



王志磊

执业证书编号: S0730512040003

021-50588666-8026

wangz11@ccnew.com

营收增长主要来自其他业务增长

——阳泉煤业（600348）半年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2012年10月25日

报告关键要素:

阳泉煤业（600348）增收不增利，收入增长主要来自子公司国贸公司其他业务增加，同时国贸公司业务增加抬升公司营业成本拉低公司毛利率。未来业绩增长主要在于子公司国阳天泰对山西煤炭资源的整合。预计2012年、2013年EPS分别为0.82元、0.94元，对应的市盈率17倍、15倍，公司资产注入预期较强，维持“增持”的投资评级。

事件:

- **阳泉煤业（600348）8月9日公布半年报:** 公司前三季度实现营业收入517.58亿元，同比增长34.08%；利润总额23.65亿元，同比减少25.85%；归属于母公司所有者的净利润16.52亿元，同比减少27.13%；基本每股收益0.69元；从第三季度单季情况看，实现营业收入181.75元，同比增长35.48%；利润总额3.25亿元，同比减少51.39%；归属于母公司所有者的净利润3.25亿元，同比减少51.39%。

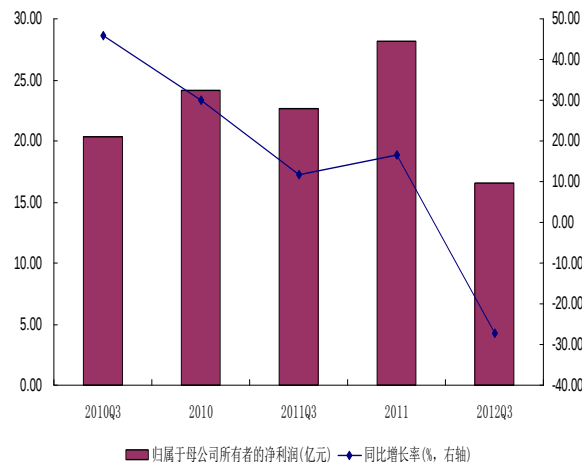
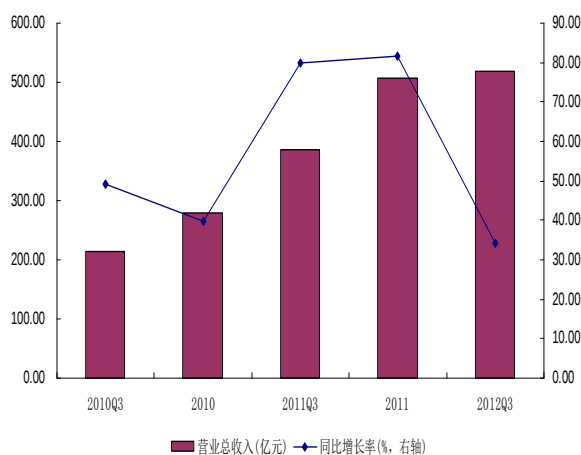
点评:

- **营收增长主要来自非煤贸易业务。** 公司子公司国际贸易公司其他业务大幅增加。国贸公司目前业务种类相对繁多，煤炭业务占比相对较少。

图表 1: 营业总收入及增速（单位：亿，%）

图表 2: 净利润及增速

（单位：亿，%）

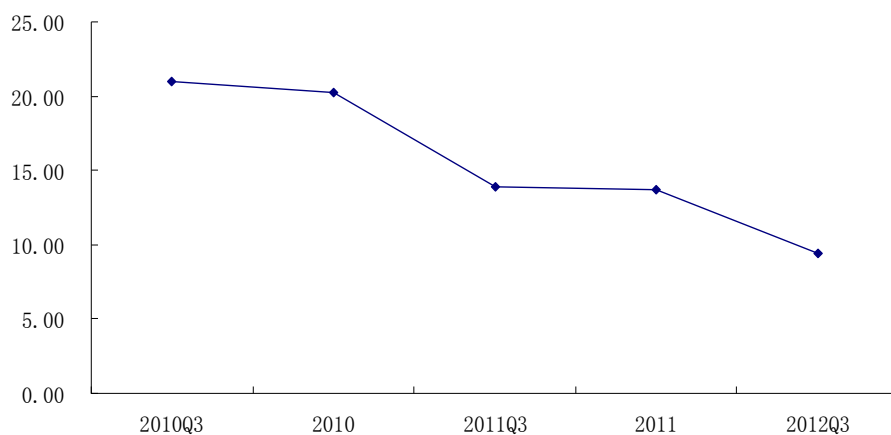


资料来源: 中原证券, 公司公告

资料来源: 中原证券, 公司公告

- **贸易业务拉低毛利率。** 公司毛利率9.44%，同比下降4.45个百分点。主要在于子公司国贸公司成本增加，这导致公司营业成本三季度同比增加了41.01%。

