

国阳新能(600348.SH)

静待集团资产注入

——国阳新能深度价值投资分析报告

姓名：张顺
86-10-5836 2157
zhangshun@bhqz.com

核心观点：

- 短期公司内生性的产量提升来自于开元矿、平舒煤业
- 静待集团资产注入——经营改善的关键

投资要点：

● 煤炭产品多元化组合，有利于应对系统性风险

公司是无烟煤行业龙头企业之一，煤炭生产—加工—销售模式，自产连同集团生产原煤全部入洗，洗出洗块煤（15%）、喷吹煤（15%）及洗末煤（70%），分别用于化工、冶金、电力及建材等行业，其中洗块煤和喷吹煤产品市场盈利能力较强。

● 短期公司内生性的产量提升来自于开元矿、平舒煤业

08 年 4 月份向集团收购的开元矿，控股子公司平舒煤业（持股比例为 56.31%），总产能近 2000 万吨，预计开元矿 08 年产量为 300 万吨，平舒煤业产量为 50 万吨。

● 静待集团资产注入——经营改善的关键

集团与上市公司之间大额的关联交易不利于上市公司长期快速的发展，开元矿的收购开启了集团资产注入的序幕。目前上市公司代托集团三个矿，除三矿（濒临资源枯竭，面临破产境地）外，五矿、新景矿，将是优先注入的资产。

● 09 年公司业绩面临下调的风险

宏观经济景气迅速下滑，煤炭价格下调仍在继续，公司所属煤种为无烟煤、喷吹煤子行业，市场化程度较高，故而受市场波动的风险较大。

● 给以公司“买入”的投资评级

未考虑集团进一步资产注入的情况，考虑到公司现有资产的情况，以及未来产品价格可能的走势，对公司未来三年做出盈利预测，预计公司 08 年、09 年和 10 年每股收益为 1.236 元、0.899 元和 1.004 元。利用 DCF 估值，公司股价价值为 16.93 元/股。目前公司解决与集团关联交易的决心较大，这也将成为 09 年最大的投资亮点，给以公司“买入”的评级，目标价 15.0 元。

● 风险因素

市场的系统性风险，资产注入的不确定性，资源税的征收对未来盈利预测的影响。

评级：

买入

上次评级：

首次评级

目标价格：

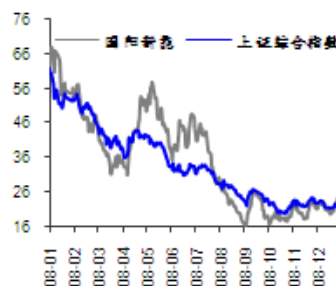
¥15.00

当前价格：

¥11.97

2008.01.21

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.190
2Q/2008	0.295
3Q/2008	0.425
4Q/2008	0.320



公司简介

国阳新能由阳泉集团作为主发起人，而设立的股份有限公司。公司主要从事煤炭与电力的生产和销售业务，作为全国最大的无烟煤产地之一，煤炭产品广泛用于电力、化工、冶金行业。

相关报告

首次评级

公司深度研究

(百万元,元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	8938	10270	13967	13396	14574
EBITDA(百万元)	1242	1223	2134	1743	1864
净利润	706	496	1180	865	965
摊薄 EPS(元)	1.47	1.03	1.23	0.899	1.00
PE(X)	8.2	11.6	9.8	13.3	11.9
EV/EBITDA(X)	3.9	4.6	5.7	6.6	5.8
PB(X)	1.8	1.6	2.5	2.4	2.1
ROIC	20.06%	12.10%	18.09%	14.46%	15.64%
总资产周转率	1.57	1.62	1.72	1.45	1.59

三大表预测

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	991	664	1397	1340	1457	营业收入	8938	10270	13967	13396	14574
应收票据	420	523	1913	1835	1996	营业成本	7239	8521	11043	10934	11900
应收账款	598	643	875	839	913	营业税金及附加	75	99	168	161	175
预付款项	125	263	269	274	280	销售费用	298	312	419	402	437
其他应收款	48	58	79	75	82	管理费用	449	578	698	670	729
存货	344	369	545	539	587	财务费用	-10	-3	47	63	30
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-10	36	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	6	投资收益	0	1	0	0	0
固定资产	3002	3569	3439	3327	3166	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	137	206	328	364	332	营业利润	897	727	1592	1167	1303
工程物资	0	12	12	12	12	营业外收支净额	-14	-6	0	0	0
无形资产	92	560	523	486	458	税前利润	883	722	1592	1167	1303
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	177	220	398	292	326
资产总计	5791	6897	9386	9098	9291	净利润	706	501	1194	875	977
短期借款	0	0	1452	676	93	归属于母公司的净利润	706	496	1180	865	965
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	6	14	11	12
应付账款	533	647	714	754	837	基本每股收益	1.47	1.03	1.23	0.90	1.00
预收款项	297	364	456	544	640	稀释每股收益	1.47	1.03	1.23	0.90	1.00
应付职工薪酬	212	106	106	106	106	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
应交税费	480	404	300	300	300	成长性					
其他应付款	532	682	682	682	682	营收增长率	24.1%	14.9%	36.0%	-4.1%	8.8%
其他流动负债	241	334	335	335	336	EBIT 增长率	1.6%	-13.4%	115.8%	-25.0%	8.4%
长期借款	0	255	270	285	295	净利润增长率	21.4%	-29.8%	138.0%	-26.7%	11.6%
负债合计	2601	3337	4858	4226	3831	盈利性					
股东权益合计	3190	3560	4528	4872	5460	销售毛利率	19.0%	17.0%	20.9%	18.4%	18.3%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	7.9%	4.8%	8.4%	6.5%	6.6%
净利润	706	501	1194	875	977	ROE	22.1%	13.9%	26.1%	17.7%	17.7%
折旧与摊销	365	464	495	513	531	ROIC	20.06%	12.10%	18.09%	14.46%	15.64%
经营活动现金流	1230	1425	-11	1697	1420	估值倍数					
投资活动现金流	-1455	-1408	-450	-400	-310	PE	8.4	12.0	10.1	13.8	12.4
融资活动现金流	-454	-344	1194	-1354	-993	P/S	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8
现金净变动	-679	-327	733	-57	118	P/B	1.87	1.68	2.63	2.45	2.18
期初现金余额	1671	991	664	1397	1340	股息收益率	4.0%	4.0%	2.6%	4.5%	3.3%
期末现金余额	991	664	1397	1340	1457	EV/EBITDA	4.0	4.8	5.9	6.8	6.0

