

煤炭采选

报告原因：有业绩公布需要点评

2010年08月16日

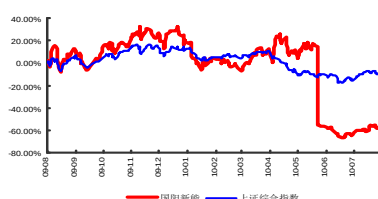
市场数据：2010年08月13日

收盘价（元）	16.03
一年内最高/最低（元）	51/11.97
市净率	5.2
市盈率	15
流通A股市值（亿元）	419

基础数据：2010年06月30日

每股净资产（元）	3.09
资产负债率%	59.03
总股本/流通A股（亿股）	24.1/24.1
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内公司股价与大盘对比走势



分析师

张红兵

执业证书编号：S0760209090157

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市海淀区大柳树路富海大厦
电话：0351-8686986
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

国阳新能 (600348)

增持

煤炭业务毛利率持续改善

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2008A	17033	58	1455	83	1.51	19	41
2009A	20004	17	1856	100	1.93	21	21
2010E	26428	32	2577	39	1.07	22	15
2011E	29375	11	3023	17	1.26	22	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●上半年净利润同比增长45.4%，二季度净利润环比增长43.2%。上半年公司营业收入134亿元，比上年同期增长44%，煤炭产品收入103亿元，同比增长22%，上半年非主营业务收入30亿元，同比增长324%，归属母公司净利润13亿元，同比增长45%，每股收益0.52元；二季度营业收入环比增长1.7%，但营业成本却环比下降4.7%，导致二季度净利润环比增长43%。

●新景矿的收购提升公司自产煤的产量，降低了原料煤的采购量。得益于2009年新景矿的收购，2010年上半年公司生产原煤1274万吨，同比增长36.7%，这也大大降低了原料煤的采购量，上半年采购集团原料煤557万吨，同比下降32.89%；但由于集团煤矿产能的不断释放，虽然原料煤数量下降，但采购集团及子公司煤炭数量基本没有改变，上半年共采购1007万吨，同比下降1.76%。

●上半年综合煤价474.91元/吨，同比上涨7.36%。各细分产品中涨幅比较大的是洗煤煤，其次是洗末煤，洗块煤价格基本稳定，上半年洗粉煤平均售价756元/吨，同比上涨13%；选末煤平均售价404元/吨，同比上涨10%，而洗块煤平均售价747元/吨，同比增长仅为0.65%。

●煤炭业务毛利率持续改善。得益于煤价及资产收购，公司毛利率一直在改善，2010年上半年毛利率24.6%，比去年同期提升4.52个百分点，改善比较明显的是占到煤炭业务收入60%的洗末煤，上半年洗末煤毛利率10.37%，同比增加8.58个百分点，而块煤毛利率47.58%，同比减少3.47个百分点，洗粉煤毛利率42.67%，同比增加2.68个百分点。

●**资产注入仍值得期待。**公司一直致力于关联交易的解决，2008 年收购开元矿，2009 年收购新景矿，但公司和集团之间仍有较大关联交易，今年上半年采购集团及其子公司煤炭 1007 万吨，其中原料煤 557 万吨，我们认为资产收购的趋势没有改变，2009 年阳泉集团产量 4346 万吨，是公司原煤产量的 2 倍多，且在山西资源整合中集团获得大量资源，我们认为这是上市公司成长的外在动力，首先要注入的我们认为是五矿。

●**维持“增持”投资评级。**由于关联交易的存在使公司毛利率一直较低，也正因为如此，我们认为公司业绩还存在较大改善空间，2008、2009H1、2009 及 2010H1 煤炭业务毛利率分别是 19.39%、20.08%、22.6%及 24.6%，公司毛利率逐渐改善。不考虑资产注入，新景矿及平舒矿支撑今明两年的成长，同时子公司国阳天泰参与的资源整合也将在 2012 年左右贡献业绩，我们预计 2010/2011 年每股业绩分别是 1.07 元/1.26 元，对应动态 PE 分别是 15、13 倍，和煤炭行业的平均估值水平相当，仍维持“增持”投资评级。



表：利润表

	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	1077577	1703314	2000482	2642800	2937450
营业收入(万元)	1077577	1703314	2000482	2642800	2937450
二、营业总成本(万元)	961981	1579839	1748956	2284887	2517633
营业成本(万元)	849222	1387288	1590393	2070820	2279699
营业税金及附加(万元)	10880	20586	28088	39642	44062
销售费用(万元)	33164	37991	26259	34356	38187
管理费用(万元)	64521	114004	95830	118926	132185
财务费用(万元)	392	5591	9093	21142	23500
资产减值损失(万元)	3803	14379	(707)	0	0
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	87	96	0	0	0
四、营业利润(万元)	115683	123571	251526	357913	419817
加：营业外收入(万元)	925	449	2014	0	0
减：营业外支出(万元)	2013	4483	4842	0	0
五、利润总额(万元)	114595	119537	248698	357913	419817
减：所得税(万元)	34865	22059	61754	89478	104954
六、净利润(万元)	79730	97478	186944	268435	314863
减：少数股东损益(万元)	574	4470	1311	10737	12595
归属于母公司所有者的净利润(万元)	79156	93008	185633	257698	302268
2010 除权后股本	240500	240500	240500	240500	240500
eps	0.33	0.39	0.77	1.07	1.26

资料来源：山西证券研究所



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。