

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）

收购增厚约 20% 整体上市启动

-国阳新能收购新景矿 100%股权点评

推荐（维持）

2009 年 12 月 16 日

投资要点

事件：

国阳新能发布公告，拟收购阳煤集团全资子公司新景矿业 100%股权。

点评：

我们认为，国阳新能收购新景矿 100%股权可在增厚 EPS 约 20%，但其更大意义在于为阳煤集团大规模的资产注入创造客观条件。具体分析如下：

- **成功收购可增厚 EPS 约 20%。**新景矿目前核定产能为 580 万吨，主要煤种为无烟煤，以国阳新能 1921 万吨权益产能计算，收购后可增加权益产能 30%。从增厚效应看，新景矿 9-11 月收入 61893 万元，净利润 9411 万元，因三季度和上半年综合煤价接近，故我们匡算新景矿 2009 年净利润为 37644 万元，按 96200 万股总股本测算增厚 EPS 为 0.40 元，相当于我们预测的 2009 年 EPS 的 20%。
- **利用自有资金收购可能性大。**最新财务报表显示国阳新能货币资金十分充裕，三季度末达到 459725 万元（含 14 亿元债券募集资金），应收票据则高达 109057 万元，两项合计 568782 万元，有能力完全利用自有资金收购新景矿而不必通过发行新股收购以免摊薄股本，当然，如果能合理运用财务杠杆则效果更佳。
- **不确定性：收购价格尚未确定。**在股权收购公告中，国阳新能并未公布新景矿的收购价格，但披露收购价将依据中宇评估的资产评估报告。根据立信会计出具的“信会师报字（2009）第 11921 号”《审计报告》，截至 2009 年 11 月 30 日，新景矿总资产为 525069 万元，负债为 298227 万元，净资产为 226841 万元。我们认为，新景矿收购价必然会高于其净资产，增值部分主要是采矿权的重新评估。依据国阳新能此前收购开元矿元的标准，我们测算其采矿权增值应不低于 98442 万元，尤其是其煤种优于开元矿业，采矿权增值将更多。
- **收购新景矿揭开集团整体上市大幕。**此前我们预计阳煤集团 2010 年下半年整体上市，此次收购意味着其进程加速，其安全边际也将显现。基于阳煤集团 2008 年原煤产量达到 3837 万吨，计划未来 3-5 年通过新建、扩建和并购使产能规模达 1 亿吨，国阳新能通过持续收购可以扩大原煤产能。按目前吨原煤净利 100 元/吨测算，集团整体上市后的国阳新能市值应可达 2000 亿元左右，而目前市值只有 450 亿元，潜在上升空间极大。
- **投资评级：推荐。**如前所述，我们预计国阳新能收购新景矿增厚 EPS 约 0.40 元，相当于 2009 年业绩的 20%，在收购成功前我们暂时维持 2009-2011 年 EPS 分别为 1.96 元、2.18 元和 2.40 元的盈利预测，其估值低于行业均值。此外，钢铁行业景气也势必有利于喷吹煤，尤其是阳煤集团 2010 年资产注入预期强烈，我们认为

其投资价值依然值得关注，维持“推荐”评级。

附表：煤炭上市公司收购新矿情况

上市公司	收购标的	煤种	地质储量	可采储量	设计产能	核定产能	收购价款	采矿权帐 面值	采矿权评 估值
			万吨	万吨	万吨	万吨	万元	万元	万元
国阳新能	平舒煤业	贫煤	30000	7187	90	120	42000	-	-
国阳新能	开元矿业	动力煤/贫煤/贫瘦煤	39000	14000	120	300	130247	12122	98259
兖州煤业	赵楼煤矿	1/3 焦煤/气煤	107600	25409	300	-	74734	22170	52564
恒源煤电	卧龙湖矿	无烟煤	11360	4853	90	-	32590	-	28849
恒源煤电	五沟煤矿	肥煤	13730	4034	60	-	27440	-	25811
国阳新能	新景煤矿	无烟煤	-	16000	-	580	?	?	?

数据来源：兴业证券

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
归属母公司净利润	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	30.6	23.6	21.2	19.3
PB	9.6	7.3	5.8	4.6

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

朱元戥

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。