

增持 首次
国投新集 (601918)
2009 年 04 月 10 日

煤炭产销规模不断扩大确保业绩稳定增长

煤炭行业分析师: 韩振国

zghan@htsec.com

021-23219400

2009 年 4 月 9 日收盘价: 12.07 元 目标价: 13.95 元

主要内容: 公司大部分煤炭价格受到管制, 2008 年涨幅不大, 2009 年降幅也不大。2009 年煤炭产销量增长以及成本稍微的下降, 确保公司当年业绩稳定。2010 年, 公司的煤炭产销量依然保持 25% 以上增长, 煤炭价格也将恢复性微涨, 收入增长超过成本费用增长, 公司业绩同比大增。2009-2010 年, EPS 分别为 0.66 元和 0.93 元。我们首次给予“增持”的投资评级。

未来几年, 公司煤炭产销量保持近 25% 的复合增长率

2009-2010 年, 公司煤炭产量的主要增长点在于: (1) 刘庄矿二期。核定产能 500 万吨/年的刘庄矿二期已经处于在产状态, 2008 年贡献 155 万吨, 2009 年预计达到 340 万吨, 2010 年全部发挥产能。(2) 板集煤矿。核定产能为 300 万吨/年的板集矿 2009 年年底投产, 当年会略有贡献。2010 年基本达产。(3) 口孜东煤矿。核定产能为 500 万吨/年的口孜东煤矿, 2011 年投产, 2010 年会略有产量。(4) 规划中的其他的煤矿。公司规划的杨村、罗园、口孜西、连塘李、展沟矿, 合计的设计能力在 1190 万吨, 其贡献都在 2011 年以后。预计, 2009-2011 年, 公司的煤炭产量可以分别达到 1440 万吨、1885 万吨和 2255 万吨。煤炭销量分别达到 1300 万吨、1700 万吨和 2050 万吨。年均增幅接近 25%。

表 1 公司煤炭资源和生产情况

	地质储量 (万吨)	可开采储量 (万吨)	核定生产能力 (万吨/年)	产量(万吨)				备注
				2008	2009E	2010E	2011E	
在产矿井								
新集一矿	65272	22091	390	376	390	390	390	有配套洗煤厂
新集二矿	47519	15348	290	280	290	290	290	配套洗煤厂在建
新集三矿	8829	1957	75	70	75	75	75	
刘庄矿(一期)	156344	68635	300	300	300	300	300	有配套洗煤厂
刘庄矿(二期)			500	155	340	500	500	生产能力核准过程中
小计	277964	108067	1555	1181	1395	1555	1555	
在建矿井								
板集矿井	54100	19900	300		45	250	300	2009 年年底投产,2010 年达产。 有配套洗煤厂
口孜东矿井	77100	39300	500			50	400	2010 年年底前后建成投产,2011 年达产。有配套洗煤厂
小计	131200	59200	800		45	300	700	
合计	409164	167267	2355	1181	1440	1855	2255	

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

煤炭产销结构变化影响煤炭综合售价, 2009 年煤炭价格同比下跌超过 4%

2009 年合同煤炭价格变动不大。2008 年, 公司主营业务收入按地区分, 安徽省占 98.88%。可以推断, 煤炭销量超过 90% 以上销往安徽省本地。按照运输方式分, 公司 75% 左右的煤炭是通过铁路运输来销售的, ——这也是合同煤炭的数量。其中, 合同电煤占铁路运输煤炭销量的 85% 左右。公司通过铁路运输销往安徽省的所有电煤都受到当地的价格管制。2008 年省内电煤不含税价为 420 元/吨(含税价 475 元/吨)。2009 年合同电煤没有结果, 目前电煤执行的不含税价为 420 元/吨(含税价 480 元/吨), 考虑增值税的影响, 公司实际的电煤价格上涨了 4% 左右。预计 2009 年保持这一价格的可能性比较大。

表 2 煤炭销售情况

		2007		2008		2009E		2010E	
		销量 (万吨)	价格 (元/吨)	销量 (万吨)	价格 (元/吨)	销量 (万吨)	价格 (元/吨)	销量 (万吨)	价格 (元/吨)
铁运	电煤	557.84	340.57	705.23	411.97	850.00	410.00	1100.00	420.00
	非电煤	109.92	382.17	116.62	508.37	150.00	460.00	250.00	480.00
地销		242.10	389.87	265.25	559.75	300.00	480.00	350.00	520.00
合计		909.86	358.71	1087.10	458.37	1300.00	431.92	1700.00	449.41

