

2010年8月16日

国阳新能

新景矿并表推动每股收益增长 42%

买入
 A 600348.SS - 人民币 16.03
 目标价格: 人民币 19.76 (↗25.15)

公司 2010 年上半年每股收益 0.52 元, 同比增长 42%。新景矿并表推动公司原煤产量同比增长 37%, 自产煤比例提升至 56%。公司预增今年前三季度每股收益同比增长 30%-70%, 即 0.74-0.95 元。母公司现有 1,570 万吨/年的成熟产能可以注入上市公司。我们认为公司未来 1-2 年内从母公司获得资产注入较为确定。基于 18 倍的 2010 年目标市盈率, 我们下调公司目标价由 25.15 元至 19.76 元。维持对公司买入评级。

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

中报要点

- 上半年商品煤销量同比增长 14%, 综合售价同比增长 7.3%, 煤炭业务的收入同比增长 22%, 毛利率提高 5 个百分点至 25%。
- 由于其他业务(主要为非煤的贸易业务)的收入同比 324% 至 30 亿元, 且毛利率同比下降 10 个百分点至 6%, 因而公司整体毛利率仅同比增长 1 个百分点至 20%。
- 新景矿并表, 公司自产煤数量同比增长 37%; 自产煤比例同比增长 8 个百分点至 56%。
- 受上半年天气影响, 化工煤需求不畅, 价格仅同比增长 0.6%; 其产量占比同比下降 1 个百分点至 11%。
- 09 年 9 月发行的 14 亿公司债, 导致今年上半年财务费用同比增加 0.97 亿元至 1.06 亿元。管理费用同比增长 67% 至 5.3 亿元。因而公司净利率同比微跌 0.1 个百分点至 9.3%。
- 我们认为母公司现有的五矿、新元矿和寺家庄矿最有可能注入上市公司, 产能共计 1,570 万吨/年。假设这三个矿在未来三年内注入上市公司, 我们预计公司 2010-2013 年的原煤复合增长率为 23%。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(17)	17	(3)	(4)
相对新华富时 A50 指数(%)	8	13	2	20

资料来源: 彭博及中银国际研究

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)	38,552
3 个月日均交易额(人民币 百万)	614
净负债比率(%) (2010E)	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

*沈涛为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

估值

- 公司自身成长性较好, 煤质优异, 且获得资产注入的确定性较好。基于 18 倍 2010 年目标市盈率, 我们将目标价从 25.15 元下调至 19.76 元, 继续维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	17,033	20,005	27,264	29,093	31,227
变动(%)	58	17	36	7	7
净利润(人民币百万)	930	1,856	2,640	2,822	3,110
全面摊薄每股收益(人民币)	0.967	0.772	1.098	1.173	1.293
变动(%)	(41.3)	(20.2)	42.2	6.9	10.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.084	1.273	1.250
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.958	1.048	1.202
调整幅度(%)	-	-	14.6	11.9	7.5
全面摊薄市盈率(倍)	16.6	20.8	14.6	13.7	12.4
每股现金流(人民币)	3.74	1.97	2.70	2.54	2.73
价格/每股现金流量(倍)	4.3	8.1	5.9	6.3	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	11.6	8.0	7.1	6.0
每股股息(人民币)	0.300	0.380	0.540	0.578	0.637
股息率(%)	1.9	2.4	3.4	3.6	4.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2010 年上半年每股收益同比增长 42%

公司今年上半年每股收益 0.52 元，同比增长 42%。其中第 1 季度和第 2 季度的每股收益分别为 0.21 元和 0.31 元。

公司主营业务收入同比增长 44%至 134 亿元，其中煤炭收入同比增长 22%至 103 亿元，其他业务（主要为非煤的贸易业务）收入同比增长 324%至 30 亿元。

公司上半年商品煤销量同比增长 14%，综合售价同比增长 7.3%，推动煤炭收入同比增长 22%。而同期煤炭成本仅增长 1.3%，拉动煤炭业务毛利率同比增长 5 个百分点至 25%。但由于其他业务的收入同比大幅增加，且毛利率同比下降 10 个百分点至 6%，因而公司整体毛利率仅同比增长 1 个百分点至 20%

09 年 9 月发行的 14 亿公司债，导致财务费用同比增加 0.97 亿元至 1.06 亿元。管理费用同比增长 67%至 5.3 亿元。因而公司净利率同比微跌 0.1 个百分点至 9.3%。

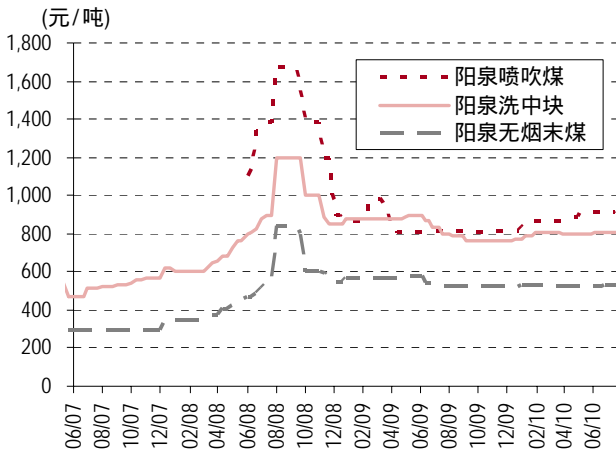
图表 2.公司 2010 年上半年主要经营指标

	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
原煤产量(百万吨)	9.32	12.74	37
外购原煤(百万吨)	10.25	10.07	(1.8)
其中: 外购母公司	8.30	5.57	(33)
发电量(百万千瓦时)	467	555	19
供热(万万千焦)	201	238	18
商品煤销量(百万吨)	19.14	21.79	14
其中: 块煤	2.34	2.33	(0.4)
喷粉煤	2.18	2.56	17
选末煤	14.03	15.96	14
煤泥	0.59	0.94	59
商品煤综合售价(元/吨)	442	475	7.3
吨煤成本(元/吨)	354	358	1.3

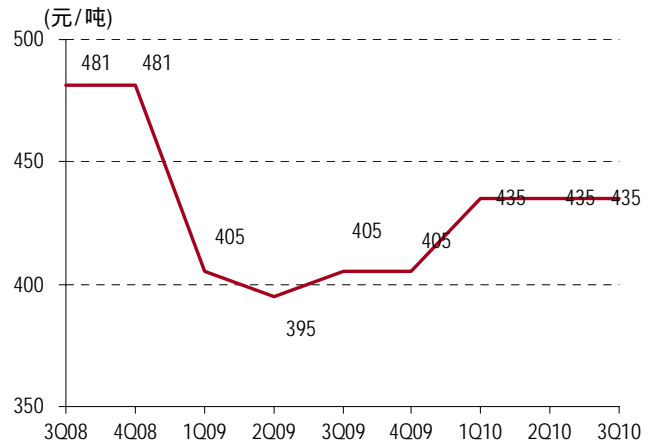
资料来源：公司数据，中银国际研究

公司预计 2010 年 1-9 月每股收益同比增长 30%-70%

公司 09 年前三季度每股收益为 0.57 元，公司预增今年前 9 个月的净利润同比增长 30%-70%，即 0.74-0.95 元。我们认为全国全年 3 季度煤炭的煤炭均价将较 2 季度略低，而公司 70% 以上的煤炭销售执行合同价，因而预计公司第 3 季度的每股收益将较 2 季度略低，将为 0.30 元左右，即前三季度每股收益 0.81 元。