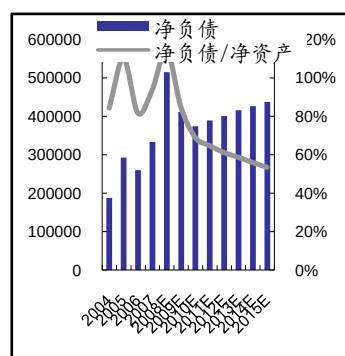
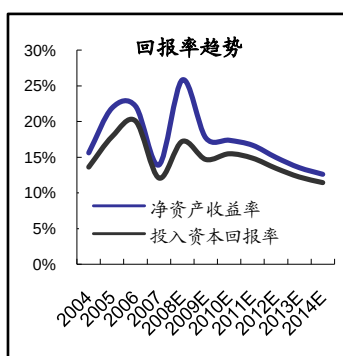
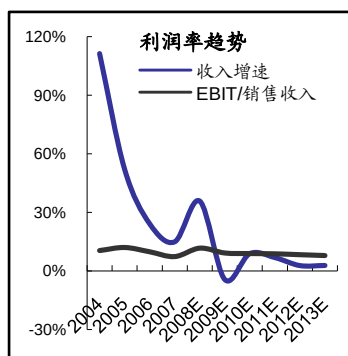
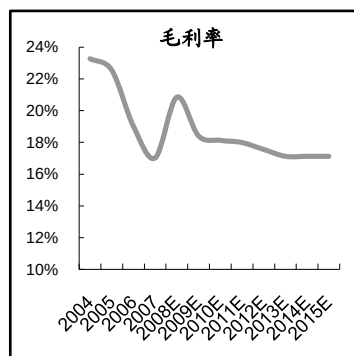
表: FCF 预测

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	75942.1	163870.3	122969.3	133320.4	135809.3	140857.9	137539.4	137539.4	137539.4	137539.4	137539.4
所得税	30.54%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	52752.2	122902.7	92227.0	99990.3	101857.0	105643.5	103154.5	103154.5	103154.5	103154.5	103154.5
营运资金净变动	-8085.6	-176702.4	24536.3	-11667.4	-9457.8	384.0	3365.7	10231.2	9814.0	9940.6	10341.4
资本支出	-64767.5	-45000.0	-40000.0	-31000.0	-21300.0	-21600.0	-21600.0	-21600.0	-21600.0	-21600.0	-21600.0
自由现金流	26288.9	-49273.7	128108.9	110395.2	125598.0	140201.3	141886.6	149903.3	150616.8	151863.7	153369.6

表: DCF-WACC 输出

WACC	9.03%	Ke	12.6%
永续增长率	2.00%	Kd	4.8%
终值	70707.3	t	25%
企业价值	1851227.1	Rf	4%
非核心资产价值	140269.2	E(Rm)	0.12
债务价值	223041.40	Rm - Rf	8%
股权价值	1628185.7	D/A	23.2%
股本	96200.00	E/A	76.8%
每股价值	16.93	Beta	1.08

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	8.44%	19.69	20.75	21.99	23.49	25.32
	8.94%	18.14	19.01	20.02	21.22	22.66
	9.44%	16.80	17.52	18.36	19.33	20.48
	9.94%	15.63	16.24	16.93	17.73	18.67
	10.44%	14.60	15.12	15.70	16.37	17.13
	10.94%	13.69	14.13	14.62	15.18	15.82
	11.44%	12.87	13.25	13.67	14.15	14.68



目 录

1. 公司简介	6
1.1 无烟煤生产龙头	6
1.2 公司股权已经实现全流通	6
2. 公司业务	6
2.1 煤炭生产——加工——销售模式	6
2.2 短期公司内生性的产量提升来自于开元矿、平舒煤业	7
2.3 公司未来业绩面临下调风险	8
2.4 静待集团资产注入——经营改善的关键	10
3. 煤炭行业进入周期性调整期	12
3.1 煤炭价格深幅调整，仍处于下降当中	12
3.2 行业下游需求“堪忧”	13
3.3 煤炭行业产能过剩显现	13
3.4 未来行业持续调整，关注公司资产注入、整合机会	14
4. 盈利预测	15
4.1 公司现有业务能力盈利预测	15
4.2 盈利敏感性分析	16
5. 估值与投资建议	16
5.1 估值	16
5.2 投资建议:	17
5.3 风险因素	19

图 目 录

图 1: 公司产品结构	7
图 2: 公司几种煤炭价格比较	7
图 3: 山西地区无烟煤价格下跌 32%，仍处于下行当中	9
图 4: 山西地区地喷吹煤价格走势	10
图 5: 国内煤炭价格大幅下跌	12
图 6: 国际煤价大幅下跌	12
图 7: 国际原油价格跌幅创近年之最	12
图 8: 煤炭库存量高居不下	12
图 9: 下游行业的增速加速放缓	13
图 9: 国阳新能的 PE-Band	17
图 10: 国阳新能的 PB-Band	17

表 目 录

表 1: 公司历年原煤收购价格及综合售价	6
表 2: 煤炭上市公司盈利能力比较	7
表 3: 公司目前矿产一览	8
表 4: 开元煤矿技术经济指标	8
表 5: 开元矿近几年财务状况	8
表 6: 公司政策性成本一览	10
表 7: 2003-2005 年阳煤集团无烟煤产品生产情况	9
表 8: 集团最近三年分产品的业务构成如下表所示	11
表 9: 阳煤集团财务简表	11
表 10: 阳煤集团潜在注入的煤矿	12
表 11: 中国煤炭产能状况预测	14
表 12: “十一五”规划大中小型煤矿占比	15
表 13: 公司关键产量价格数据假设	15
表 14: 公司 09 年煤炭销量以及喷吹煤价格对 EPS 的敏感性分析	16
表 15: DCF-WACC 估值假设条件	16
表 16: 国内 A 股煤炭上市公司估值比较	17
表 17: 美国煤炭上市公司估值比较	18
表 18: H 股煤炭上市公司估值比较	18

1. 公司简介

1.1 无烟煤生产龙头

公司地处我国六大无烟煤基地之一的山西阳泉，现有煤炭可采储量达 10 亿吨，开采年限为 80 年左右。公司主导产品为无烟煤，煤炭产品中发电用煤大约占 60%，冶金喷吹用煤约占 20%，化工用煤约占 15%，建材和其他用煤约占 5%，主要用户集中在东北、河北、山东等地。

1.2 公司股权已经实现全流通

公司曾于 2003 年 8 月发行 15000 万 A 股，募集资金 118328 万元。目前总股本为 9.62 亿股，其中，阳煤集团持股 56121.53 万股，持股占比为 58.34%，截至 08 年 12 月 29 日解禁，至此公司股权已实现全流通。

2. 公司业务

2.1 煤炭生产—→加工—→销售模式

公司主要以煤炭业务为主，含有少量电力业务。热电业务因煤炭业务而辅生，第二热电厂生产的电力主要供一矿的生产、生活使用，热力主要用于工业加热和居民取暖等，盈利能力不强。

