



持有

13% ↓

目标价格: 人民币 7.77

原目标价格: 人民币 9.68

600348.CH

价格: 人民币 8.94

目标价格基础: 21倍13年市盈率

板块评级: 中立

阳泉煤业

贸易业务增收不增利, 拖累盈利能力, 微利经营

13年前三季度归属母公司净利润7.6亿元, 同比下降54%。每股收益0.32元, 环比下降14%。利润率大幅下降, 毛利率由9.4%下降至5.1%, 经营利润率由4.6%下滑至1.8%, 净利率由3.2%降至1.2%。第3季度净利润率只有0.6%, 净资产收益率只有0.9%。国有企业做大产值, 公司贸易业务规模继续扩张, 营业收入同比上涨19%至617亿元, 但严重拖累公司盈利能力。公司看点仍为资产注入, 但时间不确定性依然较大。基于13年21倍市盈率, 将目标价由9.68元下调至7.77元, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 13年前三季度归属于母公司净利润7.6元, 同比下降54%, 每股收益0.32元, 低于预期。其中第三季度每股收益0.05元, 环比下降14%。
- 利润率水平下降较快, 毛利率由9.4%下降至5.1%, 经营利润率由4.6%下滑至1.8%, 净利率由3.2%降至1.2%。第3季度净资产收益率由2季度的2.5%下降至0.9%。
- 尽管业务收入增长19%至617亿元, 但主要由贸易业务贡献, 煤炭业务应该是拖累收入增长的。费用控制一般, 财务费用增长70%至1.6亿元。第三季度期间费用率由2.4%上涨至3.0%。
- 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13-15年煤炭产量分别增长7%、11%、10%至3,268万吨、3,638万吨和4,013万吨。
- 公司最大的看点依然是资产注入, 但时间和方案不确定性仍很大。

评级面临的主要风险

- 煤价继续下跌;
- 成本费用控制不利。

估值

- 我们将13-15年盈利预测下调了15%、28%、13%至0.37元, 0.32元, 0.37元。基于21倍13年市盈率, 将目标价由9.68元下调至7.77元, 维持持有评级。

投资摘要

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	50,720	71,517	83,365	95,837	112,081
变动(%)	96.4	49.3	20.4	15.5	17.0
净利润(人民币百万)	2,811	2,288	899	766	895
全面摊薄每股收益(人民币)	1.17	0.95	0.37	0.32	0.37
变动(%)	16.5	(18.6)	(60.7)	(14.9)	16.9
先前预测每股收益(人民币)		0.95	0.44	0.44	0.43
调整幅度(%)		0.00	(15.0)	(27.6)	(13.4)
全面摊薄市盈率(倍)	7.6	9.4	23.9	28.1	24.0
每股现金流量(人民币)	2.06	0.70	1.25	1.21	1.34
价格/每股现金流量(倍)	4.3	12.8	7.1	7.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	6.2	15.5	18.3	0.0
每股股息(人民币)	0.20	0.29	0.11	0.10	0.11
股息率(%)	2.2	3.2	1.3	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	(38)	(3)	4	(38)
相对新华富时A50指数	(26)	2	(1)	(38)

发行股数(百万)	2,405
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	22,631
3个月日均交易额(人民币百万)	190
净负债比率(%) (2013E)	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2013年10月23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

13年1-9月净利润同比下降54%至7.6亿元，低于预期

公司13年前三季度实现归属母公司净利润7.6亿元，同比下降54%，每股收益0.32元，低于预期。得益于贸易业务的拉动，营业收入同比增长19%至617亿元，但成本增长25%，毛利润下滑36%至32亿元，营业利润大幅下滑52%至11亿元。利润率指标下降明显：经营利润率由4.6%下滑至1.8%，净利率由3.2%降至1.2%。

期间费用率由3.8%下降至2.8%，其中管理费用和销售费用各下降14%和24%分别至14亿元和2.2亿元，财务费用同比大涨70%至1.6亿元，主要是由于本期借款增加，其中长期借款增长288%至11.6亿元。由于报告期内经营性支出现金的增加，经营活动产生现金流同比下降76%至3亿元。净资产收益率由11%降至4.7%。

