

现有煤矿产量稳定，增长还看注入

现有煤矿产量稳定

公司在产矿井包括一矿、二矿、新景矿、平舒矿、开元矿和景福矿 6 对矿井，产能合计 2965 万吨，其中除平舒矿、景福矿正在进行 90 万吨和 500 万吨改扩建外（预计 2013 年投产），其余各矿产量基本稳定。

预计 2011-2013 年煤炭产量分别为 2838 万吨、3015 万吨和 3130 万吨，年增速分别为 8.2%、6.2%和 3.8%。

表格 1：公司在产煤矿产能情况

煤矿	煤种	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2010	2011E	2012E	2013E
一矿	无烟煤	10.87	6.13	760	656	760	760	760
二矿	无烟煤	10.17	4.29	810	748	780	810	810
新景矿	无烟煤	9.91	5.81	750	625	650	750	750
平舒矿（56.31%）	贫煤	1.32	0.72	300	261	325	350	450
开元矿	贫瘦煤	3.62	1.24	300	308	300	300	300
景福矿（70%）	贫瘦煤	0.20		45	23	23	45	60
合计		36.09	18.18	2965	2621	2838	3015	3130
增速					25%	8.2%	6.2%	3.8%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

整合矿预计 2013 年投产

公司以控股子公司国阳天泰（持股 51%）为整合主体，积极参与山西省煤炭资源整合，累计整合煤炭产能 510 万吨，权益产能 390 万吨，归属于上市公司权益产能 195 万吨，目前仍处于技改过程中，预计 2013 年投产。

表格 2：国阳天泰整合矿井

煤矿	股权比例	地质储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	权益产能
翼城县河寨煤业	49%	4431	60	29.4
翼城县青洼公司	49%	4035	60	29.4
平定泰昌煤业有限公司	100%	1067	60	60
山西东升兴裕煤业有限公司	100%	4266	90	90
山西平定裕泰煤业有限公司	100%	1986	60	60
山西恒昌煤业有限公司	100%	2261	60	60
宁武榆树坡	51%	72010	120	61.2
合计		90056	510	390

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

关联交易亟待解决，整体上市是客观要求

上市公司与集团之间存在数额巨大的关联交易：2010 年，总金额为 133 亿元（该数字等于上市公司总收入的 48%），其中煤炭方面超过 90 亿元。从完善公司治理、解决关联交易的角度，集团整体上市存在客观需求。

表格 3：上市公司关联交易情况

	2007	2008	2009	2010
上市公司总收入（亿元）	102.7	170.3	200	279.4
关联交易总额（亿元）	56.2	110	130.8	133.4
关联交易占比（%）	54.72%	64.59%	65.40%	47.75%
其中：煤炭关联交易收入（亿元）	50.4	72.9	80.3	90.1
占关联交易比例（%）	89.68%	66.27%	61.39%	67.54%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司名称变更或是整体上市的某一步骤

7 月 8 日，公司名称由“山西国阳新能股份有限公司”变更为“阳泉煤业（集团）股份有限公司”。我们判断，这或许是阳煤集团整体上市工作的某一步骤。

资产注入将为公司未来增长打开空间

按照集团“五年双千亿”、“五年再造两个阳煤”的宏伟规划，到“十二五”末，集团产能将达到 1 亿吨以上，若全部注入公司，公司产能将是目前的 4 倍。

集团目前尚有在产煤矿五座：三矿、五矿、小石港矿、新元矿和寺家庄矿，产能合计 2210 万吨，其中三矿已政策性破产，但仍在生产；五矿是目前最具注入条件的矿井。

在建煤矿包括新元矿二期、元堡矿、七元矿和大石港矿，产能合计 2600 万吨。

早期整合矿井坪上矿、运裕矿、永兴矿、泰安公司，经过两年的技改均可投产，其他矿及新近整合小煤矿正在技改过程中，预计 2013 年全部投产后，整合矿将新增产能 3800 万吨。

表格 4：集团在产矿井

煤矿	煤种	产能（万吨）
三矿（政策性破产）	无烟煤	450
五矿	无烟煤	770
小石港矿	无烟煤	90
新元矿一期	无烟煤	300
寺家庄矿	无烟煤	600
合计		2210

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 5：集团在建矿井

煤矿	设计产能
新元矿二期	300
七元煤矿	800
大石港矿	1000
元堡矿	500
合计	2600

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

账上 60 亿现金对未来业绩有潜在增厚

尽管我们不确定公司未来对集团资产的收购方式究竟是多次收购还是打包收购，但由于目前公司账上有货币资金 60 亿元，资产负债率也仅为 53%，因此，现金收购的部分，对公司业绩总能起到增厚作用。假设公司可动用 40 亿元现金，以 12 倍 PE 收购集团资产，可对当前 EPS 增厚 11%。

