



Research and  
Development Center

# 原有业务稳增长，新涉业务提估值

—— 新大洲 A (000571.SZ) 首次覆盖报告

2014 年 09 月 12 日

## 证券研究报告

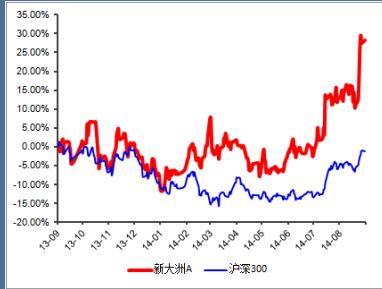
## 公司研究——首次覆盖

新大洲 A (000571.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

## 新大洲 A 相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2014. 9. 11)

收盘价 (元)	4.98
52 周内股价波动区间(元)	3.48-5.15
最近一月涨跌幅(%)	11.66
总股本(亿股)	8.14
流通 A 股比例(%)	90.29
总市值(亿元)	40.54

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心  
邮编：100031

## 原有业务稳增长，新涉业务提估值

## 首次覆盖报告

2014 年 09 月 12 日

## 本期内容提要：

- ◆ **煤炭产业：盈利能力较强，胜利矿带来增量。**公司目前煤炭年产量约 300 万吨，煤质好、成本低，在煤价持续下跌的背景下，仍保持着 50%以上的毛利率。目前，公司年产 120 万吨的新胜利矿及白音查干煤矿仍在建设中，预计分别将于 2015、2016 年贡献产量，届时整个集团产能将达到 500 万吨。随着新矿的投产和老矿的淘汰，公司盈利能力及产量均有较大提升空间。
- ◆ **摩托车产业：合资品牌优势明显，盈利进入平稳期。**新大洲本田摩托车产能 100 万辆/年，近年来基本达到饱和，产销量平稳，盈利较稳定。虽然目前整个摩托车市场产销量在下滑，但公司以其合资品牌优势在整个市场的占比不断上升。我们预计，公司摩托车产销量或将继续保持平稳。
- ◆ **高端制造领域：航空制造储技术，游艇业务增盈利。**公司分别与中航发展建立中航新大洲，与意大利圣劳伦佐在游艇产业全面合资合作。中航新大洲主要从事飞机零部件制造，预计最早 2017、2018 年贡献利润；游艇业务随着宣传到位及市场逐步成熟，随时可能给公司带来业绩惊喜。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.16、0.19 和 0.23 元/股，对应动态市盈率（股价 4.98 元）分别为 32、26 和 21 倍。鉴于公司强势涉足高端制造领域，且均与行业内龙头企业合作，未来发展前景广阔，我们首次给予公司“买入”投资评级。
- ◆ **股价催化剂：**煤炭业务产量释放超预期；游艇销售情况超预期；公司在建项目达产超预期。
- ◆ **风险因素：**航空制造及游艇业务不及预期；摩托车市场需求下滑；煤炭业务不达预期。

## 公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	1,056.85	1,030.11	1,135.09	1,634.25	2,147.96
增长率 YoY %	-2.61%	-2.53%	10.19%	43.98%	31.43%
归属母公司净利润(百万元)	85.96	104.61	128.70	157.71	190.55
增长率 YoY%	-42.42%	21.70%	23.02%	22.55%	20.82%
毛利率%	41.28%	42.04%	39.02%	39.46%	39.32%
净资产收益率 ROE%	5.61%	5.77%	6.29%	6.77%	7.61%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.14	0.16	0.19	0.23
市盈率 P/E(倍)	47	39	32	26	21
市净率 P/B(倍)	2.06	1.99	1.80	1.68	1.56

资料来源：wind, 信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 9 月 11 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 目 录

投资聚焦.....	1
新大洲 A: 多元化经营, 进军高端制造领域.....	2
公司概况.....	2
煤炭和摩托车业务是目前主要利润来源.....	4
原有业务发展停滞, 进军高端制造领域.....	5
煤炭产业: 盈利能力较强, 胜利矿带来增量.....	5
现有产量约 300 万吨/年, 盈利能力良好.....	5
新矿投产贡献业绩, 未来资源整合空间较大.....	7
煤炭深加工: 褐煤提质, 提升经济价值.....	9
摩托车产业: 合资品牌优势明显, 盈利进入平稳期.....	10
新大洲本田: 借助日本先进技术, 产量、盈利达到饱和.....	10
行业进入饱和期, 未来重点转向大排量机车.....	11
电动车业务: 目前规模较小, 尚未带来收益.....	13
高端制造领域: 航空制造储技术, 游艇业务增盈利.....	13
接连合作行业龙头, 进军高端制造领域.....	13
航空制造: 合作中航集团, 强势涉足飞机零部件制造.....	16
游艇业务: 携手圣劳伦佐, 把握国内消费升级机遇.....	17
盈利预测、估值与投资评级.....	18
假设及盈利预测.....	18
估值与投资评级.....	21
风险因素.....	22

## 表 目 录

表 1: 新大洲 A 前十大股东情况 (截至 2014-6-30) .....	2
表 2: 新大洲五九煤炭集团在产煤矿情况.....	6
表 3: 新大洲煤炭业务未来产量预测 (单位: 万吨) .....	8
表 4: 新大洲煤炭业务主要假设 .....	18
表 5: 新大洲主营业务盈利预测 .....	19
表 6: 新大洲本田贡献的投资收益预测 .....	20
表 7: 新大洲分业务估值 .....	21

## 图 目 录

图 1: 新大洲公司发展历程.....	2
图 2: 新大洲公司组织结构 .....	3
图 3: 新大洲 2013 年营业收入分布 .....	4
图 4: 新大洲 2013 年毛利分布 .....	4
图 5: 新大洲 2013 年归母净利润中联营、合营投资收益占比情况 (单位: 万元) .....	4
图 6: 新大洲营业收入、同比增速、毛利率 (单位: 亿元) .....	5
图 7: 新大洲净利润、同比增速、情况 (单位: 亿元) .....	5
图 8: 新大洲过去几年煤炭业务产销量情况 (单位: 万吨) .....	6
图 9: 新大洲煤炭业务收入及毛利率情况 (单位: 万元) .....	7
图 10: 新大洲煤炭平均单价及单位成本变化情况 (单位: 元/吨) .....	7
图 11: 新大洲能源科技公司厂房规划及现场 .....	9
图 12: 新大洲本田成立以来年摩托车销量情况 .....	10
图 13: 新大洲本田营业收入情况 (单位: 亿元) .....	11
图 14: 新大洲本田净利润情况 (单位: 亿元) .....	11
图 15: 国内摩托车市场整体产销量情况 (单位: 万辆) .....	11
图 16: 国内二轮摩托车不同排量销售情况 (单位: 万辆) .....	12
图 17: 中航发展股东及实际控制人 .....	13
图 18: 中航飞机股东及实际控制人 .....	14
图 19: 新大洲与圣劳伦佐开展全方位合作 .....	15

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑:

目前，煤炭和摩托车业务是新大洲公司主要的收入、利润来源。煤炭业务方面，公司以其优良的煤质及较低的成本持续地获得稳定收益，随着新胜利矿和白音查干煤矿的逐步投产，公司煤炭业务业绩持续增长可以期待；摩托车业务方面，公司盈利较为平稳，随着该产业集中度的上升，新大洲本田品牌优势将更加明显，业绩有望维持较高水平。我们认为，公司煤炭和摩托车业务稳定的业绩为公司股价提供了良好的支撑，随着电动车业务达产及褐煤提质项目投产，这一安全边际将进一步扩大。

**2013年**，公司瞄准航空和游艇产业，分别与中航发展建立中航新大洲航空制造有限公司，与意大利圣劳伦佐在游艇产业进行全面的合资合作。公司强势涉足航空制造与游艇产业，且均与该领域的龙头企业进行合作，有利于发挥公司多年积累下来的制造经验和管理优势，促进公司向高端制造领域的发展。中航新大洲目前建设的生产线主要用于生产波音 737、空客 320、C919 等机型的发动机配件，我们预计最早将于 2017、2018 年开始贡献利润；游艇业务方面，随着宣传逐步到位、市场逐渐成熟，随时的销售成交都会给公司业绩带来惊喜。随着公司逐步具备高端制造生产的技术和能力，公司估值必将进一步提升。

### 与市场不同之处:

- 1、煤炭行业持续下滑，但公司煤炭业务盈利能力良好，煤质优、成本低，随着新矿投产和老矿淘汰，盈利水平将进一步提高；
- 2、国内摩托车消费总量已经呈下滑趋势，但新大洲本田以其合资品牌的优势，市占率将进一步提高，盈利仍将维持较高水平；
- 3、公司新涉的航空制造及游艇业务目前尚未贡献利润，但在融合了自身及合资方的优势之后，或将改变公司的盈利结构。

### 盈利预测与投资评级:

我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.16、0.19 和 0.23 元/股，对应动态市盈率（股价 4.98 元）分别为 32、26 和 21 倍。鉴于公司强势涉足高端制造领域，且均与行业内龙头企业合作，未来发展前景广阔，我们首次给予公司“买入”投资评级。