3季度净利润环比下滑14%至1.2亿元，盈利能力维持较低水平。

公司今年3季度实现归属母公司净利润1.2亿元，环比下降14%，每股收益0.05元。营业收入环比微涨3%至211亿元，成本相应增加3%，毛利润同比增长3%至8.9亿元，表现尚好。但3季度公司费用控制效果不佳，期间费用率由2.4%上涨至3%，除销售费用微降7%外，管理费用和财务费用各上涨38%和24%分别至5.1亿元和0.6亿元。由于费用上涨，营业利润环比下降26%至1.9亿元，由于实际所得税率由2季度的57%降至3季度的49%，净利润的跌幅小于营业利润。毛利率和净利率环比基本持平，分别为4.2%和0.6%；经营利润率微降0.3个百分点至0.9%。净资产收益率由2季度的2.5%下滑至0.9%。

图表 1.13 年3季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年1-9月	2013年1-9月	同比变动(%)
营业收入	51,758	61,702	19.2
营业成本	46,872	58,549	24.9
毛利润	4,886	3,153	(35.5)
营业税金及附加	413	288	(30.4)
销售费用	282	215	(23.8)
管理费用	1,581	1,365	(13.6)
财务费用	93	158	69.9
资产减值损失	128	75	(41.5)
投资净收益	(24)	74	410.9
营业利润	2,365	1,126	(52.4)
营业外收入	32	17	(47.1)
营业外支出	32	26	(18.6)
税前利润	2,365	1,116	(52.8)
所得税	771	420	(45.5)
少数股东损益	(58)	(62)	(6.9)
归属于母公司所有净利润	1,652	759	(54.1)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.69	0.32	(54.1)
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.54	0.13	(76.3)
毛利率(%)	9.4	5.1	
经营利润率(%)	4.6	1.8	
净利率(%)	3.2	1.2	
应收账款	3,600	4,564	27
期间费用率(%)	3.8	2.8	
净资产收益率-加权(%)	10.8	4.7	
净负债率(%)	净现金	净现金	

资料来源：公司数据

图表 2.13 年 3 季度环比业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 2 季度	2013 年 3 季度	环比变动 (%)
营业收入	20,520	21,109	2.9
营业成本	19,658	20,218	2.8
毛利润	862	891	3.4
营业税金及附加	76	94	23.9
销售费用	73	68	(6.6)
管理费用	368	509	38.4
财务费用	45	56	23.8
资产减值损失	75	0	---
投资净收益	29	25	(13.1)
营业利润	254	189	(25.6)
营业外收入	5	9	88
营业外支出	15	6	(61.9)
税前利润	244	193	(21.1)
所得税	138	94	(32.2)
少数股东损益	(31)	(19)	38.0
归属于母公司所有净利润	137	118	(13.7)
每股收益 (人民币, 元)			
基本每股收益 (元)	0.06	0.05	(13.7)
毛利率 (%)	4.2	4.2	
经营利润率 (%)	1.2	0.9	
净利润率 (%)	0.7	0.6	
期间费用率 (%)	2.4	3.0	
净资产收益率-加权 (%)	2.5	0.9	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	50,720	71,517	83,365	95,837	112,081
销售成本	(43,771)	(65,366)	(78,716)	(90,892)	(106,328)
经营费用	(2,928)	(2,867)	(3,335)	(3,833)	(4,483)
息税折旧前利润	4,021	3,284	1,314	1,112	1,270
折旧及摊销	1,406	1,864	1,710	1,986	2,278
经营利润(息税前利润)	5,606	5,328	3,204	3,279	3,731
净利息收入/(费用)	(150)	(176)	(211)	(232)	(255)
其他收益/(损失)	5,606	5,328	3,204	3,279	3,731
税前利润	3,760	3,141	1,136	912	1,048
所得税	(1,051)	(904)	(328)	(264)	(303)
少数股东权益	99	41	83	107	140
净利润	2,811	2,288	899	766	895
核心净利润	2,811	2,288	899	766	895
每股收益(人民币)	1.17	0.95	0.37	0.32	0.37
每股股息(人民币)	0.20	0.29	0.11	0.10	0.11
收入增长(%)	82	41	17	15	17
息税前利润增长(%)	13	(18)	(60)	(15)	14
息税折旧前利润增长(%)	10	(5)	(40)	2	14
每股收益增长(%)	17	(19)	(61)	(15)	17