表格 6：现金收购对 EPS 增厚的敏感性分析（不同 PE 倍数收购价格、不同现金金额）

	以 8 倍 PE 价 格收购资产	以 10 倍 PE 价格收购资 产	以 12 倍 PE 价格收购资 产	以 15 倍 PE 价格收购资 产	以 18 倍 PE 价格收购资 产
20 亿现金	8.01%	6.41%	5.34%	4.27%	3.56%
25 亿现金	10.02%	8.01%	6.68%	5.34%	4.45%
30 亿现金	12.02%	9.62%	8.01%	6.41%	5.34%
35 亿现金	14.02%	11.22%	9.35%	7.48%	6.23%
40 亿现金	16.03%	12.82%	10.68%	8.55%	7.12%

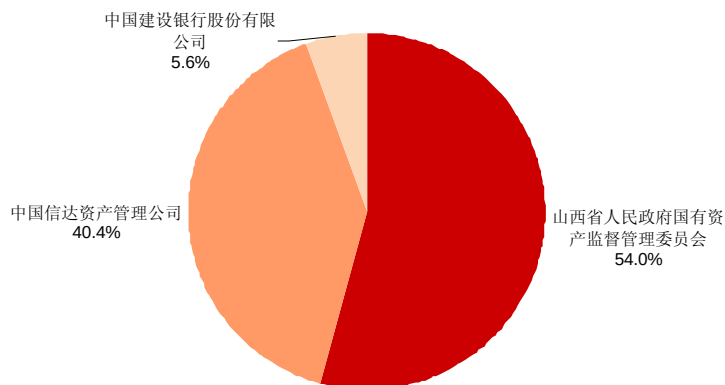
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

信达股权问题是资产注入最大障碍，但转机初现

目前集团资产注入最大的障碍是“信达股权问题”，信达股权问题的复杂性来自于其在重大事项上拥有否决权。因此我们认为在信达利益诉求未得到满足之前集团的资产注入进程会比较缓慢，而信达问题的解决方案可能是：信达以持有的集团股权置换上市公司股权，而问题的关键在于如何对价。（详见 7 月 15 日报告《煤炭上市公司信达股权问题专题研究：信达完成股份改制高管换届，煤企信达股权问题有望现转机》）

今年 5 月 27 日，信达公司新一届管理层正式上任，我们认为新管理层更有动力来推进并实现“剥离政策性业务—引进战略投资者—整体上市”这一战略，这或将为信达股权问题带来转机。

图 1：阳煤集团股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司基本面扎实：下游客户分散，对大客户依赖度低

大客户影响力逐年下降，去年对前五大客户销售收入仅占总收入 18%

公司的煤炭产品包括喷吹煤、无烟块煤和洗末煤，2010 年，喷吹煤、无烟块煤和洗末煤的洗出率分别为 11.7%，11.5%，73%，由于地质赋存条件所限，各煤种的洗出率基本维持稳定。

公司喷吹煤、无烟块煤基本以合同煤销售，其中喷吹煤主要客户为东北、华北地区钢铁企业，下水煤较少，而无烟块煤主要是集团内部销售；公司洗末煤 2/3 是重点合同煤，1/3 是市场煤，公司正积极调整销售结构，不断扩大市场煤销售比例。

由于公司煤种为无烟煤，下游客户分散，涉及电力、冶金、化工等多个行业，因此公司对大客户依赖度很低，议价能力较强。

分析发现，通过调整销售结构，公司近 3 年的客户集中度在持续下降。2008 年公司对前 5 大客户的销售收入，占总销售收入的 25% 的比例，2009 年下降为 21%，2010 年更是下降到 18%。而客户集中度的下降，给公司带来更强的议价能力。

表格 7：公司前 5 大客户占公司销售收入比例

2010 年 前 5 大客户	2010 年前 5 大 客户销售占比	2009 年 前 5 大客户	2009 年前 5 大 客户销售占比	2008 年 前 5 大客户	2008 年前 5 大 客户销售占比
华能国际电力股份有 限公司德州电厂	4%	第一名	6%	华能国际电力 股份有限公司 德州电厂	7%
山西阳光发电有限责 任公司	4%	第二名	5%	鞍钢股份有限 公司	7%
聊城国电发电有限公 司	4%	第三名	4%	山西阳光发电 有限责任公司	5%
山西煤炭进出口公司	3%	第四名	3%	河北瑞兴燃料 有限公司	3%
丰喜化肥	3%	第五名	2%	唐山钢铁股份 有限公司	3%
合计	18%	合计	21%	合计	25%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