图表 3. 阳泉地区煤炭价格走势


资料来源：公司数据，中银国际研究

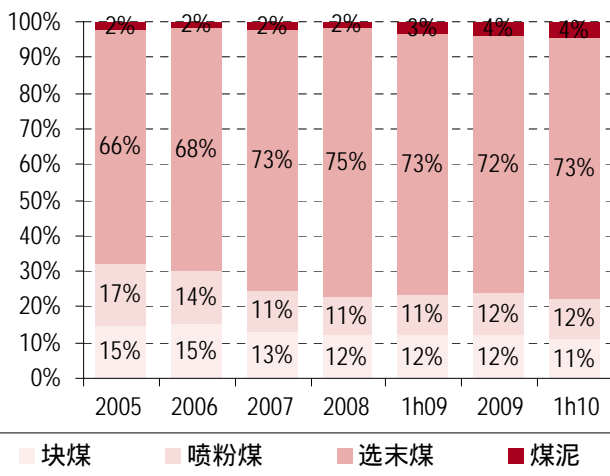
图表 4. 国阳新能收购母公司原煤价格


资料来源：公司数据，中银国际研究

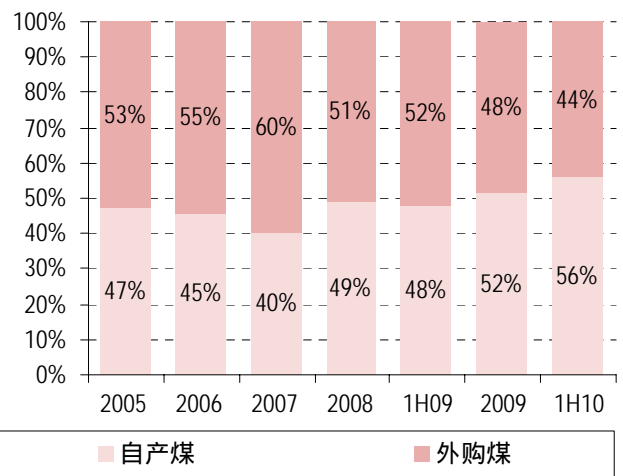
新景矿并表提升公司自产煤比例

公司 09 年收购了母公司产能 580 万吨/年的新景矿，自 09 年 9 月开始并表。公司今年上半年原煤产量同比增长 37% 至 1,274 万吨，原煤外购量同比减少 33% 至 557 万吨。公司自产煤比例同比增加 8 个百分点至 56%。

今年上半年的天气，影响了化工煤的需求，因而其产量占比同比下降 1 个百分点至 11%。

图表 5. 国阳新能煤炭产量构成


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 国阳新能外购煤占比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7.2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
营业收入	9,290	13,421	44
营业成本	7,491	10,680	43
营业税及附加	154	197	28
毛利润	1,645	2,544	55
销售费用	122	126	3
管理费用	320	532	67
财务成本	9.0	106	1,074
资产减值损失	(8.6)	17	(302)
投资收益		13	
营业利润	1,203	1,775	48
营业外收入	5.6	4.9	(14)
营业外支出	1.7	5.7	236
税前利润	1,207	1,774	47
所得税	305	462	52
少数股东损益	27	70	161
归属于母公司的净利润	876	1,242	42
每股收益 (人民币)	0.36	0.52	42
毛利率(%)	19	20	
经营利润率(%)	13	13	
净利率(%)	9.4	9.3	

资料来源：公司数据，中银国际研究

预计公司将整合煤炭产能 570 万吨/年

母公司（含上市公司）整合 77 个矿至 31 个矿，产能由 1,800 万吨增加至 2,970 万吨。母公司（含上市公司）下属五个投资公司负责整合，其中一个为股份公司的国阳天泰（持股 51%）。

按照山西省煤炭工业厅批复，我们预计国阳天泰将在整合完成后拥有产能 570 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 2-3 年后逐渐投产。预计未来 3 年内不会有增量。

图表 8.国阳新能整合煤矿

煤矿	核定产能 (百万吨)	预计持股比例 (%)	煤种规格
宁武榆树坡矿	300	51	烟煤
平定某两矿	150	100	无烟煤
平定某两矿	120	51	无烟煤
总计：	570	186*	-

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：公司的权益产能，公司仅持有国阳天泰 51% 的股权

母公司现有 1,570 万吨/年的产能具备注入条件

我们预计公司 1-2 年内将继续收购母公司的煤矿。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。假设这三个矿在未来三年内注入上市公司，我们预计公司 2010-2013 年的原煤复合增长率为 23%。

截至 2010 年上半年，公司货币现金 60 亿元，足够支持现金收购母公司 1-2 个成熟矿井。

图表 9. 母公司现有煤矿

煤矿	核定产能(万吨)	备注
三矿(生产自救)	450	尚有可采年限 6-8 年
五矿	770	煤质与公司现有矿接近，灰分略高
新元矿一期	300	预计 2011 年二期达产（见下表）
小石港矿	90	
寺家庄矿	500	2010 年上半年投产
总计：	2,190	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 10. 母公司在建煤矿

	核定产能(万吨)	可采储量	投产日期
新元矿二期	300	约 10 亿吨	2011 年
大石港矿	1,000	9 亿吨以上	2015 年
七元矿	800	约 7 亿吨	2012 年
整合产能	2,400	约 16 亿吨	2010-2013 年
总计	4,500	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	17,033	20,005	27,264	29,093	31,227
销售成本	(13,873)	(15,904)	(21,362)	(22,471)	(23,999)
经营费用	(748)	(552)	(1,159)	(1,527)	(1,645)
息税折旧前利润	2,412	3,549	4,743	5,095	5,583
折旧及摊销	(978)	(950)	(887)	(967)	(1,041)
经营利润(息税前利润)	1,434	2,599	3,855	4,127	4,541
净利息收入/(费用)	(57)	(91)	(120)	(150)	(180)
其他收益/(损失)	(182)	(21)	(28)	(28)	(28)
税前利润	1,196	2,487	3,707	3,949	4,333
所得税	(221)	(618)	(927)	(987)	(1,083)
少数股东权益	(45)	(13)	(140)	(140)	(140)
净利润	930	1,856	2,640	2,822	3,110
核心净利润	963	1,878	2,662	2,843	3,131
每股收益(人民币)	0.967	0.772	1.098	1.173	1.293
每股股息(人民币)	0.300	0.380	0.540	0.578	0.637
收入增长(%)	58	17	36	7	7
息税前利润增长(%)	20	81	48	7	10
息税折旧前利润增长(%)	45	47	34	7	10
每股收益增长(%)	(41)	(20)	42	7	10