### 股价催化剂:

- 1、煤炭业务产量释放超预期；2、游艇销售情况超预期；3、公司在建项目达产超预期。

### 风险因素:

- 1、飞机零部件制造及游艇业务进展及效果不及预期；
- 2、国内摩托车市场需求持续下滑；
- 3、煤炭价格持续下跌，新矿投产不达预期。

## 新大洲 A: 多元化经营, 进军高端制造领域

### 公司概况

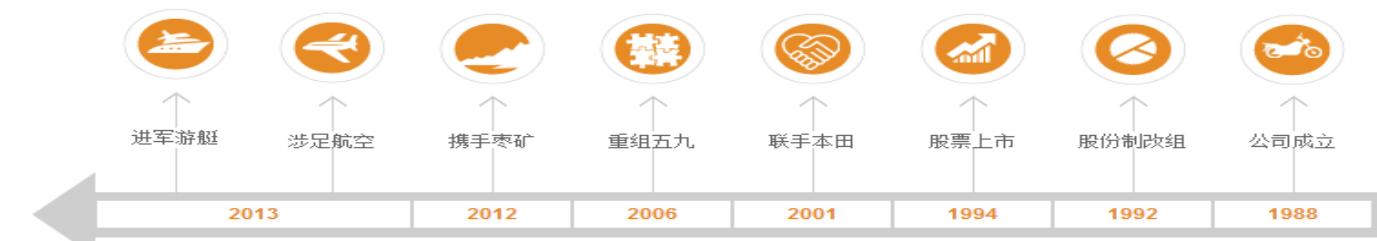
新大洲控股股份有限公司创建于 1988 年, 是一家以制造业和煤炭产业为主体的上市公司。公司于 1992 年改制为股份制企业, 并于 1994 年在深圳证券交易所成功挂牌上市。截至 2013 年末, 新大洲公司资产总额达 33.34 亿元, 净资产 18.42 亿元, 旗下现已拥有摩托车制造、电动车制造、飞机零部件制造(建设中)、游艇制造、煤炭采掘、煤化工、物流等几大产业。

表 1: 新大洲 A 前十大股东情况(截至 2014-6-30)

股东名称	持股数量(股)	占比(%)	股本性质
海南新元投资有限公司	89,481,652	10.99	A 股流通股
上海浩洲车业有限公司	50,000,000	6.14	A 股流通股
上海儒亿投资管理合伙企业(有限合伙)	25,000,000	3.07	限售流通 A 股
赵序宏	10,293,975	1.26	限售流通 A 股, A 股流通股
连若暘	10,000,000	1.23	限售流通 A 股
刘锐	8,000,000	0.98	限售流通 A 股
山西同能国际贸易有限公司	6,263,586	0.77	A 股流通股
陈瑞明	6,117,929	0.75	A 股流通股
张新美	5,000,000	0.61	限售流通 A 股
罗斌	5,000,000	0.61	限售流通 A 股
合计	215,157,142	26.41	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 1: 新大洲公司发展历程



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心整理

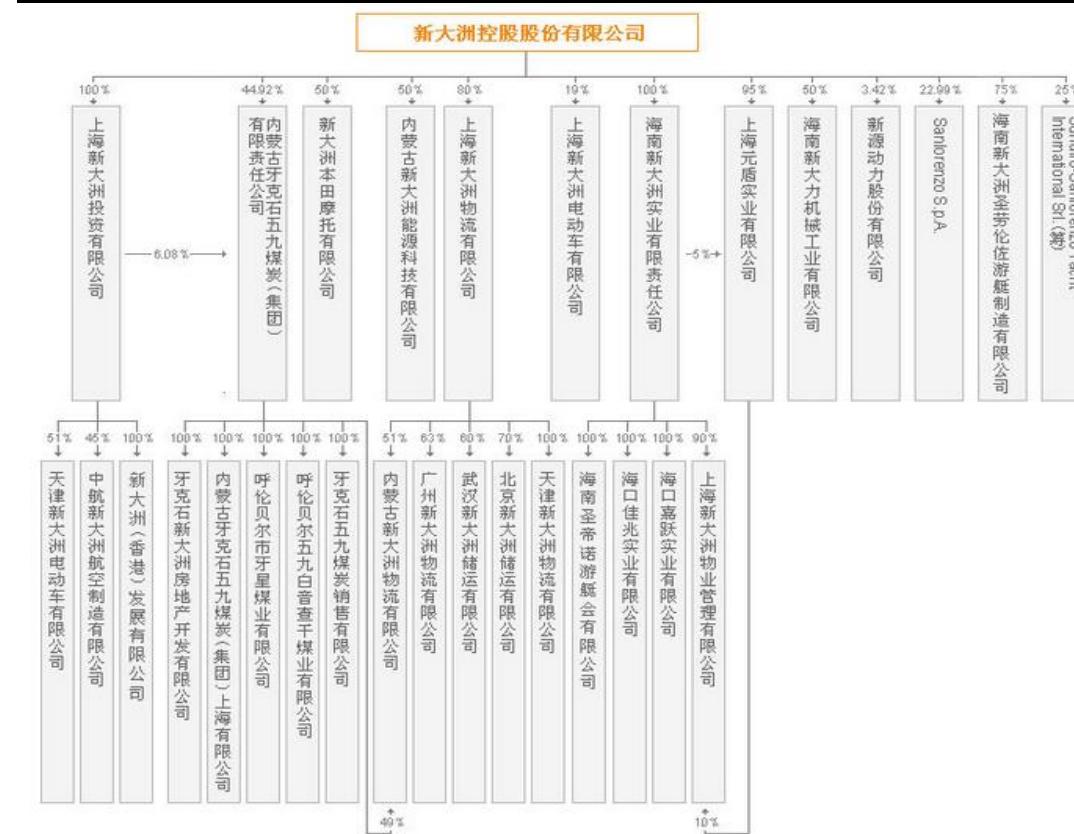
新大洲由摩托车制造起家, 摩托车制造作为新大洲的支柱产业, 一直以来都以前瞻者的姿态引领着企业的发展。2001 年, 新大洲与日本本田技研工业株式会社合作, 正式成立了新大洲本田摩托有限公司, 并于上海、天津开设两个现代化工厂, 现已

成为本田世界一流的摩托车生产基地。在此基础之上，新大洲进一步涉足电动车领域，并于2003年成立上海新大洲电动车有限公司，发展至今，已在上海、天津、无锡建立了电动车生产工厂。2003年，新大洲成立上海新大洲物流有限公司，专注于国内仓储、运输、配送、方案设计等专业化物流管理服务。

**2006年**，新大洲并购重组内蒙古牙克石五九煤炭集团进入煤炭产业，其为新大洲获得稳定长久的投资收益提供了可靠的资源保障。**2012年**，公司与中国煤炭行业的翘楚——枣矿集团实现了合资合作，为新大洲在能源产业的腾飞打下了基石。

**2013年**，面对全球经济发展趋势和国家转型发展的新形势，公司瞄准航空和游艇产业，分别与中航发展建立中航新大洲航空制造有限公司，与意大利圣劳伦佐（Sanlonrenzo S.p.A.）在游艇产业进行全面的合资合作，并相继成立海南新大洲圣劳伦佐游艇制造有限公司、圣劳伦佐（中国）控股有限公司、海南圣帝诺游艇有限公司，为实现公司的制造业升级发展布局。

图 2：新大洲公司组织结构

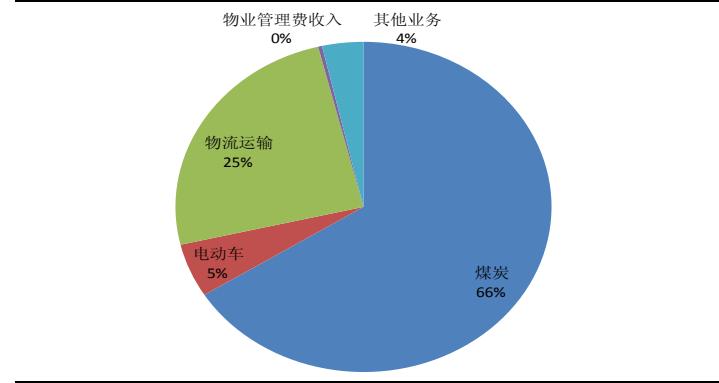


资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

## 煤炭和摩托车业务是目前主要利润来源

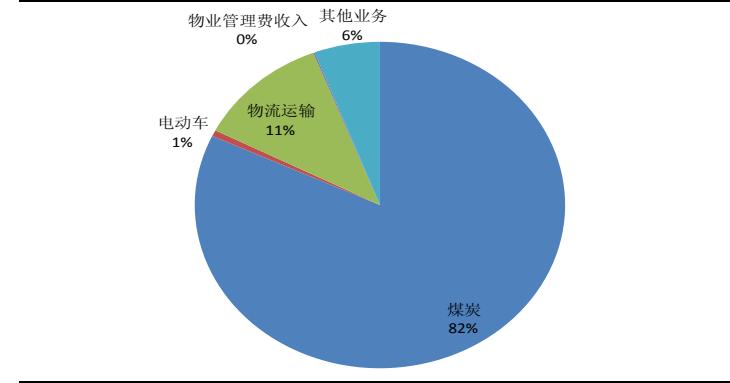
2013年,从公司营业收入分布来看,煤炭业务占到公司营业收入的66%,是公司主要的收入来源;此外,公司还经营物流运输业务,收入贡献25%;电动车业务,收入贡献5%。从毛利分布来看,煤炭业务毛利贡献达到82%,是公司主营业务主要利润来源,毛利率达到52.17%;物流运输业务毛利贡献11%,毛利率为19.62%;电动车业务毛利贡献1%,毛利率为4.90%。

