

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年3月17日

国投新集(601918.SH)/8.82 元

成长的黄金 10 年+国投系煤电一体化整合预期

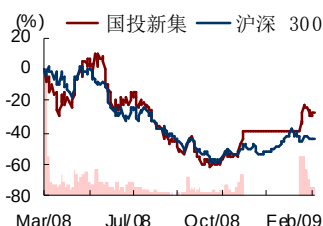
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 首次
目标估值: 12-13.1 元

基础数据

总股本(万股)	185039
流通股本(万股)	35200
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	31
52 周股价	4.7-13.6 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	48	-37
相对表现	26	36	9



相关报告

近期我们调研了公司,就公司的基本面与公司进行了交流,作为国投系下唯一的煤炭上市公司,年轻且在茁壮成长中,加之潜在的国投系煤电一体化的整合预期,估值可以享有一定的溢价,首次给予公司审慎推荐的投资评级。

q 成长性突出的煤炭公司,预计 08-11 年煤炭产量分别为 1200 万吨、1505 万吨、1855 万吨和 2355 万吨,年度产量复合增速 25%。

Ø 公司既有的四个煤矿核定产能为 1055 万吨:新集一矿(新集煤矿)、新集二矿(花家湖矿)、新集三矿(八里塘矿)和刘庄矿一期核定产能分别为 390 万吨、290 万吨、75 万吨和 300 万吨,合计 1055 万吨。

Ø 设计产能 500 万吨的刘庄矿二期已逐步进入投产期,预计 2010 年达产。

Ø 设计产能 300 万吨的板集煤矿预计 09 年底投产,2010 年即能达产 300 万吨。

Ø 设计产能 500 万吨的口孜东煤矿预计 2010 年投产,2011 年达产至 500 万吨。

q 近期和远景规划建设煤矿 1190 万吨和 1110 万吨,合计 2300 万吨。

Ø 根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》(发改能源[2005]2633 号),国投新集矿区总面积约 1092 平方公里,含煤面积 684 平方公里,划分为 11 个井田和 4 个后备区,资源储量 101.6 亿吨,生产建设总规模 3590 万吨/年。国家发改委对公司矿区总体规划的批复,确立了公司作为全国 13 个亿吨煤基地的大型煤炭企业之一的战略定位,公司建矿的总体方案已定,只需报批即可。

Ø 近期规划建设杨村矿、罗园矿、口孜西矿、连塘李矿、展沟矿,产能分别为 500 万吨、120 万吨、240 万吨、90 万吨和 240 万吨,合计 1190 万吨。

Ø 远景规划建设庄深部、罗园深部、连塘李深部、八里塘深部,产能分别为 600 万吨、210 万吨、150 万吨和 150 万吨,合计 1110 万吨。

Ø 近期将陆续开工建设杨村矿和罗园煤矿,今后几乎每年有新矿开工建设和新矿投产,保证了公司煤炭产能的持续稳定增长。

q 近十年将是公司煤炭发展的黄金十年

Ø 公司在建的煤矿和规划的矿井在 2017 年前逐步投产,届时公司的煤炭产能将达到 4655 万吨。与 07 年的产能 1055 万吨相比,十年年度复合增速将高达 16%。

q 较高的资源储量和较低的采矿权费用保证了公司未来较好的发展

Ø 既有煤矿的地质储量 27.8 亿吨,可采储量 10.8 亿吨,可采年限 50 年。

Ø 在建煤矿板集煤矿和口孜东煤矿地质储量 13.12 亿吨,可采储量 5.9 亿吨,可采年限 53 年。

Ø 近期规划建设的矿井储量地质储量 23.2 亿吨,可采储量 10.5 亿吨,可采年限 63 年。

Ø 目前和未来建设的煤矿总的地质储量 64.2 亿吨(不含远景规划的资源储量数据,发改委批复的总体储量是 101.6 亿吨),可采储量 27.2 亿吨,可采年限 55 年。

Ø 近期规划建设的矿井已经支付探矿权费用，只需要额外增加转成采矿权的手续费即可获得采矿权。廉价的采矿权保证了公司煤矿具有较高的获利能力。

q 公司大力发展坑口电厂，实现煤电一体化

Ø 投资设立国投新集电力利辛有限公司：利辛公司为板集煤矿附近的煤电一体化项目（板集煤矿产能 300 万吨，09 年底投产）。公司与皖能电力出资比例分别为 55% 和 45%。一期工程规划建设 2*60 万千瓦的级超临界燃煤发电机组项目，投资总额估算为 45 亿元，09 年开工，建设工期 22 个月。未来规划再建设二期 2*60 万千瓦的燃煤电厂。

Ø 投资 10077.58 万元获得 24%宣城发电公司股权：08 年底，公司受让康源电力持有的国投宣城发电公司 24% 的股权（国投电力持股 51%，国电力源电力 25%）。国投宣城发电公司规划总容量为 320 万超临界燃煤发电机组。一期工程为 1×60 万千瓦已于 08 年 8 月 22 日正式移交商业运营。国投宣城发电公司的燃煤主要来自公司的供应（09 年公司预计供应国投宣城发电公司煤炭 110 万吨）。

Ø 公司未来规划在下属煤矿附近继续建设坑口电厂。

q 国投系整合预期强烈

Ø 2009 年 2 月，公司第一大股东国投煤炭与国家开发投资公司签署股权转让协议书，国投煤炭将其持有的公司 80261.08 万股股份（占公司总股本的 43.38%）无偿划转给国家开发投资公司，国家开发投资公司成为公司第一大股东。

Ø 由于国投新集实际控制人国家开发投资公司筹划重大无先例资产重组事宜，公司股票自 2008 年 12 月 10 日起停牌至 2009 年 2 月 26 日，由于国投新集重大无先例资产重组方案中拟用于重组的资产范围较广，规模较大，涉及程序复杂，无法完成重组预案所需的必备要件。公司承诺：自公司股票复牌之日起至少三个月内不再筹划重大资产重组事项。

Ø 我们认为，国投系整合的大方向未变，煤炭和电力未来仍然将整合进一个上市公司。国投新集被国投私有化的预期强烈。

q 煤炭综合销售价格较 08 年小幅上涨

Ø 公司的煤炭主要用于电力，尽管在 08 年现货价格大幅回调，但受管制的电煤价格仍有一定程度的上涨。从公司的关联交易公告所定的煤价可以大致推断合同电煤价格上涨幅度。

Ø 公司关联交易煤价上涨 14.5%：公司的关联交易公告，预计国投宣城发电公司（公司参股 24%）在 2009 年发生 110 万吨烟混煤购销业务，预计总交易金额为 6 亿元。折不含税煤炭价格约 466 元/吨（08 年下半年公司预计该关联交易金额 1.84 亿元，40 万吨混煤，折不含税煤价 407 元/吨）。09 年不含税煤价上涨 59 元/吨，涨幅 14.5%。公司公告称 08 年和 09 年电煤价格皆为依照安徽省经济委员会制定的省内电煤统一指导价格。

Ø 考虑到现货销售煤价较 08 年高点下调，预计公司 09 年综合煤价仍将维持在约 460 元/吨的水平（09 年 1 月份公布的数据显示，煤炭销售价格为 441 元/吨（由于采用的预结算方式，重点合同电煤仍然维持 08 年的价格），较 08 年的煤炭综合售价 450 元/吨小幅上涨。

q 盈利预测

Ø 预计 08-10 年每股收益分别为 0.64 元、0.81 元和 1.04 元，同比分别增长 188%、27%和 28%。

q 首次给予“审慎推荐”评级。

Ø 从 PE 角度看，未来 10 年是公司成长的黄金 10 年，公司的成长和资金需求离不开资本市场的支持，而资本市场也将从中分享公司高成长所带来的收益。目前公司 11 倍的 PE 估值仅与煤炭股平均 11 倍 PE 估值相当，我们认为，公司的估值应该享受一定程度的溢价：一方面反应公司较长时间和较高的成长性，另一方面反应国投系可能私有化公司的预期。未来四年年度产能 25%的复合增速至少可给予 20 倍的 PE 估值，我们谨慎给予 09 年动态 PE15 倍，每股价值 12 元以上。