横向比较 2010 年各家煤炭公司的年报，阳泉煤业对前 5 大客户的销售收入，仅占总销售收入 18%的比例，也位居各家上市公司前列。

表格 8：各上市公司 2010 前五大客户营业收入占合并报表收入的比重

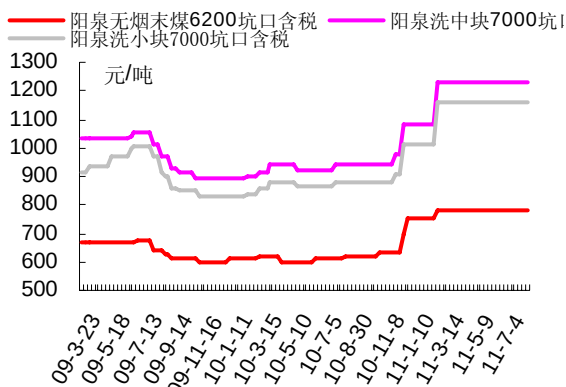
公司名称	2010 前五大客户营业收入占合并报表收入的比重
中煤能源	15%
兰花科创	18%
国阳新能	18%
平庄能源	22%
山煤国际	22%
潞安环能	22%
中国神华	24%
兖州煤业	25%
西山煤电	30%
恒源煤电	32%
上海能源	33%
平煤股份	33%
冀中能源	37%
国投新集	40%
神火股份（煤炭业务）	43%
昊华能源	49%
露天煤业	51%
煤气化	52%
盘江股份	54%
开滦股份	55%
大同煤业	71%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

二季度煤炭综合售价环比上涨 40 元/吨

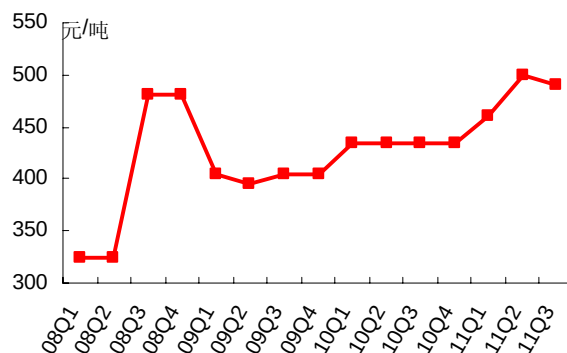
上半年，公司所在地阳泉地区煤炭价格明显上涨，其中无烟末煤价格同比增长 18%，洗中块价格同比增长 37%，喷吹煤价格同比增长 30%，另外结合二季度公司收购集团原煤价格上涨 40 元可以判断，二季度公司煤炭综合售价上涨 40 元/吨以上（从历史数据来看，除 09 年，其余年份公司煤炭综合售价均高于集团原煤收购价 40 元以上），预计二季度煤炭综合售价 550 元以上，同比增长 16%。

图 2：阳泉地区煤炭价格走势



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

图 3：上市公司收购集团原煤协议价格



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

盈利预测与关键假设

关键假设

表格 9：分煤种煤炭销量（万吨）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
洗块煤	435	470	520	546	566	580
喷粉煤	396	476	533	546	566	580
洗末煤	2737	2855	3325	3491	3620	3704
煤泥	65	152	160	166	172	176
总量	3633	3953	4538	4750	4925	5040
增速（%）		8.8%	14.8%	4.7%	3.7%	2.3%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 10：分煤种煤炭销售价格（元/吨）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
洗块煤	697	731	731	950	1026	1098
喷粉煤	920	655	836	1086	1173	1255
洗末煤	335	368	406	410	443	474
煤泥	165	216	286	300	324	347
综合售价	439	440	489	547	591	633
涨幅（%）	35.56%	0.07%	11.34%	12%	8%	7%
综合成本	334	340	376	406	439	474
涨幅（%）		2%	11%	8%	8%	8%

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 11：收购集团及代销集团子公司煤炭数量及价格

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收购集团原煤吨煤价格（元/吨）	375	415	435	490	552	593
收购量（万吨）	1525	1430	1058	1050	1050	1050
代销寿阳地区吨煤收购价格（元/吨）	450	389	485	545	589	630
代销量（万吨）	348	539	861	860	860	860

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

不考虑现金收购带来的业绩增厚，预计 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 1.31 元、1.52 元和 1.69 元，考虑到目前公司估值已回到行业中等水平，且集团资产注入将为公司增长打开广阔空间，上调公司评级至“买入”。