图 3: 新大洲 2013年营业收入分布



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

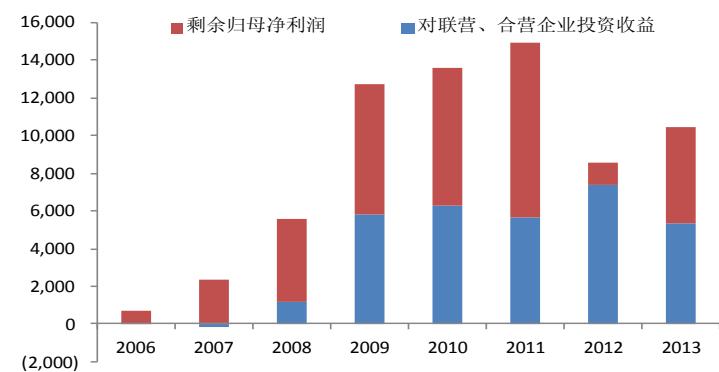
图 4: 新大洲 2013年毛利分布



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

**煤炭和摩托车业务是公司目前主要的利润来源。**除了主营业务外,公司另一个主要的利润来源是投资收益,其中贡献最大、最稳定的一块是公司对联营企业和合营企业的投资收益。这一部分的投资收益几乎100%由新大洲本田摩托有限公司贡献,该公司为新大洲与日本本田公司的合营企业,双方各自持股50%,主要经营摩托车业务。从公司2013年盈利情况来看,公司实现归母净利润1.05亿元,其中,由联营、合营企业贡献的投资收益为5331万元,新大洲本田贡献的投资收益达7229万元。

图 5: 新大洲 2013年归母净利润中联营、合营投资收益占比情况(单位:万元)

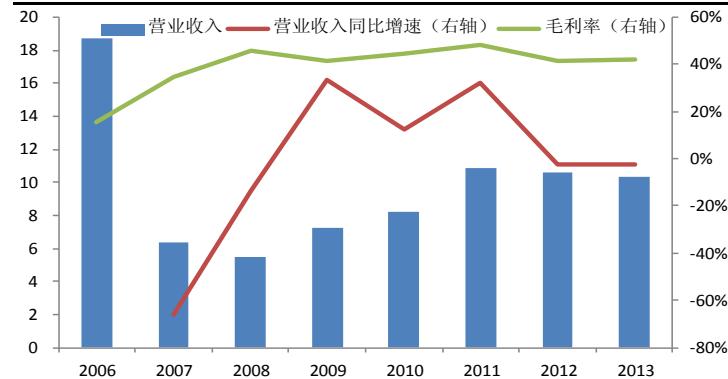


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

## 原有业务发展停滞，进军高端制造领域

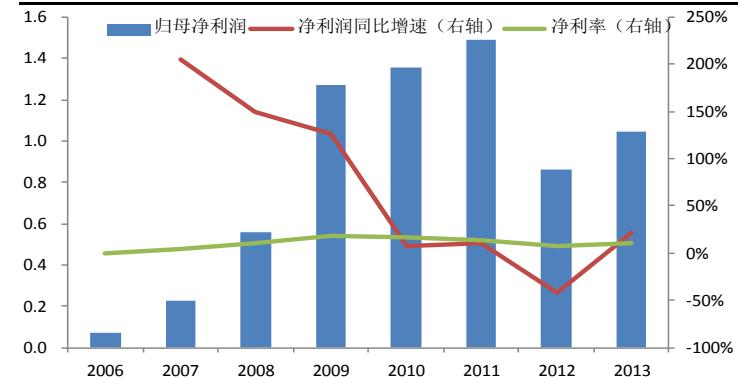
2013年，公司实现营业收入10.30亿元，基本与上年度持平；实现归母净利润1.05亿元，同比增长21.70%。净利润同比增长的主要原因为海南新大洲实业股权转让收益增加及公司财务费用和所得税费用同比减少、能源科技公司同比减亏所致。

图 6：新大洲营业收入、同比增速、毛利率（单位：亿元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

图 7：新大洲净利润、同比增速、净利率（单位：亿元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

在国内经济增速下降，摩托车市场总体销量进一步下滑，煤炭价格下行的情况下，公司主产业基本保持平稳。从公司过去几年的经营情况来看，公司的主营业务煤炭及投资收益主要来源摩托车业务的发展均已告别高速增长期，进入了相对饱和的平稳时期。在这样的背景下，公司决心进军高端制造领域，实现了与中航发展在航空制造领域的合作及与 Sanlorenzo S.p.A.在游艇产业的合作。

目前，中航新大洲成立初期采取轻资产经营，租用由中航集团投资兴建的位于北京航空产业园的厂房，拟从事飞机零部件制造的相关工作已在按计划推进。公司游艇产业方面，现已完成对意大利 Sanlorenzo S.p.A.的增资以及中国合资公司的注册，并通过股权收购方式承接了 Sanlorenzo 产品在大中华地区的销售业务。通过与行业内龙头企业合作的模式，新大洲公司高起点地涉足了航空、游艇等高端制造产业，这为公司未来战略转型、产业升级创造了良好的先决条件。

## 煤炭产业：盈利能力较强，胜利矿带来增量

### 现有产量约300万吨/年，盈利能力良好

五九煤炭（集团）公司前身为五九煤矿，1957年筹建，1958年投产，1994年转制为有限责任公司，2003年12月12日组建五九煤炭（集团）有限责任公司，2006年列入内蒙古自治区煤炭工业50强第30名。2006年12月12日，新大洲控股股份有限公司通过资产重组的方式全面接管五九煤炭（集团）公司；2012年，公司与枣庄矿业集团对五九煤炭集团的股权进行了重组和增资，本公司合并持股比例由85.88%减至51%。

**五九煤炭(集团)有限责任公司**坐落在内蒙古呼伦贝尔大草原之上，位于牙克石市煤田镇，距牙克石市北约 59km，整个矿区交通比较便利，牙(克石)一林(区)铁路线从井田西北部通过，向北通往乌尔其汗镇等，向西南通往牙克石市，并与滨洲铁路相接。从煤田车站有铁路支线与五九煤矿相通，距离约 10km，是五九煤矿的主要运输路线。另有柏油公路在牙克石与 301 国道相通，因此交通十分便利。

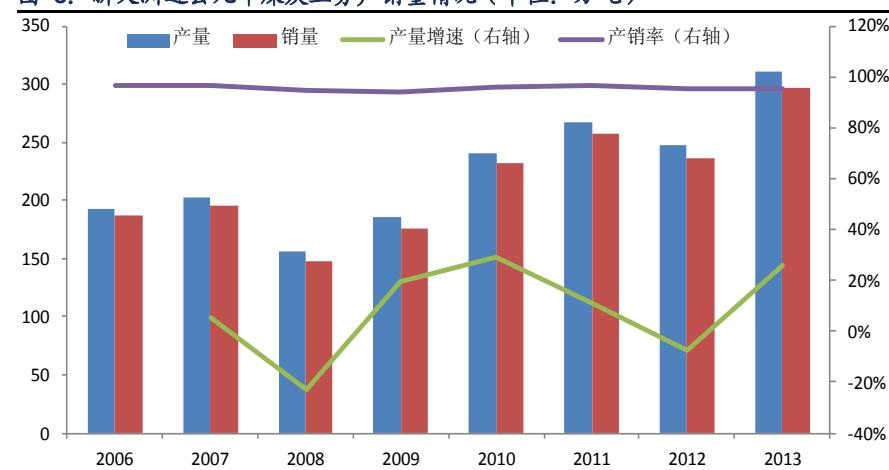
表 2: 新大洲五九煤炭集团在产煤矿情况

序号		矿井名称	单位	采矿许可能力	生产许可能力	设计能力	煤质	服务年限
1	五九煤炭集团本部	鑫鑫煤矿	万吨/年	30	30	30	长焰煤	18.32
2		鑫鑫煤矿(下煤组)	万吨/年		30	30	长焰煤	
3		三矿	万吨/年	30	30	30	长焰煤	6.55
4		综合矿井(二矿)	万吨/年	45	30	30	长焰煤	1
5	牙星煤业	牙星煤矿	万吨/年	90	90	90	长焰煤	
小计				195	210	210		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

五九煤炭集团现由 9 大职能部、4 个子公司和 7 个分公司组成，员工 4200 人，生产矿井 4 对，在建矿井 2 对，新井投产后，年生产能力 500 万吨，煤炭资源总量 15 亿吨。现有五九煤炭集团本部和牙星煤业两家煤炭开采企业，其中，五九煤炭集团本部为鑫鑫煤矿、鑫鑫煤矿(下煤组)、二矿、三矿矿井；牙星公司为牙星煤矿矿井。牙星公司设计年产 90 万吨，通过对主运系统改造，可以提升到年产 180-200 万吨。

图 8: 新大洲过去几年煤炭业务产销量情况 (单位: 万吨)



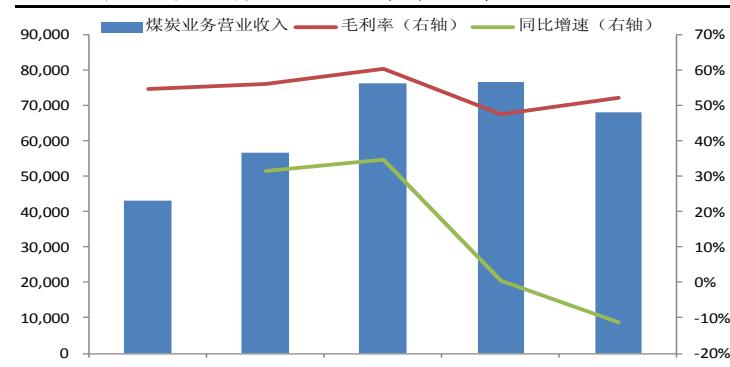
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

从公司过去几年煤炭业务情况来看，公司煤炭产销量总体保持增长，产销率接近 100%且一直保持稳定。2013 年，公司实现煤炭产量 311.39 万吨、销量 297.44 万吨，同比增长 26%。

五九煤炭（集团）公司煤种以低硫、低磷、富灰的长焰煤为主，发热量在 4000-5000 大卡之间，在内蒙古呼伦贝尔地区属于较好的煤种，价格比褐煤高。现有矿井开采技术条件较好，煤层埋藏浅，顶、底板条件相对较好，矿山压力较小，均为斜井开拓，生产系统简单，且均为低瓦斯矿井。

