

报告日期: 2011 年 08 月 10 日

分析师

刘斐

☎ 010- 88366060-8836

✉ lfei@cgws.com

执业证书编号: S0940510120019

投资评级: 推荐 (维持)

股本及行情数据

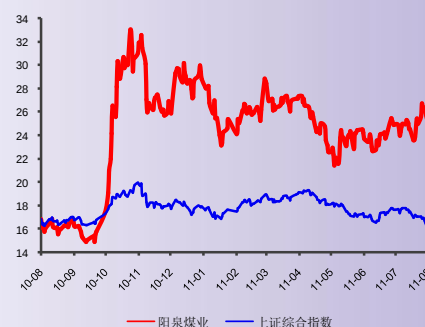
当前价格: 25.15 元

总市值 (百万元)	60485
流通市值 (百万元)	60485
股本 (百万股)	2405
流通股本 (百万股)	2405
12 个月最高/最低 (元)	34.99/14.80
十大流通股占总股本比	
大股东	阳泉煤业集团

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	50686	60141	63577
(+/- %)	81%	19%	6%
净利润(百万元)	3040	3420	3905
(+/- %)	26%	12%	14%
摊薄 EPS(元)	1.26	1.42	1.62
市盈率 (倍)	20	18	15

公司股价表现图



相关报告

基本面存在波动风险，等待集团资产注入

——阳泉煤业 (600348) 11 年中报点评

要点:

- **净利润同比增长29%。**公司上半年实现营收251.88亿,同比增长87.7%;实现归属母公司净利润15.99 亿,同比增长28.7%,EPS 0.66元。
- **自产煤小幅增长。**公司上半年自产原煤1436万吨,同比增长13%。增量主要来自扩产的景福、平舒矿业,一矿、二矿、新景矿产量稳定,预计公司全年煤炭产量2855万吨,同比增长8.9%。
- **整合矿技改进程恐慢于预期。**公司本部煤矿产量未来将保持在3000万吨左右,未来增量主要来自国阳天泰所整合的翼城、平定、宁武等地小煤矿。这7个矿井规划将在12年中期开始陆续投产,但我们了解到山西小煤矿技改进程较慢,公司技改矿投产进程可能会不达预期。
- **外购煤比例加大。**上半年公司采购集团及其子公司煤炭1115万吨,同比增长11%;其中收购集团原料煤479万。带动公司煤炭销量2557万吨,同比增长17%。其中块煤293万吨,增长25.75%;喷粉煤301万吨,同比增长18%;选末煤1862万吨,同比增长17%;煤泥销量101万吨,同比增长7.45%。预计后期外购煤比例将继续加大。
- **均价527元/吨,上涨8%。**洗末煤均价421元/吨, YoY4%;洗粉煤959元/吨, YoY15%;洗块煤817元/吨, YoY12%;煤泥342元/吨, YoY20%。预计下半年块煤、末煤价格将保持稳定,洗粉煤价格有下调风险。
- **煤销业务构成不确定性。**公司目前共有国际贸易等12个煤炭贸易公司,其中天顺等8个公司于10年成立,当年均小幅亏损。公司10年实现煤炭贸易量3090万吨,收入189亿元,净利润1亿元,吨煤净利3元。经测算11年上半年合并抵消后煤销收入约为116亿元,为10年抵消后的1倍,显示公司煤销业务已经铺开,新成立公司开始贡献业绩。但煤销业务毛利1.2%,影响公司整体毛利率由22%将至14%。测算如果煤销业务毛利率波动1个百分点,影响公司EPS0.07元左右。
- **盈利预测。**预测公司11-13年EPS 1.26、1.42、1.62元, PE20、17、15倍。目前公司的基本面存在: 12年整合矿技改进程慢于预期、煤销盈利波动、喷吹煤价格调整等风险,但考虑到信达集团债转股问题解决出现曙光,公司获得集团资产注入难题有望得到解决,当前的估值基本合理,维持公司“增持”的投资评级。
- **警惕系统性风险所带来的行业整体下跌风险。**

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

表 1: 公司煤矿产能预测

	名称			2010	2011E	2012E	2013E
煤矿产量		煤种	产能				
	一矿	无烟煤	760	656	750	750	750
	二矿	无烟煤	810	748	780	810	810
	新景矿	无烟煤	750	625	650	750	750
	开元公司	贫瘦煤	400	308	300	300	300
	景福	贫煤	150	23	50	90	120
	平舒煤业	贫煤	300	261	325	350	350
本部煤矿			3,170	2,621	2,855	3,050	3,080
国阳天泰 (51%)			510			185	510
翼城(参股)	河寨煤业(49%)	动力煤	60			30	60
	青洼公司 (49%)	动力煤	60			30	60
阳泉平定	平定泰昌煤业	贫煤	60			30	60
	山西东升兴裕煤业	贫煤	90			45	90
	山西平定裕泰煤业	贫煤	60			30	60
	山西恒昌煤业	贫煤	60			30	60
宁武	榆树坡煤矿	气、焦煤	120			50	120
合计生产原煤			3,560	2,621	2,855	3,235	3,590
同比增速				25%	9%	13%	11%
权益产量				2,500	2,698	2,967	3,090
权益产量增速				21%	8%	10%	4%
收购集团原料煤				1,058	1,000	1,950	1,950
代售集团子公司商品煤				859	1,300	1,300	1,300
煤炭销售总量 (万吨)				4,538	5,155	6,485	6,840

资料来源: 公司公告、长城证券研究所

表 2: 公司煤炭价格、销量预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
商品煤销量	4,538	5,175	6,530	6,885	6,915
其中: 洗块煤	520	592	734	734	734
洗粉煤(喷吹煤)	533	607	750	750	750
洗末煤	3,325	3,783	4,817	5,154	5,183
煤泥等	160	193	229	247	248
煤炭价格					
洗末煤	406	421	433	433	433
洗粉煤(喷吹煤)	836	959	1007	1058	1058
洗块煤	731	817	858	901	946
煤泥	286	342	342	342	342

资料来源: 公司公告、长城证券研究所

阳泉煤业盈利预测

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	20004.82	27940.63	50686.87	60140.88	63577.62
减：营业成本	15903.93	22289.97	43481.26	51723.06	54448.81
营业税金及附加	280.88	482.24	733.03	869.76	919.46
营业费用	262.59	288.84	773.28	917.51	969.94
管理费用	958.30	1325.18	1520.61	2044.79	2098.06
财务费用	90.93	197.82	12.35	-100.10	-209.94
资产减值损失	-7.07	37.73	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	22.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2515.26	3340.91	4166.34	4685.86	5351.29
加：其他非经营损益	-28.28	-19.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	2486.99	3321.02	4166.34	4685.86	5351.29
减：所得税	617.54	826.89	1041.59	1171.47	1337.82
净利润	1869.44	2494.13	3124.76	3514.40	4013.47
减：少数股东损益	13.11	81.67	83.94	94.40	107.81
归属母公司股东净利润	1856.33	2412.46	3040.82	3419.99	3905.66
每股收益 (EPS)	0.772	1.003	1.264	1.422	1.624
净资产收益率 (ROE)	31.01%	28.29%	27.37%	24.41%	22.54%
投入资本回报率 (ROIC)	38.22%	32.69%	36.21%	49.09%	70.70%
市盈率 (P/E)	32.95	25.35	20.11	17.88	15.66
市净率 (P/B)	10.22	7.17	5.51	4.37	3.53

数据来源：wind、长城证券研究所



研究员介绍:

刘斐: 经济学硕士, 3年证券从业经历, 2011年加入长城证券, 任煤炭行业分析师。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>