

阳泉煤业（600348）重大事项点评

置“旧”换“新”，优化资产布局

2015年1月5日

事项：

- 公司于2014年12月31日发布公告，公司拟以所持国贸公司100%股权置换阳煤集团所持有的部分煤电资产，换入资产包括：阳煤扬德煤层气发电51%股权、煤层气发电分公司资产和煤层气开发利用分公司资产；创日泊里煤业70%股权；阳煤集团租赁予新景矿使用的部分矿用资产。置换作价以资产评估价值为基础，上市公司尚需补足4300万元左右的差额。此次置换资产的目的主要是支持上市公司持续做大煤炭主业，剥离贸易业务板块。

评论：

- 置入资产对公司短期业绩贡献有限，信达让步使公司资本运作再进一步。**此次置换将贸易板块从上市公司剥离，由于国贸公司去年已处托管状态，上市公司仅收取承包费，剥离对公司现有盈利影响不大。置入上市公司的资产主要包括煤层气相关资产及泊里煤业，由于泊里矿尚处建设期，无法贡献利润；而煤层气业务处于微利状态（瓦斯气发电目前经济性较差，度电气源成本约0.4元，上网补贴电价0.57元），相关财政补贴仍归集团享有，且短期开发利用规模成长较慢。因此，此次置入资产对上市公司短期盈利贡献有限。此次置入资产，信达最终行使了同意权，虽然公司仍需与信达多次沟通，但此次信达让步也使公司未来的资本运作前景逐步明朗。
- 煤层气资产和泊里煤业远期盈利贡献可期。**尽管煤层气板块短期为集团内部自用，但随着清洁能源利用政策的深入推广，预计中长期公司煤层气业务销售渠道（目前正逐步推广车用燃料CNG等）及开发利用规模都将有较大的发展空间，盈利改善可期。泊里煤业未来2年有望投产，产能500万吨，相当于上市公司目前产量的1/7，达产后有望贡献净利1.5~2亿元。
- 低点优化煤炭资产布局，利好公司长期业务发展。**公司近期公告受让天泰公司49%的股权，自此天泰作为资源整合矿井的平台也变为公司全资子公司。天泰控股了4座整合矿（兴裕、泰昌、裕泰以及榆树坡），参股8座矿井，合计规划产能约为1020万吨。由于榆树坡矿产能在500万吨左右，且可产1/3焦煤，属优质煤炭资源，公司选择在低点收购股权，既可加快资源开发进度，亦可增加远期盈利水平，利好公司长期业务发展。
- 风险因素：**经济增速再度放缓，煤价持续低迷；整合矿井亏损加剧等。
- 盈利预测及评级：**鉴于此次注入资产对上市公司短期盈利影响不大，我们维持公司2014~2016年EPS预测为0.23/0.28/0.35元，对应P/E分别为38/32/26x。给予公司2015年P/B1.8x，对应目标价10.27元。维持公司“增持”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（万元）	71517	26169	20791	23478	26764
增长率 YoY%		-63.41	-20.55	12.92	13.99
净利润（万元）	2288	935	565	673	836
增长率 YoY%		-59.12	-39.60	19.20	24.14
每股收益 EPS（基本）（元）	0.95	0.39	0.23	0.28	0.35
净资产收益率 ROE%	17.61	7.28	4.30	4.91	5.79
PE	9	23	38	32	26
PB	1.64	1.66	1.62	1.55	1.48
EV/EBITDA	4.76	7.32	10.46	9.04	8.36

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2015年12月31日收盘价


增持（维持）

当前价：8.87元

目标价：10.27元

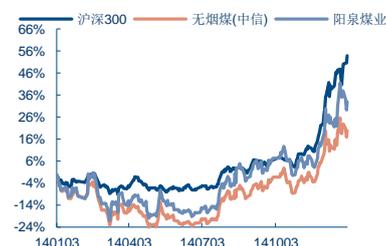
中信证券研究部

祖国鹏

电话：010-60836712

邮件：zgp@citics.com

执业证书编号：S1010512080004

相对指数表现


资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	3533.71点
总股本/流通股本	2405/2405百万股
近12月最高/最低价	9.43元/5.38元
近1月绝对涨幅	12.56%
近6月绝对涨幅	56.69%
今年以来绝对涨幅	0%
12个月日均成交额	202.04百万元

