

煤炭开采Ⅲ



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

国投新集 (601918)

高成长+贴近市场+资产注入

--国投新集深度研究报告

推荐

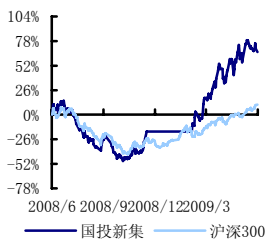
市场数据

报告日期	2009-6-23
收盘价(元)	15.49
52 周最高/最低	16.42/4.69
总股本(百万股)	1850.39
流通股本(百万股)	352.00
总市值(百万元)	28662.49
流通市值(百万元)	5452.48
每股净资产(元)	3.23

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5426	5874	7744	8440
同比增长(%)	48.1%	8.2%	31.9%	9.0%
净利润(百万元)	1203	1455	1944	2207
同比增长(%)	144.5%	21.0%	33.6%	13.6%
毛利率(%)	43.9%	46.0%	45.0%	45.7%
净利率(%)	22.2%	24.8%	25.1%	26.2%
每股收益(元)	0.65	0.79	1.05	1.19
每股经营现金流(元)	0.93	1.73	1.63	1.71

股价走势



投资要点

- **典型的动力煤生产商。**国投新集地处安徽淮南市，主要煤种为动力煤。目前拥有新集一矿、新集二矿、新集三矿和刘庄煤矿等 4 座在产煤矿，总核定产能 1055 万吨，可采储量 10.81 亿吨。同时，国投新集拥有板集煤矿和口孜东等 2 座在建煤矿。
- **中长期成长性突出。**按目前规划，国投新集煤炭产能将扩张至 3590 万吨，预计 7 年内产能复合增长率 18%；其次，新集通过新建坑口电厂获得产业链延伸机会；再次，新集有望获得国投煤炭的煤电资产注入。
- **核心竞争优势突出。**国投新集具有资源优势、装备优势、规模优势、区位优势、市场优势。新集煤炭资源总储量达 101.6 亿吨可确保未来的高成长；现代化装备优势令国投新集具有一定规模优势；接近市场令新集能够对市场迅速做出反映、煤炭产品销售具有保障、并可获得市场溢价。
- **投资评级：推荐。**预计 2009-2011 年国投新集 EPS 分别为 0.79 元、1.05 元和 1.19 元。基于国投新集合同煤比例高且煤炭定价偏低，预计煤炭调出量加大令其受益，目标价 19.75 元相对当前股价 15.49 元上涨空间约 27%，给予“推荐”评级。
- **催化剂：**经济复苏背景下的煤价上涨、新矿投产、资产整合。

相关报告

《国投新集-煤炭产量释放业绩稳步提高-兴业证券-刘建刚》2009-4-3

目 录

投资概要	- 4 -
1. 概况	- 5 -
1.1. 股本结构	- 5 -
1.2. 组织结构	- 5 -
1.3. 主要资产	- 6 -
1.4. 主要产品	- 6 -
1.5. 主要产品产销量	- 6 -
1.6. 主要客户结构	- 7 -
2. 煤炭业发展前景光明	- 7 -
2.1. 煤炭储量相对丰富	- 7 -
2.2. 优质煤种较为稀缺	- 7 -
2.3. 煤炭资源分布不均	- 8 -
2.3.1 煤炭资源丰富，但人均占有量低	- 8 -
2.3.2 煤炭资源北多南少，西多东少，与消费区分布极不协调	- 8 -
2.3.3 各地区煤炭品种和质量变化大，分布不理想	- 8 -
2.3.4 适于露天开采的储量少	- 8 -
2.4 行业前景依然光明	- 8 -
2.4.1 资源有限性和经济增长决定长期看好	- 8 -
2.4.2 工业化和城市化提升煤炭需求	- 9 -
2.4.3 煤炭行业集中度正在提高	- 10 -
2.4.4 煤炭行业进入壁垒提高	- 11 -
2.4.5 煤炭行业近况良好	- 11 -
3. 区域经济奠定良好基础	- 12 -
3.1. 邻近省区的唯一煤炭调出省	- 12 -
3.1.1 区域煤炭自给量比例低	- 13 -
3.1.2 区域煤炭需求量大	- 13 -
3.2 安徽省内竞争：有竞争但不激烈	- 15 -
4. 公司分析	- 15 -
4.1. 收入与利润构成：以煤为主	- 15 -
4.2. 毛利率和净利率高	- 16 -
4.3. 近年保持高成长性	- 16 -
5. 投资机会分析	- 17 -
5.1. 煤炭产能高速扩张	- 17 -
5.2. 坑口电厂快速增长	- 18 -
5.3. 集团资产整合预期强烈	- 18 -
6. 盈利预测与估值	- 20 -
6.1. 盈利预测	- 20 -
6.2. 估值	- 21 -
6.2.1 绝对估值	- 21 -
6.2.2 相对估值	- 21 -
6.2.3 估值结果	- 22 -

