



23 November 2009 | 9 pages

国阳新能(600348)

产量平稳，价格驱动因素成亮点

——国阳新能调研简报

姓名：田加伟

86-21-6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

- 本报告导读：
- 内生增长有限，产量基本平稳
 - 煤价逆势增长成主要驱动因素
 - 资产注入：值得期待的跨越

投资要点：

■ 内生增长有限，产量基本平稳

三个在产矿井已处于稳定生产阶段，未来产量增长的空间极小，正在技改的平舒煤业是公司未来2年主要的增长点。平舒煤业原产能120万吨/年，技改后产能300万吨/年，2008年生产原煤160万吨，预计2009-2010年可分别生产原煤250万吨、300万吨，每年的增量极其有限。

■ 煤价逆势增长成主要驱动因素

公司块煤产品在市场供给不足和生产集中的背景下，销售价格将持续稳定增长；选末煤产品因历史定价偏低、销路逐步打开的原因，售价将持续向市场合理价格靠拢；喷吹粉煤产品在全球钢铁业复苏和国内钢铁行业重组的推动下，未来1-2年内其销售价格将呈现稳定向上的走势。

■ 资产注入：值得期待的跨越

集团煤炭业务的整体上市可谓“天时、地利、人和”皆俱。目前阻碍整体上市的唯一障碍是集团的化工和电解铝等业务尚未完全走出经营困境，随着国内经济状况的持续复苏，集团非煤业务的盈利能力持续好转，资产注入的预期正逐步明朗。

■ 投资建议：买入

预期2009-2011年公司EPS为1.99元、2.24元和2.53元。给予公司25倍的目标市盈率，2010年的合理估值水平为55.95元/股。投资建议：买入

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009A	2010E	2011E
主营收入	10269.8	17033.1	18829.7	20331.5	22018.8
(+/-)%	14.9%	65.9%	10.5%	8.0%	8.3%
经营利润(EBIT)	901.0	2788.0	2940.0	3758.3	4267.0
(+/-)%	5.7%	209.4%	5.5%	27.8%	13.5%
净利润	495.6	1454.5	1917.6	2154.2	2437.2
(+/-)%	-29.8%	193.5%	31.8%	12.3%	13.1%
每股净收益(元)	1.03	1.51	1.99	2.24	2.53
每股股利(元)	0.47	0.45	0.59	0.67	0.76
利润率和估值指标	2007	2008	2009A	2010E	2011E
销售毛利率(%)	17.0%	22.8%	20.4%	21.2%	21.7%
ROE(%)	14.9%	31.5%	31.1%	28.1%	25.8%
ROIC(%)	12.1%	26.2%	23.2%	23.1%	22.9%
PE	43.9	29.9	23.1	20.2	17.9
PB	6.55	9.42	7.16	5.68	4.60
EV/EBITDA	24.0	15.3	14.7	11.2	9.7

评级：买入

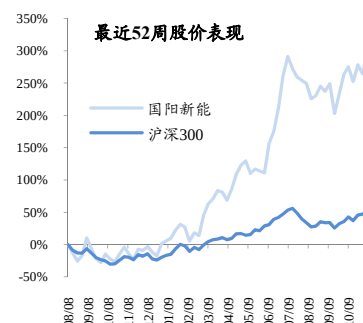
上次评级：买入

目标价格：¥55.95

上次预测：¥0.00

当前价格：¥46.76

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.36
2Q/2009	0.56
3Q/2009	0.51
4Q/2009	0.56