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	3,763	3,150	1,145	922	1,057
折旧与摊销	1,586	2,045	1,710	1,987	2,280
净利息费用	150	176	211	232	255
运营资本变动	635	(2,745)	215	(12)	(72)
税金	0	0	0	1	2
其他经营现金流	(1,189)	(942)	(264)	(226)	(299)
经营活动产生的现金流	4,945	1,683	3,017	2,903	3,223
购买固定资产净值	(1,582)	(2,679)	(1,682)	(1,982)	(2,082)
投资减少/增加	(643)	(248)	(306)	(237)	(480)
其他投资现金流	67	(251)	(1,500)	(1,501)	(1,502)
投资活动产生的现金流	(2,158)	(3,177)	(3,488)	(3,719)	(4,064)
净增权益	128	172	0	(1)	(2)
净增债务	(859)	(2,059)	(1,700)	(1,100)	(1,000)
支付股息	(241)	(481)	(688)	(270)	(230)
其他融资现金流	376	1,467	2,417	2,239	2,259
融资活动产生的现金流	(595)	(900)	30	870	1,031
现金变动	2,192	(2,395)	(441)	54	191
期初现金	5,882	8,093	5,680	5,240	5,294
公司自由现金流	2,787	(1,495)	(470)	(815)	(839)
权益自由现金流	1,504	(4,005)	(1,964)	(2,106)	(2,133)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	8,093	5,684	5,240	5,294	5,485
应收帐款	7,117	9,185	12,245	12,550	14,079
库存	804	1,402	1,688	1,950	2,281
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	16,014	16,271	19,173	19,793	21,844
固定资产	6,528	7,377	7,281	8,676	9,878
无形资产	4,489	5,795	5,684	5,624	5,564
其他长期资产	877	1,237	1,224	1,226	1,228
长期资产总计	11,895	14,409	14,188	15,525	16,669
总资产	27,909	31,503	33,362	35,316	38,510
应付帐款	8,155	9,703	11,685	13,492	15,783
短期债务	1,990	1,585	1,319	1,219	1,533
其他流动负债	3,225	2,673	2,673	2,673	2,673
流动负债总计	13,370	13,960	15,677	17,384	19,989
长期借款	1,534	2,870	2,788	2,878	3,213
其他长期负债	73	91	0	0	0
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
储备	9,019	10,585	10,985	11,249	11,643
股东权益	11,424	12,990	13,390	13,654	14,048
少数股东权益	1,513	1,590	1,508	1,400	1,261
总负债及权益	27,914	31,503	33,362	35,316	38,510
每股帐面价值(人民币)	4.75	5.40	5.57	5.68	5.84
每股有形资产(人民币)	2.88	2.99	3.20	3.34	3.52
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	(0.51)	(0.47)	(0.50)	(0.31)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.1	7.5	3.8	3.4	3.3
息税前利润率(%)	7.9	4.6	1.6	1.2	1.1
税前利润率(%)	7.4	4.4	1.4	1.0	0.9
净利率(%)	5.5	3.2	1.1	0.8	0.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	26.8	18.7	6.2	4.8	5.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	7.6	9.4	23.9	28.1	24.0
市净率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	4.3	12.8	7.1	7.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	6.2	15.5	18.3	0.0
周转率					
存货周转天数	7.5	6.2	7.2	7.3	7.3
应收帐款周转天数	42.5	41.6	46.9	47.2	43.4
应付帐款周转天数	51.4	45.6	46.8	47.9	47.7
回报率					
股息支付率(%)	17.1	30.1	30.1	30.0	30.0
净资产收益率(%)	28.2	18.7	6.8	5.7	6.5
资产收益率(%)	11.6	8.0	2.9	2.3	2.5
已运用资本收益率(%)	26.6	18.5	6.9	5.8	6.5

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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