资料来源：公司公告，海通证券研究所

市场煤炭价格有所下降。2008 年，公司约 25%左右的煤炭是地销煤炭。这部分煤炭价格随行就市，销售数量会有变化。煤炭行情走弱的时候，这部分销售数量增加难度较大。根据煤炭品种判断，公司地销煤炭大部分用在发电企业上。这部分煤炭不受限价影响，完全。2008 年，其综合售价达到了 560 元/吨，远高于通过铁路运输的电煤综合售价 412 元/吨。了解的情况是，现在这部分煤炭价格已经明显下跌。我们预计这部分煤炭 2009 年在 480 元/吨左右。

2009-2010 年，公司的煤炭综合售价分别为 431.92 元/吨、449.41 元/吨，同比分别上涨-4.20%和 4.04%。

煤炭单位生产成本未来两年只有小幅波动

2009 年单位煤炭生产成本略有下降。公司煤炭生产成本中材料、人工费用以及折旧占比较大。2009 年物价水平同比有所下降，加上公司煤炭产销量同比增幅 20%，推断生产成本中的材料、人工费用以及折旧同比都将有所下降。2009 年的吨煤生产成本同比略有下降。2010 年，吨煤生产成本同比增加约 5%左右。参见表 3。

表 3 公司成本分析和预测（元/吨）

	2007	2008	2009E	2010E
1、材料	32.67	39.13	38.00	41.00
2、工资	65.04	61.53	61.00	64.00
3、福利费	0.72	5.31	5.00	6.00
4、电力	13.64	13.26	13.50	15.00
5、折旧	30.55	29.29	29.00	30.00
6、井巷	4.40	4.36	4.30	5.00
7、维简	9.04	10.67	10.70	11.00
8、修理费	3.61	9.56	9.50	9.80
9、塌陷费	11.77	12.44	12.00	13.00
10、新井基金	6.27			
11、安全生产费用	19.20	18.07	18.00	18.00
12、其他费用	36.05	47.80	48.00	50.00
煤炭生产成本小计	232.96	251.42	249.00	262.80

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009 年煤炭销售毛利率下降较多

煤炭依然是公司收入的绝对主力。2008 年，煤炭采选占收入 96.14%，房地产开发以及商业等占比不到 4%。未来几年，公司的煤炭产销量都会保持 25%左右的增长，煤炭价格 2009 年同比略有下跌，2010 年略有上涨。主要是煤炭产量的增长带动公司收入的增长。

煤炭销售毛利率 2009 年同比有较多下跌。2008 年，公司煤炭综合售价的上涨 27.93%，成本也有上涨但低于价格涨幅，煤炭销售毛利率有较大幅度提高。2009 年，一方面行业需求下滑，煤炭价格同比下跌，另一方面，煤炭生产成本变化不大，尤其是刚性的政策性成本下降不大，导致煤炭销售的毛利率下降，并带动综合毛利率的下降。

表 4 主要产品产销情况

	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入(万元)	342967.00	517855.64	583300.00	785800.00
其中：煤炭采选（万元）	326377.00	497886.00	561500.00	764000.00
房地产开发（万元）	20.00	10206.00	12000.00	12000.00
饮食服务业（万元）	3347.00	4034.00	4000.00	4000.00
商业（万元）	5700.00	5729.00	5800.00	5800.00
交通运输业（万元）	7522.00			
营业成本(万元)	226865.03	286757.34	341700.00	464760.00
其中：煤炭采选（万元）	211719.00	273927.00	323700.00	446760.00
房地产开发（万元）	12.60	11,236.00	11000.00	11000.00
饮食服务业（万元）	1368.36	1,430.00	1600.00	1600.00
商业（万元）	5477.19	5,305.00	5400.00	5400.00
交通运输业（万元）	16.74	26.40		
综合毛利率（%）	33.85	44.63	41.42	40.86

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2009-2010 年 EPS 分别为 0.66 元和 0.93 元

煤炭价格下跌是 2009 年业绩持平的主要原因。2009 年，公司的煤炭销量增长 19.59%，煤炭综合售价同比下降，营业收入增幅小于产量增幅。单位煤炭生产成本同比略有下降，煤炭总成本随着煤炭产量增长而同步增长。公司期间费用，相对保守估计，会随着销售数量增长而略有提高，公司的净利润同比几无增长，EPS 为 0.66 元。

2010 年煤炭销量和价格双因素推动业绩增长。2010 年，煤炭销量同比增长 30.76%，煤炭价格随着宏观经济走好略有反弹。预计当年的 EPS 会达到 0.93 元，同比上涨接近 40%。

表 5 公司业绩分析和预测（万元）

	2007	2008	2009E	2010E
一、总收入	366446	542625	583300	785800
二、营业总成本	294650	379428		
其中：营业成本	240342	304384	341700	464760
营业税金及附加	5416	7969	8166	11473
销售费用	4568	6105	6715	7386
管理费用	22250	34427	37869	43550
财务费用	21495	26300	27678	29125
资产减值损失	579	244	300	300
加：公允价值变动收益		-3068	0	0
投资收益		1207	0	0
三、营业利润	71796	161337	160871	229206
加：营业外收入	2870	2980	0	0
减：营业外支出	221	3003	0	0
四、利润总额	74444	161314	160871	229206
减：所得税费用	25812	42643	40218	57302
五、净利润	48633	118671	120654	171905
归属于母公司所有者的净利润	49196	120270	121654	172905
少数股东损益	-563	-1599	-1000	-1000
六、每股收益				
基本每股收益（元）	0.33	0.65	0.66	0.93

资料来源：公司公告，海通证券研究所

首次给予“增持”的投资评级。公司的竞争优势在于：在行业走软的时候，此前受到限制的价格走势相对比较稳定；公司未来规模扩张清晰可见，这确保了公司收入和业绩的稳定增长。2009 年煤炭上市公司的动态市盈率平均在 16 倍左右。参见表 5。按照 2010 年 15 倍的市盈率估值，公司未来 6 个月的目标价位可以达到 13.05 元。我们首次给予“增持”的投资评级。

表 6 煤炭上市公司比较

	股价 (20090409)	每股收益 (元)			PE(X)			PB(X)	
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E
神火股份	27.45	2.30	1.54	2.06	11.93	17.82	13.33	4.69	4.29
金牛能源	24.15	2.49	1.63	1.98	9.70	14.82	12.20	3.38	3.26
煤气化	14.92	1.33	1.09	1.25	11.22	13.69	11.94	2.99	2.79
西山煤电	18.99	1.44	0.99	1.26	13.19	19.18	15.07	4.95	4.60
露天煤业	17.45	0.85	0.87	1.03	20.53	20.06	16.94	6.30	5.80
兰花科创	24.09	2.45	1.78	2.01	9.83	13.53	11.99	3.36	3.20
兖州煤业	13.94	1.40	1.08	1.32	9.96	12.91	10.56	2.38	2.24
国阳新能	19.86	1.38	1.28	1.40	14.39	15.52	14.19	6.07	5.40
盘江股份	17.81	1.18	1.20	1.36	15.09	14.84	13.10	4.71	2.45
上海能源	16.09	1.54	1.10	1.34	10.45	14.63	12.01	2.81	2.62
恒源煤电	22.84	1.62	1.47	1.73	14.10	15.54	13.20	2.65	2.52
开滦股份	21.33	1.46	1.20	1.42	14.61	17.78	15.02	3.05	2.24
大同煤业	21.79	2.08	1.58	1.87	10.48	13.79	11.65	3.33	3.19
中国神华	21.81	1.34	1.42	1.57	16.28	15.36	13.89	2.91	2.80
平煤天安	21.90	2.20	1.50	1.85	9.95	14.60	11.84	3.08	2.94
潞安环能	28.32	2.48	1.64	2.08	11.42	17.27	13.62	4.15	3.91
中煤能源	9.83	0.52	0.66	0.75	18.90	14.89	13.11	2.05	1.91
国投新集	11.87	0.65	0.66	0.93	18.26	17.98	12.76	3.89	3.39
平均					13.36	15.81	13.22	3.71	3.30

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

韩振国：煤炭行业

重点研究上市公司：中国神华、中煤能源、大同煤业、西山煤电、兖州煤业、国阳新能、潞安环能、兰花科创、神火股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。