公司简介

公司位于沁水煤田的东部，是我国最大的无烟煤生产基地，主产无烟块煤和喷吹粉煤。同时，公司也是全国最大的无烟动力煤生产基地。

相关报告



Focus

资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	2227.0	2824.4	3049.7	3302.8	营业收入	17033.1	18829.7	20331.5	22018.8
应收票据	602.0	800.0	863.8	935.5	营业成本	13153.0	14982.9	16015.5	17231.2
应收账款	852.8	1074.3	1160.0	1256.3	营业税金及附加	205.9	188.3	203.3	220.2
预付款项	155.4	202.4	229.0	260.2	销售费用	379.9	244.8	264.3	286.2
其他应收款	59.5	85.0	88.6	93.9	管理费用	1140.0	903.8	975.9	1056.9
存货	315.2	369.4	394.9	424.9	财务费用	55.9	7.7	4.6	-24.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	143.8	56.8	79.0	93.2
长期股权投资	6.0	6.0	6.0	6.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5338.0	5454.0	5952.5	6621.5	投资收益	1.0	1.0	1.0	1.0
在建工程	118.7	1025.3	1555.6	1907.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.2	0.2	0.2	0.2	营业利润	1955.6	2446.3	2789.9	3156.8
无形资产	781.1	893.2	1029.4	1194.5	营业外收支净额	-40.3	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.2	0.2	0.2	0.2	税前利润	1915.3	2446.3	2789.9	3156.8
资产总计	10662.9	12941.4	14536.8	16210.2	减：所得税	398.9	509.4	581.0	657.4
短期借款	500.0	1072.1	659.5	48.9	净利润	1516.4	1936.9	2208.9	2499.4
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	1454.5	1887.9	2153.1	2436.3
应付账款	1416.3	1351.4	1444.5	1554.2	少数股东损益	61.9	48.9	55.8	63.1
预收款项	604.6	608.3	611.4	614.8	基本每股收益	1.51	1.96	2.24	2.53
应付职工薪酬	546.7	604.4	652.6	706.7	稀释每股收益	1.51	1.96	2.24	2.53
应交税费	427.2	472.3	510.0	552.3	财务指标				
其他应付款	1148.3	1269.4	1370.6	1484.4	成长性				
其他流动负债	0.0	52.5	96.3	145.6	营收增长率	65.9%	10.5%	8.0%	8.3%
长期借款	263.7	262.4	290.8	349.0	EBIT 增长率	183.7%	16.5%	14.4%	12.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	193.5%	29.8%	14.0%	13.2%
负债合计	5666.8	6441.2	6389.7	6209.6	盈利性				
股东权益合计	4996.2	6500.1	8147.1	10000.6	销售毛利率	22.8%	20.4%	21.2%	21.7%
现金流量表					销售净利率	8.5%	10.0%	10.6%	11.1%
净利润	1516.4	1936.9	2208.9	2499.4	ROE	31.5%	31.1%	28.1%	25.8%
折旧与摊销	633.6	392.5	885.8	1042.8	ROIC	26.2%	23.2%	23.1%	22.9%
经营活动现金流	3595.0	2533.1	3427.2	3914.6	估值倍数				
投资活动现金流	-2315.1	-2073.5	-2256.0	-2463.1	PE	29.9	23.1	20.2	17.9
融资活动现金流	226.1	137.9	-946.0	-1198.4	P/S	2.6	2.3	2.1	2.0
现金净变动	1506.0	597.4	225.3	253.1	P/B	9.4	7.2	5.7	4.6
期初现金余额	664.2	2227.0	2824.4	3049.7	股息收益率	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%
期末现金余额	2170.1	2824.4	3049.7	3302.8	EV/EBITDA	15.3	14.7	11.2	9.7





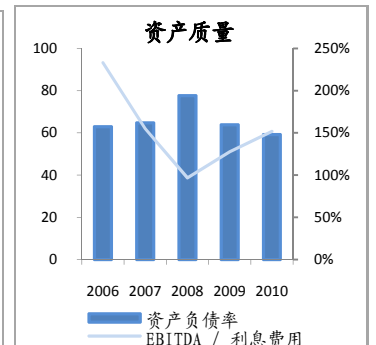
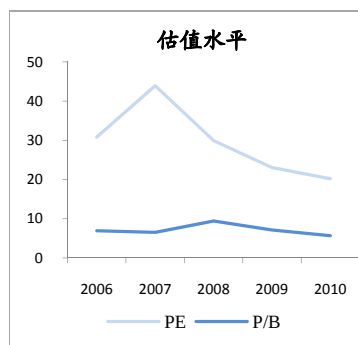
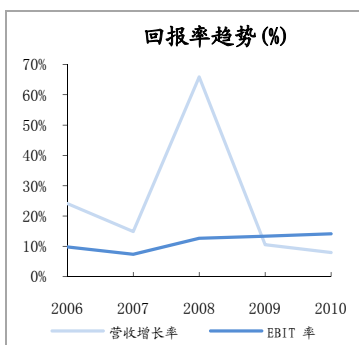
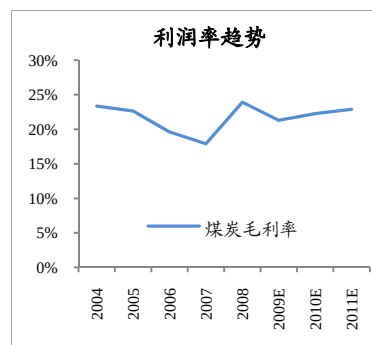
Focus

DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	215437.4	250986.0	287245.8	322421.2	369045.0	421339.0	479892.7	546253.5	620582.8	703771.7	796807.3
所得税	44864.3	52267.2	59818.3	67143.5	76852.8	87742.8	99936.5	113756.0	129234.9	146558.8	165933.2
NOPLAT	52752.2	170573.1	198718.8	227427.5	255277.8	292192.3	333596.1	379956.2	432497.5	491347.9	557212.9
营运资金净变动	15222.9	152089.6	-34267.6	12737.5	13794.2	17493.2	19554.7	21397.6	20952.0	22817.9	24814.8
资本支出	-265296.3	-207354.2	-225596.0	-246307.8	-272972.4	-259684.8	-282834.1	-307667.8	-334317.0	-362797.0	-393066.0
自由现金流	133526.1	50988.7	123664.1	150488.9	185911.2	264978.3	313940.5	367075.2	429235.4	499163.3	577966.7

WACC	8.51%	Ke	12.9%
永续增长率	2.0%	Kd	5.5%
终值	257287	t	25%
企业价值	6011133	Rf	2%
非核心资产价值	223304	E(Rm)	0.12
债务价值	89719	Rm - Rf	10%
股权价值	5921414	D/A	2.0%
股本	96200	E/A	98.0%
每股价值	61.55	Beta	1.09

估值		g				
WACC		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
	7.01%	72.78	77.67	83.53	90.69	99.63
	7.51%	66.17	70.14	74.82	80.44	87.30
	8.01%	60.55	63.81	67.61	72.10	77.48
	8.51%	55.72	58.42	61.55	65.19	69.50
	9.01%	51.52	53.79	56.39	59.38	62.88
	9.51%	47.84	49.77	51.95	54.44	57.31
	10.01%	44.60	46.25	48.09	50.18	52.57





主要观点及投资建议

产量基本平稳。三个在产矿井已处于稳定生产阶段，未来产量增长的空间极小，正在技改的平舒煤业是公司未来2年主要的增长点。平舒煤业原产能120万吨/年，技改后产能300万吨/年，2008年生产原煤160万吨，预计2009-2010年可分别生产原煤250万吨、300万吨，每年的增量极其有限。

在公司煤炭产销量基本稳定的情况下，产品销售价格的提高将是公司业绩增长的主要驱动因素。公司块煤产品在市场供给不足和生产集中的背景下，销售价格将持续稳定增长；选末煤产品因历史定价偏低、销路逐步打开的原因，价格将持续向市场合理价格靠拢；而公司喷吹粉煤产品虽然受钢铁行业景气周期影响波动较为剧烈，但在全球钢铁业复苏和国内钢铁行业重组的推动下，未来1-2年内其销售价格将呈现稳定向上的走势。

整体上市，只欠东风。集团煤炭业务的整体上市可谓“天时、地利、人和”皆俱。目前阻碍整体上市实施的唯一障碍是集团的化工和电解铝等业务尚未完全走出经营困境，随着国内经济状况的持续复苏，集团非煤业务的盈利能力持续好转，资产注入的预期正逐步明朗。

盈利预测与投资建议。预计2009-2011年公司可实现净利润19.18亿元、21.54亿元和24.37亿元，折合每股收益1.99元、2.24元和2.53元。给予公司25倍的目标市盈率，2010年的合理估值水平为55.95元/股，维持买入评级。

内生增长有限，产量基本平稳

目前公司拥有一矿、二矿、开元三个在产矿井和一个技改矿井平舒煤业，三个在产矿井已处于稳定生产阶段，未来产量增长的空间极小，正在技改的平舒煤业是公司未来2年主要的增长点。平舒煤业原产能120万吨/年，技改后产能300万吨/年，2008年生产原煤160万吨，预计2009-2010年可分别生产原煤250万吨、300万吨，每年的增量及其有限。

公司从集团及其控股公司采购原煤的数量也接近极限，未来增长空间也不大。公司采购煤炭的来源主要有主产无烟煤的三矿、五矿、景新矿和位于寿阳、主产贫瘦煤的新元公司，近年来公司量增长主要源于三矿的生产自救，五矿、景新矿的扩能改造以及新元公司的逐步达产，截至目前，五矿、景新矿和新元公司皆达到设计产能，未来继续扩张的空间有限，而三矿已经因资源枯竭而破产，生产自救的产量增长必定难以持续。因此我们预计未来2-3年，公司从集团采购煤炭的数量也将保持平稳。受产量增长缓慢的影响，公司各产品的销量均将保持小幅增长。