相关研究

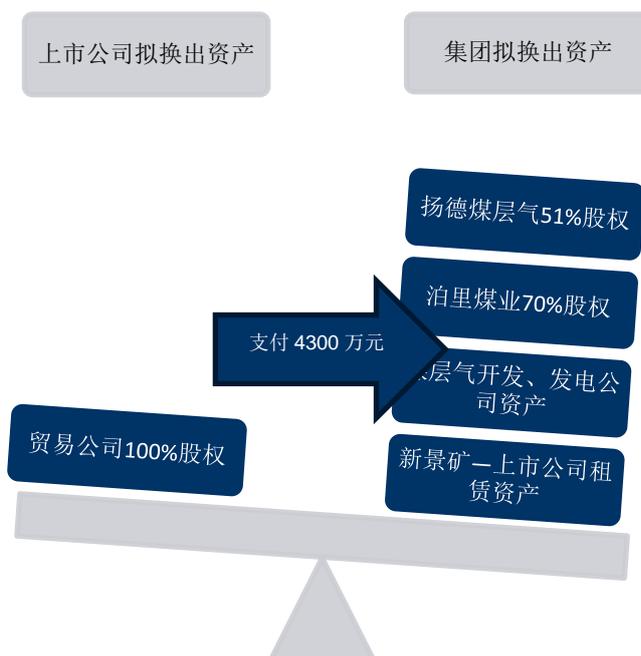
- 阳泉煤业（600348）2014年三季度报点评——一块煤销售占比下降，经营现金流有待改善(2014-10-23)
- 阳泉煤业（600348）2014年中报点评——电煤销售占比提升，吨煤成本控制有力(2014-08-08)
- 阳泉煤业（600348）2013年年报及2014年一季报点评——一季度回款情况略逊，成本费用控制继续强化(2014-04-25)
- 阳泉煤业（600348）2013年三季度报点评——盈利能力低位企稳，业绩符合预期(2013-10-24)

此次置换着眼于继续做强上市公司煤炭主业

此次资产置换，上市公司拟将贸易公司置换至集团，而集团将阳煤扬德煤层气发电 51% 股权、煤层气发电分公司资产和煤层气开发利用分公司资产；创日泊里煤业 70% 股权；阳煤集团租赁予新景矿使用的部分矿用资产。

置换作价以资产评估值为基础，阳煤集团用以置换的资产价值总计为 11.49 亿元；公司用以置换的资产价值总计为 11.06 亿元。公司与阳煤集团用以置换资产的差额部分由公司以现金补足，即上市公司需要支付 4300 万元左右的置换价差。

图 1：此次资产置换主要内容



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

从目前盈利状况看，双方拟置换的资产盈利情况大致相当，2013 年净利润为 3423 万元，2014 年前 8 月亏损 5123 万元，预计 2014 年全年能实现扭亏。

表 1：上市公司拟换入资产盈利情况 单位：万元

拟置入标的名称	营业收入	净资产	净利润	评估价值
扬德煤层气公司	4421	5878	1035	3197.59
泊里煤业		24280	-195.52	24740
煤层气开发公司		35989		43280
煤层气发电公司		15538		23676
集团租赁给上市公司新景矿资产		3742		18488

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理，相关数据以 2014 年 8 月 31 日评估基准日为准

总体而言，此次注入资产短期很难为上市公司贡献利润，但集团现有煤层气资产已全部注入上市公司，未来上市公司在清洁能源利用上将有一定的增长空间；此外，泊里煤业产能规划 500 万吨，也将为上市公司贡献 1/7 左右的增量，有助于远期业绩的增长。

煤层气开发利用补贴上市公司暂无法获得

此次置换亮点之一是上市公司将获得大量煤层气相关资产，主要包括三部分：扬德煤层气公司股权、煤层气开发公司资产以及煤层气发电公司资产。自此，集团的煤层气资产已基本进入上市公司。

由于阳煤集团煤层气开发利用基本以煤矿抽采的瓦斯气为主，并非打直井开采，且抽采煤层气的各矿井权属并未发生转移，因此双方协商煤层气开发利用的相关补贴以及碳减排所带来的收益仍为阳煤集团所有，相关增值税先征后返等税收优惠，由双方协商确定。目前煤层气开发补贴为中央政府补贴 0.20 元/方，地方政府补贴 0.05 元/方，合计 0.25 元/方。根据我们调研信息，阳泉集团煤层气业务一年采气量约为 11 亿立方米，折纯后约为 3 亿立方米。按此规模计算，增值税退税约为 3000 多万元，财政补贴接近 7000 万元，合计约 1 亿元左右，但按照置换协议，上市公司能享受的数额非常小。此外，瓦斯发电入网有优惠电价，比照脱硫标杆电价标准，度电 0.51 元，较普通火电高 0.12 元，上市公司可以享受该优惠电价。

