

卢平 86-10-88087949
luping@cmschina.com.cn
王培培 86-10-88086945
wangpp@cmschina.com.cn

2010年1月5日

国阳新能(600348.SH)/48.37元

亿吨阳煤强势崛起，未来资产注入空间巨大

能源·煤炭

目标估值：67-81元

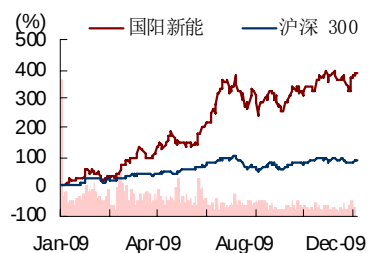
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3274
总股本(万股)	96200
已上市流通股(万股)	96200
总市值(亿元)	465
流通市值(亿元)	465
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	34.3
资产负债率	54.9%
主要股东	阳泉煤业(集团)公司
主要股东持股比例	29.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	58	384
相对表现	4	45	288



相关报告

- 1、《等待政策性障碍解决带来的投资机会—07年中报分析》2007/8/2
- 2、《关注政策性障碍即将消除引致收购煤矿的投资机会—06年报分析》2007/4/17
- 3、《煤炭行业近期点评—利好累计效应终将显现》2009/12/1
- 4、《追寻渐次展开的三重机会—煤炭行业 2009 年四季度投资策略》2009/10/19
- 5、《煤炭行业 2009 年中期投资策略—短期盘整不改行业长期上升趋势》2009/6/15
- 6、《分享产能扩张和煤价上涨带来的业绩提升—10 年煤炭行业投资策略》2009/12/6

值阳煤 60 大庆之际，我们调研了该公司，新景矿收购和煤价上涨推动 10 年业绩高速增长。母公司阳煤集团提出了亿吨规划，未来资产注入空间巨大，公司依靠收购实现外延式增长可期，维持“强烈推荐”投资评级，6 个月目标估值 67-81 元。

- **收购 750 万吨新景矿增厚业绩 0.44-0.55 元。**公司以自有资金完成 750 万吨产能的新景矿的收购，收购 P/E 仅 6 倍，我们测算该项收购增厚 10 年 EPS0.44 元—0.55 元（基于 09 年的价格和 10 年的价格）。
- **亿吨阳煤强势崛起，未来资产注入空间巨大：**今后 3 至 5 年，阳煤集团的煤炭产业要集中力量：新建矿井 3400 万吨，改扩建增加产能 3800 万吨，整合地方煤矿 4800 万吨，加上现有产能 4400 万吨，合计产能将达到 16400 万吨。即使保守估计，未来阳煤集团基本上能保证煤炭产能稳定持续地达到 1 亿吨以上（上市公司目前产能 3000 万吨）。
- **集团承诺逐步注入资产：**集团承诺条件成熟后将与国阳新能相同或类似的经营性资产逐步投入国阳新能。上市公司已经实施了对母公司开元矿和新景矿的收购。在山西省规划 2015 年实现整体上市目标以及 2010 年加大整体上市力度的政策推动之下，公司后续的煤炭资产注入可期。我们分析，最有可能率先注入的煤矿为五矿（770 万吨）、新元矿（一期 300 万吨已投产，正技改至 600 万吨）、寺家庄矿（500 万吨）和在建的七元矿（600 万吨）。
- **盈利预测：**10 年动力煤价格上涨约 45 元/吨，我们预计 09-11 年每股收益分别为 1.95 元、2.69 元和 2.88 元，同比分别增长 29%、39%和 7%。预期洗块煤价格和喷粉煤价格在 10 年有上涨预期，我们测算洗块煤和喷粉煤价格每上涨 50 元/吨，EPS 分别增厚 0.1 元和 0.09 元。
- **维持强烈推荐投资评级：**公司的洗块煤价格和喷粉煤价格在 10 年有上涨预期；公司依靠收购集团煤矿实现外延式增长值得重点期待；10 年 P/E 不到 18 倍，估值相对较低。在煤价上涨和收购预期双重因素推动下，我们认为公司的估值可以按照 10 年业绩 25-30 倍 P/E 估值，目标价 67-81 元。维持强烈推荐的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	10270	17033	16522	17871	18817
同比增长	15%	66%	-3%	8%	5%
营业利润(百万元)	727	1956	2616	3623	4005
同比增长	-19%	169%	34%	38%	11%
净利润(百万元)	496	1455	1879	2583	2770
同比增长	-30%	193%	29%	37%	7%
每股收益(元)	1.03	1.51	1.95	2.69	2.88
PE	46.8	31.9	24.7	17.9	16.7
PB	7.0	10.0	7.8	6.0	4.8

资料来源：招商证券

正文目录

一、自有资金收购新景矿，大幅增厚每股收益.....	3
1、自有资金 6 倍 P/E 收购新景矿！	3
2、两种价格假设下，增厚每股收益 0.44 元和 0.55 元.....	4
二、自身煤矿产量增幅一般，收购推动产量大幅提升	7
三、亿吨阳煤强势崛起，未来资产注入空间巨大	8
1、亿吨阳煤强势崛起	8
2、集团承诺逐步注入资产	9
3、集团可注入煤矿猜想	10
四、电煤价格上调，喷吹煤和块煤仍存上调预期	12
五、盈利预测及投资评级	13
1、盈利预测	13
2、维持强烈推荐投资评级	13

图表目录

表 1: 新景矿基本情况	3
表 2: 新景矿资产情况	4
表 3: 新景矿成本费用假设	5
表 4: 收购原煤价格和上市公司价格及价差	5
表 5: 新景矿盈利预测	6
表 6: 公司煤矿及产量预测	7
表 7: 阳煤集团亿吨煤矿情况	9
表 8: 上市公司煤炭产量、收购煤炭量和集团煤炭产量比较	10
表 9: 阳煤集团可能率先注入上市公司煤矿猜想	11
表 10: 公司煤炭销售结构	12
表 11: 公司各煤种价格	12
图 1: 阳煤集团煤炭产量	8
图 2: 国阳新能历史 PEBand	13
图 3: 国阳新能历史 PBBand	13

一、自有资金收购新景矿，大幅增厚每股收益

1、自有资金 6 倍 P/E 收购新景矿！

公司以自有资金收购的母公司新景矿，煤种为无烟煤，最新核定产能 750 万吨（采矿权证载产能 580 万吨），实际产量大约为 640 万吨。资源储量和可采储量分别为 98510.7 万吨和 58052.48 万吨，可采年限为 65 年。

由于资产负债率较高，收购对价较低

新景矿总资产为 52.51 亿元（按产量计算 824 元/吨）。固定资产为 15.11 亿（按产量计算 237 元/吨）、采矿权价款为 37.32 亿元（单位采矿权价款为 6.4 元/吨，按产量计算 584 元/吨），负债 29.82 亿元（其中短期借款和长期借款分别为 6.1 亿元和 21.2 亿元），收购对价为 22.68 亿元（按产量计算为 356 元/吨）。由于负债较高（资产负债率 57%），收购对价相对较低（稍高于固定资产 15.11 亿元，但远远低于采矿权总价款 37.32 亿元）。考虑加上长短期借款后的收购对价为 49.98 亿元（按产量计算为 784 元/吨）。

收购 P/E 仅为 6 倍，考虑长短期借款后的收购 P/E 为 13 倍

按照公布的 09 年 9-11 月净利润 9411.89 万元计算年化净利润为 37647.56 万元（吨煤净利为 59 元/吨），收购 P/E 仅为 6 倍，如果加上长短期借款 273000 万元，则收购 P/E 升高为 13 倍。

表 1：新景矿基本情况

煤种	无烟煤
核定产能（万吨）	750
资源储量（万吨）	98510.7
可采储量（万吨）	58052.5
可采年限（年）	65
采矿权总价款（万元）	372610
单位采矿权价款（元/吨）	6.4
09 年 9-11 月实现净利润（万元）	9412
按 9-11 月年化净利润（万元）	37648
总资产（万元）	525070
净资产（万元）	226842
资产负债率	57%
ROA	7%
ROE	17%
收购 P/E（倍）	6
加上借款后的收购 P/E（倍）	13

资料来源：公司公告

表 2: 新景矿资产情况

	总金额 (万元)	吨煤指标 (元/吨)
总资产	525070	824
其中: 固定资产	151117	237
采矿权	372610	584
负债	298228	468
其中: 长短期借款	273000	428
净资产	226842	356
净资产+长短期借款	499842	784

资料来源: 公司公告

2、两种价格假设下, 增厚每股收益 0.44 元和 0.55 元

按照公司公告的相关成本和价格数据, 以及调研情况, 我们相应调整了各科目数据, 原煤开采成本为 232 元/吨, 三项费用为 73 元/吨, 完全成本为 305 元/吨。以便重新测算新景矿 10 年的盈利情况。

原煤开采成本调整后为 232 元/吨

- 单位电力成本调整为 12 元/吨 (考虑电价上调因素)。
- 工资增加为 65 元/吨 (与 08 年大致相当)。
- 折旧费调整为 17 元/吨 (固定资产原值为 152640.21, 按照 15 年折旧, 年产量 640 万吨计算)。
- 安全费用调低为 35 元/吨 (与上市公司一致)。
- 转产基金按照 5 元/吨计提。

三项费用调整为 73 元/吨

- 销售费用假设为 0 (此前为上市公司直接采购新景矿原煤, 无销售费用)。
- 管理费用大幅调高至 45 元/吨 (由于采矿权评估为 372609.73 万元, 按照使用期 19.54 年计算, 年度采矿权摊销 19609 万元, 吨煤摊销 30 元/吨)。
- 财务费用大幅调高至 28 元/吨 (新景矿长短期借款分别为 6.1 亿元和 21.2 亿元, 预计年度财务费用为 17604 万元, 吨煤为 28 元/吨)。

表 3: 新景矿成本费用假设

单位: 元/吨	2008	200909-11	采矿权评估采用数据	2010E
原材料	38.01	31.77	34.85	35
电力	9.01	10.09	9.56	12
工资	62.42	51.18	56.73	65
折旧费	3.26	3.26	3.25	16
维简费	7.5	7.5	7.5	7.5
井巷费	2.5	2.5	2.5	2.5
安全费用	50	50	50	35
可持续发展基金	18	18	18	18
转产基金	5	5	0	5
环保基金	10	10	10	10
地面塌陷补偿费	1.62	0	0.8	1
其他费用	17.33	31.26	24.38	25
成本合计	224.65	220.56	217.57	232
销售费用	4.44	4.44	4.44	0
管理费用	11.74	7.78	13.34	45
财务费用	1.92	1.92	1.92	28
三项费用合计	18.1	14.14	19.7	73
完全成本	242.75	234.7	237.27	305

资料来源: 公司公告, 招商研发整理, 注: 08 年和 09 年 9-11 月管理费用不含采矿权摊销

销售价格假设

由于上市公司直接从新景矿收购原煤洗选, 其收购价格就等于新景矿的原煤销售价格。目前上市公司采购新景矿原煤不含税价格为 405 元/吨。

09 年上半年收购原料煤均价为 400 元/吨, 上市公司销售价格为 442 元/吨, 两者价差为 42 元/吨。预计 09 年全年收购原料煤价格大约为 403 元/吨 (09 年一季度收购原料煤价格为 405 元/吨, 二季度下调为 395 元/吨, 09 年下半年调整为 405 元/吨), 09 年销售价格预计仍然维持 442 元/吨, 两者价差为 39 元/吨。

2010 年公司末煤价格上调, 综合售价大约提升 25 元/吨, 我们预计新景矿原煤采购价格大约相应提升 25 元/吨 (以保持收购原煤价格和销售价格的合理价差), 则原煤销售价格预计可按照 430 元/吨测算。

表 4: 收购原煤价格和上市公司价格及价差

单位: 元/吨	2004	2005	2006	2007	2008	200906	2009E	2010E
收购原煤价格	151	195	246	290	390	400	403	430
上市公司销售价格	219	296	322	322	439	442	442	468
售价-原煤价格	68	101	76	32	49	42	39	38

资料来源: 公司公告, 招商研发整理

在两种价格假设下, 新景矿增厚每股收益为 0.44 和 0.55 元

- 按照目前的原煤价格 405 元/吨测算, 收购的新景矿增厚每股收益 0.44 元。
- 如果按照 430 元/吨计算, 收购的新景矿增厚每股收益 0.55 元。

表 5: 新景矿盈利预测

单位: 万元	0909-11	按照 405 元/吨 价格测算	按照 435 元/吨 价格测算
主营业务收入	61893.24	258188	274125
税金及附加	1173.09	4906	5208
主营业务成本	38124.78	147900	147900
主营业务利润	22595.37	105382	121017
营业费用	0	0	0
管理费用	5737.45	30983	32895
财务费用	4181.17	17604	17604
资产减值损失	81.83	0	0
营业利润	12594.92	56795	70518
营业外收入	6.17	10	10
营业外支出	17.04	20	20
利润总额	12584.04	56785	70508
所得税	3172.15	14196	17627
净利润	9411.89	42589	52881
归属于所有者的净利润	9411.89	42589	52881
总股本	96200.00	96200.00	96200.00
每股收益	0.10	0.44	0.55
毛利率	38.40%	42.72%	46.05%
税金及附加率	1.90%	1.90%	1.90%
营业费用率	0.00%	0.0%	0.0%
管理费用率	9.27%	12.0%	12.0%
所得税率	25.21%	25%	25%
营业利润率	20.35%	22.0%	25.7%
净利率	15.21%	16.5%	19.3%
三项费用率	16.03%	18.8%	18.4%
按产量算吨煤净利	61	67	83
原煤产量	154	638	638
原煤价格	401	405	430
原煤成本	247	232	232

资料来源: 公司公告, 招商研发整理。

二、自身煤矿产量增幅一般，收购推动产量大幅提升

收购新景矿，加上自身煤矿改扩建，公司的产能大幅度提升到 2790 万吨。

- 预计 09-11 年煤炭总产量分别为 1826 万吨、2609 万吨和 2854 万吨，同比增长 3%、43%和 9%。
- 预计 09-11 年煤炭权益产量分别为 1739 万吨、2464 万吨和 2608 万吨，同比增长 2%、42%和 6%。
- ✓ 一矿、二矿和新收购的新景矿成为公司的三大主力矿井，核定产能分别为 750 万吨、810 万吨和 750 万吨，合计 2310 万吨，我们预计三大主力矿井年产量大约 1964 万吨。
- ✓ 08 年收购的开元矿核定产能 300 万吨。此外，开元矿持股 70%的景福矿正在技改至 90 万吨，预计其 10-11 年产量分别为 45 万吨和 90 万吨。
- ✓ 平舒矿（56.31%）目前产量大约 200 万吨，10 年改扩建到 500 万吨。我们预计 10—11 年煤炭产量分别为 300 万吨和 500 万吨。

表 6：公司煤矿及产量预测

单位：万吨	煤种	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	储采比 (年)	2008	2009	2010	2011
一矿	无烟煤	10.87	6.13	750	82		638	638	638
二矿	无烟煤	10.17	4.29	810	53		689	689	689
新景矿	无烟煤	9.58	5.81	750	77			638	638
小计		30.62	16.22	2310	70	1286	1326	1964	1964
平舒矿（56.31%）	贫煤	3.00	0.72	300	80	167	200	300	500
开元矿	贫瘦煤	3.62	1.24	300	41	321	300	300	300
景福矿（70%）	贫瘦煤			90				45	90
合计		37.2	18.2	3000	65	1774	1826	2609	2854
产量增速						38%	3%	43%	9%
权益产量						1701	1739	2464	2608
权益产量增速						32%	2%	42%	6%

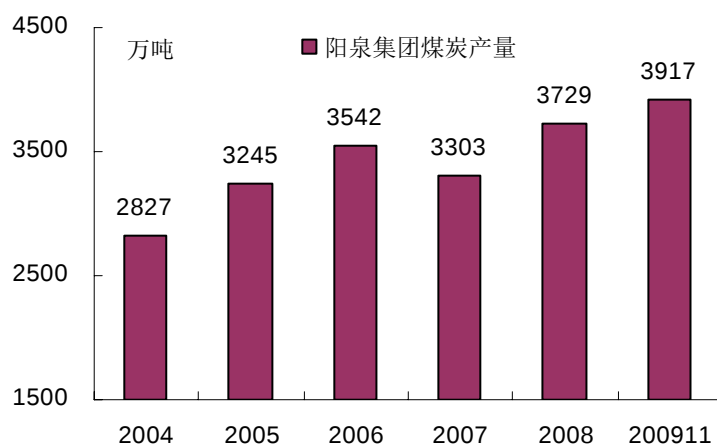
资料来源：公司公告，招商研发整理。

三、亿吨阳煤强势崛起，未来资产注入空间巨大

1、亿吨阳煤强势崛起

2008 年，阳煤集团煤炭产量 3837 万吨。煤炭收入 164.37 亿元；非煤产业销售收入 179.31 亿元，其中化工产业销售收入 109.7 亿元；位列全国 500 强企业第 217 位、全国煤炭工业 100 强第 10 位。09 年预计总收入 450 亿元，其中煤炭 200 亿元，09-10 年阳煤集团煤炭产量预计将达到 4000 万吨和 5000 万吨。

图 1：阳煤集团煤炭产量



资料来源：煤炭资源网

阳煤集团在顺利实现“十年三百亿”之后进而提出了实现“五年千亿”的目标。

按照阳煤集团“五年千亿”的计划，当前和今后 3 至 5 年，阳煤集团的煤炭产业要集中力量：新建矿井 3400 万吨，改扩建增加产能 3800 万吨，整合地方煤矿 4800 万吨，加上现有产能 4400 万吨，合计产能将达到 16400 万吨。即使保守估计，未来阳煤集团基本上能保证煤炭产能稳定持续地达到 1 亿吨以上。

➤ 新建五个矿井 3400 万吨

新建：寺家庄矿 600 万吨、七元矿 800 万吨、榆树坡矿 500 万吨、元堡矿 500 万吨、大石港矿 1000 万吨等五处新井 3400 万吨。

➤ 改扩建增加产能 3800 万吨

新景矿增能 200 万吨、五矿增能 200 万吨、孙家沟矿增能 1000 万吨、泰安矿增能 150 万吨、景福矿增能 150 万吨、平舒矿增能 380 万吨、新元矿增能 300 万吨、长沟矿增能 500 万吨、新大地煤矿增能 500 万吨、坪上矿增能 90 万吨、运裕矿增能 90 万吨、永兴矿增能 90 万吨、南岭矿增能 150 万吨等 13 处煤矿 3800 万吨的扩能改造。

➤ 整合地方煤矿改扩建后产能将达到 4800 万吨

完成临汾市安泽、翼城、蒲县、襄汾、市直 35 处煤矿 1400 万吨能力的整合和改造，此外在晋中、阳泉、寿阳、太原、晋北、临汾继续增加煤炭资源储备和煤矿整合。

我们了解到的最新情况是阳煤集团整合了 77 个煤矿，现有产能 2970 万吨，储量 13 亿

吨，技改以后到 4800 万吨，预计三年后能够全部投产。

表 7：阳煤集团亿吨煤矿情况

单位：万吨	产能
新建矿井	
寺家庄	600
七元	800
榆树坡	500
元堡	500
大石港	1000
小计	3400
改扩建增产	
新景矿	200
五矿	200
孙家沟	1000
泰安	150
景福	150
平舒	380
新元	300
长沟	500
新大地	500
坪上	90
运裕	90
永兴	90
南岭	150
小计	3800
整合煤矿	4800
现有煤矿	4400
合计	16400

资料来源：公司公告，招商研发整理

2、集团承诺逐步注入资产

为了有效解决与公司存在的同业竞争问题，上市之初，阳煤集团和公司签署了《委托经营合同》和《资产收购协议》，出具了避免同业竞争的承诺函，承诺条件成熟后，通过配股、收购、兼并或者资产置换等方式将与国阳新能相同或类似的经营性资产逐步投入国阳新能，国阳新能对阳煤集团拟出售或转让的资产、业务或权益享有优先购买权。上市以来，在政策性障碍逐步解决之后，上市公司已经实施了对母公司部分煤矿的收购：

- 08 年，收购开元矿，以自有资金 129937.28 万元收购 300 万吨的新景矿，08 年实现净利润 13967.27 万元，收购 P/E 为 9.3 倍。
- 09 年 12 月 31 日收购新景矿。以自有资金 226841.84 万元收购 750 万吨的新景矿，按照 09 年 9-11 月实现的净利润年化全年净利润为 37647.56 万元，收购 P/E 为 6 倍。

在山西省规划 2015 年实现整体上市目标以及 2010 年加大整体上市力度的政策推动之下，公司后续的煤炭资产注入可期。

3、集团可注入煤矿猜想

集团的煤矿大致可以分为两大类：

- 第一类：是上市之初存在的煤矿，为了解决同业竞争，其煤矿的产量全部由上市公司作为原料煤收购，洗选后由上市公司统一对外销售。这样虽然解决了同业竞争，但是存在大量关联交易，而该部分收购价格一直未能得到很好的解决。
- 第二类：是集团新建的和整合的煤矿，公司采取的措施是由上市公司统一购买后直接销售（国阳新能下设天元、天成、左权和国际贸易公司采购后销售，只收取合理的销售费用）。

表 8：上市公司煤炭产量、收购煤炭量和集团煤炭产量比较

单位：万吨	2004	2005	2006	2007	2008	200906
上市公司煤炭产量	1285	1417	1465	1287	1774	932
收购集团煤炭量	1346	1576	1760	1561	1873	1025
其中：收购原料煤	1346	1576	1760	1561	1525	830
直接收购销售的煤炭量					348	195
合计	2631	2993	3225	2848	3647	1957
收购煤炭占比	51%	53%	55%	55%	51%	52%
上市公司煤炭产量占比	49%	47%	45%	45%	49%	48%

资料来源：公司公告，招商研发整理

第一类煤矿：主要是新景矿、五矿和破产后的三矿的剩余部分产能。由于存在大量的关联交易，该类煤矿是最需要首先解决的煤矿，但是受制于采矿权等政策性障碍，直到 09 年底公司才收购新景矿（核定产能 750 万吨）。我们预计，未来公司将率先着手解决对五矿的收购（核定产能 770 万吨）。

第二类煤矿：公司已经在 08 年收购了开元矿（核定产能 300 万吨），目前集团在产的煤矿的产量不大（在建的煤矿产量较大，前面在亿吨阳煤里面已经叙述），主要是新元矿（一期产能 300 万吨，未来扩建至 600 万吨）和寺家庄矿（设计产能 500 万吨，09 年 9 月分试生产）。随着未来在建煤矿、改扩建煤矿和整合煤矿的逐步投产，公司将着手解决这类煤矿的收购问题。

此外，09 年 12 月 9 日，阳煤集团成立了首个区域煤炭管理公司——寿阳煤炭管理有限责任公司，负责管理新元公司、平舒公司、开元公司、景福公司、七元矿，井田规划面积 397.21 平方公里，地质储量 38.7 亿吨，可采储量达 20 亿吨以上。按照阳煤集团提出打造产能亿吨煤炭企业的目标，寿阳煤炭管理公司将在现有 880 万吨煤炭产能的基础上，在 5 年内使煤炭产能达到 3000 万吨。寿阳煤炭管理有限责任公司中，平舒公司、开元公司、景福公司已经纳入国阳新能上市公司，而剩余的新元矿（一期 300 万吨已经投产并将改扩建至 600 万吨），七元矿（与 09 年 12 月 25 日开工，规划建设 800 万吨的煤炭产能，地质储量为 16.74 亿吨，可采储量为 9.4 亿吨，投资约 51.76 亿元）则归集团管理。我们认为，为了理顺寿阳地区煤矿的管理，可以预期集团将首先考虑该地区剩余的新元矿和七元矿逐步注入到上市公司中。

表 9：阳煤集团可能率先注入上市公司煤矿猜想

单位：万吨	核定产能	生产情况	地质储量	可采储量	可采年限（年）
五矿	770	在产		46311	43
新元矿	600	在产及改扩建	79000	50000	60
寺家庄矿（60%）	500	投产	117000	61320	73
七元矿	800	开工	167400	94000	84
合计	2670		363400	251631	67

资料来源：招商研发整理

四、电煤价格上调，喷吹煤和块煤仍存上调预期

除了子公司开元煤矿、平舒煤业外，公司煤炭（加上收购集团的新景况、以及收购五矿和三矿的原料煤）基本上全部入洗，洗块煤、喷粉煤、末煤和煤泥的洗出率分别为 15%、14%、68%和 2%。

在 2010 年的煤价谈判中，公司的动力煤价格上涨约 45 元/吨（含税），按照公司的销售结构，本部煤价平均上涨约 26 元/吨。开元矿和平舒矿的动力煤价也有不同程度的提升。

洗块煤和喷粉煤价格暂时维持不动（洗块煤和喷粉煤价格大约分别为 740 元/吨和 685 元/吨），我们判断，随着下游化肥旺季和钢铁旺季的到来，这两个煤种的价格有望上调。

表 10：公司煤炭销售结构

单位：万吨	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
本部煤炭产量	880.42	1067.28	1285	1417	1465	1287	1286
开元矿产量							321
平舒矿产量							167
煤炭产量合计	880.42	1067.28	1285	1417	1465	1287.00	1774
收购原料煤		354.5	1346	1576	1760	1561.00	1525
煤炭销量	818.55	1250	2150	2422	2589.0	2972.98	3633
同比增长	30.8%	52.7%	72.0%	12.7%	6.9%	14.8%	22.2%
本部煤炭销量	818.55	1250	2150	2422	2589	2736.66	2820.5
其中：洗块煤	150.61	216.60	321	360	399	424	435
喷粉煤	185.08	234.05	402	421	373	362	396
末煤	468.43	773.22	1400	1592	1773	1885	1925
煤泥	14.43	26.13	27	49	45	66	65
洗块煤率	18%	17%	15%	15%	15%	15%	15%
喷粉煤率	23%	19%	19%	17%	14%	13%	14%
末煤率	57%	62%	65%	66%	68%	69%	68%
煤泥率	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%
开元矿销量							321
平舒矿销量							167

资料来源：招商研发整理

表 11：公司各煤种价格

单位：元/吨	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	200906
煤炭综合价格	167	173	219	296	322	322	439	442
煤炭综合成本	100	124	170	229	259	264	334	354
煤炭业务毛利率	40%	31%	19%	23%	20%	21%	18%	20%
收购原料煤价格		118	151	195	246	290	390	400
块煤价格	258	285	370	432	511	531	697	742
喷粉煤价格	196	234	317	498	520	482	920	671
末煤价格	129	135	160	217	242	290	477	366
煤泥价格	60	92	68	129	156	162	165	232

资料来源：招商研发整理

五、盈利预测及投资评级

1、盈利预测

基于目前的煤价，我们预计公司 09-11 年每股收益分别为 1.95 元、2.69 元和 2.88 元，同比分别增长 29%、39%和 7%。

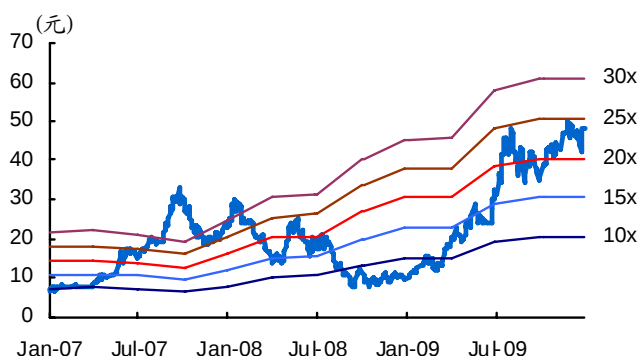
洗块煤价格和喷粉煤价格在 10 年有上涨预期，我们测算该两个煤种的业绩弹性，洗块煤和喷粉煤价格每上涨 50 元/吨，公司 EPS 分别增厚 0.1 元和 0.09 元。

2、维持强烈推荐投资评级

公司的洗块煤价格和喷粉煤价格在 10 年有上涨预期；公司依靠收购集团煤矿实现外延式增长值得重点期待；10 年 P/E 不到 18 倍，估值相对较低。

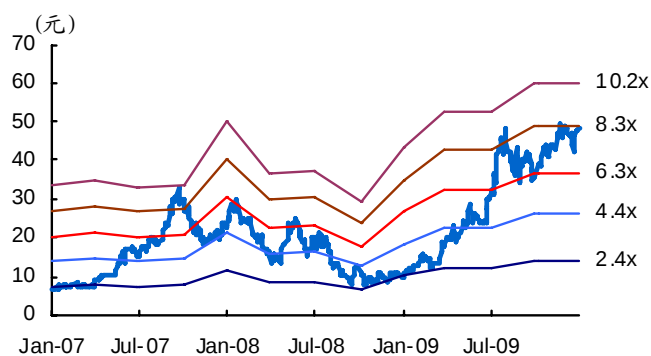
我们认为在煤价上涨预期和收购预期双重因素推动下，公司的估值可以看到 25-30 倍 P/E，按照 10 年业绩测算公司的合理估值为 67-81 元。维持强烈推荐的投资评级。

