

买入 维持

国阳新能（600348）

2010 年 1 月 11 日

大集团铺就公司快速扩张之路

2010 年 1 月 8 日收盘于 47.01 元，6 个月目标价 62.20 元

煤炭行业分析师：韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

主要内容

2007 年 8 月履新的阳煤集团管理层志向远大，着力发展煤炭、化工、建材等产业，此后围绕这一目标的大动作不断。

集团是山西省主要的煤炭基地之一，根据集团规划，未来三到五年，集团公司煤炭产能将达到亿吨规模。

作为集团确定的唯一的煤炭资源整合平台，公司最近数年已经有四次收购集团煤炭资产的行动。今后还将继续。

2010 年，由于收购新景矿，公司的自产煤炭产量大幅增长。2011 年增幅放缓。煤炭销量的增幅小于自产煤炭产量的增幅。

从基本谈定的 2010 年动力煤价格推断，公司 2010 年的煤炭综合售价同比将有 6.67%以上的涨幅，高于 2009 年的增幅。

收购新景矿之后，公司的关联交易大幅度减少，煤炭销售成本也因此有所减少。公司煤炭销售的净利润从 2009 年的 46 元/吨提高到 60 元/吨。

预计 2009-2011 年，公司的 EPS 将分别为 1.86 元、2.49 元和 2.75 元。我们看好公司依托大集团下的快速发展，我们看好整个煤炭板块的稳定发展，维持此前对公司“买入”的投资评级，6 个月的目标价格从此前的 51.18 元提高到 62.20 元。

正文

新一届集团管理层志向远大。阳煤集团新一届领导 2007 年 8 月底上任，集团公司制定了宏伟的发展规划。按照集团公司的规划，煤炭资源资产逐步向国阳新能上市公司集中；乙炔化工资产逐步向山西三维上市公司集中；煤炭化工资产整体上市；其他产业积极推进资产重组，综合利用引资、贷款、租赁、发债、增发、回购、联合制造、组团研发等多种方式融资。通过持续有效的资产重组，保证煤炭产业产能“从千到亿”，煤炭化工产能“从百到千”，铝电产业产能“从十到百”，建筑建材地产、服务贸易制造收入“跨百翻番”的投资需求；通过积极引进煤炭下游战略投资者，稳步实现煤电一体、煤钢一体、煤化一体、铝电矿材一体、建筑建材地产物业一体，努力实现各大产业的快速扩张。2008 年 9 月 18 日，山西省国资委将山西三维（000755）的控股股东山西三维华邦集团有限公司的资产整体划入阳泉煤业集团。集团公司的扩张步伐已经迈开。煤炭产业方面的大动作也持续不断。

集团是山西省主要的煤炭基地之一。《山西省煤炭产业调整和振兴规划》中要求，进一步提高煤炭产业集中度，到 2011 年，形成三个亿吨级和四个 5000 万吨级的大型煤炭企业集团，大集团煤炭产量占到全省的 75%以上。到 2015 年，大集团煤炭产量达到全省的 80%以上。2008 年，大同煤业原煤产量为 6890 万吨，山西焦煤集团为 8029 万吨，这两家公司未来最有可能达到亿吨产量，山西省属的煤炭企业中，阳泉煤业原煤产量为 3729 万吨，潞安集团为 3488 万吨，晋城煤业为 3743 万吨，而目前看来，阳煤集团最有可能首先发展成为亿吨级的煤炭集团公司。

未来 3-5 年，集团煤炭产能将达到亿吨以上规模。这主要包括以下几个方面：

（1）集团现有产能 4500 万吨。其中 2008 年的煤炭产量是 3729 万吨，2009 年 1-11 个月是 3917 万吨。预计 2009 年会超过 4200 万吨。

（2）新建大矿。根据集团公司的有关资料，这些矿主要包括：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，合计 3400 万吨产能。参见表 1。

表 1 集团公司在建煤矿不完全统计

	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	规划产能 (万吨)	建设进度
右玉县元堡煤矿	4.2	-	500	2006 年 12 月开始改扩建, 预计 2010 年建成
昔阳县寺家庄	11.7	6.1	600	2005 年 8 月开始建设, 2009 年 8 月仍建设, 预计 2010 年建成
寿阳县七元矿	16.7	9.4	800	2009 年 12 月 26 日奠基
寿阳县新元矿	7.9	5.0	600	2006 年开始建设, 600 万吨, 预计 2010 年达 600 万吨
保德县孙家沟煤矿、和顺县 长沟矿、和顺县新大地煤矿	-	-	150+90+90	都是整合煤矿, 2011 年建成投产

