

国阳新能(600348.SH)

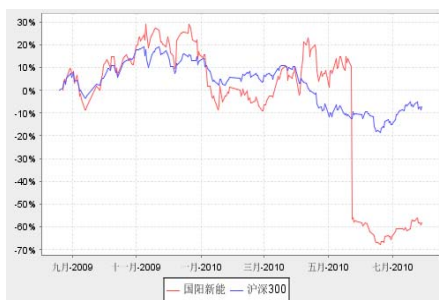
目标远大，高增长可期

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **20.16-21.77**
 分析师
 刘昭亮
 S0910210050002
 021-58306416
 liuzl@qlzq.com.cn
 2010年8月16日

基本状况

总股本(百万股)	2405.00
流通股本(百万股)	2405.00
市价(元)	16.03
市值(百万元)	38552.15
流通市值(百万元)	38552.15

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	17,033.1	20,004.8	26,944.2	28,768.1	30,926.1
营业收入增速	58.07%	17.45%	34.69%	6.77%	7.50%
净利润增长率	17.50%	99.59%	36.12%	30.24%	19.56%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.93	1.05	1.37	1.64
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	25.07	15.26	11.71	9.80
PEG	0.00	0.25	0.42	0.39	0.50
每股净资产(元)	4.24	6.22	3.16	4.53	6.16
每股现金流量	3.74	4.93	1.03	2.16	2.19
净资产收益率	22.81%	31.01%	33.25%	30.22%	26.54%
市净率	0.00	7.77	5.07	3.54	2.60
总股本(百万股)	962.00	962.00	2,405.00	2,405.00	2,405.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于2010年8月14日发布中期业绩: 营业收入134.21亿元, 同比增长44.48%; 实现净利润12.42亿元, 同比增长42%; 每股收益0.52元, 同比增长42%; 净资产收益率14.11%, 同比减少5.28%。利润增速基本符合预期, 其中二季度利润环比增长43%。业绩变动的主要原因是自产原煤产量大幅增长以及价格同比上升。
- 收购新景矿之后, 煤炭盈利进一步增强。2010年上半年公司自产原煤产量1274万吨, 比去年同期增加342万吨, 同比增长37%。自产煤炭产量增长主要来自于去年年底收购的集团新景矿。另外, 根据我们的测算, 公司煤炭综合售价同比上涨33元至475元/吨, 而吨煤生产成本仅小幅增加4元至358元/吨, 因此煤炭综合毛利率水平达到历史最好水平24.59%, 比去年同期增加4.52%。其中, 煤价综合售价上涨主要受喷吹煤和末煤的销售价格同比增幅较大(分别增长12.6%和10.5%); 而块煤受下游需求(化肥)的影响, 价格基本持平。我们认为, 新景矿的注入明显增厚了公司的业绩: 解决新景矿的关联交易显著提升了公司的毛利率水平(成本下降), 同时也是延续上半年业绩高增长的重要因素。
- 外购原煤量未减, 但盈利贡献仍旧有限。上半年收购集团557万吨, 同比减少33%, 但外购原煤仍有1007万吨, 同比仅减少18万吨。因此上半年公司商品煤总销量增长了14%至2179万吨。虽然外购原煤洗出销售量可观, 但利润贡献有限: 上半年原煤外购成本为435元/吨(去年为402元/吨, 收购成本涨幅正好与煤炭销售价格涨幅一致), 按照销售均价475元/吨计算, 毛利仅有40元/吨, 扣除税费和期间费用, 我们判断吨煤利润为4.5元/吨左右, 因此外购煤净利润5000万元, 对EPS贡献仅有0.02元。
- 本部产量增长有限, 外延式扩张步步为营, 增长的空间较大。目前公司旗下的一矿、二矿、新景矿、开元矿均是成熟矿井, 未来产量将保持稳定。产量增长主要来自于公司控股的平舒煤矿(从现有的200

万吨扩建至500万吨)和景福煤矿(达产后90万吨),因此现有产能增长有限。然而从收购开元矿、新景矿可以看出,公司正逐步通过的外延方式迅速成长,大股东阳煤集团解决关联交易的决心很大,而且从公司的业绩和股价表现来看,资产注入实质性地增厚了股东的价值。目前集团的煤矿资产已非常庞大,在建和改建煤矿产能已突破亿吨,同时也折射出集团对建矿资金的需求也较大。

我们认为公司目前的看点主要有两个:(1)继续收购集团资产,以现金收购五矿资产的可能性较大。五矿煤种是无烟煤,可采储量4.6亿吨,目前产能是500万吨/年,拟2011年扩产至800万吨,产品与公司现有产品结构相当,盈利能力较好。(2)控股子公司天泰投资对资源整合项目的推进。根据近期发布的公告,公司授权天泰公司主导平定县12家煤矿相关兼并重组工作,这是天泰增资扩股以来的第一笔收购项目,我们认为下半年山西煤炭资源整合将进一步深化,密切关注项目的进展程度。

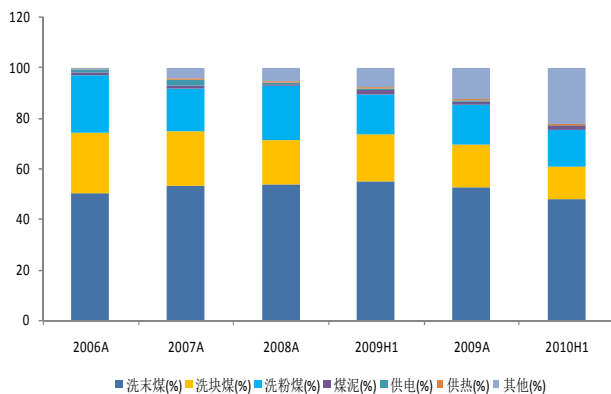
- 我们预测公司2010年~2012年净利润25.27亿元、32.91亿元、39.35亿元。折合每股收益1.05元、1.37元和1.64元,同比增长36.12%、30.24%和19.56%。按照目前的价格对应PE分别为15.26、11.71、9.8倍,估值处于行业中等水平。我们认为,未来公司将在外延扩张的基础上继续保持高速增长,而且考虑大股东兑现承诺记录良好,值得作为长期价值投资标的。按照公司未来三年盈利取18倍PE3倍PB均值,结合资源估值法,对应价值区间20.16~21.77元,中枢价格20.96元,给予“买入”评级。

图表1: 国阳新能主要盈利指标变化

主要盈利指标	2007A	2008A	2009H1	2009A	2010Q1	2010H1	上半年同比	二季度环比
营业总收入(亿元)	102.70	170.33	92.90	200.05	66.56	134.21	44.48%	1.65%
净利润(亿元)	4.96	14.55	8.76	18.56	5.11	12.42	41.87%	43.29%
每股收益(元)	0.21	0.60	0.36	0.77	0.21	0.52	41.87%	43.29%
净资产收益率	15.21%	30.23%	19.39%	29.12%	6.15%	14.11%	-5.28%	1.81%
毛利率	17.02%	22.78%	19.36%	20.50%	17.34%	20.43%	1.06%	3.09%

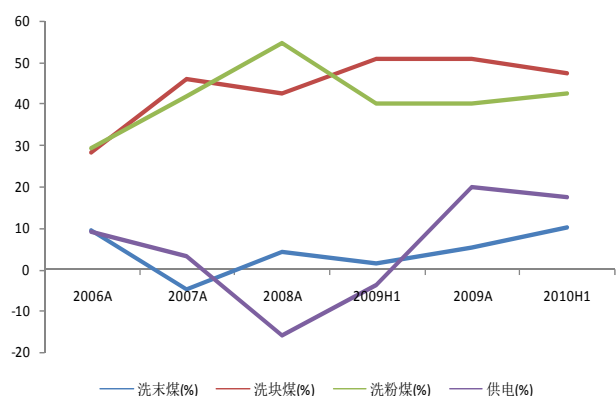
来源: 齐鲁证券研究所; 每股收益按照最新股本计算

图表2: 国阳新能主要产品收入构成



来源: 齐鲁证券研究所

图表3: 公司主要产品毛利率变化趋势



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4：国阳新能主要矿井产量预测

	股权占比	煤种	储量(亿吨)	可采储量(万吨)	核定产能(万吨)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一矿	100%	无烟煤	10.78	6.06	750	585	700	700	750	750
二矿	100%	无烟煤	10.09	4.21	810	700	810	750	810	810
开元矿	100%	贫瘦煤	3.59	1.21	300	321	300	300	300	300
平舒矿	56.31%	贫煤	2.98	0.7	240	167	200	200	300	500
景福矿	70%	贫瘦煤		0.27	90		30	60	90	90
新景矿	100%	无烟煤	9.51	5.73	750		56	650	750	750
合计			36.95	18.18	2940	1773	2096	2660	3000	3200
权益合计			36	18	2058	1700	1999	2554	2841	2954

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：国阳新能分业务盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009H1	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
洗末煤									
洗末煤收入(万元)	428403	545686	917697	513034	1049286	644727	1297576	1423971	1552901
洗末煤成本(万元)	386447	563534	876348	503846	990836	577874	1156952	1221022	1321020
洗末煤销量(万吨)	1773	2120	2,737	1403	2,855	1,596	3196	3,327	3,513
吨煤价格(元/吨)	242	257	335	366	368	404	406	428	442
吨煤成本(元)	218	266	320	359	347	362	362	367	376
毛利率	9.79%	-3.27%	4.51%	1.79%	5.57%	10.37%	10.84%	14.25%	14.93%
洗块煤									
洗块煤收入(万元)	204026	225341	303014	173727	343697	174103	341640	360960	390390
洗块煤成本(万元)	146469	120657	173338	85043	167813	91271	180180	187680	201786
洗块煤销量(万吨)	399	424	435	234	470	233	468	480	507
吨煤价格(元/吨)	511	531	697	742	731	747	730	752	770
吨煤成本(元/吨)	367	285	398	363	357	392	385	391	398
毛利率	28.21%	46.46%	42.80%	51.05%	51.17%	47.58%	47.26%	48.01%	48.31%
洗粉煤									
洗粉煤收入(万元)	193872	174600	364484	146293	311791	193479	395472	427008	468864
洗粉煤成本(万元)	137099	101009	164599	87800	186212	110929	222288	240192	261072
洗粉煤销量(万吨)	373	362	396	218	476	256	528	556	592
吨煤价格(元/吨)	520	482	920	671	655	756	749	768	792
吨煤成本(元/吨)	368	279	416	403	391	433	421	432	441
毛利率	29.28%	42.15%	54.84%	39.98%	40.28%	42.67%	43.79%	43.75%	44.32%
煤泥									
煤泥收入(万元)	7002	10717	10694	13699	32876	22321	44544	49951	57981
煤泥销量(万吨)	45	66	65	59	152	94	192	209	231
煤泥销售价格(元/吨)	156	162	165	232	216	237	232	239	251
煤炭业务综合									
煤炭总销量	2590	2972	3633	1914	3953	2179	4384	4572	4843
总收入	833304	956345	1595890	846754	1737650	1034630	2079232	2261890	2470136
总成本	670059	785265	1214350	676747	1345014	780168	1559612	1649103	1784109
销售均价	322	322	439	442	440	475	474	495	510
销售成本	259	264	334	354	340	358	356	361	368
毛利率	19.59%	17.89%	23.91%	20.08%	22.60%	24.59%	24.99%	27.09%	27.77%
发电									
供电(万元)	12298	24620	13076	7988	10310	6487	13185	15012	17460
供电(万元)	11140	23728	15134	8278	8240	5336	10987	12702	14342
发电量(万千瓦时)	79470	90231	103341	46680	89034	55487	109873	115477	124715
电价(元/千瓦时)	0.15	0.27	0.13	0.17	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14
发电成本(元/千瓦时)	0.14	0.26	0.15	0.18	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12
毛利率	9.42%	3.62%	-15.74%	-3.63%	20.07%	17.73%	16.67%	15.38%	17.86%
供热									
供热(万元)	3413	3935	3380	3826	2706	2546	5040	6101	8048
供热(万元)	3413	3271	6069	4637	2964	1853	3669	4455	6046
供热量(百万千焦)	299	259	313	201	359	238	471	484	509
供热价格(元/百万千焦)	11.40	15.21	10.80	19.04	7.55	10.70	10.70	12.60	15.80
供热成本(元/百万千焦)	11.40	12.64	19.39	23.08	8.27	7.79	7.79	9.20	11.87
毛利率	0.00%	16.86%	-79.56%	-21.22%	-9.53%	27.20%	27.20%	26.98%	24.87%
总收入(万元)	893,838	1,026,977	1,703,314	928,974	2,000,482	1,342,145	2,694,422	2,879,969	3,092,610
总成本(万元)	723,898	852,147	1,315,295	749,091	1,590,393	1,067,999	2,135,536	2,227,528	2,365,764
毛利率	19.01%	17.02%	22.78%	19.36%	20.50%	20.43%	20.74%	22.65%	23.50%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：国阳新能主要产品产销量与价格预测

	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
原煤产量（万吨）	1465	1287	1774	932	2096	1274	2660	3000	3200
收购原料煤（万吨）	1760	1561	1873	1025	1969	1,007	1950	1950	1950
收购原料煤价格（元/吨）	242	284	400	400	402	435	435	440	435
煤炭销售总量（万吨）	2589	2973	3,633	1914	3953	2179	4384	4572	4843
综合售价（元/吨）	322	322	439	442	440	475	474	495	510
其中：洗块煤销量（万吨）	399	424	435	234	470	233	468	480	507
块煤价格（元/吨）	511	531	697	742	731	747	730	752	770
喷吹煤销量（万吨）	373	362	396	218	476	256	528	556	592
喷吹煤价格（元/吨）	520	482	920	671	655	756	749	768	792
洗末煤（万吨）	1773	2120	2737	1403	2855	1596	3196	3327	3513
洗末煤价格（元/吨）	242	257	335	366	368	404	406	428	442
煤泥（万吨）	45	66	65	59	152	94	192	209	231
煤泥价格（元/吨）	156	162	165	232	216	237	232	239	251
发电（万千瓦时）	79470	90231	103341	46680	89034	55487	109873	115477	124715
供热（万百万千焦）	299	259	313	201	359	238	471	484	509

来源：齐鲁证券研究所

附录1：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	10,776	17,033	20,005	26,944	28,768	30,926
增长率	20.56%	58.1%	17.4%	34.7%	6.8%	7.5%
营业成本	-8,492	-13,873	-15,904	-21,355	-22,273	-23,658
% 销售收入	78.8%	81.4%	79.5%	79.3%	77.4%	76.5%
毛利	2,284	3,160	4,101	5,589	6,495	7,268
% 销售收入	21.2%	18.6%	20.5%	20.7%	22.6%	23.5%
营业税金及附加	-109	-206	-281	-396	-316	-340
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%
营业费用	-332	-380	-263	-296	-316	-309
% 销售收入	3.1%	2.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%
管理费用	-645	-1,140	-958	-1,132	-1,093	-1,082
% 销售收入	6.0%	6.7%	4.8%	4.2%	3.8%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	1,198	1,434	2,599	3,765	4,769	5,537
% 销售收入	11.1%	8.4%	13.0%	14.0%	16.6%	17.9%
财务费用	-4	-56	-91	-149	-154	-137
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-38	-144	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	13	13	13
% 税前利润	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	1,157	1,236	2,515	3,628	4,628	5,412
营业利润率	10.7%	7.3%	12.6%	13.5%	16.1%	17.5%
营业外收支	-11	-40	-28	-23	-26	-29
税前利润	1,146	1,195	2,487	3,605	4,603	5,383
利润率	10.6%	7.0%	12.4%	13.4%	16.0%	17.4%
所得税	-349	-221	-618	-937	-1,151	-1,346
所得税率	30.4%	18.5%	24.8%	26.0%	25.0%	25.0%
净利润	797	975	1,869	2,667	3,452	4,037
少数股东损益	6	45	13	141	161	102
归属于母公司的净利润	792	930	1,856	2,527	3,291	3,935
净利率	7.3%	5.5%	9.3%	9.4%	11.4%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	975	1,869	2,667	3,452	4,037
少数股东损益	0	0	0	141	161	102
非现金支出	0	1,003	943	936	1,081	1,353
非经营收益	0	-74	119	196	207	211
营运资金变动	0	1,692	1,810	-1,323	463	-341
经营活动现金净流	0	3,595	4,741	2,618	5,365	5,363
资本开支	1,416	1,021	1,290	2,105	3,196	4,621
投资	-237	-1,299	-2,200	-38	0	0
其他	160	5	0	13	13	13
投资活动现金净流	-1,492	-2,315	-3,490	-2,130	-3,183	-4,608
股权募资	0	74	679	0	0	0
债权募资	69	445	325	190	0	0
其他	-329	-292	-543	-186	-1,108	-194
筹资活动现金净流	-260	227	461	4	-1,108	-194
现金净流量	-1,752	1,507	1,712	493	1,073	560

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	701	2,227	3,940	4,292	5,204	5,662
应收款项	1,335	1,514	1,913	4,302	3,879	3,143
存货	352	338	556	885	740	721
其他流动资产	267	155	191	641	401	426
流动资产	2,655	4,235	6,600	10,120	10,224	9,952
% 总资产	31.4%	44.5%	38.0%	45.8%	42.1%	36.5%
长期投资	6	6	206	244	244	244
固定资产	5,176	4,285	5,934	6,055	6,863	8,644
% 总资产	61.3%	45.0%	34.1%	27.4%	28.3%	31.7%
无形资产	577	805	4,492	5,516	6,798	8,256
非流动资产	5,790	5,279	10,785	11,967	14,057	17,296
% 总资产	68.6%	55.5%	62.0%	54.2%	57.9%	63.5%
资产总计	8,445	9,513	17,384	22,087	24,281	27,248
短期借款	55	560	865	55	55	55
应付款项	2,066	3,169	5,273	6,594	6,400	5,244
其他流动负债	560	973	917	2,356	1,292	1,377
流动负债	2,682	4,702	7,055	9,005	7,747	6,676
长期贷款	293	264	2,512	3,512	3,512	3,512
其他长期负债	538	99	1,421	1,421	1,421	1,421
负债	3,513	5,065	10,988	13,938	12,679	11,609
普通股股东权益	4,695	4,078	5,986	7,599	10,890	14,824
少数股东权益	238	371	411	551	712	815
负债股东权益合计	8,445	9,513	17,384	22,087	24,281	27,248

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	1.646	0.967	1.930	1.051	1.368	1.636
每股净资产 (元)	9.760	4.239	6.222	3.160	4.528	6.164
每股经营现金净流 (元)	0.000	3.737	4.929	1.030	2.164	2.187
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.380	0.380	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.86%	22.81%	31.01%	33.25%	30.22%	26.54%
总资产收益率	9.37%	9.78%	10.68%	11.44%	13.55%	14.44%
投入资本收益率	16.57%	38.17%	27.89%	32.55%	32.23%	28.29%
增长率						
营业总收入增长率	20.56%	58.07%	17.45%	34.69%	6.77%	7.50%
EBIT增长率	36.57%	19.75%	81.19%	44.85%	26.68%	16.09%
净利润增长率	12.08%	17.50%	99.59%	36.12%	30.24%	19.56%
总资产增长率	45.84%	12.65%	82.74%	27.05%	9.93%	12.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.5	16.3	14.3	19.8	18.0	17.1
存货周转天数	15.0	9.1	10.3	15.0	12.0	11.0
应付账款周转天数	26.5	27.8	45.3	48.6	40.0	30.0
固定资产周转天数	134.4	97.5	88.8	72.9	65.9	66.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.15%	-31.55%	12.69%	7.97%	-2.26%	-4.60%
EBIT利息保障倍数	305.9	25.7	28.6	25.2	31.0	40.4
资产负债率	41.59%	53.24%	63.21%	63.10%	52.22%	42.60%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501