

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)

煤炭贸易量扩大拖累业绩，所得税率提高

投资要点

●前三季度净利润同比下降27%，降幅继续扩大。2012年前三季度公司实现营收517.6亿元，归属于母公司股东的净利润16.5亿元，同比分别增长34.1%、-27.1%，每股收益0.69元，摊薄净资产收益率12.2%，同比下降7.9个百分点。第三季度公司营收、归属于母公司股东的净利润同比分别增长35.5%、-51.4%，环比分别增长0.8%、-43.9%，单季度每股收益0.14元，单季度净资产收益率2.6%，降至历史最低水平。

●煤炭贸易业务增收不增利，煤价下跌成本增长，盈利能力降至历史最低。1-9月喷吹煤价下跌4%，三季度环比下降12%，1-9月无烟块煤价下跌9%，三季度环比下降3%。1-9月公司收购集团公司煤炭价格同比增长4.5%，成本增长降低毛利。同时煤炭贸易量继续扩大，增收更增加成本，继续拖累业绩。第三季度公司盈利能力降至历史最低。

●所得税率上升至33%，侵蚀利润空间。前三季度公司所得税率为32%，较上半年增加5.3个百分点，第三季度所得税率升至50%，大幅侵蚀净利。

●下调盈利预测：2012-2014年EPS为0.83、0.89、1.01元/股。公司看点在于整合矿2013年开始投产，贡献增量。集团公司原有煤矿及新整合煤矿未来存在资产注入预期，届时公司的盈利能力与盈利规模将大幅提升。下调2012-2014年煤价涨幅假设，相应下调公司盈利预测，对应2012-2014年PE为16.8、15.7、13.9倍，估值偏高。考虑到公司未来内外生成空间较大，维持“增持”评级。注意新建煤矿投产不达预期、煤价超预期下跌、成本涨幅超预期风险。

采掘

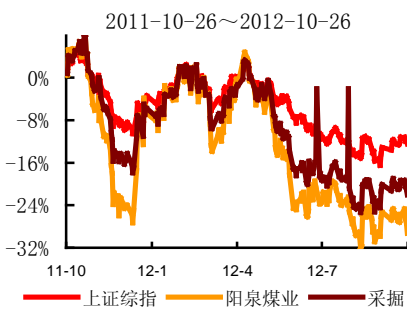
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	

市场数据

市价(元)	13.95
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)	13.22-21.71
上证指数/深证成指	2101.58/8602.80
2011年股息率	0.99%

52周相对市场表现



相关研究

- 《代销量增加、计提坏账损失、贸易业务降低盈利能力》 2012-08-17
- 《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	68784.63	69981.10	72882.32
增长率(%)	81.52	35.62	1.74	4.15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	2810.59	1998.24	2143.30	2419.25
增长率(%)	16.50	-28.90	7.26	12.88
毛利率(%)	13.70	8.65	8.81	9.16
净资产收益率(%)	24.60	15.44	14.50	14.33
EPS(元)	1.17	0.83	0.89	1.01
P/E(倍)	11.94	16.79	15.65	13.87
P/B(倍)	2.94	2.59	2.27	1.99

来源：公司年报、民族证券

正文目录

前三季度净利润同比下降 27%	3
煤炭贸易业务增收不增利 1-9 月公司盈利降幅扩大	3
煤价下降，成本刚性增长，盈利能力降至历史低点	3
所得税率上升至 32% 侵蚀利润空间	3
盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.83、0.89、1.01 元/股.....	3

图表目录

附录：财务预测表	5
----------------	---

前三季度净利润同比下降 27%

2012 年前三季度公司实现营收 517.6 亿元，归属于母公司股东的净利润 16.5 亿元，同比分别增长 34.1%、-27.1%，每股收益 0.69 元，摊薄净资产收益率 12.2%，同比下降 7.9 个百分点。

第三季度公司实现营收 181.8 亿元，归属于母公司股东的净利润 3.2 亿元，同比分别增长 35.5%、-51.4%，环比分别增长 0.8%、-43.9%，单季度每股收益 0.14 元，单季度净资产收益率 2.6%，同比大幅下降 4.2 个百分点，环比下降 2.2 个百分点。**第三季度公司净利润降至 2009 年以来最低点，净资产收益率降至历史最低水平。**

煤炭贸易业务增收不增利 1-9 月公司盈利降幅扩大

公司营收维持增长主要源于公司大规模的煤炭贸易业务，受到煤炭市场景气度下降的影响，煤炭价格下跌销售不畅，煤炭贸易业务处于盈亏边缘，对公司业绩形成拖累，因此形成增收不增利的局面。1-9 月公司净利润同比下滑 27%，与上半年同比下降 17% 的速度相比较，降幅进一步扩大。

煤价下降，成本刚性增长，盈利能力降至历史低点

从收购集团公司煤炭价格走势来看，2012 年前三个季度的平均收购价同比上涨 4.5%，导致公司营业成本中的煤炭收购成本增长较快。另外，自有煤矿的吨煤生产成本刚性增长，煤炭贸易业务中的采购成本随着贸易量的增长而增加。1-9 月营业成本同比增长 41%，远高于营收 34% 的增速。

1-9 月喷吹煤价下跌 4%。9 月底阳泉地区喷吹煤车板含税价较年初下降 25%，1-9 月喷吹煤均价同比下降 4% 左右。第三季度喷吹煤均价同比下降 13%，环比下降 12%。因此，第三季度公司煤炭开采业务盈利大幅下滑。

1-9 月无烟块煤价下跌 9%。1-9 月阳泉地区无烟中块、小块、末煤车板含税价同比分别下跌 9%、9%、3%，第三季度同比分别下跌 11%、12%、12%，环比下跌 3%、3%、11%。

