

研究员：
田加伟
煤炭行业
(8621)64718888-1117

国阳新能（600348）

——量价逆势增长 业绩超越预期

投资要点：

- ◆ **上半年每股收益 0.91 元，超越市场预期。**1-6 月份公司实现营业收入 92.9 亿元，归属于母公司所有者的净利润 8.76 亿元，分别同比增长 31.95% 和 80.94%。公司每股收益 0.91 元，净资产收益率 17.62%，同比提高 7.6 个百分点，盈利状况超越市场预期。
- ◆ **销量、售价同步增长推动业绩劲升。**上半年公司自产原煤 932 万吨，同比增长 33.7%，主要由于 08 年收购开元公司所致；煤炭总销量 1914 万吨，同比增长 22.6%，其中，块煤、喷粉煤和选末煤分别同比增长 11.96%、9% 和 25.3%，各煤种实现均衡增长。煤炭综合售价 442.4 元/吨，同比增长 12.7%，毛利率提高 1.72 个百分点，占公司销售量 70% 的选末煤毛利率提高 2 个百分点是公司盈利能力提高的主要原因。但公司的利润依然主要来源于售价较高的洗块煤和洗粉煤，毛利贡献率分别为 52.5% 和 34.6%。
- ◆ **与集团煤化工公司签订长期买卖合同，锁定块煤销售，同时降低销售费用。**公司与集团煤化工公司签订了为期 5 年的煤炭买卖合同，提前锁定了块煤的销售，并将大大降低公司的销售费用，从而提高盈利能力。由于块煤需求较为稳定，其他市场竞争者规模普遍较小，因此公司具有较强的定价能力，上半年毛利率达到 51%，同比提高 10.5 个百分点。
- ◆ **未来持续性的资产注入将大幅提升公司盈利能力。**公司与集团之间巨额的关联交易，拉低了公司的吨煤利润，严重影响公司盈利能力的提升，因此一直受到市场诟病。为解决关联交易的问题，集团承诺尽快通过资产注入的方式实现整体上市。08 年开元矿的收购宣告了集团整体上市步伐的开始，未来将会有更多的煤矿逐步注入到上市公司，在提高公司产销量的同时，也将大幅提高公司的盈利水平。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**预计 2009-2011 年公司可实现 EPS 1.95、2.55 元和 3.14 元，对应目前股价的动态市盈率分别为 21.3 倍、16.3 倍和 13.2 倍。公司目前的估值水平低于煤炭行业平均水平，未来两年公司业绩仍将快速增长，而强烈的资产注入预期将进一步提高公司估值空间，维持公司“推荐”评级。

表 1：公司主要财务数据

	2007	2008	2009	2010	2011
主营收入（百万）	10269.8	17033.1	19023.2	21451.7	24183.8
归属母公司净利润（百万）	495.6	1454.5	1875.8	2451.8	3023.7
净利润增长率（%）	-28.96	202.49	26.66	30.71	23.33
每股盈利（元）	1.03	1.51	1.95	2.55	3.14
市盈率（倍）	40.38	27.51	21.33	16.32	13.24
市净率（倍）	6.37	12.05	8.66	6.16	4.89
EV/EBITDA	16.77	14.24	11.85	8.73	6.79

数据来源：公司公告、浙商研究

联系人
张燕华
(8621)64718888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
(200031)

表 2: 公司产品销售数据统计

	2004	2005	2006	2007	2008	09H1
煤炭销量 (万吨)	2150	2422	2590	2972	3633	1914
同比 (%)		12.65%	6.94%	14.75%	22.24%	22.6%
洗块煤	321	360	399	424	435	234
喷粉煤	402	421	373	362	396	218
选末煤	1400	1592	1773	2120	2737	1403
煤泥	27	49	45	66	65	59
发电量 (亿千瓦时)	7.99	8.11	7.95	9.02	10.33	4.67
同比 (%)		1.57%	-2.04%	13.54%	14.53%	-22.08%
供热量 (万吉焦)	224.00	230.00	299.45	258.74	312.98	200.93
同比 (%)		2.68%	30.20%	-13.59%	20.96%	-12.85%

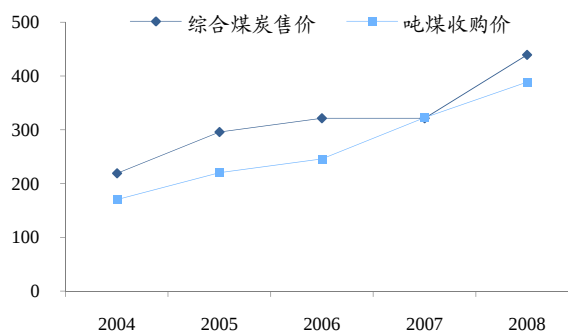
数据来源: 公司公告、浙商研究

表 3: 公司产品销售价格统计

	2004	2005	2006	2007	2008	09H1
煤炭均价 (元/吨)	219.47	296.26	321.74	321.78	439.28	442.37
同比 (%)		34.99%	8.60%	0.01%	36.51%	14.76%
洗块煤	369.69	431.52	511.34	531.46	696.58	742.42
喷粉煤	317.49	498.21	519.76	482.32	920.41	671.07
选末煤	159.80	217.41	241.63	257.40	335.29	365.67
煤泥	67.59	129.41	155.60	162.38	164.52	232.19
电力 (元/kwh)	0.000	0.000	0.155	0.273	0.127	0.171
供热 (元/GJ)	8.60	11.23	11.40	15.21	10.80	19.04