阳煤集团煤层气开发利用时间较长，基本以利用矿井瓦斯气为主。目前管网有 520 公里，储气站 16 座，储气能力 31 立方米。产气主要服务于阳泉集团内部，用途主要是煤层气发电、居民用气，工业炉窑等热处理（氧化铝、化工等焙烧），发电，以及煤泥烘干（提高煤炭热值）。此外，公司正在拓展汽车的用气需求，盈利前景相对较好。

扬德煤层气公司：仍在扩张中的煤层气资产，以瓦斯发电为主

扬德煤层气发电公司是为建设阳泉集团寿阳县煤矿瓦斯发电项目（目前包括平舒煤矿发电项目、开元煤矿瓦斯发电项目和新元煤矿瓦斯发电项目）而设立的项目公司，成立于 2011 年 10 月。集团占比 51%，北京扬德环境工程占比 49%。虽然部分项目土地使用权仍待审批，但预计很快解决，项目目前已正式投产。

表 2：扬德煤层气建设规模

	建设规模	一期建设	一期投资
开元	16MW	10MW	0.66 亿元
平舒	40MW	30MW	1.76 亿元
新元	26MW	20MW	1.2 亿元
合计	82MW	60MW	3.84 亿元

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

公司规划建设煤层气发电 82 兆瓦，一期规划建设 60 兆瓦，正常情况下每年预计发电近 2.3 亿 kWh，年利用瓦斯气量 9000 万标立方（纯量）。但实际一期建成 55 兆瓦，主要是新元矿受制于煤矿建设进度，整体出气量少，减少 5 兆瓦装机。从公司规划角度看，预计项目稳定运行后，年实现利润 1800 万元左右，属微利状态。

煤层气开发公司：单位盈利能力有限，期待利用规模增长

煤层气开发利用分公司，负责阳泉矿区煤层气的开发利用、煤层气储存运输配销售、煤层气设施维护管理、用户管理以及向阳泉市、平定县供气。目前，煤层气已广泛用于发电、氧化铝原料焙烧、工业锅炉及空调、民用燃气、汽车燃料、工业燃料等领域。

近年来，该公司已建成投产储配站 16 座，总储配能力达 31 万立方米，建有调压站 96 座，铺设中低压管网 520 公里，年输配能力达 9 亿立方米。现有煤气用户 7 万户，大型工业用户 12 户（全部为集团内部用户），其他用户 200 户。2013 年实现供气量 6.33 亿立方米，销售收入 2.98 亿元，利润总额 1.72 亿元，争取煤层气抽采利用财政补贴 6660 万元，争取增值税退税 3340 万元，获得国际 CDM 减排收入 1810 万元。但如果剔除相关财政补贴，上市公司可享受的净利润仅在 5000~6000 万元左右。

集团目前煤层气开采约在 11 亿立方米/年的水平，折纯量在 3~4 亿方。未来规划，煤层气开采总纯量达到 38 亿立方米，利用总纯量达到 24 亿立方米，销售收入达到 69 亿元，若按照规划，未来相关资产有望达到 5 倍以上的净利润增长，远景可期。

煤层气发电公司：发电规模增长依赖于煤矿瓦斯气量

煤层气发电分公司成立于 2007 年 7 月，设计规模终期总装机容量为 90MW。其中一期运行规模 28.9 兆瓦，于 2007 年中期开始正式生产发电；二期规划装机容量为 22MW，二期工程完工后，公司发电装机将达到 50.9 兆瓦。但是具体运行规模仍需看具体矿井的出气量。按照目前技术，折纯后的一方瓦斯越发 3~4 度电，一方气成本约为 1.3 元，度电气源的成本约为 0.3~0.4 元左右，优惠上网电价目前为度电 0.57 元，再考虑人工、机组折旧及运行成本，盈利水平整体较低。

泊里煤业投产仍需 2~3 年，远景看好

泊里煤业为集团获取的煤炭资源，于 2012 年开始开发。公司矿井煤田面积 144.796km²，地质储量约 11 亿吨，矿井规划能力为 500 万吨/年，本区含煤地层自上而下共 17 层。煤层总厚度 13.66m。煤种以优质动力煤为主。预计矿井主体建设有望在 2015 年完成，但按照工程进度推算，正式投产或在 2017 年。预计达产后，该矿盈利或可超过 2 亿元，远景可期。

新景矿租赁资产：为上市公司节省成本有限

新景矿于 2010 年初注入上市公司，但部分矿井附属固定资产仍为集团所有，此次集团拟置换给上市公司的资产包括 104 项建(构)筑物和 17 项机器设备。固定资产账面净值为 3742 万元。此次置换，上市公司能获得收益即为租赁费用与相关资产后续折旧的差额，但预计该差额较小，对业绩影响不显著。