表1：公司煤炭产销情况表 单位：万吨

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原煤总产量	2631	2993	3225	2848	3647	4000	4150	4300
自产原煤量	1285	1417	1465	1287	1774	1900	2000	2100
外购原煤量	1346	1576	1760	1561	1873	2100	2150	2200
煤炭总销量	2150	2422	2590	2972	3633	3930	4095	4230
洗块煤	321	360	399	424	435	460	480	500
喷粉煤	402	421	373	362	396	450	465	480
选末煤	1400	1592	1773	2120	2737	2900	3000	3100
煤泥	27	49	45	66	65	120	150	150

数据来源：公司公告、浙商证券研究所





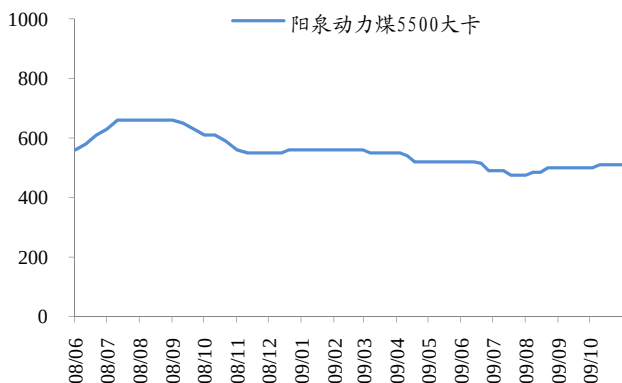
煤价逆势增长成主要驱动因素

在大部分煤炭企业因为煤炭售价同比下将而出现业绩下滑的时候，公司前三季度业绩却逆势增长，这主要得益于公司煤炭销售价格的稳定增长。在公司所售产品中除了占比较小的喷吹煤价格同比下滑外，公司的另外两个煤炭品种无烟块煤和无烟末煤售价均同比上升。

公司 50%以上的块煤销售被集团下属的化肥企业锁定，供应价格与市场价一致。由于我国煤炭的成块率较低，因此块煤一直都是较为稀缺的煤种，再加上块煤供给较为集中，因此块煤价格一直处于稳步上涨的趋势中，其波动幅度远小于动力煤和冶金煤。随着需求的持续增加，未来块煤的供给瓶颈会愈发明显，市场价格必将持续上升。

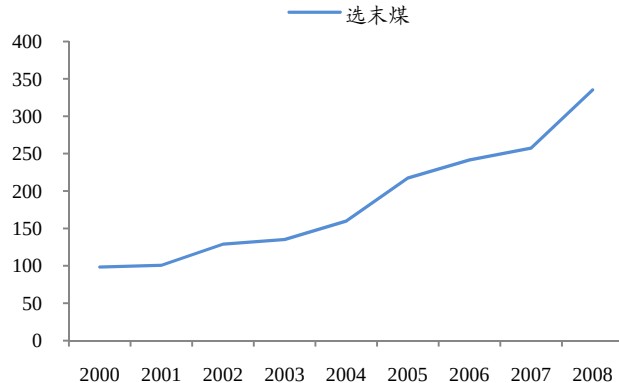
公司销量占比 73%的选末煤作为动力用煤使用，由于以往无烟电厂较少，其销售价格一直低于市场平均水平；近年来河北、河南、山东等地涌现出一批以无烟煤、贫瘦煤为设计煤种的电厂，公司末煤产品销量逐步打开，在目前 2800 万吨/年的选末煤销量中约有 2000 万吨出省销售；由于无烟动力煤具有灰分低、发热量高、清洁环保等优势，在环保要求越来越高的情况下，我们预计无烟动力煤总需求量将持续增长。公司所产无烟煤发热量 5000-5500 大卡，以山西地区同等发热量的动力煤价格为参考，其合理售价（不含税）应为 450 元/吨左右，因此公司无烟选末煤价格未来仍有进一步上升的空间。

图 1：阳泉地区动力煤车板含税价（元/吨）



数据来源：煤炭资源网，浙商证券研究所

图 2：公司选末煤销售价格走势（元/吨）



数据来源：煤炭资源网，浙商证券研究所

喷吹煤作为焦炭的替代品，其价格与焦炭价格走势密切相关，2009 年国内钢铁行业的经营困境导致焦炭大幅下滑并持续在低位徘徊，受此影响，2009 年公司喷吹粉煤价格出现一定幅度的下降。我们判断，未来 1-2 年，国际宏观经济的复苏将带动全球钢铁业走出低谷，而国内钢铁产业的重组浪潮也即将到来，行业集中度的提高有利于冶炼工艺水平的提升以及竞争格局的优化，从而为冶金煤价格的稳定增长打下良好的基础。