为避免同业竞争，上市公司每年收购集团生产的煤炭，合计超过 3000 万吨，总体上拉高了公司的经营成本，使得公司的毛利率水平处于行业较低水平。

表 1: 公司历年原煤收购价格及综合售价

单价: 万吨、元/吨	2005	2006	2007	2008H1
收购集团原煤量	1576	1760	1561	739
收购集团原煤单价	220.30	268.64	277.07	319.92
综合售价	296.26	321.86	321.68	396.18

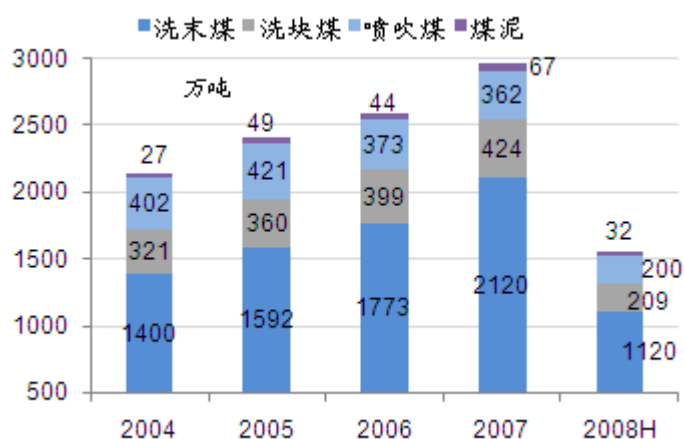
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

煤炭产品多元化组合, 有利于应对系统性风险

目前拥有 6 家洗煤厂, 煤炭全部入洗加工, 洗选后细分为洗块煤、洗粉煤(喷吹煤)、洗末煤, 洗选环节一般只收取 20 元左右的费用。其中, 洗块煤和喷吹煤产品市场盈利能力较强。

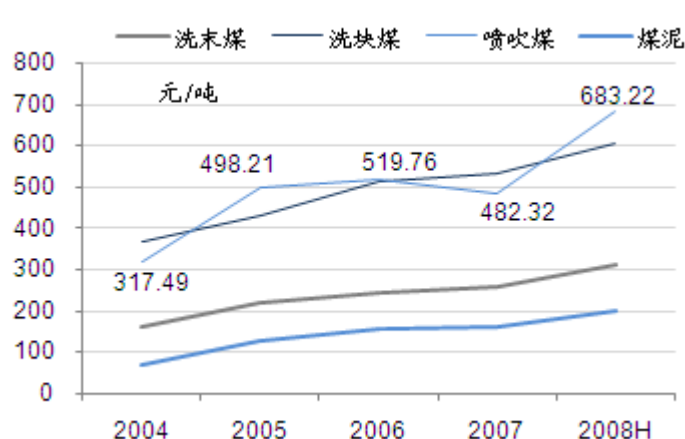
- 洗块煤主要用于化工行业, 属于煤炭市场的高端产品, 具有较高的经济价值, 售价约为一般供电厂使用的燃料用煤的 2 倍。块煤因煤质独具的天然禀赋, 特别适合于化工造气, 小块则用于冶金、机械、化工行业造气, 公司块煤成块率为 15% 左右。
- 洗粉煤即是喷吹煤, 主要用于高炉喷吹, 部分替代焦炭, 销售占比约为 15%。公司是全国无烟喷吹煤生产基地之一。
- 洗末煤主要用于发电, 具有发热量高、挥发分低和燃烧时间长等特点, 是电厂、水泥厂的主要燃料, 在销售结构中占比约为 70%。

图 1: 公司产品结构



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 2: 公司几种煤炭价格比较



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

表 2: 煤炭上市公司盈利能力比较

证券代码	证券简称	净资产收益率 (ROE)			销售毛利率			销售净利率		
		2006	2007	2008H1	2006	2007	2008H1	2006	2007	2008H1
000159.SZ	国际实业	-0.25%	10.83%	9.44%	34.34%	35.52%	48.82%	0.81%	6.91%	17.74%
000933.SZ	神火股份	23.05%	42.28%	30.74%	33.61%	26.95%	26.17%	13.24%	13.32%	14.03%
000937.SZ	金牛能源	15.50%	16.56%	20.39%	37.65%	36.62%	38.38%	12.46%	11.04%	17.87%
000983.SZ	西山煤电	19.70%	18.98%	19.75%	38.44%	40.57%	43.68%	14.47%	14.01%	23.37%
002128.SZ	露天煤业	42.59%	29.62%	17.52%	40.54%	33.66%	40.61%	20.26%	18.06%	24.18%
600123.SH	兰花科创	24.99%	20.15%	19.18%	42.98%	42.71%	47.19%	18.93%	16.58%	27.37%
600188.SH	兖州煤业	10.58%	14.45%	17.91%	44.74%	47.39%	54.54%	12.73%	16.21%	29.26%
600395.SH	盘江股份	5.89%	6.78%	10.80%	12.75%	14.42%	16.50%	3.31%	4.01%	9.23%
600508.SH	上海能源	20.07%	19.18%	18.44%	27.07%	25.90%	31.98%	10.65%	10.46%	15.50%
600971.SH	恒源煤电	17.51%	16.37%	11.05%	38.98%	33.49%	35.10%	16.91%	15.49%	17.93%
600997.SH	开滦股份	20.33%	22.23%	20.42%	35.86%	25.75%	31.41%	15.08%	11.87%	16.79%
601001.SH	大同煤业	20.21%	13.71%	17.88%	51.41%	46.04%	56.35%	13.38%	11.44%	26.72%
601088.SH	中国神华	26.62%	20.36%	10.82%	53.09%	50.41%	51.65%	29.81%	28.19%	32.52%
601666.SH	平煤股份	22.54%	19.65%	14.16%	27.22%	23.92%	30.63%	10.52%	9.97%	11.30%
601699.SH	潞安环能	33.15%	23.78%	19.17%	31.07%	29.49%	30.85%	10.64%	9.97%	12.08%
601898.SH	中煤能源	0.00%	17.97%	7.88%	40.57%	43.00%	42.97%	10.18%	14.81%	15.35%
601918.SH	国投新集	18.64%	13.34%	8.98%	34.09%	31.49%	37.79%	12.45%	11.08%	17.66%
600348.SH	国阳新能	24.36%	15.34%	13.55%	19.01%	17.02%	17.04%	7.90%	4.88%	7.11%
	平均值	19.19%	18.98%	16.00%	35.74%	33.58%	37.87%	12.98%	12.68%	18.67%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.2 短期公司内生性的产量提升来自于开元矿、平舒煤业

目前拥有一矿、二矿以及相应的选煤厂, 另外还有 08 年 4 月份向集团收购的开元矿, 控股子公司平舒煤业 (持股比例为 56.31%), 总产能近 2000 万吨, 预计开元矿 08 年产量为 300 万吨, 09 年平舒煤业产量为 50 万吨。

表 3: 公司目前矿产一览

	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定能力 (万吨)
一矿	10.87	6.13	750
二矿	10.17	4.29	810
开元矿	3.60	1.40	300
平舒煤业 (56.31%)	--	0.72	100
	装机容量 (万千瓦)	年发电量	供热
第二热电厂	1.8 (3*0.60)	9000 万 KWH	89 万 MKJ

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

开元公司总体收购价值基本合理, 为将来继续收购打下良好基础

公司于 08 年 5 月将原募集资金收购集团开元公司 100% 股权, 不足部分以自有资金补足。这为将来公司彻底解决与集团之间的关联交易打下了良好的基础。

表 4: 开元煤矿技术经济指标

煤质	瘦煤及贫瘦煤
可采储量	1.4 亿吨
产能	一期 300 万吨, 总体规划 600 万吨
采矿权	5 元/吨
股东权益账面价值	10,024.52 万元
股东权益评估价值	130,247.39 万元
增值率	1,199.29%

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

表 5: 开元矿近几年财务状况

单位: 百万元	2005年12月31日	2006年12月31日	2007年12月31日	2008年2月29日
总资产	43,222.53	55,808.65	60,791.43	78,834.39
总负债	58,316.47	38,424.47	51,965.86	68,809.87
所有者权益	-15,093.94	17,384.17	8,825.57	10,024.52
主营业务收入	27,779.60	38,265.06	50,020.98	14,911.23
主营业务成本	22,088.40	31,514.96	46,641.31	12,100.01
净利润	191.59	-1,638.67	-8,558.61	182.54

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2.3 公司未来业绩面临下调风险

公司煤种处于无烟煤和喷吹煤两个子行业, 市场化程度较高, 故而价格波动风险较大。目前受全球金融危机影响, 煤炭价格均开始下调, 未来业绩面临下调风险。

➤ 无烟煤行业

中国煤炭资源探明储量为世界第三, 其中无烟煤储量位居世界第一, 探明地质储量为 500 亿吨, 分布在山西、贵州、河南、四川、北京、宁夏等全国 20 个省市、自治区。其中山西省居首位, 占全

国无烟煤资源的 40%左右，主要集中在阳泉、晋城两个地区。

相比于整体的煤炭市场，无烟煤的储备更为集中，产业集中度也很高。全国共有六大无烟煤生产基地，分别是阳煤集团、晋煤集团、北京京西、河南永城、宁夏汝箕沟（150 万吨）和贵州织纳。其中阳煤集团的无烟煤产量最大。

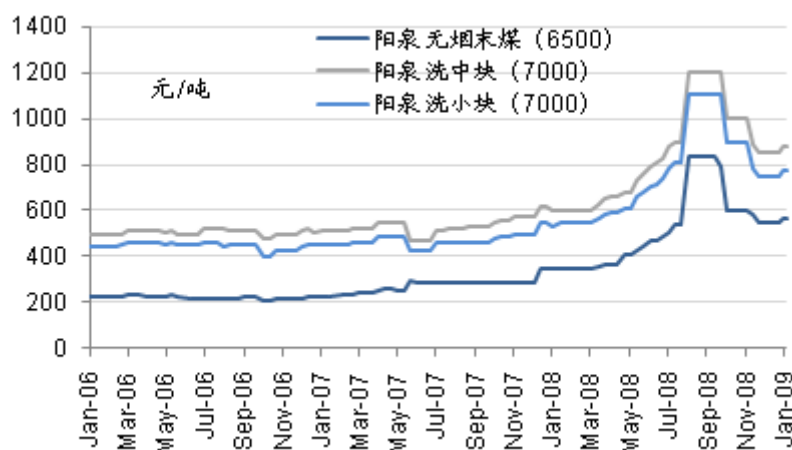
表 6：2003-2006 年阳煤集团无烟煤产品生产情况

年 份	2003	2004	2005	2006	2007
全国无烟煤产量（亿吨）	3.04	4.64	4.87	4.42	4.39
占全国原煤产量比重	17.65%	23.29%	22.09%	18.56%	17.31%
公司无烟煤产量（万吨）	2,268	2,827	3,245	3225	2848
市场份额	9.22%	10.71%	11.80%	7.30%	6.49%

资料来源：渤海证券研究所

无烟煤的需求行业主要集中在电力、冶金和化工三个行业。电力主要用于和焦煤以及其他动力煤的配比；冶金主要用于高炉喷吹；化工主要用于行业油化。无烟煤的使用比例平均约占三个行业（不包括建筑行业）总消耗煤炭的 19.66%。

图 3：山西地区无烟煤价格下跌 32%，仍处于下行当中

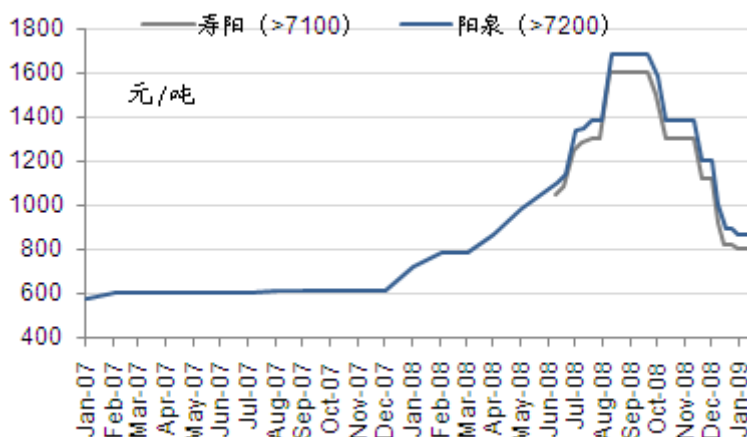


资料来源：公司公告，渤海证券研究所

➤ 喷吹煤

喷吹煤是磨细了的无烟煤粉或烟煤粉或这两者的混合煤粉，向炼钢高炉内直接喷吹，以替代焦炭起提供热量和还原剂的作用，从而降低焦比，降低生铁成本。高炉喷吹煤粉是炼钢系统结构优化的中心环节，对于缓解我国主焦煤的短缺，降低冶炼成本有重要意义，是国内外高炉炼铁技术发展的大趋势，长期来看，钢铁行业对冶金喷吹煤资源需求将呈现增长趋势。

图 4: 山西地区地喷吹煤价格走势



资料来源: 渤海证券研究所

安全费等政策性成本会计处理发生重大变更, 将显著提升公司会计利润和股东权益

同众多煤炭企业一样, 公司所面临的政策性成本有增无减, 相关政策性成本超过 80 元/吨。根据 2008 年 12 月 26 日, 财政部发布《财政部关于做好执行会计准则企业 2008 年年报工作的通知》, 以后将按照国家标准计提安全费和维简费, 但不是直接记入营业成本, 而是列支在利润表的税后利润分配项目, 在资产负债表中也从长期应付款调整到盈余公积-专项储备项目, 这将显著提高会计利润和股东权益, 但对公司的实质经营利润则没有影响。

表 7: 公司政策性成本一览

可持续发展基金	18 元/吨
矿山环境恢复治理保证金	10 元/吨
煤矿转产发展基金	5 元/吨
煤矿维简费	6 元/吨
安全生产费	35 元/吨
水资源补偿费	2 元/吨
资源税	3.2 元/吨
合计	84.2 元/吨

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2.4 静待集团资产注入——经营改善的关键

以煤炭业务为主, 逐渐趋于多元化

母公司阳泉煤业集团是山西省三大无烟煤生产商之一, 拥有煤炭资源储量 143 亿吨, 可采储量 79.68 亿吨, 煤炭产能 4000 万吨拥有 6 个生产矿, 11 对生产矿井, 电力装机容量 64 万千瓦、氧化铝产能 40 万吨、电解铝产能 12 万吨、化工产业销售规模 30 亿元、建筑建材和房地产产业销售规模 30 亿元、煤层气抽放利用规模 3.5 亿立方米。

集团的无烟煤产品分别占有 30%-60% (电力行业)、35%-70% (冶金行业)、15%-30% (化工行业) 的市场份额, 主要销售市场分布在山东、河北、京津、山西和辽宁等地, 产品销售客户主要以电力、冶金、化工等大用户为主。

阳煤集团规模虽大，但社会负担依然比较重，盈利能力不强。

表 8：集团最近三年分产品的业务构成如下表所示

分产品	2003年		2004年		2005年	
	销售收入	占比 (%)	销售收入	占比(%)	销售收入	占比(%)
煤	331,492	84.58	490,646	78.83	745,332	76.71
铝	39,075	9.97	74,467	11.97	133,361	14.21
化工	7,334	1.87	10,426	1.68	16,194	1.73
水泥	3,889	0.99	7,568	1.22	5,295	0.56
磁材	-	-	7,138	1.15	5,348	0.57
其他	10141	2.59	32,128	5.16	33,231	6.22
合计	391,931	100.00	622,373	100.00	938,761	100.00

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 9：阳煤集团财务简表

单位：万元	2005年12月31日	2004年12月31日	2003年12月31日
总资产	2,210,261	1,586,284	1,148,190
总负债	1,429,363	932,930	512,928
少数股东权益	118,019	78,132	65,888
所有者权益	662,879	575,222	569,375
利润简表			
主营业务收入	938,761	622,373	391,931
利润总额	51,616	25,166	16,100
净利润	1,233	5,676	5,024
财务比率			
流动比率 (%)	80.32%	92.24%	107.27%
速动比率 (%)	70.38%	80.84%	97.11%
利息保障倍数	7.77	4.18	3.39
资产负债率 (%)	64.67%	58.81%	44.67%
净资产收益率 (%)	0.20%	0.99%	0.88%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

静待集团资产注入——经营改善的关键

集团与上市公司之间大额的关联交易不利于上市公司长期快速的发展，开元矿的收购开启了集团资产注入的序幕。目前上市公司代为托管集团的三个矿，除三矿（濒临资源枯竭，面临破产境地）外，**五矿、新景矿，将是优先注入的资产。**

集团整体上市是未来发展趋势，集团对上市公司进行资产注入的两个诱发条件，一是股价估值合理，价值显现，二是资产相对成熟。目前，资本市场股价回落，估值具有长期优势，这有利于大股东进行资产注入而增持股份。

表 10: 阳煤集团潜在注入的煤矿

	煤矿	设计生产能力 (万吨/年)	可开采储量 (亿吨)
公司可能收购的煤矿	五矿	750	3.66
	新景矿	750	6.64
	合计	1500	10.30
集团其他煤炭资源 (不完全统计)	三矿	255	1.32
	寺家庄矿	600 (2009 年投产)	6.35
	新元矿	600 (06 年底投产)	5.85
	石港口矿	150	4.89

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3. 煤炭行业进入周期性调整期

3.1 煤炭价格深幅调整, 仍处于下降当中

宏观经济衰退, 能源价格暴跌, 国际原油价格、煤炭价格均大幅下跌, 库存高企

08 年煤炭行业经历了“水火两层天”, 上半年煤炭市场供需偏紧, 价格上涨超过 100%, 下半年, 尤其是从 8 月份开始煤炭价格开始回调, 迅速进入下跌通道, 截止到 1 月 20 日, 下跌 45% 左右。目前, 跌势渐缓, 但是仍未见底, 预计煤炭价格将回到 2007 年的水平上, 目前仍有 10 以上的跌幅。

图 5: 国内煤炭价格大幅下跌

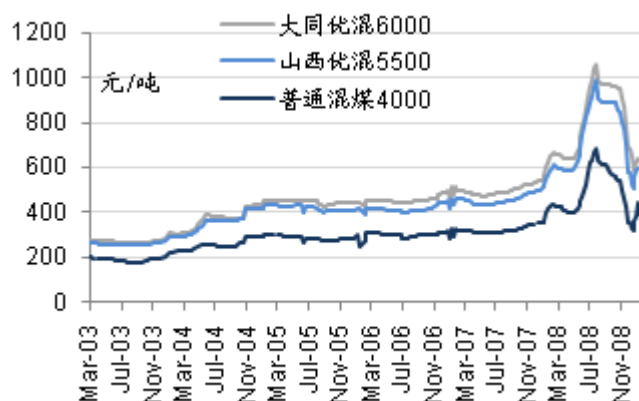
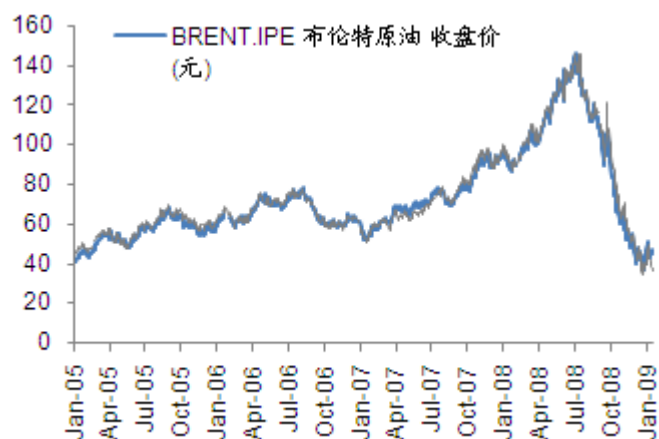


图 6: 国际煤价大幅下跌

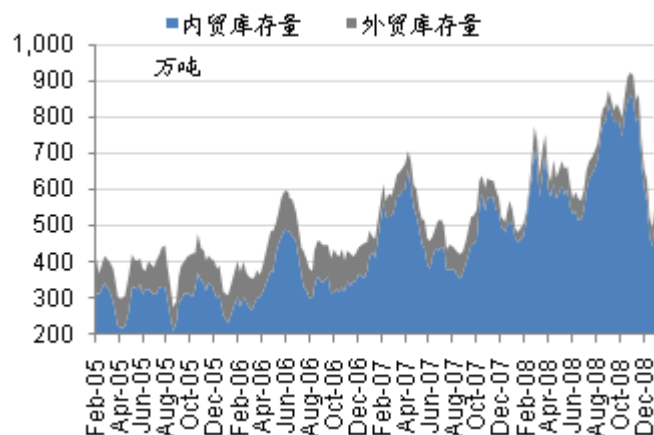


图 7: 国际原油价格跌幅创近年之最

图 8: 煤炭库存量高居不下



资料来源：渤海证券研究所

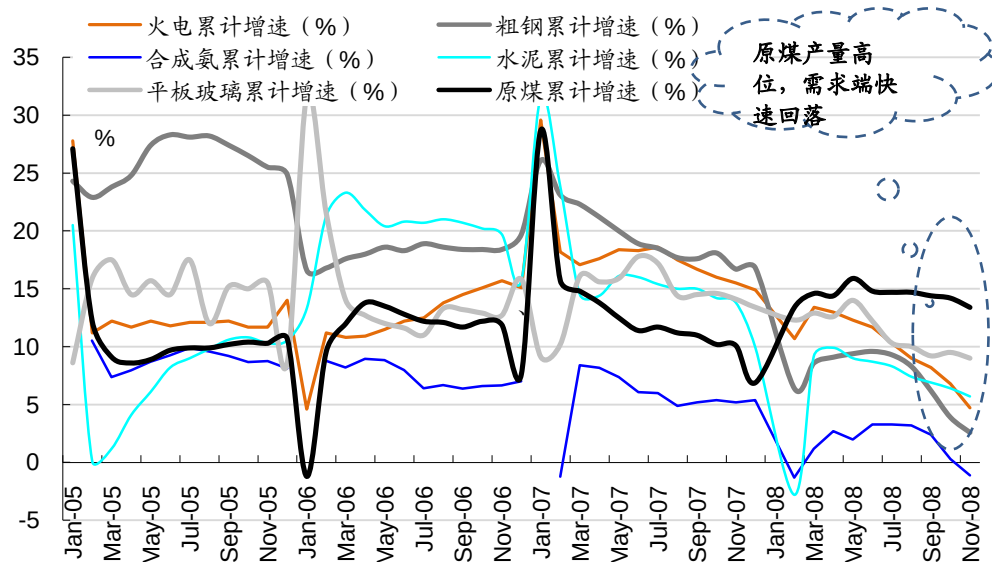


资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

3.2 行业下游需求“堪忧”

受全球金融危机的影响，宏观经济下行迅速，进入8月份，煤炭行业下游需求骤降，经济的调整随即加深。根据中国政府将采取积极的财政政策和宽松的货币政策，保经济增长成为调控主基调，加大基建投资是手段之一，预计09年将处于周期性最低谷，GDP增长率7.5%~8.0%应是增长调控区间。基于宏观经济形势，从煤炭下游四大行业，电力、钢铁、建材、化工的增速来看，下游行业高速增长期已过，未来两年将低位调整。

图9：下游行业的增速加速放缓



资料来源：渤海证券研究所

3.3 煤炭行业产能过剩显现

产能估计：09年可达达30亿吨左右

近几年，煤炭行业固定资产投资增长迅速，2002 年至 2008 年复合增长率保持在 40%以上，投资总额超过前九个“五年计划”投资额。

产能过剩显现。大量投资带动煤炭产能的增加，2007 年煤炭新增产能 2.7 亿吨，按照固定资产的投资增速，考虑 2 年左右的矿井建设周期，未来三年，即 2008-2010 年每年约有 3 亿吨以上的产能投产。

根据实际生产能力及在建生产能力，2008 年煤炭产能在 28 亿吨左右，同时考虑到国家关闭小煤窑、市场恶化，一些固定资产投资可能延迟，预计 2009 年实际可发挥生产能力的矿井产能总量达 30 亿吨/年左右，2010 年为 32 亿吨左右。

表 11：中国煤炭产能状况预测

单位：亿吨	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
年度实有产能	25.56	27.34	30.31	33.13	35
受约束产能	2.65	2.0	2.9	2.5~2.8	1.6~2.0
其中：运输瓶颈所致	1.26	0.85	1.3	1.4~1.65	0.6~0.8
其它原因所致	1.39	1.15	1.6	1.1~1.15	1~1.2
可发挥生产能力	23.8	25.9	27.9	29.2~29.8	31.5~32.1

资料来源：中国煤炭运销协会

3.4 未来行业持续调整，关注公司资产注入、整合机会

宏观经济景气迅速下滑，煤炭价格下调仍在继续、产能过剩的压力未来几年内将持续存在，这三大因素继续拖累煤炭行业。另外，政策成本重压，煤炭行业仍面临不利影响：煤炭增值税改革、资源税征收，维持对行业“中性”的评级。

整体看淡 09 年煤炭行业，行业整体系统性投资机会缺乏。行业调整期，应从下面几个方面关注煤炭行业投资：

其一，符合产业政策指导的，优势煤炭大集团的组建，行业并购性机会。如中国神华、兖州煤业（山东省煤炭大集团）、金牛能源（河北省煤炭大集团，金能集团与峰峰集团的合并重组）；

其二，目前股价较低，煤炭上市公司获得集团资产注入；

其三，市场过度反应，纠错性机会，超跌反弹。

“大集团”战略带来的行业整合、并购机会

根据《煤炭工业“十一五”规划》，提出了大集团发展的规划：促进以煤为基础，煤电、煤化、煤路等多元化发展，形成 6~8 个亿吨级和 8~10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团，煤炭产量占全国的 50%以上。但当前我国煤炭行业集中不高，2006 年行业 10 家最大煤炭企业产量只占行业总产量的 25.6%，远低于发达国家的 40%以上。

表 12: “十一五”规划大中型煤矿占比

类型	煤矿个数	煤炭产量 (亿吨)	产量占比
大型煤矿	18	14.5	56%
中型煤矿		4.5	17%
小型煤矿	10000	7	27%
合计		26	100%

数据来源: 煤炭工业“十一五”规划, 渤海证券研究所

4. 盈利预测

4.1 公司现有业务能力盈利预测

综合分析, 未考虑集团进一步资产注入的情况, 考虑到公司现有资产的情况, 以及未来产品价格可能的走势, 对公司未来三年做出盈利预测, 预计公司 08 年、09 年和 10 年每股收益为 1.266 元、10.899 元和 1.004 元 (在此我们并没有遵循最近财政部对煤炭企业安全费、维简费的会计处理)。