风险因素

经济增速再度放缓，煤价持续低迷；整合矿井亏损加剧等。

盈利预测及评级

鉴于此次注入资产对上市公司短期盈利影响不大，我们维持公司 2014~2016 年 EPS 预测为 0.23/0.28/0.35 元，对应 P/E 分别为 38/32/26x。给予公司 2015 年 P/B1.8x，对应目标价 10.27 元。维持公司“增持”评级。

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	71517	26169	20791	23478	26764
营业成本	68462	21896	19269	21180	23859
毛利率	4.27%	16.33%	7.32%	9.79%	10.85%
营业税金及附加	531	317	210	232	286
营业费用	443	281	172	197	244
营业费用率	0.62%	1.07%	0.83%	0.84%	0.91%
管理费用	1894	1803	932	1097	1431
管理费用率	2.65%	6.89%	4.48%	4.67%	5.35%
财务费用	176	139	-56	-35	-42
财务费用率	0.25%	0.53%	-0.27%	-0.15%	-0.16%
投资收益	86	95	28	70	64
营业利润	3141	1450	718	835	1002
营业利润率	4.39%	5.54%	3.45%	3.56%	3.74%
营业外收入	67	34	52	51	46
营业外支出	58	39	50	49	46
利润总额	3150	1445	720	838	1002
所得税	904	729	216	251	301
所得税率	28.69%	50.45%	30.00%	30.00%	30.00%
少数股东损益	-41	-219	-61	-87	-134
归属于母公司股东的净利润	2288	935	565	673	836
净利率	3.20%	3.57%	2.72%	2.87%	3.12%
每股收益(元)(摊薄)	0.95	0.39	0.23	0.28	0.35

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	3150	1445	720	838	1002
所得税支出	-904	-729	-216	-251	-301
折旧和摊销	2045	1824	1659	1827	1989
营运资金变动	2754	308	-154	364	-468
其他	-5362	-271	-415	-968	675
经营现金流	1683	2577	1593	1809	2897
资本支出	2679	3202	-2354	-2589	-2848
投资收益	86	95	28	70	64
其他	-5942	-6908	-65	-55	113
投资现金流	-3177	-3612	-2391	-2575	-2671
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1355	-893	8444	892	2011
股息支出	-688	-281	-281	-169	-202
其他	-1567	599	-8466	-503	-1143
融资现金流	-900	-576	-304	219	666
现金净增加额	-2394	-1611	-1102	-547	892

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	5684	4126	2971	2425	3317
存货	1402	254	315	341	350
应收账款	2260	1701	897	1280	1300
其他流动资产	167	28	37	49	10
流动资产	16445	10104	6748	7038	8595
固定资产	5720	5773	6005	6258	6558
长期股权投资	588	2149	2149	2149	2149
无形资产	5744	5554	5985	6458	6979
其他长期资产	3004	3556	3928	4293	4504
非流动资产	15057	17031	18067	19158	20190
资产总计	31501	27135	24815	26196	28785
短期借款	1466	517	0	0	0
应付账款	5845	4834	2537	3091	3964
其他流动负债	0	0	14	21	24
流动负债	13960	10999	8430	9315	11323
长期负债	342	912	912	912	912
其他长期负债	2619	1156	1170	1177	1180
非流动性负债	2962	2068	2082	2089	2092
负债合计	2962	2068	2082	2089	2092
股本	2405	2405	2405	2405	2405
资本公积	38	37	37	37	37
股东权益合计	12989	12848	13143	13719	14432
少数股东权益	1590	1220	1225	1230	1237
负债股东权益总计	31501	27135	24815	26196	28785

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	37.92%	-63.41%	-20.55%	12.92%	13.99%
营业利润	15.63%	-53.84%	-50.48%	16.38%	19.95%
净利润	-15.40%	-59.12%	-39.60%	19.20%	24.14%
利润率 (%)					
毛利率	4.27%	16.33%	7.32%	9.79%	10.85%
EBITMargin	4.71%	6.89%	3.49%	3.79%	4.09%
EBITDAMargin	4.74%	6.96%	3.57%	3.87%	4.16%
净利率	3.20%	3.57%	2.72%	2.87%	3.12%
回报率 (%)					
净资产收益率	17.61%	7.28%	4.30%	4.91%	5.79%
总资产收益率	7.26%	3.45%	2.28%	2.57%	2.90%
其他 (%)					
资产负债率	9.40%	7.62%	42.36%	43.53%	46.60%
所得税率	28.69%	50.45%	30.00%	30.00%	30.00%
股利支付率	30.07%	30.09%	30.00%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。