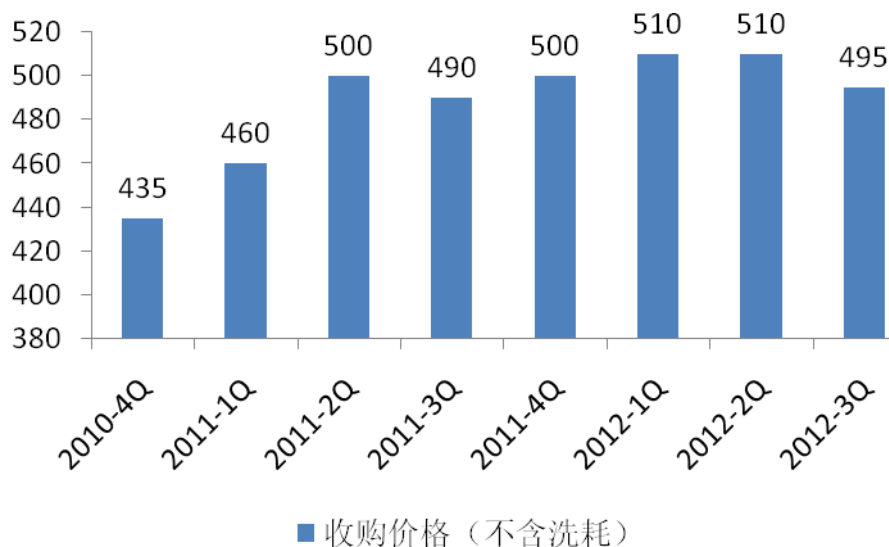
数据来源：公司公告 民族证券

表 4：2012 年上半年块煤、喷粉煤利润贡献度提高

煤炭毛利构成	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H
块煤	34	52	45	33	32	35	36	39
喷粉煤	52	34	32	32	38	38	44	46
选末煤	11	5	15	26	22	16	10	3
煤泥	3	8	8	9	8	11	11	12

数据来源：公司公告 民族证券

图 1：2012 年上半年阳泉煤业收购集团公司煤炭价格不降反增（不含洗耗）



数据来源：公司公告 民族证券

煤炭贸易业务亏损面扩大拖累业绩

公司供电、供热业务占营收的比例合计不足 0.2%，因此可以忽略不计。

上半年公司煤炭贸易量扩大，贸易业务营收与成本同比增长 52%左右，收入占比达到 53%，成本占比 58%，毛利占比仅 8%。上半年由于煤炭行业需求低迷，价格下跌，煤炭贸易业务亏损面扩大，毛利率仅为 1%，降至近年来的最低水平，对公司整体盈利水平拖累较大。

期间费用控制较好

上半年公司期间费用同比增长 20%，其中，销售费用同比下降 4.5%，管理费用同比增长 32%，财务费用同比下降 28%，期间费率为 3.5%，同比减少 0.4 个百分点，环比 1 季度减少 0.6 个百分点。

2013 年公司整合项目将陆续投产 资产注入预期犹存

公司内生增长来自：1、股份公司下属平舒煤业、景福公司下属煤矿的逐步达产；2、天泰公司（51%股权）收购的大股东在平定地区整合的 4 个矿，合计产能 270 万吨，预计 2013 年开始贡献产量；3、天泰公司直接整合矿井，包括翼城地区的 5 个矿（股权 49%），产能 200 万吨，蒲县天煜煤业（29%股权），产能 60 万吨，宁武榆树坡矿（股权 51%），产能 120 万吨，预计 2013 年投产。

公司外延式扩张来自集团公司剩余煤炭资产的注入预期。股份公司作为集团公司煤炭产品统一销售的平台，每年采购集团公司及其下属子公司的煤炭进行洗选和销售，因此存在大量关联交易，未来集团公司剩余煤炭资产将逐步注入上市公司。

盈利预测：2012-2014 年 EPS0.99、1.04、1.16 元/股

假设 2013 年-2014 年整合矿陆续投产、达产，2012-2014 年公司整体煤价同比涨幅为-2%、2%、1%，吨煤成本随着自有矿产能的释放增幅有放缓的趋势，假设增幅为 4%、3%、1%，预计 2012-2014 年每股收益为 0.99、1.04、1.16 元/股，对应 2012 年动态 PE 为 15 倍，与行业平均水平持平。考虑到公司产品结构相对稳定，未来外部资产注入预期，给予“增持”评级。注意煤价继续下跌风险、在建项目进展不达预期风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	16,018	17,985	19,810	22,798
现金	8,093	8,333	9,665	12,178
应收账款	5,716	6,261	6,581	6,891
其它应收款	57	60	63	66
预付账款	1,348	2,573	2,705	2,832
存货	804	758	797	831
其他	0	3	4	5
非流动资产	11,895	12,741	13,375	13,989
长期投资	345	345	345	345
固定资产	6,579	7,513	7,897	8,269
无形资产	4,439	4,383	4,607	4,824
其他	532	501	526	551
资产总计	27,913	30,726	33,186	36,787
流动负债	13,370	14,137	14,857	15,503
短期借款	790	1,252	1,316	1,378
应付账款	4,167	4,550	4,782	4,987
其他	8,413	8,335	8,759	9,138
非流动负债	1,607	1,628	1,711	1,792
长期借款	1,491	1,565	1,645	1,723
其他	115	63	66	69
负债合计	14,977	15,765	16,568	17,294
少数股东权益	1,513	1,525	1,537	1,551
股本	2,405	2,405	2,405	2,405
资本公积金	38	80	80	80
留存收益	6,280	6,446	6,621	6,817
归属母公司股东权益	11,423	13,311	15,455	17,880
负债和股东权益	27,913	30,726	33,186	36,787

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	4,938	2,697	3,556	4,346
净利润	2,811	2,370	2,499	2,800
折旧摊销	1,586	1,071	1,125	1,178
财务费用	150	188	197	207
投资损失	95	0	0	0
营运资金变动	710	-975	-317	197
其它	-414	43	51	-36
投资活动现金流	-2,558	-1,949	-2,599	-2,375
资本支出	-2,426	-1,949	-2,638	-2,375
长期投资	-132	0	39	0
其他	2	5	6	7
筹资活动现金流	-410	-509	-336	1,875
短期借款	193	462	234	126
长期借款	-1,110	74	57	158
普通股增加	324	0	-22	2,124
资本公积增加	38	42	0	0
其他	145	-1,087	-605	-532
现金净增加额	1,970	239	620	3,846

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50,720	62,609	65,810	68,909
营业成本	43,771	56,428	59,303	61,849
营业税金及附加	545	626	658	689
营业费用	400	313	329	345
管理费用	1,982	1,878	1,974	2,067
财务费用	150	188	197	207
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-95	0	0	0
营业利润	3,760	3,175	3,349	3,753
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	3,760	3,175	3,349	3,753
所得税	1,051	794	837	938
净利润	2,711	2,382	2,511	2,814
少数股东损益	-99	12	13	14
归属母公司净利润	2,811	2,370	2,499	2,800
EBITDA	5,606	4,434	4,671	5,138
EPS（元）	1.17	0.99	1.04	1.16

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	81.53%	23.44%	5.11%	4.71%
营业利润	12.53%	-15.54%	5.45%	12.06%
归属母公司净利润	16.50%	-15.69%	5.45%	12.06%
获利能力				
毛利率	13.70%	9.87%	9.89%	10.25%
净利率	5.54%	3.78%	3.80%	4.06%
ROE	24.61%	17.80%	16.17%	15.66%
ROIC	17.57%	13.19%	12.32%	12.24%
偿债能力				
资产负债率	53.66%	51.31%	49.93%	47.01%
净负债比率	12.89%	11.82%	11.50%	10.86%
流动比率	1.20	1.27	1.33	1.47
速动比率	1.14	1.22	1.28	1.42
营运能力				
总资产周转率	1.82	2.04	1.98	1.87
应收帐款周转率	8.87	10.00	10.00	10.00
应付帐款周转率	36.06	30.00	30.00	30.00
每股指标(元)				
每股收益	1.17	0.99	1.04	1.16
每股经营现金	2.05	1.12	1.48	1.81
每股净资产	4.75	5.53	6.43	7.43
估值比率				
P/E	12.94	15.35	14.55	12.99
P/B	3.18	2.73	2.35	2.03
EV/EBITDA	7.40	9.36	8.93	8.16

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。