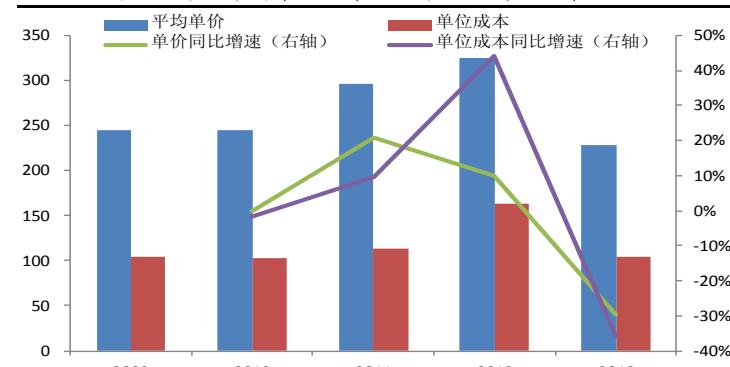
由于公司煤炭价格相对占优，且生产成本较低，公司煤炭业务一直保持较高的毛利率。2013 年，公司煤炭业务实现营业收入 6.81 亿元，同比下滑 11.24%；煤炭业务毛利率 52.17%，同比提高 4.71 个百分点。从公司煤炭平均单价及单位成本的变化不难看出，尽管煤炭价格在 2013 年大幅下跌，但公司加强了成本控制，使得成本下降的速度快于价格的下跌，从而保证了毛利率的稳定甚至提升。

图 9：新大洲煤炭业务收入及毛利率情况（单位：万元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

图 10：新大洲煤炭平均单价及单位成本变化情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

### 新矿投产贡献业绩，未来资源整合空间较大

目前，公司年产 120 万吨的新胜利矿及白音查干公司煤矿仍在建设中，预计分别将于 2015、2016 年贡献产量，届时整个集团产能将达到 500 万吨。根据公司煤炭产业发展规划，拟将五九集团打造成一家年生产能力超 1,000 万吨的中大型煤炭企业。

新胜利矿位于内蒙古自治区呼伦贝尔市境内，距牙克石市北约 60km，行政隶属于牙克石市煤田镇管辖。煤种为中灰、中一中高硫、低磷，中高发热量煤长焰煤，各煤层为高热稳定性煤，是良好的动力用煤及民用燃料，适用于各种工业锅炉、火力发电等，预计吨煤净利在 100 元/吨以上。可采储量约为 1.2 亿吨，矿井设计生产能力 120 万吨/年，矿山服务年限为 71.36 年。公司已于 2013 年 10 月取得胜利煤矿采矿许可证。

五九煤炭集团在白音查干煤田内拥有 600 万吨储量采矿权和 63.22 平方公里探矿权，估算资源储量约 11.5 亿吨；另外莫拐、石瓦鲁井田有待整合区估算储量约 13 亿吨；新巴尔虎左旗呼和诺尔（白音查干）煤田外围资源量估算达 600 亿吨，远景资源丰富。白音查干地区煤田地质条件复杂，开采难度大，开采成本极高，且煤质较差，多为褐煤。公司未来将致力于将探矿权转变为采矿权，提高煤矿的长期服务效益。

截止 2014 年 6 月底，五九集团胜利煤矿完成投资 56,296 万元，工程进度达 72%，预计将于 2014 年 12 月完成竣工试产；白音查干煤矿完成投资 14,265 万元，工程进度达 57%。在原有煤矿保持盈利及新煤矿释放产量的预期下，我们预计公司煤炭业务业绩在 2015 年会有较大增长。

表 3：新大洲煤炭业务未来产量预测（单位：万吨）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
牙星煤业	104.12	133.54	126.73	117.00	211.39	210	200	200
五九集团本部	82.25	107.47	141.16	130	100	100	80	60
鑫鑫煤矿	32.5	26.41	35.71	30	30	30	30	30
鑫鑫煤矿（下煤组）	15.53	16.18	23.69	25	25	30	30	30
三矿	1.5	36.95	49.4	45	45	40	20	0
综合矿井（二号井）	32.72	27.93	32.36	30	0	0	0	0
新胜利煤矿						120	200	
白音查干煤矿							20	
产量合计	186.37	241.01	267.89	247.00	311.39	310	400	480
增速	29.32%	11.15%	-7.80%	26.07%	-0.45%	29.03%	20.00%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

五九煤炭集团作为内蒙古呼伦贝尔地区的煤炭资源整合主体之一，未来资源整合仍有较大空间。呼伦贝尔地区是国家规划的主要煤炭生产基地之一，煤炭资源极其丰富，主要有伊敏、扎赉诺尔、大雁、包日希勒、莫达木吉、诺门罕、红花尔基等煤田。截止 2013 年末，五九煤炭集团剩余可开采储量 16,600 万吨，探明煤炭地质储量为 15.5 亿吨，按年产 1,000 万吨计算，可开采 155 年。此外，五九集团作为呼伦贝尔整合煤炭资源的平台，将持续整合周边地区的煤炭资源，资源储量将不断提升。

2011 年 9 月 28 日，牙克石人民政府召集牙克石一五九煤炭矿区相关矿业权人（五九煤炭集团有限责任公司、内蒙古恒元矿业有限公司、呼伦贝尔天厦矿业有限公司）进行协商并达成一致意见，同意五九煤炭有限责任公司作为牙克石一五九煤炭矿区开发主体单位。按照《内蒙古自治区政府 2011【32】文件》的要求，“十二五”末，生产规模在 120 万吨的企业要全部退出市场，全区原煤年产量控制在 10 亿吨。2013 年底，全区地方煤炭企业数量控制在 80-100 户。兼并重组过程中，要形成 1-2 个亿吨级，5-6 户 5000 万吨级，15-16 户千万吨级的煤炭企业。

## 煤炭深加工：褐煤提质，提升经济价值

根据公司 2006 年 12 月 12 日与牙克石市经济局签订的《产权交易合同》的特别约定，公司受让五九集团和牙星煤业国有股权后 3 年内，应投入不少于人民币 20 亿元建设大型煤化工项目。据此，内蒙古新大洲能源科技有限公司于 2006 年 1 月 6 日在内蒙古牙克石市工商局登记注册，公司注册资金 1.5 亿元人民币。公司经营范围：煤基甲醇及其衍生产品，电石、聚氯乙烯（PVC），矿山开采，液碱、片碱、液氯等相关化工产品的研究、开发、生产、销售。2012 年 10 月 18 日，新大洲控股引入枣庄矿业集团注资新大洲能源科技，注资完成后，新大洲控股和枣庄矿业集团各占股 50%，公司注册资本金为 6 亿元人民币。

公司新建项目 100 万吨/年褐煤提质工程于 2013 年开工建设，该项目利用当地丰富的煤炭资源，加大资源的转化力度，拉长产业链，增加产品附加值，提升企业竞争优势，进而形成多联产、循环利用、节能环保的新型产业。本项目是对褐煤进行提质加工，降低水分，大幅度提高发热量，从而避免了褐煤直接燃烧时带来的环境污染严重、热利用率低的问题。此项目采用的是北京柯林斯达工程技术有限公司专有的带式炉褐煤提质技术，技术纯国产化。

褐煤提质项目主要生产 **提质煤** 和 **低温煤焦油** 两大产品，提质煤（半焦）的性质稳定，可长途运输、长期储存，消除了低阶煤运输性差的缺点，同时也大大提高了燃料特性；低温煤焦油，通过加工精制可以制得石脑油、柴油等油品，可作为石油资源的替代品，有较高的附加值。呼伦贝尔市煤炭资源丰富，煤种以含水量高、热值低、不能长距离运输的低价值褐煤为主，该项目是对褐煤进行提质，可大大提升褐煤利用的附加值，具有广阔的市场前景和发展潜力。

图 11：新大洲能源科技公司厂房规划及现场



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

该项目总投资 3.65 亿元，达产后将形成年产 69 万吨半焦和 5 万吨煤焦油，根据公司测算，可实现产值 3.66 亿元/年，平均年利润总额 8000 万元。截至 2014 年 8 月，低阶煤热解提取煤焦油项目完成投资 21,176 万元，项目进度 58%，并已于 5 月底

进行了冷态调试，计划 10 月底进行热态调试。在理想情况下，我们预计该项目将于 2015 年开始贡献利润。

此外，公司自建电压等级 220KV、功率 15 万 KVA 的变电站，并预留进一步扩容空间，是目前呼伦贝尔地区电压等级最高、负载最大、装置最先进的变电站。供电线路通过牙克石西郊变接入呼伦贝尔电网，为后续项目的扩展提供了电力保障。

根据公司最新公告，在牙克石市人民政府的推动下，公司拟通过由沈阳同联集团有限公司受让能源科技公司电石项目的方式，续建 12 万吨/年 PVC 和 11 万吨/年烧碱项目，实现两企业健康和可持续发展。