Ø 从重置成本的角度看，每股价值 13.1 元。在 09 年度投资策略报告里面，我们统计了各个地方的建矿成本，其中，由于地质条件复杂，安徽省的建矿成本平均为 877 元/吨（见表 4），公司的板集矿、口孜东和刘庄矿的建矿成本分别为 832 元/吨、616 元/吨和 857 元/吨，三个煤矿的平均建矿成本为 740 元/吨。公司目前已投产和即将投产的 7 个煤炭产能为 2355 万吨，按照 740 元/吨的建矿成本计算，总的建矿成本为 174 亿元（折每股价值 9.4 元）。目前 7 个煤矿的可采储量为 16.74 亿吨，按照采矿权 5 元/吨（按照地质储量 40.92 亿吨计算采矿权仅为 2.05 元/吨）计算为采矿权重置成本为 84 亿元（折每股价值 4.5 元）。公司的建矿重置成本和采矿权重置成本合计为 258 亿元（折每股价值 13.9 元）。再减去长短期借款和应付票据 35.3 亿元，加上现金和应收票据 20 亿元，公司的权益价值为 243 亿元，折每股价值 13.1 元。

Ø 目标价 12—13.1 元（09 年动态 PE15-16 倍）。

Ø 我们首次给予公司“审慎推荐”的投资评级。

q 风险因素：下游需求不振对煤价形成制约；09 年资源税从价改革可能出台。

表 1: 公司未来煤炭产量预测

单位: 万吨	地质储量	可采储量	核定/设计能力	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
已投产煤矿													
新集一矿	65272	22091	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390
新集二矿	47519	15384	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290
新集三矿	8829	1957	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
刘庄矿一期	156344	68635	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
刘庄矿二期			500	200	450	500	500	500	500	500	500	500	500
小计	277964	108067	1555	1255	1505	1555	1555	1555	1555	1555	1555	1555	1555
在建矿井													
板集煤矿	54100	19900	300			300	300	300	300	300	300	300	300
口孜东矿	77100	39300	500				500	500	500	500	500	500	500
小计	131200	59300	800			300	800	800	800	800	800	800	800
合计	409164	167367	2355		1505	1855	2355	2355	2355	2355	2355	2355	2355
未来规划矿井													
杨村	77100	39300	500				250	500	500	500	500	500	500
罗园	20300	9200	120				60	120	120	120	120	120	120
口孜西	40000	17000	240						120	240	240	240	240
连塘李	11900	5900	90						45	90	90	90	90
展沟矿	83500	33400	240						120	240	240	240	240
小计	1182327	498734	1190				310	620	905	1190	1190	1190	1190
远景规划矿井													
刘庄深部			600									300	600
罗园深部			210									105	210
连塘李深部			150									75	150
八里塘深部			150									75	150
小计			1110									555	1110
合计	1591491	666100	4655	1255	1505	1855	2665	2975	3260	3545	3545	4100	4655

资料来源: 公司数据, 招商整理 注 1: 刘庄矿二期基本接近投产, 注 2、08 年-17 年为产量预测数。

表 2: 分产品收入成本、利润情况

单位: 万元	2004	2005	2006	2007	200806
主营业务收入					
煤炭采选业	184879	232057	264341	326377	213591
房地产	132	54499	19506		25
餐饮酒店					1912
商业					2611
其他	7314	10350	11014		4523
主营业务成本					
煤炭采选业	121831	153444	177983	222419	132525
房地产	107	37886	7266		
其他	6981	9310	9090		
主营业务利润					
煤炭采选业	63048	78613	86358	103959	81067
房地产	25	16614	12240		
其他	333	1041	1924		
毛利率					
煤炭采选业	34.1%	33.88%	32.7%	31.9%	38.0%
房地产	18.7%	30.48%	62.8%		
其他	4.6%	10.1%	17.5%		