数据来源: 公司公告、浙商研究

图 1: 煤炭售价与收购价对比



数据来源: 公司公告、浙商研究

表 4: 公司产品盈利能力统计

	2004	2005	2006	2007	2008	09H1
煤炭毛利率	23.35%	22.63%	19.60%	17.90%	23.91%	20.08%
洗块煤	35.03%	25.03%	28.21%	46.46%	42.80%	51.05%
喷粉煤	26.33%	35.44%	29.28%	42.15%	54.84%	39.98%
选末煤	14.84%	12.37%	9.79%	-3.27%	4.51%	1.79%
煤泥	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
供电毛利率			9.42%	3.62%	-15.74%	-3.63%
供热毛利率		2.09%	0.00%	16.86%	-79.56%	-21.22%
主营毛利率		22.56%	19.37%	17.53%	23.37%	19.68%

数据来源: 公司公告、浙商研究

表 5: 单季度营收指标 (百万元)

	08Q2	09Q1	09Q2	09Q2/09Q1	09Q2/08Q2
营业收入	3500.89	4482.05	4807.69	7.3%	37.3%
营业成本	3126.25	4001.94	3760.79	-6.0%	20.3%
营业利润	374.64	480.11	723.00	50.6%	93.0%
净利润	281.45	371.21	531.22	43.1%	88.7%
归属于母公司股东的净利润	757.74	341.65	533.99	56.3%	87.0%

数据来源: 公司公告、浙商研究

附：公司三张报表

资产负债表

会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	4211.8	5653.7	7293.3	9542.3
货币资金	2227.0	2858.3	4262.0	6203.0
应收账款	1454.7	1892.1	2082.8	2319.9
预付帐款	155.4	292.0	312.3	328.1
存货	315.2	525.5	542.7	588.2
待摊费用和其他流动资产	59.5	85.9	93.5	103.2
非流动资产	6451.2	6876.4	7563.1	8104.9
长期股权投资	6.0	6.0	6.0	6.0
固定资产	5456.7	5878.8	6398.4	6738.1
无形资产	781.1	901.6	1047.9	1224.7
其他	207.3	90.1	110.7	136.0
资产总计	10662.9	12530.1	14856.4	17647.2
流动负债	4703.2	4798.3	5278.7	5882.1
短期借款	500.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1416.3	1399.3	1580.4	1777.2
预收款项	604.6	667.7	757.1	852.8
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2182.2	2731.4	2941.2	3252.1
长期负债	963.5	814.9	918.5	1013.8
长期借款	263.7	316.4	355.6	426.8
其他	699.9	498.5	562.9	587.1
负债合计	5666.8	5613.2	6197.1	6895.9
少数股东权益	372.4	417.4	476.3	548.8
股本	962.0	962.0	962.0	962.0
资本公积	19.0	19.0	19.0	19.0
留存收益	3642.7	5518.5	7202.0	9221.5
归属于母公司的所有				
权合计	4623.7	6499.5	8183.0	10202.5
负债和股东权益	10662.9	12530.1	14856.4	17647.2
现金流量表				
会计年度				
经营活动现金流	3595.0	2323.6	3655.9	4416.6
投资活动现金流	-2315.1	-1245.1	-1523.1	-1542.5
筹资活动现金流	226.1	-447.3	-729.1	-933.1
现金净增加额	1506.0	631.2	1403.7	1941.0

利润表

会计年度	2008	2009	2010	2011
营业收入	17033.1	19023.2	21451.7	24183.8
营业成本	13153.0	15301.3	16762.5	18595.7
营业税金及附加	205.9	228.3	257.4	290.2
主营业务利润	3674.3	3493.6	4431.8	5297.8
营业费用	379.9	256.8	289.6	326.5
管理费用	1140.0	665.8	750.8	846.4
财务费用	55.9	0.3	-16.2	-30.0
投资收益	1.0	0.6	0.8	0.8
加：营业利润差额				
(平衡)	0.0			
营业利润	2099.4	2571.3	3408.5	4155.7
营业外收入	4.5	4.9	6.2	5.2
营业外支出	44.8	24.8	28.1	32.6
加：利润总额差额				
(平衡)	0.0			
利润总额	2059.1	2551.3	3386.5	4128.3
所得税	398.9	573.7	836.9	1032.1
净利润	1660.2	1977.6	2549.6	3096.3
少数股东损益	61.9	45.0	58.8	72.5
归属于母公司的				
净利润	1598.3	1932.6	2490.8	3023.7
EBITDA	2773.1	3217.3	4210.4	5151.7
EPS (元)	1.5	1.9	2.5	3.1
重要财务指标				
主营收入	17033.1	19023.2	21451.7	24183.8
同比(%)	65.9	11.7	12.8	12.7
净利润	1516.4	1920.8	2510.6	3096.3
同比(%)	202.5	26.7	30.7	23.3
毛利率(%)	22.8	19.6	21.9	23.1
净利率(%)	8.9	10.1	11.7	12.8
ROE(%)	36.6	33.7	33.4	32.9
资产负债率(%)	53.1	44.8	41.7	39.1
每股收益(元)	1.5	1.9	2.5	3.1
每股净资产(元)	3.5	4.8	6.8	8.5
P/E	27.5	21.3	16.3	13.2
P/B	12.0	8.7	6.2	4.9
EV/EBITDA	14.2	11.8	8.7	6.8

研究员介绍:

田加伟，毕业于上海财经大学金融学院证券期货专业，获得硕士学位，具有证券从业资格。现为浙商证券研究所煤炭行业研究员。

投资评级的说明:**股票投资评级**

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。