资料来源: 海通证券研究所整理

(3) 技改矿井增能。其中, 新景矿 200 万吨、五矿 200 万吨、孙家沟矿 1000 万吨、泰安矿 150 万吨、景福矿 150 万吨、平舒矿 380 万吨、新元矿 300 万吨、长沟矿 500 万吨、新大地煤矿 500 万吨、坪上矿 90 万吨、运裕矿 90 万吨、永兴矿 90 万吨、南岭矿 150 万吨等 13 处煤矿, 合计收购后 3800 万吨的扩能改造。参见表 1。

(4) 资源整合煤矿。根据阳煤集团有关部门提供的情况, 阳煤集团在太原、阳泉、晋中、临汾、忻州、朔州 6 个地区、13 个县市开展兼并重组整合工作, 将山西省煤矿兼并重组领导小组确定的 95 座小矿整合为 34 个大矿。整合前资源量 118396 万吨, 整合后为 131110 万吨, 整合前生产能力为 1800 万吨/年, 整合后生产能力为 2970 万吨/年。

资源整合后, 集团公司占有煤炭资源从 63 亿吨增加到 100 亿吨以上, 拥有的生产基建技改煤矿数量从 2009 年年初的 17 座增加到 2009 年年底的 43 座, 其产能规模从 6340 万吨增加到 10360 万吨, 为阳煤集团百年基业和跨越发展夯实了资源基础, 完成了总体布局。

作为集团公司唯一的煤炭资源整合平台, 公司收购集团资产在不断推进。最近数年, 公司收购煤炭资源有四次行动。(1) 2007 年 2 月, 公司以 42000 万元收购了位于寿阳的平舒煤业公司 56.31% 的股权, 平舒煤业 2007 年 9 月投入试生产, 2008 年产煤 168 万吨, 目前按照年产 500 万吨的目标进行二期技改, 预计 2010 年年底完成。(2) 2008 年 7 月 1 日, 公司以 13.0247 亿元收购集团公司开元矿业有限公司 100% 股权。目前可达到 300 万吨产能。(3) 2008 年 5 月 22 日, 开元公司以 3115 万元获得寿阳县景福煤业公司 70% 的股权。矿井拟扩能为 90 万吨/年, 预计 2010 年投产。(4) 2009 年以 22.80 亿元收购集团公司新景矿 100% 股权。新景矿核定生产能力为 580 万吨, 最新的产能核定为 750 万吨。实际的产量是 640 万吨。从 2009 年 8 月上市以来, 公司在解决关联交易以及规模扩大方面几无进展, 一直到 2007 年年初才有动作。相对于集团公司已有的煤炭产能, 上市公司还比较小。我们相信, 集团公司内部煤炭资源的整合其实才刚刚开始。

不考虑收购, 公司未来两年公司自产原煤保持稳定增长。2009 年上半年, 公司原煤产量完成 932 万吨 (1H2008 为 697 万吨), 同比增长 33.71%, 主要是全资子公司开元矿业以及控股子公司平舒煤业的贡献。未来, 公司一矿、二矿以及收购的新景矿产量保持稳定; 控股 70% 的景福煤业在 2010 年改扩建至 90 万吨; 平舒煤业 (56.311%) 旗下的温家庄矿 2010 年有望达到 300 万吨, 2011 年改扩建提升至 500 万吨。不考虑其他收购, 2009-2011 年, 公司的自产原煤数量将分别达到 2160 万吨、2970 万吨和 3100 万吨。2010 年自产煤炭产量的大幅度增加主要是由于 2009 年年末收购新景矿所致。

表 2 煤炭公司产量分析和预测 (万吨)

	2008	2009E	2010E	2011E	备 注
一矿	580	750	750	750	
二矿	705	810	810	810	
新景矿		70	700	700	最新核定产能是 750 万吨/年
平舒煤业 (56.311%)	168	200	300	400	按照 500 万吨/年进行改造, 预计 2010 年年底建成
开元矿	321	300	300	300	基本维持 300 万吨/年的产能
景福 (70%)		30	60	90	2010 年底完成 90 万吨/年的技改
公司原煤产量	1774	2160	2920	3050	