成本增长，煤价下滑，导致 1-9 月毛利率仅为 9.4%，同比下降 4.5 个百分点，净利率 3.1%，第三季度毛利率为 7.8%，同比下降 5.9 个百分点，环比下降 1.3 个百分点，第三季度净利率仅 1.5%，同比下降 3.6 个百分点，环比下降 1.7 个百分点。第三季度公司盈利能力创历史最低水平。

所得税率上升至 33% 侵蚀利润空间

1-9 月公司所得税率为 32.6%，1-6 月为 27.3%。第三季度所得税率为 51%，第二季度为 31%。所得税率的提高加速公司净利润的下滑。

盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.83、0.89、1.01 元/股

公司看点：

1、2013 年整合煤矿逐步释放产能。天泰公司（持股 51%）是公司煤炭资源整合平台，在平定、翼城、蒲县、宁武地区整合的煤矿合计产能 650 万吨，占目前股份公司产量的 23%，预计 2013 年开始逐步投产，成本股份公司新的煤炭产能增长来源。

2、集团公司煤矿资产中长期存在注入预期。集团公司目前拥有老矿及新收购煤矿合计产能约 2210 万吨，占上市公司规划产能的 60%。为消除关联交易及同业竞争，未来存在注入

预期。届时，公司的盈利能力与盈利规模将大幅提高。

2012 年煤价整体下跌，2013 年供需形势仍不容乐观，我们下调 2013-2014 年煤价涨幅假设，同时对煤炭贸易业务仍不看好，下调 2012-2014 年盈利预测为 0.83、0.89、1.01 元/股，对应 2012-2014 年 PE 为 16.8、15.7、13.9 倍。

考虑到公司产能释放及资产注入预期，维持公司“增持”评级。注意新建煤矿投产不达预期、煤价超预期下跌、成本涨幅超预期风险。

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	18,097	19,399	21,949
现金	8,093	7,481	8,600	10,706
应收账款	5,716	6,878	6,998	7,288
其它应收款	57	66	67	70
预付账款	1,348	2,827	2,876	2,995
存货	804	845	858	890
其他	0	3	4	5
非流动资产	11,895	13,964	14,201	14,776
长期投资	345	345	345	345
固定资产	6,579	8,254	8,398	8,746
无形资产	4,439	4,815	4,899	5,102
其他	532	550	560	583
资产总计	27,913	32,061	33,600	36,725
流动负债	13,370	15,716	15,965	16,570
短期借款	790	1,376	1,400	1,458
应付账款	4,167	5,068	5,147	5,339
其他	8,413	9,272	9,418	9,773
非流动负债	1,607	1,788	1,820	1,895
长期借款	1,491	1,720	1,750	1,822
其他	115	69	70	73
负债合计	14,977	17,504	17,784	18,465
少数股东权益	1,513	1,436	1,353	1,260
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	6,420	6,570	6,740
归属母公司股东权益	11,423	12,940	14,784	16,881
负债和股东权益	27,913	32,006	33,547	36,668
现金流量表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	4,938	2,660	3,406	3,782
净利润	2,811	1,998	2,143	2,419
折旧摊销	1,586	1,176	1,197	1,246
财务费用	150	138	140	146
投资损失	95	0	0	0
营运资金变动	710	-557	4	96
其它	-414	-95	-78	-126
投资活动现金流	-2,558	-3,228	-3,463	-2,025
资本支出	-2,426	-3,228	-3,502	-2,025
长期投资	-132	0	39	0
其他	2	5	6	7
筹资活动现金流	-410	-44	-388	1,468
短期借款	193	586	317	82
长期借款	-1,110	228	162	102
普通股增加	324	0	-338	1,822
资本公积增加	38	42	0	0
其他	145	-901	-529	-538
现金净增加额	1,970	-612	-445	3,225

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	68,785	69,981	72,882
营业成本	43,771	62,836	63,818	66,207
营业税金及附加	545	619	630	656
营业费用	400	344	350	364
管理费用	1,982	2,064	2,099	2,186
财务费用	150	138	140	146
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	2,785	2,944	3,323
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	3,760	2,785	2,944	3,323
所得税	1,051	863	883	997
净利润	2,711	1,921	2,061	2,326
少数股东损益	-99	-77	-82	-93
归属母公司净利润	2,811	1,998	2,143	2,419
EBITDA	5,606	4,098	4,281	4,715
EPS (元)	1.17	0.83	0.89	1.01
主要财务比率				
	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	81.53%	35.62%	1.74%	4.15%
营业利润	12.53%	-25.93%	5.73%	12.88%
归属母公司净利润	16.50%	-28.90%	7.26%	12.88%
获利能力				
毛利率	13.70%	8.65%	8.81%	9.16%
净利率	5.54%	2.91%	3.06%	3.32%
ROE	24.61%	15.44%	14.50%	14.33%
ROIC	17.57%	11.22%	10.92%	11.10%
偿债能力				
资产负债率	53.66%	54.60%	52.93%	50.28%
净负债比率	12.89%	12.44%	12.08%	11.51%
流动比率	1.20	1.15	1.22	1.32
速动比率	1.14	1.10	1.16	1.27
营运能力				
总资产周转率	1.82	2.15	2.08	1.98
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	0.83	0.89	1.01
每股经营现金	2.05	1.11	1.42	1.57
每股净资产	4.75	5.38	6.15	7.02
估值比率				
P/E	11.94	16.79	15.65	13.87
P/B	2.94	2.59	2.27	1.99
EV/EBITDA	6.90	9.51	9.10	8.28

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。