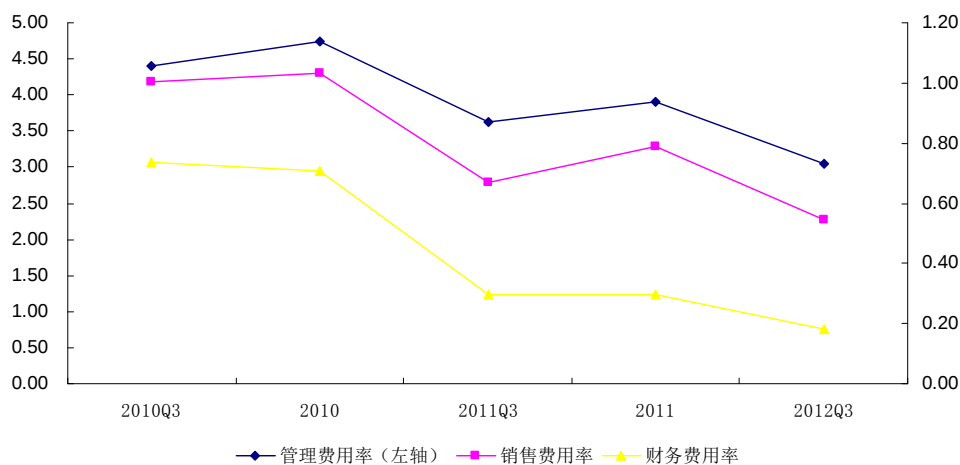
图表 3: 公司毛利率 (单位: %)



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **期间费用控制有力。**管理费用率3.78%，同比减少0.80个百分点，7月集团要求2012年管理费用较年初计划降低10%，因此公司缩减了职工薪酬。

图表 4: 期间费用率 (单位: %)



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **整合产能或在2013年后释放。**公司现有6矿，核定产能2900万吨左右。目前除景福矿正在进行改扩建外，其他矿产量基本保持平稳。公司控股子公司国阳天泰参与山西煤炭资源整合，整合的煤矿预计13年底复产，但煤质较差。

图表 5: 公司现有及整合煤矿

煤矿名称		煤种	股权比例	可采储量 (亿吨)	保有储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)
本部	一矿	无烟煤	100%	6.13	10.87	760
	二矿	无烟煤	100%	4.29	10.17	810
	新景	无烟煤	100%	5.81	9.91	750
	开元	贫瘦煤	100%	1.24	3.62	300
	平舒	贫煤	56%	0.72	1.32	300
	景福	贫瘦煤	70%		0.20	45
合计						2965
国阳天泰	翼城河寨		49%		0.44	60
	翼城清洼		49%		0.40	60
	平定泰昌		100%		0.11	60
	平定裕泰		100%		0.20	60
	东升兴裕		100%		0.43	90
	恒昌煤业		100%		0.23	60
	榆树坡		51%		7.20	120
合计						510

资料来源：中原证券，公司公告，山西煤炭信息网

- **资产注入值得期待。**公司2008年、2009年先后收购了集团公司开元矿、新景矿，有效减少了关联交易。未来新的资产收购计划也在公司的发展规划中。目前阳泉集团煤炭储量是上市公司的3倍。资产注入想象空间巨大。在山西省政府推动山西七大煤炭集团整体上市背景下，信达资产股权关系也在逐步加以解决。
- **三季度预计为公司业绩底部。**目前主要产煤省山西、内蒙等加大煤炭安全生产整顿力度，供给减少，加之宏观经济企稳，后期煤炭市场有望维稳，三季度预计为公司业绩底部。
- **给予“增持”评级。**预计2012年、2013年EPS分别为0.82元、0.94元，以10月24日收盘价14.34元计算，对应的市盈率17倍、15倍，公司资产注入预期较强，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**1. 煤炭价格下行的风险；2. 资产注入进程的不确定。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	279.41	507.20	698.11	748.02
增长比率(%)	39.67	81.53	37.64	7.15
净利润(亿元)	24.12	28.11	19.72	22.61
增长比率(%)	29.96	16.50	-29.85	14.65
基本每股收益(元)	1.00	1.17	0.82	0.94
市盈率(倍)	14	12	17	15

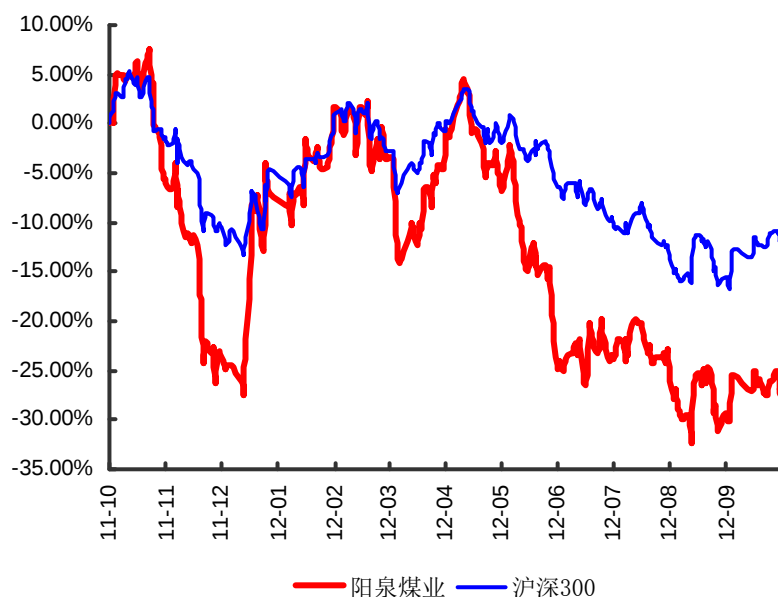
市场数据（2012年10月24日）

收盘价(元)	14.34
一年内最高/最低(元)	21.71/13.22
沪深300指数	2307.78
市净率(倍)	2.54
流通市值(亿元)	344.88

基础数据（2012年9月30日）

每股净资产(元)	5.63
每股经营现金流(元)	0.54
毛利率(%)	9.44
净资产收益率(%)	12.21
资产负债率(%)	51.70
总股本/流通股(万股)	240500/240500
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。