综上所述，公司块煤产品在市场供给不足和生产集中的背景下，销售价格将持续稳定增长；选末煤产品因历史定价偏低、销路逐步打开的原因，价格将持续向市场合理价格靠拢；而公司喷吹粉煤产品虽然受钢铁行业景气周期影响波动较为剧烈，但在全球钢铁业复苏和国内钢铁行业整合的推动下，未来 1-2 年内其销售价格将呈现稳定向上的走势。在公司煤炭产销量基本稳定的情况下，产品销售价格的提高将是公司业绩增长的主要驱动因素。





表 2: 公司各煤种销售价格预测 (元/吨)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
煤炭均价	219.47	296.26	321.74	321.78	439.28	447.38	461.15	481.32
同比 (%)	22.75%	34.99%	8.60%	0.01%	36.51%	1.84%	3.08%	4.37%
洗块煤	369.69	431.52	511.34	531.46	696.58	740.00	770.00	800.00
喷粉煤	317.49	498.21	519.76	482.32	920.41	670.00	705.00	750.00
选末煤	159.80	217.41	241.63	257.40	335.29	375.00	385.00	400.00
煤泥	67.59	129.41	155.60	162.38	164.52	240.00	240.00	240.00

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

资产注入: 值得期待的跨越

2003 年公司利用上市募集资金收购了集团洗选煤分公司, 从而获得三矿、四矿、五矿和新景矿四座选煤厂, 入洗原煤全部来自相对应的煤矿 (属于集团), 从而导致公司入洗原煤总量的 50%-55% 需要从集团购买。由于原煤采购价以市场价为参考依据, 所以公司销售集团煤炭仅能获得微薄的洗选加工利润, 从而导致公司煤炭业务销售利润率和吨煤利润均大大低于行业平均水平。

将集团的煤炭资产注入上市公司是彻底解决关联交易问题, 并提高上市公司盈利能力最有效的途径。由于四矿早已破产, 三矿正在生产自救, 目前集团可供注入的煤炭资产主要包括在产的五矿、新景矿和新元公司, 以及正在建设的寺家庄煤矿、石港公司, 在产的 3 个矿井合计产能约 1700 万吨, 注入后将使公司自有煤炭产能增加一倍。在建的寺家庄、石港等煤矿短期内尚不具备注入的条件, 并且不涉及 (或涉及较少) 与公司的关联交易问题, 因此短期内实施注入的可能性较小。

阳煤集团部分煤炭资产状况

矿井	核定产能 (万吨/年)	矿井状态
三矿	600	生产自救
五矿	600	在产
新景矿	500	在产
寺家庄矿	600	预计 2010 年投产
新元公司	600	在产
石港公司	200	600 万吨新矿井规划中

数据来源: 浙商证券研究所

距离山西省政府要求的 2015 年之前实现五大集团整体上市的政策期限越来越近, 集团与上市公司之间存在着解决巨额关联交易的现实需要, 而上市公司也具有增加煤炭自产量, 提高盈利能力的迫切要求, 因此集团煤炭业务的整体上市可谓“天时、地利、人和”皆俱。目前阻碍整体上市实施的唯一障碍是集团的化工和电解铝等业务尚未完全走出经营困境, 随着国内经济状况的持续复苏, 集团非煤业务的盈利能力持续好转, 资产注入的预期正逐步明朗。

盈利预测与投资建议

盈利预测: 通过以上分析可知, 若不考虑资产注入, 未来两年内公司煤炭产量将基本保持平稳,





预计每年新增产量 100-200 万吨之间，煤炭价格提升将是公司业绩增长的主要驱动力，根据我们的保守假设，公司 2010-2011 年煤炭销售价格将保持 3%-4%均衡增长率。预计 2009-2011 年公司可实现净利润 19.18 亿元、21.54 亿元和 24.37 亿元，折合每股收益 1.99 元、2.24 元和 2.53 元。给予公司 25 倍的目标市盈率，2010 年的合理估值水平为 55.95 元/股。

投资建议：买入（维持）。





浙商证券研究团队

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、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%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、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
- 3、卖 出：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。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