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,227	3,940	6,220	7,756	9,954
应收帐款	1,670	2,104	3,596	3,839	4,350
库存	338	556	854	899	960
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	4,235	6,600	10,670	12,494	15,264
固定资产	4,285	5,934	6,432	6,846	6,686
无形资产	804	4,492	4,588	4,708	4,828
其他长期资产	189	359	687	529	423
长期资产总计	5,278	10,784	11,707	12,084	11,938
总资产	9,513	17,384	22,378	24,577	27,201
应付帐款	2,021	4,083	5,931	6,239	6,663
短期债务	560	865	775	705	655
其他流动负债	2,121	2,107	2,107	2,107	2,107
流动负债总计	4,702	7,055	8,813	9,051	9,425
长期借款	333	3,929	3,418	2,918	2,418
其他长期负债	30	3	0	0	0
股本	962	962	2,405	2,405	2,405
储备	3,116	5,024	6,164	8,486	11,095
股东权益	4,078	5,986	8,569	10,891	13,500
少数股东权益	371	411	1,578	1,718	1,858
总负债及权益	9,513	17,384	22,378	24,577	27,201
每股帐面价值(人民币)	4.24	2.49	3.56	4.53	5.61
每股有形资产(人民币)	3.40	0.62	1.66	2.57	3.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.37)	0.94	(0.84)	(1.72)	(2.86)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,196	2,487	3,707	3,949	4,333
折旧及摊销	978	950	887	967	1,041
净利息费用	57	91	120	150	180
运营资本变动	1,708	1,821	2,715	2,045	2,106
其他经营现金流	(343)	(607)	(934)	(994)	(1,090)
经营活动产生的现金流	3,595	4,741	6,495	6,117	6,570
购买固定资产净值	(1,025)	(1,563)	(1,282)	(1,382)	(1,382)
投资减少/增加	5	73	0	0	0
其他投资现金流	(1,295)	(2,000)	(2,000)	(1,800)	(1,500)
投资活动产生的现金流	(2,315)	(3,490)	(3,282)	(3,182)	(2,882)
净增权益	74	679	0	0	0
净增债务	(50)	(1,875)	(400)	(400)	(401)
支付股息	(226)	(289)	(914)	(1,300)	(1,389)
其他融资现金流	428	547	400	300	300
融资活动产生的现金流	226	(938)	(914)	(1,400)	(1,490)
现金变动	1,506	314	2,300	1,535	2,198
期初现金	701	2,227	3,920	6,220	7,756
公司自由现金流	1,280	1,251	3,214	2,935	3,688
权益自由现金流	1,101	(941)	2,694	2,385	3,107

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	14.2	17.7	17.4	17.5	17.9
息税前利润率	8.4	13.0	14.1	14.2	14.5
税前利润率	7.0	12.4	13.6	13.6	13.9
净利率	5.5	9.3	9.7	9.7	10.0
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.9	1.2	1.4	1.6
利息覆盖倍数	19.9	28.6	32.1	27.5	25.2
净权益负债率(%)	净现金	35.2	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
估值(倍)					
市盈率	16.6	20.8	14.6	13.7	12.4
核心业务市盈率	16.0	20.5	14.5	13.6	12.3
目标价对应核心业务市盈率	19.7	25.3	17.9	16.7	15.2
市净率	3.8	6.4	4.5	3.5	2.9
价格/现金流	4.3	8.1	5.9	6.3	5.9
企业价值/息税折旧前利润	6.0	11.6	8.0	7.1	6.0
周转率					
存货周转天数	9.1	10.3	12.0	14.2	14.1
应收帐款周转天数	35.1	34.4	38.2	46.6	47.9
应付帐款周转天数	33.1	55.7	67.0	76.3	75.4
回报率 (%)					
股息支付率	31.0	49.2	49.2	49.2	49.2
净资产收益率	21.2	36.9	36.3	29.0	25.5
资产收益率	13.0	14.5	14.5	13.2	13.2
已运用资本收益率	27.1	31.4	30.2	27.0	26.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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