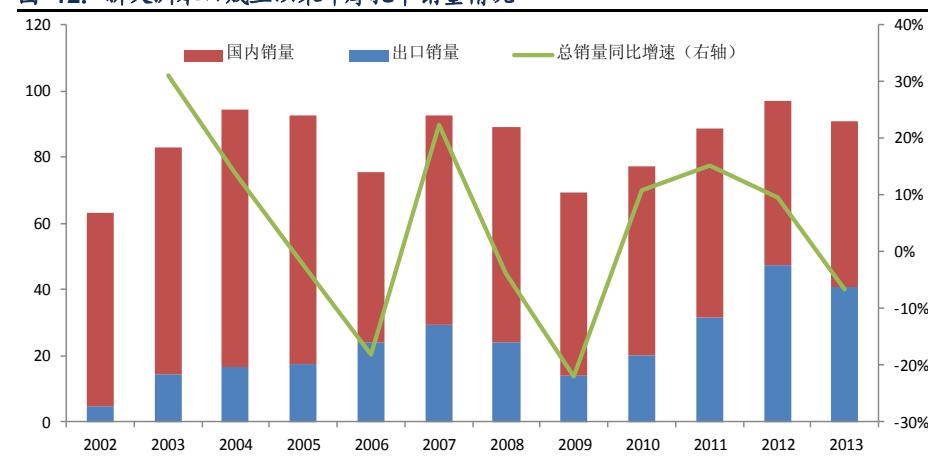
## 摩托车产业：合资品牌优势明显，盈利进入平稳期

### 新大洲本田：借助日本先进技术，产量、盈利达到饱和

公司成立以来，致力于中国摩托车工业的发展，产品远销五大洲 56 个国家和地区。面对中国摩托车行业激烈的市场竞争，2001 年，公司摩托车产业整体资产与日本本田技研工业株式会社进行资产重组，设立了新大洲本田摩托有限公司，此次重组是一次国际、国内“重量级”企业的强强联合，公司以集合日本本田世界领先的生产技术和研发优势及新大洲成功的营销技术和网络优势，活用“本田”、“新大洲”两个世界和中国著名品牌，依托上海、海南、天津三大生产基地，努力将公司打造成中国第一、世界一流的摩托车制造企业。

新大洲本田摩托有限公司成立于 2001 年，是一家成功的合资摩托车生产企业，由新大洲控股股份有限公司、日本本田技研工业株式会社、本田技研工业（中国）投资有限公司出资组建，注册资本 1.3 亿美元，中日双方股权比例各为 50%。新大洲本田公司致力于摩托车产品的开发、生产、销售和服务，立志成为世界一流的摩托车生产基地。

图 12：新大洲本田成立以来年摩托车销量情况

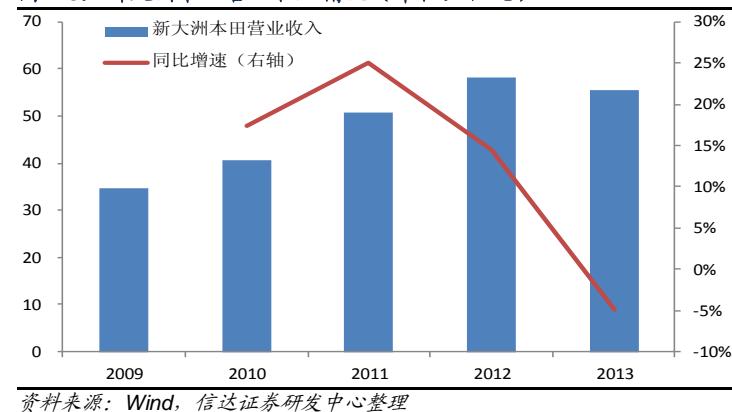


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

截至 2013 年末，新大洲本田拥有 35 万平米的现代化摩托车生产基地，具备年产整车 100 万辆/年、发动机 100 万台/年的生产能力，在全国拥有强大的营销网络，国内经销网点 6,950 个、服务网点 3,492 个。

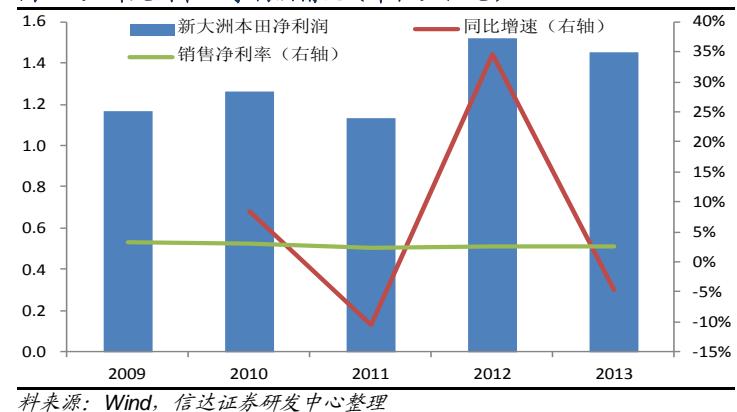
2013 年全年，新大洲本田生产摩托车 92.86 万辆，销售摩托车 91 万辆，其中，国内销售 50 万辆，与上年度持平；外销 41 万辆，较上年度减少 6.23 万辆，实现营业收入 55.44 亿元，同比下降 4.81%；净利润 1.45 亿元，同比减少 4.73%。从公司经营来看，新大洲本田产能运转基本达到饱和，产销量基本平稳，盈利也维持在一个较稳定的水平。

图 13：新大洲本田营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

图 14：新大洲本田净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

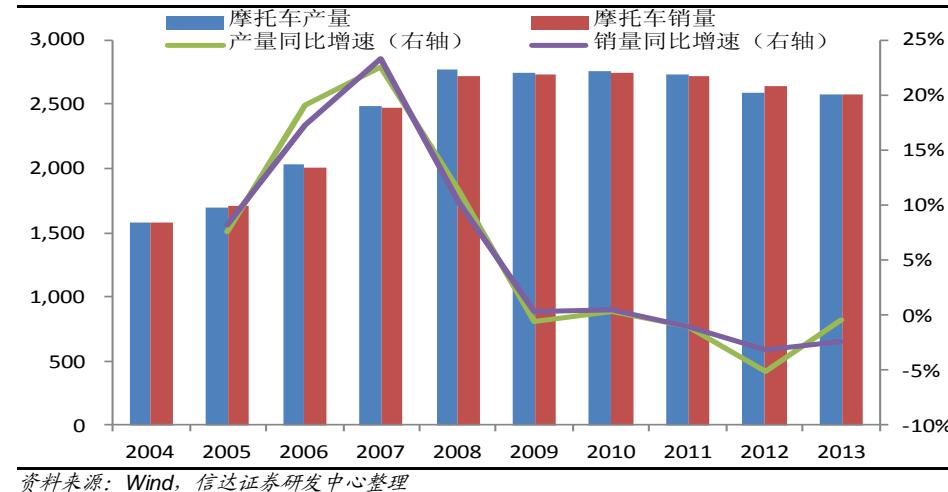
## 行业进入饱和期，未来重点转向大排量机车

虽然中央政府没有对摩托车提出限制发展的政策，但自 1985 年北京成为首个实施“限摩”的城市以来，至今全国共有 200 多个大、中型城市出于形象和管理方面的考虑，对摩托车采取了“禁限”政策。可以说，摩托车进入城市的大门被完全关闭了。这项禁令催生了大量非法燃油助力车、超标电动车等一系列非法摩托车产品大量生产及销售。在国内的主流摩托车市场，非法燃油助力车和超标电动车已经占据了半壁江山，严重影响了我国摩托车的市场销售体系，造成了很多经销商的流失，近 80% 的品牌产品专卖店转向销售电动车和助力车。

目前，摩托车的销售市场主要在农村。然而，近年来随着我国工业化进程的深化，汽车销售门槛价格越来越低，同时人均收入却在逐年提升。汽车对摩托车市场的冲击也不容小觑。在电动车和汽车的双重夹击下，摩托车市场开始出现下滑和萎缩。

从国内摩托车的产销量数据来看，2013 年，国内摩托车产量 2581 万辆，同比下滑 0.48%，且是连续三年下滑；摩托车销量 2575 万辆，同比下滑 2.35%，也是连续三年下滑。我们认为，目前国内摩托车市场已经基本饱和，未来难有增量，更多地可能是新老更替、更新换代带来的结构性变化。

图 15：国内摩托车市场整体产销量情况（单位：万辆）

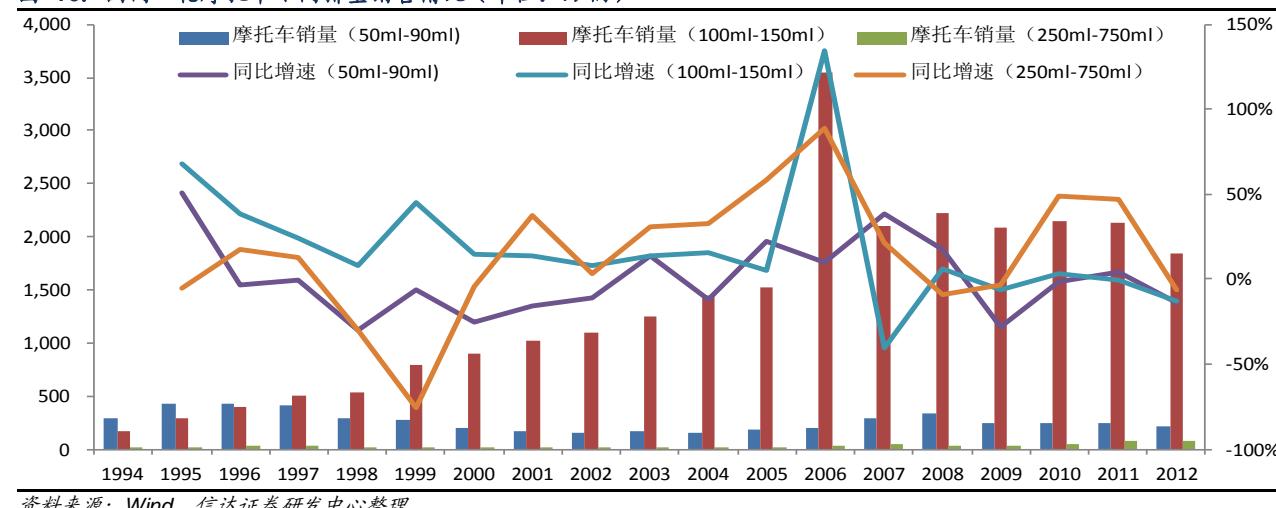


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

新大洲本田目前 100 万辆的产能已经基本饱和，在全行业产销量下滑的背景下，公司以其合资品牌优势在整个市场的占比不断上升，目前的市场份额位于行业前列，出口金额连续两年蝉联全国第一。短期看，新大洲本田近几年摩托车产销量或将继续保持平稳，但长期看，销售下滑或不可避免。面对这一现状，公司积极转变发展思路，计划将产品结构进行调整，逐步向高端的、大排量的产品发展。目前，公司已经开始尝试进口销售日本本田的大排量摩托车。