资料来源: 公司数据, 招商整理

表 3: 公司煤炭产销量、价格、成本及吨煤净利

	2004	2005	2006	2007	200806
原煤产量 (万吨)	799	793	791	1010	570
商品煤产量 (万吨)	682	685	731	918	511
煤炭销量 (万吨)	683	682	734	910	511
煤炭价格 (元/吨)	271	340	360	359	418
煤炭成本 (元/吨)	179	225	243	244	259
吨煤毛利 (元/吨)	92	115	118	114	159
吨煤净利 (元/吨)	26	49	50	45	78

资料来源: 公司数据, 招商整理

表 4: 安徽省煤矿建矿成本

	投资额 (亿元)	规模 (万吨)	开采方式	单位投资 (元/吨)	开工年份	投产年度	建设期 (年)
国投新集板集矿	24.95	300	井工	832	2005	2009	4
国投新集口孜东矿井	30.78	500	井工	616	2005	2011	6
国投新集刘庄煤矿	25.70	300	井工	857	2003	2006	3
恒源煤电卧龙湖煤矿	9.63	90	井工	1070	2004	2007	3
恒源煤电五沟煤矿	7.05	60	井工	1176	2005	2007	2
恒源煤电钱营孜煤矿	12.87	180	井工	715	2006	2009	3
平均				877			

资料来源: 公司数据, 招商整理

图 1: 国投新集所在地煤价走势


资料来源: 公司数据, 招商整理

表 5: 主要上市公司估值表

	股价（元）	EPS（元）			PE（×）			每股净资产（元）	市净率（×）
		07	08	09E	07	08	09E		
炼焦煤类									
金牛能源	18.52	0.73	2.49	1.97	25.4	7.4	9.4	6.3	2.9
西山煤电	14.28	0.43	1.44	1.02	33.2	9.9	14.0	3.1	4.6
平煤股份	17.39	1.02	2.07	1.51	17.0	8.4	11.5	6.3	2.8
盘江股份	13.83	0.16	1.11	1.60	86.4	12.5	8.6	3.1	4.5
平均	16.01	0.59	1.78	1.53	40.5	9.6	10.9	4.7	3.7
喷吹煤类									
国阳新能	13.41	0.52	1.46	1.18	26.0	9.2	11.4	4.2	3.2
潞安环能	16.82	0.85	2.48	1.98	19.8	6.8	8.5	5.3	3.2
平均	15.12	0.68	1.97	1.58	22.9	8.0	9.9	4.7	3.2
动力煤类									
中国神华	18.83	0.99	1.52	1.65	18.9	12.4	11.4	7.4	2.5
国投新集	8.80	0.22	0.64	0.81	40.0	13.8	10.9	3.0	2.9
恒源煤电	17.55	1.07	1.62	1.82	16.4	10.8	9.6	8.0	2.2
中煤能源	7.79	0.39	0.60	0.71	20.0	13.0	11.0	4.7	1.7
兖州煤业	10.49	0.55	1.61	1.12	19.1	6.5	9.4	5.0	2.1
大同煤业	14.69	0.55	1.83	1.01	26.6	8.0	14.5	5.8	2.5
平均	13.03	0.63	1.30	1.19	23.5	10.8	11.1	5.7	2.3
转型类									
神火股份	17.59	1.64	2.46	1.48	10.7	7.2	11.9	5.6	3.2
兰花科创	16.85	1.01	2.45	2.01	16.7	6.9	8.4	7.7	2.2
开滦股份	14.91	1.10	1.30	1.58	13.6	11.5	9.4	7.3	2.0
平均	16.45	1.25	2.07	1.69	13.7	8.5	9.9	6.9	2.5
总体平均	14.78	0.7	1.67	1.43	26.0	9.6	10.7	5.5	2.8