图 2：国阳新能历史 PEBand



资料来源：招商证券研发中心

图 3：国阳新能历史 PBBand



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2521	4212	4556	4183	6537
现金	664	2227	2337	1953	4156
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	523	602	670	694	741
应收款项	643	853	896	945	1003
其它应收款	58	59	203	182	199
存货	369	315	380	339	361
其他	263	155	69	71	76
非流动资产	4376	6451	6676	12251	12001
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	3569	5338	5647	7363	7516
无形资产	560	781	755	4394	4247
其他	241	326	269	488	231
资产总计	6897	10663	11233	16434	18537
流动负债	2592	4703	4148	3918	3875
短期借款	0	500	200	100	50
应付账款	647	1416	1213	1206	1240
预收账款	364	605	561	542	563
其他	1580	2182	2175	2070	2022
长期负债	745	964	694	4187	4165
长期借款	255	264	64	2134	2120
其他	490	700	630	2053	2046
负债合计	3337	5667	4842	8105	8040
股本	1212	19	19	19	19
资本公积金	428	1831	0	0	0
留存收益	1629	3643	4958	6767	8705
少数股东权益	238	372	452	581	811
母公司所有者权益	3269	5492	4977	6786	8724
负债及权益合计	6897	10663	11233	16434	18537

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1425	3595	1577	3491	3659
净利润	496	1455	1879	2583	2770
折旧摊销		0	356	478	594
财务费用		0	25	239	189
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(629)	8	(108)
其它		0	(53)	181	214
投资活动现金流	(1408)	(2315)	(646)	(6039)	(350)
资本支出	0	0	(650)	(6037)	(350)
其他投资	0	0	4	(1)	0
筹资活动现金流	(344)	226	(821)	2163	(1106)
借款变动	0	0	(360)	1820	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(564)	(775)	(831)
其他	0	0	102	1118	(175)
现金净增加额	(327)	1506	110	(385)	2204

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10270	17033	16522	17871	18817
营业成本	8521	13153	12488	11983	12469
营业税金及附加	99	206	241	322	336
营业费用	312	380	267	452	499
管理费用	578	1140	896	1252	1319
财务费用	(3)	56	25	239	189
资产减值损失	36	144	(10)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	727	1956	2616	3623	4005
营业外收入	9	4	8	9	9
营业外支出	15	45	10	11	11
利润总额	722	1915	2614	3621	4003
所得税	220	399	656	908	1003
净利润	501	1516	1958	2713	3000
少数股东损益	6	62	79	130	230
母公司所有者净利润	496	1455	1879	2583	2770
EPS (元)	1.03	1.51	1.95	2.69	2.88

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	66%	-3%	8%	5%
营业利润	-19%	169%	34%	38%	11%
净利润	-30%	193%	29%	37%	7%
获利能力					
毛利率	17.0%	22.8%	24.4%	32.9%	33.7%
净利率	4.8%	8.5%	11.4%	14.5%	14.7%
ROE	14.9%	31.5%	31.6%	33.3%	28.6%
ROIC	13.0%	27.4%	28.9%	27.3%	24.8%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	53.1%	43.1%	49.3%	43.4%
净负债比率	4.5%	7.7%	4.1%	13.9%	11.8%
流动比率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.7
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.6
营运能力					
资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.1	1.0
存货周转率	28.8	49.8	47.6	49.8	53.8
应收帐款周转率	16.6	22.8	18.9	19.4	19.3
应付帐款周转率	3.6	3.2	2.4	2.5	2.5
每股资料(元)					
每股收益	1.03	1.51	1.95	2.69	2.88
每股经营现金	2.96	3.74	1.64	3.63	3.80
每股净资产	6.91	4.81	6.17	8.05	10.07
每股股利	0.14	0.45	0.59	0.81	0.86
估值比率					
PE	46.8	31.9	24.7	17.9	16.7
PB	7.0	10.0	7.8	6.0	4.8
EV/EBITDA	19.6	8.4	7.7	5.3	4.8

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。