从市场上各种排量摩托车的销售情况看，目前主要销量集中于 100ml-150ml 排量，但大排量摩托车的增速已经超过了其他种类。

图 16: 国内二轮摩托车不同排量销售情况 (单位: 万辆)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

## 电动车业务：目前规模较小，尚未带来收益

新大洲电动车事业是新大洲继摩托车产业之后又一二轮产业。1997年，新大洲开始研发电动车，是摩托车行业首家涉足电动车的企业。2003年投资1000万元的上海新大洲电动车有限公司成立，新大洲正式进入电动车行业；2011年投资6000万元的天津新大洲电动车有限公司成立，为新国标来临做好了战略规划；2014年，投资5000万元的无锡新大洲电动车有限公司成立，做好了布局全国的准备。目前，新大洲电动车拥有上海、江苏、天津三大生产基地，销售及服务网络覆盖全国，产品畅销全国20多个省市，并出口日本、韩国、奥地利等国家。

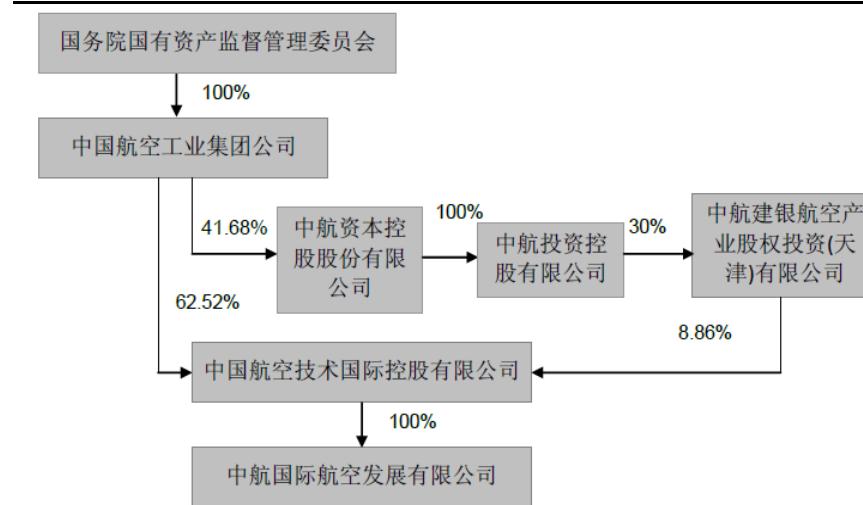
由于电动车行业缺乏统一的行业标准和规范，行业进入壁垒较低，竞争激烈，新大洲在电动车领域的发展目前尚未形成规模。2014年上半年，新大洲实现电动车产量2.52万辆，销量2.76万辆，分别较上年同期增长20.21%和23.69%；实现营业收入4,005.46万元，同比增长45.17%；实现净利润-347.49万元。报告期内，公司转让了所持有天津新大洲电动车49%的股权，同比有所减亏。

## 高端制造领域：航空制造储技术，游艇业务增盈利

### 接连合作行业龙头，进军高端制造领域

2013年6月，新大洲控股全资子公司上海新大洲投资有限公司与中航国际航空发展有限公司、上海荣淳投资合伙企业（有限合伙）共同出资设立了中航新大洲航空制造有限公司。

图 17：中航发展股东及实际控制人



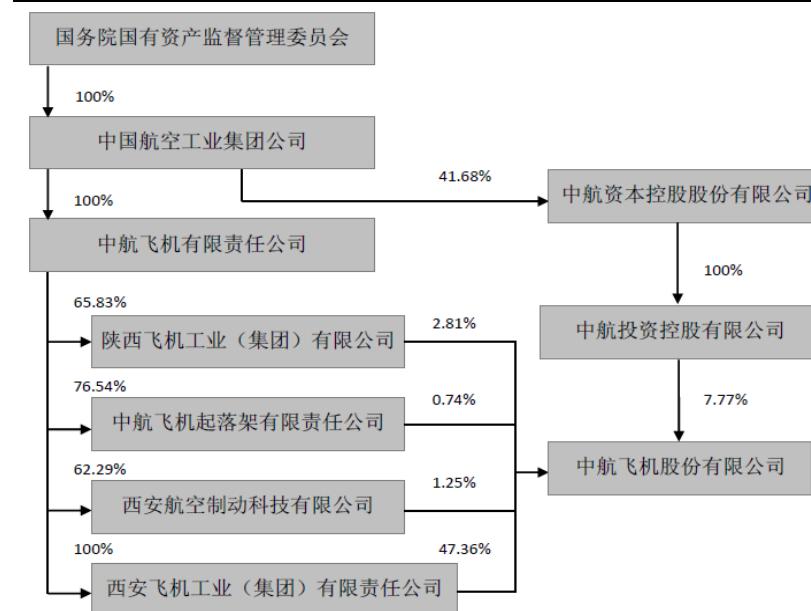
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

中航国际航空发展有限公司于2011年成立，重组整合了原中国航空技术国际控股有限公司的航空业务，将民用飞机出口、转包生产、通用航空、国际航空合作融为一体，成为一家具有国际竞争力的多元化航空企业。中航发展以1979年成立的中国航空技术进出口公司的民用航空业务为基础，目前资产规模逾30亿元。

中航发展以中国航空工业作为后盾，承担中国民用飞机和技术的出口任务，拥有多种民用飞机出口许可，目前可以出口的飞机有MA60飞机、运十二飞机、直升机、通用飞机等，至今已成功将多种国产民用飞机出口销售到全球几十个国家，得到普遍的好评和赞誉。中航发展拥有世界知名航空制造企业转包生产增值服务的认证，与波音公司、空中客车公司、GE、罗罗公司等世界知名航空制造企业建立了良好的合作关系。中航发展以能力提升、专业领先为宗旨，通过技术引进，消化吸收，再创新，为航空工业的技术领先做了贡献。

2014年7月23日，新大洲董事会审议通过了新大洲投资与中航发展、中航飞机股份有限公司、汉川数控机床股份公司、汉中江融投资管理中心（有限合伙）在陕西省汉中航空产业园共同出资设立中航飞机航空零部件制造股份有限公司事项。

图 18：中航飞机股东及实际控制人



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

中航飞机股份有限公司是我国大中型航空器研发、生产、制造基地，拥有国内大中型飞机、全系统起落架及刹车系统的核心技术，是集预研、研制、生产、销售与服务为一体的专业化公司，是美国波音公司、欧洲空客公司等世界知名飞机制造商的重要战略伙伴。

2013年9月15日，新大洲与意大利 Massimo Perotti 先生、Sanlonrenzo S.p.A.在摩纳哥蒙特卡洛市签署了《游艇合资项目框架协议书》；2013年10月12日，新大洲赵序宏董事长与意大利 Sanlonrenzo S.p.A Massimo Perotti 董事长在海南省海口市签署了关于本公司参与增资 SL 《投资协议》，并与 SL 签署了在中国设立新大洲圣劳伦佐游艇制造有限公司、在意大利设立 Sundiro-Sanlorenzo Yacht International Srl.的《合资合同》。

图 19：新大洲与圣劳伦佐开展全方位合作



资料来源：公司网站，信达证券研发中心整理

**Sanlorenzo S.p.A.**是一家根据意大利法律组建并合法存续的非上市公司，注册住所地为 Via Armezzone, 3-19031 Ameglia (SP) 意大利，注册资本 11,048,386 欧元。营业范围包括：设计、制造并销售用玻璃纤维、钢铁、铝合金及任何其他材料制成的游艇及船舶，以及船舶维护及租赁业务。

Sanlonrenzo S.p.A.成立于 1958 年，在意大利拥有三家造船厂，其作为高级定制游艇中的领航品牌，在全世界多个国家和地区建立了营销网络，是世界知名的游艇制造和销售企业。公司拥有 169 名员工。根据美国杂志 “ShowBoats International” 2013 年全球 80 英尺以上游艇制造商的排名，**SL** 位居第三位。2012 年全球 80 英尺以上在建游艇数量达 692 艘，其中 Azimut-Benetti 游艇数量占到 10%，Ferretti 占到 7%，SL 占到 5%。

截至 2012 年 12 月 31 日，SL 的总资产为 2.4 亿欧元，净资产 5,700 万欧元，2012 年度营业收入 1.7 亿欧元，息税折旧摊销前收益 1,490 万欧元。

## 航空制造：合作中航集团，强势涉足飞机零部件制造

中航新大洲航空制造有限公司成立于 2013 年 7 月 30 日，注册资本人民币 10,000 万元，其中中航发展现金出资 4,500 万元，占注册资本的 45%；新大洲投资出资 **4,500** 万元，占注册资本的 **45%**；荣淳投资出资 1,000 万元，占注册资本的 10%。

中航新大洲坐落于顺义区中航工业园，临近首都机场，交通便利，是未来中航工业北京科技产业基地，便于获得航空发展技术和管理支持，经营范围包括航空相关技术研究与试验，航空零部件及其衍生产品的研发、制造、销售及售后服务，其他机械及其零部件的研发、制造、销售及售后服务等。公司将致力于在飞机零部件制造等业务领域发展，通过建设零部件加工生产和工艺研发示范基地，探索提升核心竞争力新路径，拓展国际合作范围，促进进入产业链高端，提高服务的附加值。截至 2014 年上半年，中航新大洲的厂房已建成并进入验收阶段。

中航飞机航空零组件制造股份有限公司注册资本人民币 25,000 万元，其中中航发展现金出资 9,000 万元，占注册资本的 36%；中航飞机以实物和现金出资 8,750 万元，占注册资本的 35%；汉川机床现金出资 2,500 万元，占注册资本的 10%；新大洲投资现金出资 **2,500** 万元，占注册资本的 **10%**；汉中汇融现金出资 2,250 万元，占注册资本的 9%。

合资公司所在地为汉中航空产业园区。园区现已构建起中型运输机制造、30 多家大中型航空企业配套、100 多家企业共同发展的以航空产业为主的产业集群和企业群落，2013 年 1 月，汉中航空产业园区被工业和信息化部批准认定为第四批国家新型工业化产业示范基地（军民结合）。合资公司以飞机零件配套起步，在市场化机制下，建立精益生产的体系和能力，并逐步承接转包订单，发展成为国际民机零件转包合格供应商。

中航新大洲目前建设的生产线主要用于生产波音 737、空客 320、C919 等机型的发动机配件。根据我们调研的情况及公司的规划，我们预计中航新大洲将在 2014 年年底具备生产条件，2015 年进行相关的产品认证，2016 年开始接单制造。理想情况下，公司最早将于 2017、2018 年开始贡献利润。达产之后，预计每年将创造产值 5000 万美元，实现利润 1000 万人民币。

合资公司的主要意义是进一步加深新大洲与中航集团的合作，预计从 2014 年开始三年后实现盈利。

作为中航集团合作的第一个民营企业，新大洲在生产制造、流程管理等各个方面体现出了强大的实力。新大洲从摩托车制造发展起家，走过了一条从产品引进到自主研发再到与国际级企业合资合作的道路，通过摩托车生产和销售已在加工制造方面具备较强的国际竞争力。在长期的经营实践中积累了经验，培养了一支勇于拼搏的学习型团队，在与国际企业合资过程中不断引入国外先进的管理思想和方法，企业综合能力得到了不断的提升。

目前正值全球航空产业结构化调整并向中国进行产业梯度转移的时期，中国航空产业将进入快速发展期。《国家战略性新兴产业发展“十二五”规划》明确将飞机产业纳入到国家战略性高科技产业定位和国民经济战略地位。在国家进入经济结构调整和产业升级的历史背景下，公司选择发展高端制造业，是实现产业升级的战略性举措。

## 游艇业务：携手圣劳伦佐，把握国内消费升级机遇

新大洲与意大利圣劳伦佐在游艇产业进行了全面的合资合作，主要包括：

- 1、公司对 Sanlonrenzo S.p.A.公司增资 2000 万欧元，持股比例达到 22.99%；
- 2、双方在中国海口设立海南新大洲圣劳伦佐游艇制造有限公司，负责生产圣劳伦佐品牌 **66 英尺**以下的马达驱动游艇和独立研发的与 SL 游艇不存在竞争关系的游艇，并在大中华地区进行销售。公司投资总额为 1000 万欧元，其中注册资本 500 万欧元，由新大洲认购 375 万欧元占 75%的股权，SL 认购 125 万欧元占 25%的股权；
- 3、双方在意大利设立合资公司，负责除大中华地区以外的由中国合资公司生产的游艇销售。公司总投资额 50 万欧元，其中注册资本 10 万欧元，新大洲控股出资 2.5 万欧元占 25%的股权，SL 出资 7.5 万欧元占 75%的股权；
- 4、公司收购 SL 香港代理公司圣劳伦佐（中国）控股有限公司 80%股权，负责在大中华地区销售 SL 及中国合资公司生产的各类型号的游艇。

此外，公司还在海南成立了海南圣帝诺游艇会有限公司，为实现公司的制造业升级发展布局。

**2014 年上半年**，公司游艇产业布局基本完成，成功参展三亚、香港两次展会，签署了一艘 68 英尺游艇的销售协议；Sanlonrenzo S.p.A. 实现净利润 587.62 万元，公司确认投资收益 103.72 万元；控股子公司海南游艇的厂房改造方案已初步确定，初期生产规模 15 艘/年，5 年内计划扩展到 150 艘到 200 艘；控股子公司圣劳伦佐中国为加大境内外游艇品牌市场推广和商品宣传促销力度，实现净利润-847.39 万元，对公司贡献利润-677.91 万元；圣帝诺游艇会目前已有几十会员。

2009 年 12 月，国务院下发“关于加快发展旅游业的意见”，首次提出要培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮、游艇等新兴旅游，并把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。国家旅游局在“十二五”发展规划中将游艇作为发展水上旅游的重要载体，国家发改委发布的鼓励发展产业目录也将游艇纳入其中。2011 年，海关总署正式实施“海南省进出口游艇暂行办法”。目前几乎所有沿海经济发达城市或地区的地方政府均将游艇列入未来大力扶持的新型产业规划。

作为我国国际旅游岛的海南省于 2013 年 5 月率先发布“海南省游艇码头布局规划”，据此规划，到 2020 年，海南省将拥有 7,700 艘游艇，2030 年拥有 3.75 万艘游艇。再考虑其它地区游艇市场需求，未来我国游艇市场规模成长空间巨大。

通过此次投资，公司初步建立起了涉足“陆海空”交通设备制造业新格局，不断向高端制造业发展。游艇销售的收益率水平较高，净利率在 15% 左右。随着公司游艇业务的不断发展壮大，游艇业务必将成为公司未来另一大主要利润来源。根据公司的测算，游艇业务大规模盈利大概还需两年时间。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 假设及盈利预测

公司目前的主营业务包括煤炭、电动车、物流运输、物业管理及其他，未来游艇业务也将并入其中。投资收益方面，主要是电动车、褐煤提质、航空制造业务。

**物流运输业务**目前对公司的营业收入及毛利的贡献均为第二位。公司物流运输业务现租有 10 万多平方米的储运仓库，自有箱式运输车辆 100 余辆，长期加盟的社会车辆 1000 余辆；公司自有车辆为厢式车，比较适合价值高、对运输质量要求高的货品。公司的物流团队早期为摩托车产业的车队，返程时可以接货拉运输，目前主要还是承做新大洲本田的业务，关联利润占到 80%。

### 主要假设

煤炭业务方面，我们假设，随着新胜利矿和白音查干煤矿的逐步投产，公司煤炭业务未来三年产量将有一定增长。

表 4：新大洲煤炭业务主要假设

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
煤炭产量（万吨）	247	311.39	310	400	480
同比增速	-7.80%	26.07%	-0.45%	29.03%	20.00%
销量（万吨）	236	297.44	296.11	382.08	458.50
产销率	95.55%	95.52%	95.52%	95.52%	95.52%
平均单价（元/吨）	324.86	228.79	205.91	207.97	214.21
同比增速	9.76%	-29.57%	-10.00%	1.00%	3.00%
单位成本（元/吨）	163.08	104.52	96.16	97.12	100.03
同比增速	44.08%	-35.91%	-8.00%	1.00%	3.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

此外，电动车业务方面，随着电动车产销量的增长，规模效应逐步显现，我们假设公司电动车业务销售收入将保持较高增速，毛利率也会提升至一定水平；物流运输业务保持相对平稳的增长，毛利率稳定；物业管理及其他业务均保持平稳。

游艇业务方面，随着市场的逐渐开发，预计公司将从 2014 年开始，逐步实现自产游艇和进口游艇的销售双突破，预计 2014-2016 年，公司 66 英尺以下游艇产销量分别为 1、3、5 艘；66 英尺以上游艇销量分别为 1、3、5 艘。我们假设 66 英尺以下游艇均价 2500 万元，66 英尺以上游艇均价 8000 万元，业务毛利率在 40% 左右。

投资收益方面，假设新大洲本田公司摩托车产销量基本平稳，平均单价小幅上涨；新大洲能源科技公司从 2015 年开始贡献利润；中航新大洲 2014-2016 年均为投资期；意大利圣劳伦佐公司盈利保持平稳。

## 盈利预测

我们对新大洲 2014-2016 年主营业务盈利预测如下。

表 5: 新大洲主营业务盈利预测

报告期 (单位: 万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>煤炭业务</b>					
收入	76,667.55	68,051.14	60,972.63	79,461.11	98,213.93
成本	40,281.90	32,546.20	29,808.84	38,847.66	48,015.70
毛利率	47.46%	52.17%	51.11%	51.11%	51.11%
增长率	0.37%	-11.24%	-10.40%	30.32%	23.60%
<b>电动车业务</b>					
收入	3,498.77	5,416.29	10,832.58	19,498.64	29,247.97
成本	3,299.71	5,151.06	9,532.67	17,158.81	25,738.21
毛利率	5.69%	4.90%	12.00%	12.00%	12.00%
增长率	587.81%	54.81%	100.00%	80.00%	50.00%
<b>电石业务</b>					
收入	131.72				
成本	142.03				
毛利率	-7.83%				
增长率	-75.57%				
<b>物流运输</b>					
收入	22,571.29	25,544.59	26,821.82	28,162.91	29,571.06
成本	17,601.98	20,533.56	21,457.46	22,530.33	23,656.84
毛利率	22.02%	19.62%	20.00%	20.00%	20.00%
增长率	-22.06%	13.17%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>物业管理</b>					
收入	318.84	346.56	363.89	382.08	401.19
成本	284.56	296.34	309.30	324.77	341.01
毛利率	10.75%	14.49%	15.00%	15.00%	15.00%
增长率	17.58%	8.69%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>其他业务</b>					

其他业务收入	2,496.44	3,652.69	4,017.96	4,419.76	4,861.74
其他业务成本	447.88	1,174.22	1,406.29	1,546.92	1,701.61
毛利率	82.06%	67.85%	65.00%	65.00%	65.00%
增长率	34.84%	46.32%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>游艇制造</b>					
产量		1	3	5	
均价(万/艘)		2500	2500	2500	
收入		2500	7500	12500	
成本		1500	4125	6875	
毛利率		40.00%	45.00%	45.00%	
增长率		200.00%	66.67%		
<b>游艇销售</b>					
销量		1	3	5	
均价(万/艘)		8000	8000	8000	
收入		8000	24000	40000	
成本		5200	14400	24000	
毛利率		35.00%	40.00%	40.00%	
增长率		200.00%	66.67%		
<b>营业收入</b>	<b>105,684.61</b>	<b>103,011.27</b>	<b>113,508.88</b>	<b>163,424.51</b>	<b>214,795.87</b>
<b>营业成本</b>	<b>62,058.06</b>	<b>59,701.38</b>	<b>69,214.56</b>	<b>98,933.48</b>	<b>130,328.37</b>
<b>毛利率</b>	<b>41.28%</b>	<b>42.04%</b>	<b>39.02%</b>	<b>39.46%</b>	<b>39.32%</b>
<b>增长率</b>	<b>-2.61%</b>	<b>-2.53%</b>	<b>10.19%</b>	<b>43.98%</b>	<b>31.43%</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

投资收益方面, 主要预测新大洲本田摩托车业务的利润贡献。

**表 6: 新大洲本田贡献的投资收益预测**

新大洲本田摩托有限公司	2012	2013	2014E	2015E	2016E
产量(万辆)	99.28	92.86	98	96	95
销量(万辆)	97.23	91	98	96	95
营业收入(亿元)	58.24	55.44	62.69	63.25	62.70
净利润(亿元)	1.52	1.45	2.10	2.12	2.10

销售净利率	2.61%	2.62%	3.35%	3.35%	3.35%
平均单价 (元/辆)	5990	6092	6397	6589	6600
单辆净利 (元)	156	159	214	221	221
持股比例	50%	50%	50%	50%	50%
投资收益 (亿元)	0.76	0.73	1.05	1.06	1.05

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

综上, 我们预计公司 2014-2016 年营业收入增速分别为 10%、44%、31%, 归母净利润同比增速分别为 23%、23%、21%, 按照最新股本 8.14 亿股摊薄的 EPS 分别为 0.16、0.19、0.23 元/股。

## 估值与投资评级

我们采用分部估值方法对新大洲进行估值。

我们以 2015 年作为评估时点, 对公司煤炭、摩托车制造及游艇三个主要利润贡献业务进行分部估值。需要注意的是, 在 2015 年, 公司的煤炭、摩托车制造业务均已达到平稳状态, 但游艇业务仍处于扩张期, 未来潜力无限, 此时游艇业务的估值远不能代表该业务的实际价值; 电动车业务仍处于发展、扩张期, 盈利尚未稳定, 该部分业务并未给予估值; 中航新大洲飞机零部件制造业务仍处于投资期, 尚未贡献利润, 该业务并未给予估值。

据此, 我们认为, 5.72 元/股所代表的价值仅仅为新大洲公司提供了一个安全边际, 其实际价值远高于此。

表 7: 新大洲分业务估值

分部估值	2015 年净利润贡献 (万元)	2015 年 EPS 贡献 (元/股)	给予 PE 倍数	估值 (元/股)
煤炭业务	4,323.76	0.05	12	0.64
摩托车业务	10,594.84	0.13	25	3.25
游艇业务	2,131.57	0.03	70	1.83
其他 (包括电动车、中航新大洲)	-1,278.85	-0.02		
合计	15,771.32	0.19	30	5.72

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: PE 倍数参考 Wind 对应国信证券行业分类板块预测市盈率给出

**投资评级。**我们预测公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.16、0.19 和 0.23 元/股, 对应动态市盈率 (股价 4.98 元) 分别为 32、26 和 21 倍。鉴于公司强势涉足高端制造领域, 且均与行业内龙头企业合作, 未来发展前景广阔, 我们首次给予公司“买入”投资评级。

## 风险因素

- 1、飞机零部件制造及游艇业务进展及效果不及预期;
- 2、国内摩托车市场需求持续下滑;
- 3、煤炭价格持续下跌，新矿投产不达预期。

资产负债表						利润表					
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	757.87	713.87	1,226.75	1,584.88	1,973.19	<b>营业收入</b>	1,056.85	1,030.11	1,135.09	1,634.25	2,147.96
货币资金	419.64	270.35	728.69	892.51	1,077.45	营业成本	620.58	597.01	692.15	989.33	1,303.28
应收票据	16.05	74.32	81.90	117.91	154.98	营业税金及附加	23.31	23.26	20.43	29.42	38.66
应收账款	62.85	69.65	76.75	110.50	145.24	营业费用	100.55	79.64	90.81	163.42	214.80
预付账款	64.42	143.81	166.73	238.32	313.94	管理费用	175.14	190.84	170.26	245.14	322.19
存货	82.24	106.38	123.33	176.28	232.23	财务费用	40.57	10.70	15.29	9.33	7.20
其他	112.67	49.35	49.35	49.35	49.35	资产减值损失	-0.45	5.08	3.18	3.86	7.11
<b>非流动资产</b>	2,063.39	2,620.34	2,629.75	2,652.18	2,699.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	790.51	1,157.63	1,157.63	1,157.63	1,157.63	投资净收益	75.53	83.99	106.88	113.09	119.83
固定资产	487.53	526.98	779.45	1,061.64	1,116.43	<b>营业利润</b>	172.68	207.57	249.85	306.83	374.54
无形资产	248.97	259.84	239.52	219.57	199.77	营业外收入	4.60	3.65	5.39	5.39	5.39
其他	536.38	675.89	453.15	213.33	225.57	营业外支出	8.38	3.18	6.82	6.82	6.82
<b>资产总计</b>	2,821.27	3,334.21	3,856.50	4,237.06	4,672.59	<b>利润总额</b>	168.90	208.04	248.42	305.41	373.11
<b>流动负债</b>	614.20	816.74	857.33	994.71	1,139.00	所得税	64.02	47.28	46.38	62.23	81.87
短期借款	205.00	360.00	360.00	360.00	360.00	<b>净利润</b>	104.88	160.75	202.05	243.17	291.24
应付账款	87.57	213.95	248.04	354.54	467.04	少数股东损益	18.92	56.14	73.35	85.46	100.69
其他	321.63	242.80	249.29	280.17	311.95	<b>归属母公司净利润</b>	85.96	104.61	128.70	157.71	190.55
<b>非流动负债</b>	2.05	200.53	200.53	200.53	200.53	EBITDA	314.35	297.94	359.72	440.10	525.41
长期借款	0.00	185.22	185.22	185.22	185.22	EPS (摊薄)	0.11	0.13	0.16	0.19	0.23
其他	2.05	15.32	15.32	15.32	15.32						
<b>负债合计</b>	616.25	1,017.27	1,057.86	1,195.24	1,339.53						
少数股东权益	423.35	474.70	548.05	633.51	734.21						
<b>归属母公司股东权益</b>	1,781.67	1,842.23	2,250.59	2,408.31	2,598.86						
<b>负债和股东权益</b>	2821.27	3334.21	3856.50	4237.06	4672.59						
重要财务指标						单位:百万元					
<b>主要财务指标</b>	2012	2013	2014E	2015E	2016E	<b>经营活动现金流</b>	129.53	-66.02	193.36	208.50	264.51
营业收入	1,056.85	1,030.11	1,135.09	1,634.25	2,147.96	净利润	104.88	160.75	202.05	243.17	291.24
同比 (%)	-2.61%	-2.53%	10.19%	43.98%	31.43%	折旧摊销	89.07	76.79	92.50	115.89	133.49
归属母公司净利润	85.96	104.61	128.70	157.71	190.55	财务费用	56.38	13.12	18.80	18.80	18.80
同比 (%)	-42.42%	21.70%	23.02%	22.55%	20.82%	投资损失	-75.53	-83.99	-106.88	-113.09	-119.83
毛利率 (%)	41.28%	42.04%	39.02%	39.46%	39.32%	营运资金变动	-40.12	-225.18	-17.13	-60.79	-66.19
ROE (%)	5.61%	5.77%	6.29%	6.77%	7.61%	其它	-5.15	-7.51	4.02	4.51	6.99
每股收益 (元)	0.12	0.14	0.16	0.19	0.23	<b>投资活动现金流</b>	281.56	-336.20	4.13	-25.88	-60.76
P/E	47	39	32	26	21	资本支出	-88.73	-284.62	-102.75	-138.97	-180.59
P/B	2.06	1.99	1.80	1.68	1.56	长期投资	813.58	1,050.40	106.88	113.09	119.83
EV/EBITDA	12.31	14.15	12.80	10.46	8.77	其他	-443.29	-1,101.98	0.00	0.00	0.00
						<b>筹资活动现金流</b>	-341.89	252.75	260.86	-18.80	-18.80
						吸收投资	363.13	0.02	279.66	0.00	0.00
						借款	-586.00	338.59	0.00	0.00	0.00
						支付利息或股息	119.02	81.80	18.80	18.80	18.80
						<b>现金净增加额</b>	69.21	-149.29	458.35	163.82	184.94

## 能源化工组

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究开发中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，主要从事煤炭行业研究；2014 年 1-9 月同时从事中小企业研究。

## 煤炭行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国投新集	601918	潞安环能	601699	平煤股份	601666	中国神华	601088
大同煤业	601001	开滦股份	600997	山煤国际	600546	大有能源	600403
中煤能源	601898	盘江股份	600395	阳泉煤业	600348	兖州煤业	600188
兰花科创	600123	郑州煤电	600121	昊华能源	601101	西山煤电	000983
新大洲	000571	神火股份	000933	平庄能源	000780	永泰能源	600157

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上； 增持：股价相对强于基准5%~20%； 持有：股价相对基准波动在±5%之间； 卖出：股价相对弱于基准5%以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。