资料来源: 招商整理

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2006	2007	2008A	2009E	2010E
流动资产	1180	2764	1319	1508	1833
现金	402	1819	100	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	93	127	182	211	260
应收款项	235	225	365	408	508
其它应收款	61	37	74	224	273
存货	205	368	421	481	586
其他	184	189	177	84	106
非流动资产	7675	9317	10817	11796	12158
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2781	5211	7805	9772	10657
无形资产	302	394	381	368	356
其他	4591	3711	2631	1656	1146
资产总计	8855	12081	12135	13304	13992
流动负债	2955	4391	3979	4470	4512
短期借款	761	1178	546	827	426
应付账款	865	942	1262	1367	1696
预收账款	152	314	347	401	487
其他	1176	1957	1824	1875	1903
长期负债	3920	3398	3097	2797	2197
长期借款	3405	3097	2897	2697	2197
其他	514	301	200	100	0
负债合计	6875	7789	7076	7268	6709
股本	39	2032	2032	2032	2032
资本公积金	152	180	0	0	0
留存收益	378	357	1124	2101	3347
少数股东权益	65	53	53	53	53
母公司所有者权益	568	2568	3156	4133	5379
负债及权益合计	8855	12081	12135	13304	13992

现金流量表

单位: 百万元	2006	2007	2008A	2009E	2010E
经营活动现金流	649	939	1800	2260	2811
净利润	370	410	1180	1503	1917
折旧摊销	244	0	406	543	628
财务费用	92	0	220	200	160
投资收益	(0)	0	(15)	(12)	(12)
营运资金变动	(96)	0	(6)	22	117
其它	39	0	14	4	2
投资活动现金流	(1614)	(1538)	(1920)	(1527)	(991)
资本支出	(1624)	0	(2000)	(1500)	(1000)
其他投资	10	0	80	(27)	9
筹资活动现金流	955	2015	(1599)	(734)	(1820)
借款变动	(14)	0	(880)	81	(901)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(275)	0	(413)	(526)	(671)
其他	1244	0	(306)	(288)	(248)
现金净增加额	(10)	1417	(1719)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2006	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入	2949	3664	5416	6231	7680
营业成本	1943	2510	3167	3499	4313
营业税金及附加	106	54	76	87	108
营业费用	39	46	60	69	84
管理费用	130	223	325	374	461
财务费用	92	215	220	200	160
资产减值损失	18	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	15	12	12
营业利润	620	611	1584	2014	2566
营业外收入	7	29	2	2	2
营业外支出	15	2	12	12	12
利润总额	612	637	1574	2004	2556
所得税	245	231	393	501	639
净利润	367	406	1180	1503	1917
少数股东损益	(2)	(4)	0	0	0
母公司所有者净利润	370	410	1180	1503	1917
EPS (元)	0.25	0.22	0.64	0.81	1.04

主要财务比

	2006	2007	2008A	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	-1%	24%	48%	15%	23%
营业利润	5%	-1%	159%	27%	27%
净利润	12%	11%	188%	27%	28%
获利能力					
毛利率	34.1%	31.5%	41.5%	43.8%	43.8%
净利率	12.5%	11.2%	21.8%	24.1%	25.0%
ROE	19.3%	9.7%	23.6%	25.1%	26.5%
ROIC	6.8%	5.8%	15.0%	16.5%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	77.6%	64.5%	58.3%	54.6%	48.0%
净负债比率	49.0%	39.9%	32.5%	30.2%	22.3%
流动比率	0.4	0.6	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.3	0.5	0.2	0.2	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	13.6	12.8	13.7	13.8	14.4
应收帐款周转率	15.5	15.9	18.3	16.1	16.8
应付帐款周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.22	0.64	0.81	1.04
每股经营现金	0.43	0.51	0.97	1.22	1.52
每股净资产	1.28	2.29	2.71	3.23	3.91
每股股利	0.18	0.14	0.22	0.28	0.36
估值比率					
PE	35.7	39.7	13.8	10.8	8.5
PB	6.9	3.8	3.3	2.7	2.3
EV/EBITDA	38.6	29.4	16.4	13.2	10.8

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。