风险提示

A 股系统性风险；

政府强力推进节能减排、对“十二五”期间全国总用电量进行总量控制，并将用电量指标下放地方，计入政绩考核

煤炭行业研究团队简介

陈亮：煤炭行业首席分析师。2003年毕业于中国人民大学商学院。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索合成燃料公司北京代表处商务分析师。2008年进入证券研究领域，先后在平安证券、光大证券、广发证券从事煤炭行业研究，2011年加入华泰联合证券。2009年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第五名，2010年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第二名。

李洁：煤炭行业分析师。毕业于上海财经大学。2007年起在申银万国证券研究所从事煤炭行业研究，2011年加入华泰联合证券。2010年《新财富》最佳证券分析师“煤炭行业”第三名。

唐宗辰：煤炭行业分析师。北京科技大学热能与动力工程学学士，中央财经大学金融学硕士，CFA一级，2008年加入华泰联合证券研究所。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11571	15038	20479	25752	营业收入	27941	31719	34860	37648
现金	5882	9732	14197	19112	营业成本	22290	24970	27324	29461
应收账款	1238	1382	1438	1612	营业税金及附加	482	547	602	650
其他应收款	100	91	93	115	营业费用	289	372	385	429
预付账款	1258	855	1239	1172	管理费用	1325	1512	1657	1792
存货	990	860	1037	1147	财务费用	198	-50	-172	-312
其他流动资产	2102	2118	2475	2593	资产减值损失	38	0	0	0
非流动资产	10688	9873	9036	8187	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	308	308	308	308	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	5082	4676	4033	3272	营业利润	3341	4367	5064	5629
无形资产	4292	4292	4292	4292	营业外收入	36	28	32	30
其他非流动资产	1005	597	403	315	营业外支出	56	52	54	53
资产总计	22258	24910	29515	33940	利润总额	3321	4343	5042	5606
流动负债	9555	9203	10326	10909	所得税	827	1080	1254	1394
短期借款	597	636	681	638	净利润	2494	3263	3787	4212
应付账款	3579	3991	4377	4714	少数股东损益	82	107	124	138
其他流动负债	5380	4577	5268	5558	归属母公司净利润	2412	3156	3663	4074
非流动负债	2683	2663	2673	2668	EBITDA	5095	5109	5727	6174
长期借款	1221	1221	1221	1221	EPS (元)	1.00	1.31	1.52	1.69
其他非流动负债	1461	1442	1452	1447					
负债合计	12238	11867	12999	13577	主要财务比率				
少数股东权益	1492	1599	1723	1861		2010	2011E	2012E	2013E
股本	2405	2405	2405	2405	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	39.7%	13.5%	9.9%	8.0%
留存收益	3710	9040	12388	16097	营业利润	32.8%	30.7%	15.9%	11.2%
归属母公司股东权益	8529	11445	14793	18502	归属于母公司净利润	30.0%	30.8%	16.1%	11.2%
负债和股东权益	22258	24910	29515	33940	获利能力				
					毛利率(N)	20.2%	21.3%	21.6%	21.7%
现金流量表					净利率(N)	8.6%	10.0%	10.5%	10.8%
					ROE(%)	28.3%	27.6%	24.8%	22.0%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	35.8%	51.3%	67.6%	91.1%
经营活动现金流	4284	4322	4511	4938	偿债能力				
净利润	2494	3263	3787	4212	资产负债率(N)	55.0%	47.6%	44.0%	40.0%
折旧摊销	1557	792	835	857	净负债比率(N)	19.27%	17.49%	16.72%	16.22%
财务费用	198	-50	-172	-312	流动比率	1.21	1.63	1.98	2.36
投资损失	-22	0	0	0	速动比率	1.11	1.54	1.88	2.26
营运资金变动	35	289	42	173	营运能力				
其他经营现金流	22	28	19	9	总资产周转率	1.41	1.34	1.28	1.19
投资活动现金流	-1724	0	0	0	应收账款周转率	26	22	23	23
资本支出	991	0	0	0	应付账款周转率	7.30	6.60	6.53	6.48
长期投资	-776	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-1508	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.00	1.31	1.52	1.69
筹资活动现金流	-608	-472	-45	-23	每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.80	1.88	2.05
短期借款	-213	39	45	-43	每股净资产(最新摊薄)	3.55	4.76	6.15	7.69
长期借款	-1290	0	0	0	估值比率				
普通股增加	1443	0	0	0	P/E	26.76	19.03	16.40	14.75
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.57	5.64	4.36	3.49
其他筹资现金流	-548	-511	-91	20	EV/EBITDA	12	12	11	10
现金净增加额	1951	3849	4466	4915					



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn