

煤炭开采Ⅲ



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

国阳新能（600348）

机会在于冶金煤提价和资产注入

--国阳新能调研简报

推荐（维持）

市场数据

报告日期	2009-8-3
收盘价(元)	43.77
52周最高/最低(元)	46.35/8.11
总股本(百万股)	962.00
流通股本(百万股)	962.00
总市值(百万元)	42106.74
流通市值(百万元)	42106.74
每股净资产(元)	5.15

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	17033	18120	20995	24083
同比增长(%)	58.1%	6.4%	15.9%	14.7%
净利润(百万元)	1455	1883	2094	2307
同比增长(%)	83.8%	29.5%	11.2%	10.2%
毛利率(%)	22.8%	24.2%	23.5%	22.8%
净利率(%)	8.5%	10.4%	10.0%	9.6%
每股收益(元)	1.51	1.96	2.18	2.40
每股经营现金流(元)	3.74	2.49	3.13	3.45

股价走势



相关报告

《国阳新能-稳定增长 关注资产注入机会》2009-4-20

投资要点

我们于近日拜访了国阳新能，了解其最新经营情况。主要内容如下：

- **产量稳中有增。**目前，国阳新能可采储量 12.53 亿吨，总核定产能 1965 万吨，权益可采储量 12.41 亿吨，权益产能 1921 万吨。其中，一矿（750 万吨，100%）和二矿（810 万吨，100%）主要生产无烟煤，产能相对稳定；其它煤矿以动力煤为主，开元煤矿（300 万吨，100%）已达核定产能，但其控股 70% 的景福煤业（15 万吨）2010 年改扩建至 90 万吨；平舒煤业旗下的温家庄矿（90 万吨，56.31%）2008 年产量达到 167 万吨，2010 年有望达到 300 万吨，2012 年改扩建提升至 500 万吨。
- **综合煤价上涨约 50 元/吨。**1-5 月，国阳新能综合煤炭价格约 440 元/吨，同比上涨 50 元/吨。目前，国阳新能块煤价格为 750 元/吨，喷吹煤价格继续维持四季度 680 元/吨的水平，仍然低于 2008 年 920 元/吨的水平；洗末煤价格 376 元/吨，高于 2008 年 335 元/吨约 41 元/吨。
- **原煤采购价更为公允。**国阳向集团的原煤采购价由 1 年 1 次调整 1 季 1 次，此举令关联交易更为公允。一季度和二季度原煤采购价分别为 405 元/吨和 395 元/吨，三季度上调为 405 元，预计 09 年采购价 405 元/吨。
- **原煤采购量有所增加。**阳煤集团 2008 年原煤产量为 3729 万吨，国阳自产原煤 1774 万吨，另从阳煤集团采购原煤 1873 万吨，占集团原煤产量的 98%。预计 2009 年国阳新能将向集团采购原煤 2000 万吨左右，煤炭增量主要来自于新元矿（300 万吨，100%）。

- **内生增长取决于喷吹煤价格。**就目前而言，在下游需求相对稳定的前提下，国阳新能化工煤和动力煤价格基本稳定，因其产品结构调整空间不大，其业绩弹性更多体现于喷吹煤。钢铁产量创新高导致焦煤提价预期强烈，我们判断作为替代性煤种的喷吹煤价格上涨将是大概率事件，预计价格涨幅在 100 元/吨左右。
- **喷吹煤涨价增厚 EPS 约 0.20 元。**国阳新能 2008 年喷吹煤产量为 396 万吨，由于新增矿井中多以动力煤为主，我们预计未来 3 年喷吹煤产量加重有增长，在 430-450 万吨左右，若以最大产量 450 万吨测算，在喷吹煤提价 100 元/吨背景下，则净利润增加 33750 万元。由于近 50% 的原煤购自集团，故集团将通过提价分享此收益。基于此，我们认为，喷吹煤提价 100 元/吨，可增加国阳新能净利润 20000 万元，合每股收益 0.2 元。
- **外延式扩张动力十足。**阳煤集团与国阳新能之间的巨额关联交易（2008 年关联交易额为 728768 万元，相当于销售收入的 43%）历来备受争议，未来资产注入预期强烈。目前，阳煤集团拥有原煤产能 4400 万吨/年，并拟于 5 年内煤炭产能达到 1 亿吨以上，宏伟的扩张规划和庞大的资金需求令国阳新能的融资平台的重要性不言而喻。此外，山西省拟于 2015 年实现阳煤集团等五大煤炭集团的整体上市，客观上也有利于国阳新能通过外延式扩张实现成长。
- **最新动态：14 亿元公司债获批。**国阳新能发行不超过 14 亿元公司债方案已于 8 月 4 日获得中国证监会的同意，并将在 6 个月内发行。我们认为，国阳新能通过发行公司债募集的资金拟用于补充流动资金，但不排除利用公司债+现金等方式收购集团的新景矿（500 万吨，100%），若收购成功，则自有煤矿产能增长近 30%，并且还可优化产品结构，预计可增厚业绩 30% 左右。
- **维持评级：推荐。**预计国阳新能 2009-2011 年每股收益分别为 1.96 元、2.18 元和 2.40 元，基于阳煤集团未来资产注入预期较强，且冶金煤在钢铁行业产量价格走高背景下提价预期强烈，故继续维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4212	5419	7425	10096
货币资金	2227	2913	4516	6752
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	853	978	1134	1300
其他应收款	59	72	84	96
存货	315	412	482	558
非流动资产	6451	6945	7005	6684
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	6	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5338	5613	5623	5331
在建工程	119	261	281	240
油气资产	0	0	0	0
无形资产	781	851	891	901
资产总计	10663	12364	14430	16781
流动负债	4703	4876	5184	5553
短期借款	500	500	500	500
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1416	1374	1606	1858
其他	2787	3002	3079	3194
非流动负债	964	964	964	964
长期借款	264	264	264	264
其他	700	700	700	700
负债合计	5667	5839	6148	6516
股本	962	962	962	962
资本公积	19	19	19	19
未分配利润	1812	3074	4526	6169
少数股东权益	372	451	547	655
股东权益合计	4996	6525	8282	10264
负债及权益合计	10663	12364	14430	16781

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1455	1883	2094	2307
折旧和摊销	762	807	940	1052
资产减值准备	12	25	20	22
无形资产摊销	20	20	20	20
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	56	-12	-38	-81
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	62	78	96	108
营运资金的变动	-1058	378	114	88
经营活动产生现金流量	3838	2391	3008	3318
投资活动产生现金流量	-1911	-1285	-1010	-730
融资活动产生现金流量	-720	-421	-395	-352
现金净变动	1207	686	1603	2237
现金的期初余额	664	2227	2913	4516
现金的期末余额	1871	2913	4516	6752

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17033	18120	20995	24083
营业成本	13153	13741	16055	18583
营业税金及附加	206	217	252	289
销售费用	380	362	420	482
管理费用	1140	1196	1386	1589
财务费用	56	-12	-38	-81
资产减值损失	144	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	1956	2615	2920	3220
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	45	0	0	0
利润总额	1915	2615	2920	3220
所得税	399	654	730	805
净利润	1516	1961	2190	2415
少数股东损益	62	78	96	108
归属母公司净利	1455	1883	2094	2307
EPS (元)	1.51	1.96	2.18	2.40

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	58.1%	6.4%	15.9%	14.7%
营业利润增长率	69.1%	33.7%	11.7%	10.3%
净利润增长率	83.8%	29.5%	11.2%	10.2%
盈利能力(%)				
毛利率	22.8%	24.2%	23.5%	22.8%
净利率	8.5%	10.4%	10.0%	9.6%
ROE	31.5%	31.0%	27.1%	24.0%

偿债能力(%)

资产负债率	53.1%	47.2%	42.6%	38.8%
流动比率	0.90	1.11	1.43	1.82
速动比率	0.83	1.03	1.34	1.72

营运能力(次)

资产周转率	1.9	1.6	1.6	1.5
应收帐款周转率	20.8	17.9	17.9	17.8

每股资料 (元)

每股收益	1.51	1.96	2.18	2.40
每股经营现金	3.74	2.49	3.13	3.45
每股净资产	4.81	6.31	8.04	9.99

估值比率 (倍)

PE	28.6	22.1	19.9	18.0
PB	9.0	6.9	5.4	4.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戔

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。