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

煤炭销量有较大不确定性, 预计会随煤炭产量增加保持小幅增长。公司本部现有三个煤矿以及五个洗煤厂, 洗煤厂与煤矿产能相配套。一矿、二矿以及新近收购的新景矿核定生产能力都有一定的提高, 实际产量有了提高的空间, 即便收购

集团公司原煤数量不增加，也会对销量增加做贡献。开元矿 2008 年已经达产，未来煤炭产销量增加来源于平舒煤业以及景福煤业。公司四个煤炭销售公司部分销售自产煤炭，部分销售包括集团公司的外购煤炭，因此，公司合计的煤炭销量未来存在较大的不确定因素。我们推断公司 2009-2011 年的煤炭销量分别是 3850 万吨、3950 万吨和 4100 万吨。

表 3 煤炭公司产销量分析和预测（万吨）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	备 注
公司原煤产量	1465	1287	1774	2160	2920	3050	平舒煤业、景福煤业以及公司的一矿和二矿未来都有增量
收购集团公司原煤	1760	1561	1873	1500	750	750	收购新景矿之后 2010 年收购原煤数量大幅减少，其余外购直接用于销售
煤炭销售合计	2589	2973	3633	3850	3900	4000	2009 年以后煤炭销量每年有增长，但增长幅度较小
其中：洗块煤	373	362	435	470	470	500	公司本部煤炭产销结构变化不大，平舒煤业、景福煤业以及开元公司主要增量是动力用洗末煤
洗粉煤	399	424	396	450	450	470	
洗末煤	1773	2120	2737	2820	2860	2910	
煤泥等	45	66	65	110	120	120	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009 年煤炭综合售价同比上涨 2.53%，2010 年同比上涨 6.67%。2009 年上半年，公司洗块煤、洗粉煤、洗末煤分别占销量的 12.26%、11.39%和 73.30%，煤炭产品销售结构变化很小。上半年，公司煤炭综合售价是 442.40 元/吨（1H2008 是 392.45 元/吨），同比上涨了 12.72%。其中，洗块煤和洗末煤价格分别上涨了 22.80%和 17.36%，这是上半年煤炭综合售价上涨的两个主要推动力量。了解得知，下半年各季度，煤种环比变化不大，喷吹煤价格略有上涨。公司 2010 年的煤炭价格谈判基本结束，动力煤（洗末煤）合同煤炭从 2009 年的 363 元/吨（不含税，下同）提高 38 元/吨到 401 元/吨，上涨约 10.50%。化肥用洗块煤 740 元/吨，冶金用洗粉煤 670 元/吨，环比变化较小。预计 2009-2010 年综合售价分别达到 450.37 元/吨和 480.41 元/吨（2008 年为 439.24 元/吨），同比分别上涨 2.53%和 6.67%。

表 4 公司煤炭价格分析和预测（元/吨）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	备 注
煤炭综合售价	322	439	450	480	497	2009 年之后价格环比略有上涨
收购集团公司原煤单价	290	403	403	435	440	2009 年四个季度分别为 405 元/吨、395 元/吨、405 元/吨和 405 元/吨。2010 年第一季度 435 元/吨，预计全年维持
分煤种价格						
洗块煤	482	697	750	760	770	2009 年上半年洗块煤价格是 742.42 元/吨
洗粉煤	532	920	680	700	720	2009 年上半年洗粉煤价格是 671.07 元/吨
洗末煤	257	335	372	410	425	2009 年上半年洗末煤价格是 365.67 元/吨。2010 年合同电煤上涨 38 元/吨
煤泥	162	165	240	240	240	2009 年上半年煤泥价格是 232.19 元/吨

资料来源：公司公告，海通证券研究所

关联交易依然是公司主营业务成本增长的主要部分。2009 年上半年，公司从集团公司购买原煤 830 万吨，合计从集团公司及其子公司购买煤炭 1025 万吨，购买煤炭金额为 41.86 亿元，占上半年煤炭生产成本 67.67 亿元的 61.87%。2009 年四个季度，公司购买集团公司原煤的价格分别为 405 元/吨、395 元/吨和 405 元/吨、405 元/吨，全年平均收购价格为 403 元/吨。保守估计，2009 年，公司收购集团公司的洗选原煤量为 1500 万吨，全年的成本就可以达到 60.00 亿元以上。2009 年年底收购集团公司新景矿之后，公司 2010 年收购原煤的数量会下降到 800 万吨，关联交易数量下降约 40%。

收购集团公司新景矿之后，成本下降利润增加。2008 年，公司的净利润是 14.54 亿元，按照销售 3633 万吨计算的销售净利润是 40 元/吨。2009 年前三季度，公司的净利润是 13.68 亿元，全年预计吨煤净利润 46 元。公司收购新景矿之后，2010 年减少了近半的关联交易数量，即便按照公司最新的 435 元/吨收购原煤价格（2009 年平均 403 元/吨），关联交易的数量也会有 40%以上的下降。按照新景矿公布的 2009 年 9-11 月净利润 9411.89 万元计算，年化净利润为 37647 万元，原煤吨煤净利为 59 元，在价格和成本不变的情况下，这部分利润 2010 年将归为上市公司，增加 2010 年的 EPS 约为 0.39 元。考虑综合煤炭价格上涨的正面带动，2010 年公司的吨煤净利会超过 60 元。相比潞安环能（601699）和西山煤电（000983）等其他煤炭公司，公司煤炭销售的吨煤净利润还有提高的空间。而其实现首先需要进一步减少关联交易。

表 5 几个主要上市公司盈利能力比较

	综合售价（元/吨）	煤炭销售毛利率（%）	吨煤毛利（元）	吨煤净利润（元）
	2009E	1H2009	2009E	2009E
西山煤电	650	38.78	252.07	130
潞安环能	540	46.79	252.67	90
国阳新能	450	20.08	94.50	46

资料来源：海通证券研究所

公司或在酝酿新一轮的资产收购。从 2003 年上市以来，公司就一直致力于收购集团的公司五矿以及新景矿，以减少关联交易对公司业绩的影响。此前因为政策限制无法展开。现在收购的政策性障碍已消除。此次用自有资金收购集团公司新景矿，迈出了减少关联交易的重要一步。而我们预计，新一轮的资产收购也在公司的发展规划中。首先，相对比较大的关联交易依然影响公司的形象以及业绩。其次，集团公司已经确立上市公司的煤炭资产平台地位。再次，集团公司煤炭资产或者成形或者成熟，减少乃至消除同业竞争也将促使公司加快收购步伐。最后，上市以来，公司几乎没有利用资本市场的融资功能。

资产收购不仅是题材，也有实质性利好。此次收购新景矿消耗了公司的货币资金。新一轮资产收购很可能从市场获得资金。涉及关联交易的五矿应该是收购的首要目标。集团公司还有数个在产在建煤矿，集团公司在山西省资源整合中也会有相关的动作。这些煤矿都会纳入上市公司的收购视野中。我们无法准确推测收购的时机等重大问题。而我们推断，2010 年公司利用社会资金收购集团公司煤矿的概率更大，对业绩的正向带动较多。简单的推测，收购涉及关联交易的五矿，公司煤炭销售毛利率还会提高 5 个百分点左右，由于股本可能会扩张，对公司业绩的真实影响程度难以准确判断，预计更多是实质性利好。

2009-2011 年 EPS 分别为 1.86 元、2.49 元和 2.75 元。公司 2009 年前三季度的 EPS 为 1.42 元。年终会有成本和费用的归集，预计第四季度业绩环比会略低。收购新景矿对于业绩的影响不大。基于上述预测，推断公司 2009-2011 年 EPS 分别为 1.86 元、2.49 元和 2.75 元。这一业绩预测高于我们此前的预计，主要是由于公司解决关联交易的收购所致。

表 6 公司业绩分析和预测（万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1077577	1703314	1760440	1900100	2015450
二、营业总成本	961981	1507846	1516500	1574500	1653800
其中：营业成本	84922	1315295	1389500	1369500	1429500
营业税金及附加	10880	20586	26000	35000	36500
销售费用	33164	37991	30000	47000	51700
管理费用	64521	114004	69000	115000	126500
财务费用	392	5591	2000	8000	9600
资产减值损失	3803	146379	0	0	0
投资收益	87	96	0	0	0
三、营业利润	115683	195563	243940	325600	361650
营业外收入	925	448	0	0	0
营业外支出	2013	4483	0	0	0
四、利润总额	114594	191528	243940	325600	361650
所得税费用	34865	39885	60985	78144	86796
五、净利润	79729	151643	182955	247456	274854
归属于母公司所有者的净利润	79155	145451	178455	239456	264854
少数股东损益	574	6192	4500	8000	10000
六、每股收益					
基本每股收益（元）	0.82	1.51	1.86	2.49	2.75

资料来源：公司公告，海通证券研究所

维持“买入”的投资评级。横比其他上市公司，公司目前的估值横比处于合理水平。以下几个方面值得特别关注：（1）继续收购新景矿之后，减少关联交易的收购还会继续，对于业绩正向带动作用甚大。这很可能就在 2010 年。（2）持续收购。集团公司有丰富的资源，作为集团公司唯一的煤炭整合平台，未来注定还会有收购。——这会成为二级市场表现的一个持续兴奋点。（3）煤炭品种较全，综合售价波动幅度相对要小很多。从行业角度看，2010 年不同煤炭品种的价格同比会有 10% 或者以上的上涨，煤炭上市公司普遍存在着收购资产快速扩张的冲动和可能，煤炭板块业绩增长态势明确。我们看好公司未来持续的发展，维持此前“买入”的投资评级，给予 2010 年 25 倍的 PE，6 个月的目标价格为 62.20 元。

表 7 上市公司业绩分析和比较

股票	股价 (20100108)	每股收益 (元)				每股净资产 (元)		PE(X)			PB(X)	
		2008	1H2009E	2009E	2010E	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E
平庄能源	14.57	0.67	0.36	0.76	0.84	2.89	3.40	19.48	17.17	15.54	4.52	3.84
神火股份	38.00	2.30	0.29	1.05	1.56	4.50	5.10	11.96	26.20	17.63	6.11	5.39
金牛能源	43.01	2.49	0.74	1.91	2.35	8.38	8.94	15.71	20.48	16.65	4.67	4.38
煤气化	21.61	1.33	0.24	0.90	1.21	5.34	5.87	17.16	25.36	18.86	4.27	3.89
西山煤电	38.88	1.44	0.53	1.18	2.00	4.13	4.57	25.69	31.36	18.50	8.96	8.10
露天煤业	26.88	0.85	0.45	1.15	1.36	2.85	3.20	31.94	23.61	19.96	9.53	8.48
兰花科创	46.67	2.45	1.19	2.32	2.60	8.22	8.99	16.28	17.19	15.34	4.85	4.44
兖州煤业	23.75	1.32	0.31	0.87	1.00	6.23	6.70	15.70	23.82	20.72	3.33	3.09
国阳新能	47.01	1.51	0.91	1.74	2.09	5.60	6.12	27.58	23.93	19.92	7.44	6.80
盘江股份	28.36	1.07	0.60	1.25	1.68	6.26	7.18	26.64	22.81	16.97	4.55	3.97
上海能源	25.79	1.54	0.59	1.25	1.54	6.13	6.52	15.25	18.79	15.25	3.83	3.60
山煤国际	33.54	0.57	-	1.14	1.58	3.88	4.56	42.14	21.07	15.20	6.19	5.27
恒源煤电	34.20	1.62	0.62	1.47	1.73	7.98	8.64	19.86	21.89	18.60	4.03	3.72
开滦股份	24.46	1.46	0.33	0.80	1.01	4.50	5.01	15.91	29.04	23.00	5.16	4.64
大同煤业	45.20	2.40	1.02	2.13	2.65	8.90	9.67	17.80	20.05	16.12	4.80	4.42
中国神华	33.92	1.34	0.80	1.69	1.98	8.20	8.61	25.40	20.14	17.19	4.15	3.95
平煤天安	32.08	2.20	0.64	1.50	1.85	7.46	7.87	14.50	21.26	17.24	4.27	4.05
潞安环能	51.07	2.48	1.08	2.40	2.80	7.90	8.63	18.69	19.32	16.56	5.87	5.37
中煤能源	13.81	0.52	0.27	0.56	0.68	5.25	5.72	26.02	24.16	19.90	2.58	2.37
国投新集	17.51	0.65	0.35	0.72	1.01	3.52	3.91	26.38	23.82	16.98	4.87	4.39
均值								23.92	27.69	21.63	5.70	5.16

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。