



上市公司年报和季报点评

研究报告
煤炭行业

买入 维持

国阳新能 (600348)

2010 年 4 月 23 日

成本费用大幅下降 2009 年业绩翻番

2010 年 4 月 21 日股价: 43.58 元
未来 6 个月目标价位: 54.97 元

煤炭行业核心分析师: 韩振国
SAC 执业证书编号: S0850200010364
zgihan@htsec.com
021-23219400
助理分析师: 刘惠莹
SAC 执业证书编号: S0850209090680
liuhy@htsec.com
021-23219441

主要内容

2009 年, 公司煤炭销量同比增幅 8.81%, 公司调整煤炭产品结构, 使得煤炭综合售价在大势较弱情况下保持基本稳定, 殊为不易。公司成本增幅小于收入增幅, 期间费用大幅度下降, 公司成本费用控制效果极佳。公司业绩出现大幅度提高, EPS 为 1.93 元, 同比几近翻番。

2010 年以后, 不考虑收购, 公司煤炭销量增幅很小, 由于煤炭综合售价同比增幅 9% 左右, 收购新景矿之后关联交易明显减少, 煤炭销售成本也因此有所下降。收入增长, 成本下降, 预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 2.39 元和 2.59 元。我们看好公司依托大集团下的快速发展, 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 个月的目标价格为 54.97 元, 相当于 2010 年 23 倍的 PE。

2009 年业绩分析

公司公布 2009 年年报, EPS 为 1.93 元。2009 年, 公司营业收入 200.05 亿元, 同比增长 17.45%; 利润总额 24.87 亿元, 同比增长 108.05%; 归属于上市公司股东的净利润 18.56 亿元, 同比大增 99.59%。基本每股收益 1.93 元 (2008 年: 0.97 元)。扣除非经常性损益后的基本每股收益为 1.81 元, 与我们此前预期的 1.86 元接近。在煤炭行业 2009 年整体走弱大势下, 公司能取得如此快速增长, 实属少见! 公司拟实施的分配预案非常诱人: 以 2009 年 12 月 31 日总股本 962,000,000 股为基数, 向全体股东每 10 股送 15 股, 派发现金红利 3.80 元 (含税)。

煤炭产销量都有所增加。2009 年, 公司原煤产量完成 2096 万吨 (2008 年: 1774 万吨), 同比增长 18.15%。公司原煤产量的增长主要是由于公司当年收购了集团公司新景矿所致。公司采购集团公司原料煤 1430 万吨 (2008 年: 1525 万吨), 采购量减少主要是由于收购新景矿。公司销售煤炭 3953 万吨 (2008 年: 3633 万吨), 同比增长 8.81%。我们推断, 煤炭销量的增长主要来自开元矿业、平舒煤业以及外购煤的销售。

煤炭综合售价 439.60 元/吨, 同比上涨 0.08%。2009 年, 公司煤炭综合售价 439.60 元/吨 (2008 年: 439.24 元/吨), 其中, 洗块煤、喷粉煤、洗末煤价格分别为 731.27 元/吨、655.02 元/吨、367.53 元/吨, 同比分别上涨了 4.98%、-20.83% 和 9.61%。公司能在 2009 年煤炭市场价格普遍下跌的情况下保持综合售价稳定, 主要得益于销售结构的变化。2009 年, 公司洗末煤销售 2855 万吨, 占公司煤炭销量 3953 万吨的 72.22%, 其价格的上涨对于综合售价的上涨贡献最大。

单位煤炭销售成本以及外购煤增加是营业成本同比增长的两个主要原因。2009 年, 公司营业成本 159.14 亿元, 同比增长 14.64%, 其中煤炭产品销售成本 134.49 亿元, 占营业成本的 84.56%, 同比增长 10.75%。吨煤销售成本从 334 元/吨上涨到 340 元/吨。2009 年, 公司收购集团公司 1969 万吨 (2008 年: 1873 万吨), 外购的数量增加会导致成本的增加。其中采购原料煤 1430 万吨, 虽然数量同比减少, 不过采购原料煤的价格从 2008 年的 390 元/吨上涨到 400 元/吨。

营业成本增幅低于收入增幅以及期间费用大幅降低, 使得净利润大幅度增加。2009 年, 公司营业总收入同比增长 17.46%, 营业成本增长 14.64%, 期间费用下降 16.76%, 营业总成本同比增幅 10.76%。公司完全成本增幅小于收入增幅, 成本费用控制出乎预料地好。这是公司净利润同比大增的主要原因。

2010 年一季报及此后业绩分析和预测

2010 年一季度 EPS 为 0.53 元。2010 年第一季度，公司营业收入同比增长 48.50%，营业总成本增长 41.57%，归属于母公司所有者的净利润同比大增 168.33%。收入增长预计是由煤炭产销量以及价格双因素推动。成本相对增幅较小，使得业绩大幅增长。

不考虑收购，公司未来两年公司自产原煤保持稳定增长。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，2010-2011 年，公司的自产原煤数量将分别达到 2920 万吨和 3050 万吨。

表 1 煤炭公司产量分析和预测（万吨）

	2008	2009	2010E	2011E	备 注
一矿	580	700	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	186	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	2096	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，预计变化不大。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 2010-2011 年的煤炭销量分别是 4060 万吨和 4160 万吨。

表 2 煤炭公司产销量分析和预测（万吨）

	2006	2007	2008	2009	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	3953	4060	4160	2009 年以后煤炭销量较难预测，假定略有增长
其中：洗块煤	373	362	435	470	480	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	476	480	480	
洗末煤	1773	2120	2737	2855	2900	2940	
煤泥等	45	66	65	152	200	240	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2010 年煤炭综合售价同比上涨 8.99%，2011 年同比上涨 4.05%。2010 年，公司合同电煤价格同比上涨超过 10%，就我们了解的情况，其他煤种同比都有程度不同的上涨，就此我们预计，全年的总和售价同比也有 9% 左右的上涨。2011 年涨幅放缓。参见表 3。

公司或在酝酿新一轮的资产收购。资产收购不仅是题材，也有实质性利好。2009 年公司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。我们预计，新一轮的资产收购也在公司的发展规划中。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。

表 3 公司煤炭价格分析和预测（元/吨）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	备 注
煤炭综合售价	322	439	440	479	499	2010 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	2010 年第一季度收购价格为 435 元/吨，预计全年维持
分煤种价格						
洗块煤	482	697	731	760	770	2010 年价格有所上涨
洗粉煤	532	920	655	700	720	2010 年价格有所上涨
洗末煤	257	335	368	405	425	2010 年合同电煤上涨 38 元/吨
煤泥	162	165	216	240	240	2010 年价格有所上涨

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2010-2011 年 EPS 分别为 2.39 元和 2.59 元。维持“买入”的投资评级。我们推断，2010-2011 年 EPS 分别为 2.39 元和 2.59 元。横比其他上市公司，公司目前的估值水平偏低。以下几个方面值得特别关注：（1）继收购新景矿之后，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，6 个月的目标价格为 54.97 元，相当于 2010 年 23 倍的 PE。

表 6 公司业绩分析和预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	1077577	1703314	2000482	2219800	2344200
二、营业总成本	961981	1579743	1749663	1905010	2001761
其中：营业成本	84922	1387288	1590393	1710500	1792100
营业税金及附加	10880	20586	28088	38000	40000
销售费用	33164	37991	26259	31510	34661
管理费用	64521	114004	95830	115000	123000
财务费用	392	5591	9093	10000	12000
资产减值损失	3803	14379	-707	0	0
投资收益	87	96			
三、营业利润	115683	123571	251526	314790	342439
营业外收入	925	448	2014	0	0
营业外支出	2013	4483	4842	0	0
四、利润总额	114594	119536	248698	314790	342439
所得税费用	34865	22058	61754	78697	85610
五、净利润	79729	97478	186944	236092	256829
归属于母公司所有者的净利润	79155	93008	185633	230092	248829
少数股东损益	574	4470	1311	6000	8000
六、每股收益					
基本每股收益（元）	0.82	0.97	1.93	2.39	2.59

资料来源：公司公告，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：煤炭行业核心分析师

刘惠莹：煤炭行业助理分析师

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、昊华能源、山煤国际、冀中能源。

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。