表 13: 公司关键产量价格数据假设

营业收入预测	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
产量 (万吨)	1285	1417	1465	1287	1400	1550	1600
增长率(%)	20.41%	10.27%	3.38%	-12.15%	8.78%	10.71%	3.23%
收购集团原煤	1346	1576	1760	1561	1600	1700	1900
销售总量	2150	2422	2589	2973	2940	2925	3150
增长率(%)	72.03%	12.65%	6.92%	14.83%	-1.11%	-0.51%	7.69%
选末煤销量	1400	1592	1773	2120	2058	2047.50	2205.00
增长率(%)	81.06%	13.71%	11.40%	19.57%	-2.92%	-0.51%	7.69%
价格	159.80	217.41	241.63	257.40	320.00	330.00	340.00
块煤销量	321	360	399	424	426.30	424.13	456.75
增长率(%)	48.20%	12.15%	10.81%	6.27%	0.54%	-0.51%	7.69%
价格	369.69	431.52	511.34	531.46	820.00	750.00	750.00
喷吹煤销量	402	421	373	362	396.90	394.88	425.25
增长率(%)	71.76%	4.73%	-11.40%	-2.95%	9.64%	-0.51%	7.69%
价格	317.49	498.21	519.76	482.32	780.00	650.00	650.00
煤泥销量	27	49	44	67	58.8	58.5	63.0
价格	67.59	129.41	159.14	159.96	200.00	200.00	180.00
发电量 (万千瓦时)	79780	81124.73	79470.28	90231.19	99254.31	102231.94	102231.94
价格	--	--	0.155	0.273	0.28	0.29	0.29
供热 (百万千焦)	224	230	299.45	258.74	420	441	441
价格	8.60	11.23	11.40	15.21	12	12	12
营业收入 (万元)	473,777.25	746,890.98	893,401.97	1,026,976.57	1,396,691.69	1,339,566.06	1,457,443.56
增长率 (%)	-	48.16%	-3.27%	-1.67%	36.00%	-4.09%	8.80%
营业成本	361,663.39	582,954.22	723,898.16	852,146.66	1,104,325.73	1,093,356.71	1,190,038.36
毛利率	23.66%	12.58%	12.13%	3.94%	20.93%	18.38%	18.35%
销售费用	23851.36	24645.48	29790.57	31241.79	41900.75	40186.98	43723.31
管理费用	32490.69	43165.44	44915.10	57756.31	69834.58	66978.30	72872.18

财务费用	2627.87	1125.74	-993.23	-332.24	4,668.88	6,276.16	3,035.08
净利润	34790.35	58165.36	70626.39	49558.82	117968.27	86469.60	96541.41
增长(%)	69.25%	67.19%	21.42%	-29.83%	138.04%	-26.70%	11.65%
每股收益	0.723	1.209	1.468	1.030	1.226	0.899	1.004
每股现金红利	0.32	0.3	0.5	0.655	0.47	0.55	0.40

资料来源：渤海证券研究所

4.2 盈利敏感性分析

以公司 09 年煤炭销量和喷吹煤价格（我们认为价格波动相对末煤、块煤要高）对 09 年 EPS 做敏感性分析。

表 14：公司 09 年煤炭销量以及喷吹煤价格对 EPS 的敏感性分析

销量	-5.00%	-2.50%	0	2.50%	5.00%
喷吹煤价格					
-10.00%	0.795	0.816	0.838	0.860	0.905
-5.00%	0.824	0.846	0.869	0.891	0.937
0	0.852	0.876	0.899	0.922	0.970
5.00%	0.881	0.905	0.929	0.953	1.002
10.00%	0.910	0.935	0.960	0.984	1.035

资料来源：渤海证券研究所

5. 估值与投资建议

5.1 估值

绝对估值

利用现金流折现法 DCF-WACC，从企业价值角度，计算出公司股价的内涵价值为 16.93 元/股。

表 15：DCF-WACC 估值假设条件

WACC	9.03%	Ke	12.6%
永续增长率	2.00%	Kd	4.8%
终值	70707.3	t	25%
企业价值	1851227.1	Rf	4%
非核心资产价值	140269.2	E(Rm)	0.12
债务价值	223041.40	Rm - Rf	8.0%
股权价值	1628185.7	D/A	23.2%
股本	96200.00	E/A	76.8%
每股价值	16.93	Beta	1.08

资料来源：渤海证券研究所

相对估值——处于历史低位，已反映了悲观预期

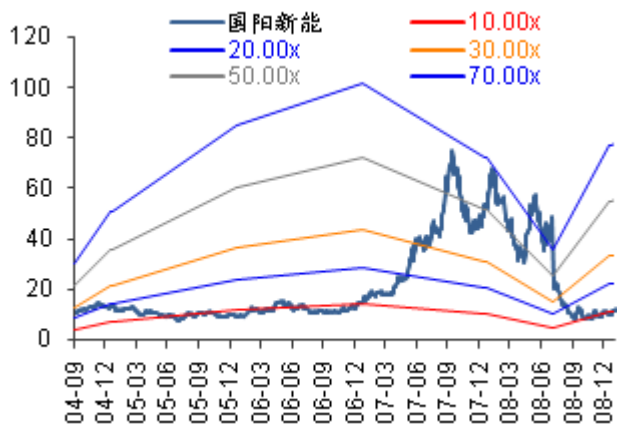
宏观经济基本面调整，影响了煤炭行业下游的需求，煤炭价格仍处于下行当中。目前，整个煤炭行

业的估值处于低位，行业平均市盈率为 12(X)左右，股价基本反映了煤炭价格下降与 09 年业绩下滑的预期，投资价值显现。但从行业运营来看，仍会在低位盘整一段时间。

受全球金融危机影响，国外煤炭公司（以美国、澳大利亚煤炭上市公司为例）以及 H 股煤炭公司估值都很低，处于历史低位。

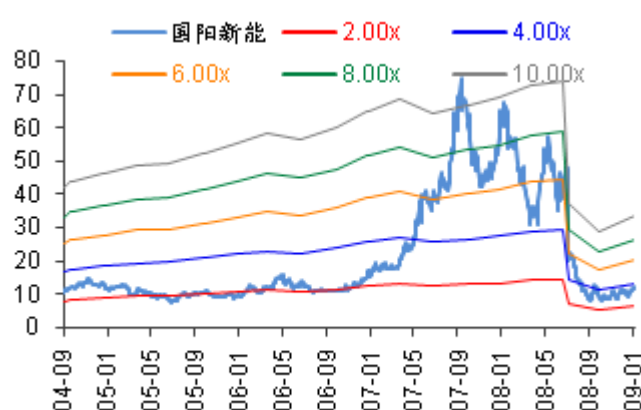
公司目前的估值已经不高，处于历史上的较低水平，目前对应 09 年市盈率为 13(X)左右，市净率为 4.1(X)（未考虑公司的资源价值）。

图 10: 国阳新能的 PE-Band



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 11: 国阳新能的 PB-Band



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

考虑到未来国阳新能资产注入的预期较为明确，这将大大改善公司的盈利能力，利于公司的长远发展，目前公司解决与集团关联交易的决心较大，这也将成为 09 年最大的投资亮点，综合考虑给以公司目标价 15.0 元。

5.2 投资建议:

考虑到公司潜在的资产注入预期，给以公司“买入”的评级，我们将密切关注集团的资产注入进程。

与此同时，公司一直维持较高的股息收益率。上市以来一直保持着较高的分红比例，年均分红率超过 40%。

表 16: 国内 A 股煤炭上市公司估值比较

2009-1-16	证券简称	价格	P/E			EPS			PB	EV/EBIDA
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		
000933.SZ	神火股份	16.09	5.96	5.35	4.52	2.701	3.006	3.557	2.72	6.29
000937.SZ	金牛能源	18.60	8.33	6.54	5.70	2.232	2.844	3.264	2.67	12.34
000968.SZ	煤气化	10.96	6.95	6.40	6.41	1.577	1.714	1.709	2.24	10.00
600123.SH	兰花科创	15.50	7.65	6.70	6.25	2.027	2.312	2.480	2.43	7.97
000835.SZ	四川圣达	7.05	8.98	5.65	2.87	0.785	1.248	2.458	4.10	9.06
600508.SH	上海能源	10.15	6.51	6.10	5.84	1.559	1.664	1.737	1.98	5.30
002128.SZ	露天煤业	11.15	13.66	12.14	11.24	0.816	0.918	0.992	3.96	12.72
600971.SH	恒源煤电	14.80	10.53	8.55	8.46	1.406	1.731	1.750	2.05	6.69
601666.SH	平煤股份	16.15	7.46	6.22	5.85	2.166	2.596	2.761	2.32	4.97

601699.SH	潞安环能	16.82	9.06	8.92	7.76	1.856	1.886	2.168	3.54	7.07
601918.SH	国投新集	7.55	16.28	13.02	9.79	0.464	0.580	0.771	2.80	13.31
000159.SZ	国际实业	9.77	14.07	9.50	5.67	0.695	1.028	1.722	2.10	15.68
601088.SH	中国神华	19.19	12.98	10.76	9.57	1.478	1.784	2.005	2.76	8.48
601898.SH	中煤能源	7.45	12.84	9.80	7.60	0.580	0.760	0.980	1.65	6.49
600188.SH	兖州煤业	9.68	6.54	6.09	5.50	1.480	1.590	1.760	1.88	5.79
000983.SZ	西山煤电	14.13	10.25	13.61	10.47	1.378	1.038	1.350	4.26	15.06
600997.SH	开滦股份	14.05	7.28	9.69	10.04	1.930	1.450	1.400	1.98	9.00
600395.SH	盘江股份	13.07	7.38	10.29	9.75	1.770	1.270	1.340	4.26	4.78
601001.SH	大同煤业	14.09	7.42	13.81	12.25	1.900	1.020	1.150	2.35	6.29
600348.SH	国阳新能	12.40	10.11	13.79	12.35	1.226	0.899	1.004	4.16	8.89
平均值			9.51	9.15	7.89				2.74	8.80

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 17: 美国煤炭上市公司估值比较

09-1-16 USA(USD)	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
PEABODY	23.77	7.39	6.23	5.54	1.97	1.54	1.28	5.28	4.58	4.13
WALTER INDUSTRIES	19.61	4.28	2.83	4.63	1.77	1.97	1.40	6.00	3.95	5.87
ARCH COAL	16.51	6.97	3.94	3.99	1.32	1.05	0.91	4.89	3.31	3.28
MASSEY ENERGY	13.85	4.19	3.07	3.42	1.11	0.86	0.71	2.99	1.98	2.04
PATRIOT COAL	5.7	-4.72	2.96	3.83	0.53	0.40	0.35	14.61	1.88	1.60
INTERNATIONAL COAL	2.53	-79.06	8.78	5.62	0.66	0.64	0.63	6.14	3.69	3.06
CONSOL ENERGY	26.38	12.63	4.97	4.68	3.04	2.06	1.61	5.50	3.03	2.84
ALPHA NATURAL RESOURCES	16.6	5.92	2.51	5.03	1.55	1.00	0.90	2.50	1.26	2.00
FOUNDATION COAL	15.42	220.29	5.15	4.46	2.32	1.67	1.48	4.61	2.75	2.49
PENN VIRGINIA RESOURCES	13.15	7.85	6.69	7.08	1.33	1.37	1.33	6.10	5.18	4.86
AVERAGE		18.57	4.71	4.83	1.56	1.26	1.06	5.86	3.16	3.22
AUSTRILIA(AUD)										
RIO TINTO	38.35	3.10	4.70	4.26	0.93	0.83	0.73	2.93	4.05	3.85
BHP BILLITON	29.88	9.45	7.17	8.97	3.88	2.39	2.09	5.34	4.13	5.02
MACARTHUR COAL	3.09	9.69	4.45	4.13	1.23	0.86	0.76	6.38	2.91	2.77
FELIX RESOURCES	8.52	13.65	4.54	8.24	3.11	2.17	1.92	8.17	2.82	4.85
CENTENNIAL COAL	2.41	11.93	4.58	5.17	1.52	1.23	1.08	4.84	2.71	2.90
WHITEHAVEN COAL	1.69	25.22	4.57	10.90	1.46	0.94	0.85	12.27	2.86	5.59
COAL & ALLIED INDUSTRIES	80.04	7.74	7.53	8.67	4.96	3.66	3.24	5.06	5.10	5.72
GLOUCESTER COAL LTD	3.40	11.89	2.50	3.29	3.13	1.66	1.31	7.12	1.80	2.26
AVERAGE		11.58	5.00	6.70	2.53	1.72	1.50	6.51	3.30	4.12

资料来源: Bloomberg

表 18: H 股煤炭上市公司估值比较

09-1-16 H 股 (HKD)	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA			EPS		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E

中国神华（1088）	15.42	9.51	8.79	8.29	1.79	1.55	1.35	7.43	6.82	6.37	1.62	1.75	1.86
中煤能源（1898）	5.53	6.90	7.04	6.43	1.05	0.94	0.85	4.02	3.86	3.55	0.80	0.79	0.86
兖州煤业（1171）	5.35	2.92	4.28	4.52	0.85	0.77	0.69	2.37	3.35	3.54	1.83	1.25	1.18
平均值		6.44	6.71	6.41	1.23	1.09	0.97	4.61	4.68	4.49			

资料来源：Bloomberg

5.3 风险因素

1. 市场的系统性风险
2. 资源税的征收对未来盈利预测的影响

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司 研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2157	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808
债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 1851	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn