

2011年7月1日

国阳新能

量价超预期，资产注入进度可能较慢

买入
A

600348.SS - 人民币 24.04

目标价格: 人民币 28.96 (▲26.88)

唐倩

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

公司所在区域上半年煤价同比增长30%左右,但由于公司重点合同煤占销量比重达55%,我们预计公司上半年商品煤综合售价同比增长16%。我们预计公司全年产量同比增长8%至2841万吨,但预计2011年较难完成资产注入。公司产量增幅超出我们的预期,我们上调2011年的每股收益预测至1.32元。基于22倍的2011年目标市盈率,我们将目标价由26.88元上调至28.96元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 我们预计公司2011年1季度原煤产量707万吨,同比增长14%,综合煤炭售价(不含税)533元/吨,同比增长14%。
- 2011年1季度和2季度,公司采购母公司原煤的价格分别为460元/吨和500元/吨,即2季度环比增长40元/吨。我们预计公司2季度的综合煤炭售价环比增长7.5%或40元/吨至573元/吨;则公司上半年的综合煤炭售价553元/吨,同比增长16%。
- 不包括整合煤矿,公司现有产能3,020万吨/年。公司2010年原煤产量2,621万吨,我们预计公司2011年的原煤产量将同比增长8%至2,841万吨。
- 控股51%的国阳天泰整合产能为510万吨/年,归属于国阳新能的权益产能为199万吨/年。我们预计国阳天泰的整合资源将在2012年下半年逐渐投产,从2013年开始释放产量。
- 我们认为母公司现有的五矿、新元矿和寺家庄矿最符合注入条件,产能共计1,570万吨/年。此外,我们认为已经政策性破产的三矿未来有可能注入上市公司。但我们预计公司2011年完成资产注入的可能性较小。

评级面临的风险

- 成本增幅超出我们预期。
- 下半年煤价走势低于我们预期。

估值

- 截至6月30日,公司2011年的市盈率为18.3倍。基于22倍2011年目标市盈率,我们将目标价由26.88元上调至28.96元,继续维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

重要数据

发行股数(百万)	2,405
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	58,057
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
阳泉煤业集团	58

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	20,005	27,941	34,191	38,589	41,476
变动(%)	17	40	22	13	7
净利润(人民币百万)	1,856	2,412	3,166	3,717	4,053
全面摊薄每股收益(人民币)	0.772	1.003	1.317	1.545	1.685
变动(%)	(20.2)	30.0	31.2	17.4	9.1
市场预期每股收益(人民币)			1.294	1.479	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.222	1.396	1.586
调整幅度(%)	-	-	7.8	10.7	6.3
全面摊薄市盈率(倍)	31.3	24.1	18.3	15.6	14.3
每股现金流(人民币)	1.97	1.78	2.27	2.22	3.27
价格/每股现金流量(倍)	12.2	13.6	10.6	10.9	7.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.1	11.2	9.8	8.2	7.0
每股股息(人民币)	0.152	0.100	0.329	0.386	0.421
股息率(%)	0.6	0.4	1.4	1.6	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1 季度利润大幅增加源于量价齐增 14%

国阳新能 2011 年 1 季度净利润同比增长 29%，我们预计主要是由于产量及售价的增长。我们预计公司 2011 年 1 季度原煤产量 707 万吨，同比增长 14%，综合煤炭售价（不含税）533 元/吨，同比增长 14%。

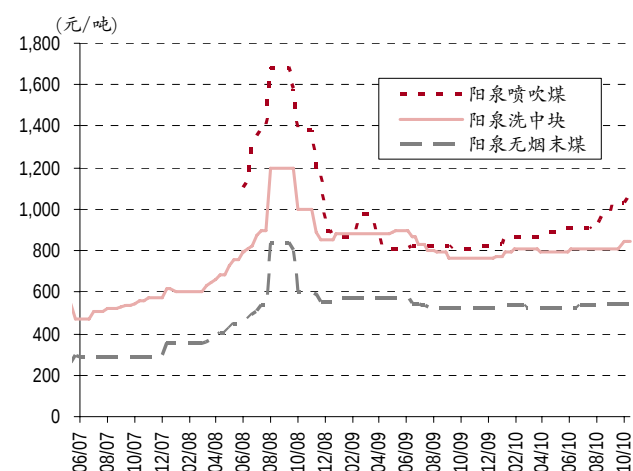
预计上半年商品煤综合售价增幅 16%左右

公司商品煤销量中，12%为无烟块煤，12%为无烟喷吹煤，76%为动力煤。其中，70%的动力煤为重点合同煤，即重点合同煤占总销量的 55%左右。

根据中国煤炭资源网统计（图表 4），今年 1、2 季度，阳泉地区喷吹煤、化工煤、动力煤价格的同比增幅均在 30%左右。由于公司 55%的商品煤价格保持不变，按照煤炭资源网的价数据，我们预计公司上半年商品煤综合售价增幅在 15%左右。

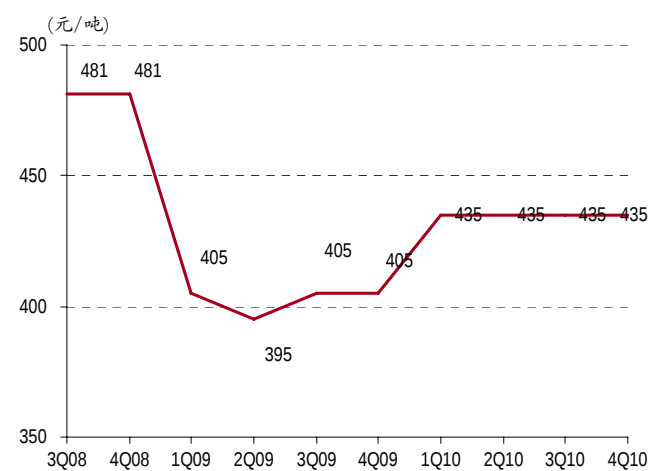
2011 年 1 季度和 2 季度，公司采购母公司原煤的价格（不含税）分别为 460 元/吨和 500 元/吨，即 2 季度环比增长 40 元/吨。公司收购母公司的原煤，主要来自三矿和五矿。这两个矿煤质与公司本部煤矿基本相仿，我们预计公司 2 季度的综合煤炭售价环比增长 7.5%或 40 元/吨至 573 元/吨；则公司上半年的综合煤炭售价 553 元/吨，同比增长 16%，与我们前面的预测基本一致。

图表 2. 公司所在区域煤炭价格



资料来源: 中国煤炭资源网, 中银国际研究

图表 3. 国阳新能收购母公司的原煤收购价



资料来源: 中国煤炭资源网, 中银国际研究

图表 4. 公司所在地区的喷吹煤和洗中块价格(含税)

(元/吨)	阳泉喷吹煤	阳泉洗中块	阳泉无烟末煤
10 年 1 季度	863	799	529
11 年 1 季度	1,150	1,040	668
同比变动%	33	30	26
10 年 2 季度	896	798	523
11 年 2 季度	1,150	1,050	670
同比变动%	28	32	28

资料来源：中国煤炭资源网，中银国际研究

预计公司 2011 年产量增幅 8%

不包括整合煤矿，公司现有产能 3,020 万吨/年。公司 2010 年原煤产量 2,621 万吨，我们预计公司 2011 年的原煤产量将同比增长 8%至 2,841 万吨。2012-13 年的增量主要来自平舒煤业将产能提升至 500 万吨/年。

图表 5. 国阳新能整合煤矿

煤矿	可采储量 (亿吨)	权益 (%)	煤种	核定产能 (万吨)	2010 (万吨)	2011E (万吨)	2012E (万吨)
一矿	6.13	100%	无烟煤	750	656	750	750
二矿	4.29	100%	无烟煤	810	748	800	800
开元	1.40	100%	贫瘦煤	300	308	323	323
景福	0.27	70%	贫煤	90	23	23	23
平舒煤业	0.72	56%	贫煤	300	261	325	500
新景矿	5.81	100%	无烟煤	770	625	620	620
总计:	18.61			3,020	2,621	2,841	3,083

资料来源：公司数据，中银国际研究

国阳天泰将整合煤炭产能 510 万吨/年

母公司阳煤集团下属五个投资公司负责整合，其中一个为国阳新能持股 51%的国阳天泰。阳煤集团（含上市公司）将把 77 个矿整合至 31 个矿，产能由 2,800 万吨整合至 4,300 万吨/年。

根据公司公告，国阳天泰整合完成后的核定产能为 510 万吨/年，归属于国阳新能的权益产能为 199 万吨/年。我们认为其中的榆树坡煤矿未来可能将产能提升至 300 万吨/年，增加国阳新能权益的整合产能 92 万吨至 291 万吨/年。

考虑到技改需要至少 1 年半的时间，我们预计国阳天泰的整合资源将在 2012 年下半年逐渐投产，我们因而假设国阳天泰从 2013 年开始释放产量。

图表 6. 国阳新能整合煤矿

煤矿	核定产能 (百万吨)	地点 (%)	权益 (%)	煤种规格
宁武榆树坡矿	120*	宁武	51	烟煤
东升兴裕煤业	60	阳泉平定	100	无烟煤
恒昌煤业	60	阳泉平定	100	无烟煤
裕泰煤业	60	阳泉平定	100	无烟煤
泰昌煤业	90	阳泉平定	100	无烟煤
河寨煤业	60	阳泉翼城	49*	
中卫青洼煤业	60	阳泉翼城	49*	
总计:	510*	186*		—

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：河寨煤业和中卫青洼煤业另外51%的股权由阳煤集团控股的沙钢投资持有

榆树坡煤矿未来可能扩张至300万吨/年

整合的权益产能

我们预计 2011 年资产注入的可能性较小

母公司阳煤集团现有 4 个上市公司，其中国阳新能为母公司煤炭业务的平台，且国阳新能即将更名为阳泉煤业，我们预计公司未来将会继续收购母公司的煤矿。目前的主要障碍为信达资产管理公司持有阳煤集团 40% 的股权。我们预计 2011 年公司较难完成与信达的谈判。

我们认为母公司现有的五矿、新元矿和寺家庄矿最符合注入条件，产能共计 1,570 万吨/年。此外，我们认为已经政策性破产的三矿未来有可能注入上市公司。

图表 7. 母公司现有煤矿

煤矿	核定产能(万吨)	煤种	备注
三矿(生产自救)	450	无烟煤	尚有可采年限 6-8 年
五矿	770	无烟煤	煤质与公司现有矿接近，灰分略高
新元矿一期	300	无烟煤	预计 2011 年二期达产（见下表）
小石港矿	90		
寺家庄矿	500	无烟煤	高瓦斯
总计:	2,190		

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 母公司在建煤矿

	核定产能(万吨)	可采储量	煤种	投产日期
新元矿二期	300	约 10 亿吨		2012 年
大石港矿	1,000	9 亿吨以上	无烟煤	2015 年
七元矿	800	约 7 亿吨	无烟煤	2012 年
整合产能	3,610	约 16 亿吨		2011-2013 年
总计	5,710	约 42 亿吨		

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	20,005	27,941	34,191	38,589	41,476
销售成本	(15,904)	(22,290)	(26,925)	(29,775)	(31,885)
经营费用	(552)	(540)	(1,657)	(2,319)	(2,453)
息税折旧前利润	3,549	5,111	5,609	6,494	7,138
折旧及摊销	(950)	(1,557)	(967)	(1,067)	(1,187)
经营利润(息税前利润)	2,599	3,554	4,642	5,427	5,951
净利息收入/(费用)	(91)	(198)	(260)	(286)	(315)
其他收益/(损失)	(21)	(36)	(36)	(36)	(36)
税前利润	2,487	3,321	4,346	5,105	5,600
所得税	(618)	(827)	(1,082)	(1,271)	(1,394)
少数股东权益	(13)	(82)	(98)	(118)	(153)
净利润	1,856	2,412	3,166	3,717	4,053
每股收益(人民币)	0.772	1.003	1.317	1.545	1.685
每股股息(人民币)	0.152	0.100	0.329	0.386	0.421
收入增长(%)	17	40	22	13	7
息税前利润增长(%)	81	37	31	17	10
息税折旧前利润增长(%)	47	44	10	16	10
每股收益增长(%)	(20)	30	31	17	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,487	3,321	4,346	5,105	5,600
折旧及摊销	950	1,557	967	1,067	1,187
净利息费用	91	198	260	286	315
运营资本变动	1,821	46	958	136	2,150
其他经营现金流	(607)	(837)	(1,067)	(1,256)	(1,379)
经营活动产生的现金流	4,741	4,284	5,465	5,339	7,873
购买固定资产净值	(1,563)	(991)	(1,382)	(1,382)	(1,382)
投资减少/增加	73	(452)	0	0	0
其他投资现金流	(2,000)	(280)	(1,800)	(1,500)	(1,500)
投资活动产生的现金流	(3,490)	(1,724)	(3,182)	(2,882)	(2,882)
净增权益	679	980	0	0	0
净增债务	(1,875)	(2,989)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
支付股息	(433)	(366)	(241)	(792)	(929)
其他融资现金流	691	1,767	1,949	1,362	916
融资活动产生的现金流	(938)	(608)	208	(929)	(1,513)
现金变动	314	1,953	2,492	1,529	3,478
期初现金	2,227	3,940	5,882	8,363	9,891
公司自由现金流	1,251	2,561	2,283	2,458	4,992
权益自由现金流	(797)	(857)	(28)	534	3,093

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,940	5,882	8,363	9,891	13,370
应收帐款	2,104	4,698	4,292	4,844	5,207
库存	556	990	1,077	1,191	1,275
流动资产总计	6,600	11,571	13,732	15,927	19,852
固定资产	5,934	5,853	6,846	7,309	7,651
无形资产	4,492	4,316	4,412	4,532	4,652
其他长期资产	359	519	1,324	2,122	2,026
长期资产总计	10,784	10,688	12,582	13,963	14,330
总资产	17,384	22,258	26,314	29,890	34,181
应付帐款	4,083	6,136	7,475	8,267	8,852
短期债务	865	1,137	700	650	650
其他流动负债	2,107	2,282	2,432	2,432	2,432
流动负债总计	7,055	9,555	10,607	11,348	11,934
长期借款	3,929	2,644	2,923	2,423	2,423
其他长期负债	3	39	0	0	0
股本	962	2,405	2,405	2,405	2,405
储备	5,024	6,124	8,790	12,006	15,559
股东权益	5,986	8,529	11,195	14,411	17,964
少数股东权益	411	1,492	1,590	1,708	1,860
总负债及权益	17,384	22,258	26,314	29,890	34,181
每股帐面价值(人民币)	2.49	3.55	4.65	5.99	7.47
每股有形资产(人民币)	0.62	1.75	2.82	4.11	5.54
每股净负债/(现金)	0.94	(0.88)	(1.97)	(2.84)	(4.28)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	17.7	18.3	16.4	16.8	17.2
息税前利润率	13.0	12.7	13.6	14.1	14.3
税前利润率	12.4	11.9	12.7	13.2	13.5
净利率	9.3	8.6	9.3	9.6	9.8
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.2	1.3	1.4	1.7
利息覆盖倍数	28.6	18.0	17.9	19.0	18.9
净权益负债率(%)	35.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
估值(倍)					
市盈率	31.3	24.1	18.3	15.6	14.3
市净率	9.7	6.8	5.2	4.0	3.2
价格/现金流	12.2	13.6	10.6	10.9	7.4
企业价值/息税折旧前利润	17.1	11.2	9.8	8.2	7.0
周转率					
存货周转天数	10.3	12.7	14.0	13.9	14.1
应收帐款周转天数	34.4	44.4	48.0	43.2	44.2
应付帐款周转天数	55.7	66.7	72.7	74.4	75.3
回报率(%)					
股息支付率	19.7	10.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	36.9	33.2	32.1	29.0	25.0
资产收益率	14.5	13.5	14.4	14.5	13.9
已运用资本收益率	31.4	28.4	30.7	30.5	28.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371