图 1	国投新集组织结构	- 5 -
图 2	国投新集煤炭产量和销量	- 6 -
图 3	中国能源赋存结构及其开采年限	- 9 -
图 4	中国 GDP 增速和原煤产量	- 9 -
图 5	三大类型煤矿产量占比	- 10 -
图 6	主要用煤行业累计增速和月度增速	- 11 -
图 7	全社会、煤矿和重要港口库存	- 12 -
图 8	国际和国内煤价	- 12 -
图 9	区域内各省市 GDP 增速高于全国水平	- 13 -
图 10	国投新集 2008 年煤炭收入和利润结构	- 15 -
图 11	国投新集毛利率和净利率	- 16 -
图 12	国投新集收入和净利润增长率	- 16 -
图 13	国投新集煤炭产量和价格	- 17 -

表 1	国投新集股本结构	- 5 -
表 2	国投新集主要矿井和选煤厂	- 6 -
表 3	国投新集主要客户	- 7 -
表 4	中国煤炭分煤种储量分布	- 7 -
表 5	中国前 10 大煤炭生产商	- 10 -
表 6	区域内各省市原煤产量（万吨）	- 13 -
表 7	区域内各省市电力行业耗煤量测算	- 14 -
表 8	区域内各省市钢铁行业煤炭消耗量	- 14 -
表 9	区域内各省市水泥行业煤炭消耗量	- 14 -
表 10	安徽省四大煤炭集团概况	- 15 -
表 11	国投新集规划及远景规划矿井	- 17 -
表 12	国投新集电力资产	- 18 -
表 13	国投煤炭旗下煤炭资产及在建资产	- 19 -
表 14	经营数据假设	- 20 -
表 15	盈利预测假设	- 20 -
表 16	盈利预测结果	- 21 -
表 17	绝对估值表	- 21 -
表 18	中国煤炭上市公司概况	- 21 -

投资概要

关键假设

经营指标	单位	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原煤产量	万吨	793	791	1010	1181	1355	1755	1855
商品煤产量	万吨	685	731	918	1083	1242	1609	1700
综合煤价	元/吨	340	360	359	458	465	475	490
综合成本	元/吨	225	243	244	252	255	260	265

数据来源：兴业证券研发中心

有别于大众的认识

- **接近煤炭消费市场。**接近市场首先可令国投新集的煤炭产品销售具有保障；其次，能够令国投新集对市场迅速做出反映；再次，接近市场可令国投新集在市场分割且流通成本不断提高背景下获得一定溢价；
- **内生增长动力强劲。**国投新集依赖丰富煤炭资源储备，产能扩张具有内生性，滚动发展即可确保快速成长性，而非其它公司外延式扩张所具有的不确定性；
- **资产注入预期强烈。**国投煤炭旗下拥有大量煤炭资产，虽然 2008 年末的整合预期无功而返，但至少体现出国投煤炭甚至国投公司的战略发展意图。我们认为，尽管整合时间和方案未定，但未来国投煤炭的煤炭资产注入新集将是大概率事件。

估值与评级

- **绝对估值：**在假定股权成本为 6.85%、债权成本为 4.04%、WACC 为 6.4%、永续增长率为 2% 情况下，利用 DCF 模型对国投新集进行绝对估值，测算每股价值为 26.36 元。
- **相对估值：**基于国投新集合同煤比例高且煤炭定价偏低，预计未来煤炭调出量加大必将令其受益，故给予 25 倍 PE 估值，按 09 年 EPS 合理估值为 19.75 元。
- **估值结果：**对比当前市场定价情况，结合国投新集煤炭产能扩张和市场优势，以及其长期成长性，我们认为宜采用 25 倍 PE 相对估值，合理估值为 19.75 元。

投资评级：推荐

预计 2009-2011 年国投新集 EPS 分别为 0.79 元、1.05 元和 1.19 元。基于国投新集合同煤比例高且煤炭定价偏低，预计煤炭调出量加大令其受益，目标价 19.75 元相对当前股价 15.49 元上涨空间约 27%，给予“推荐”评级。

催化剂

经济复苏背景下的煤价上涨、新矿投产、资产整合。

1. 概况

国投新集成立于1997年12月1日，由国投煤炭、国华能源和煤电总公司作为发起人，以原淮南新集能源开发有限责任公司剥离部分非经营性资产及等额负债后的全部资产及负债以发起方式设立，于2007年12月19日在上海证券交易所上市。目前，国投新集井田总面积为1092平方公里，煤炭资源总储量为101.6亿吨，拥有4对生产矿井，2对在建矿井、2对筹备矿井、2座煤矸石电厂，总资产超过145亿元。2008年，国投新集原煤产量达到1181万吨，净利润12亿元。

1.1 股本结构

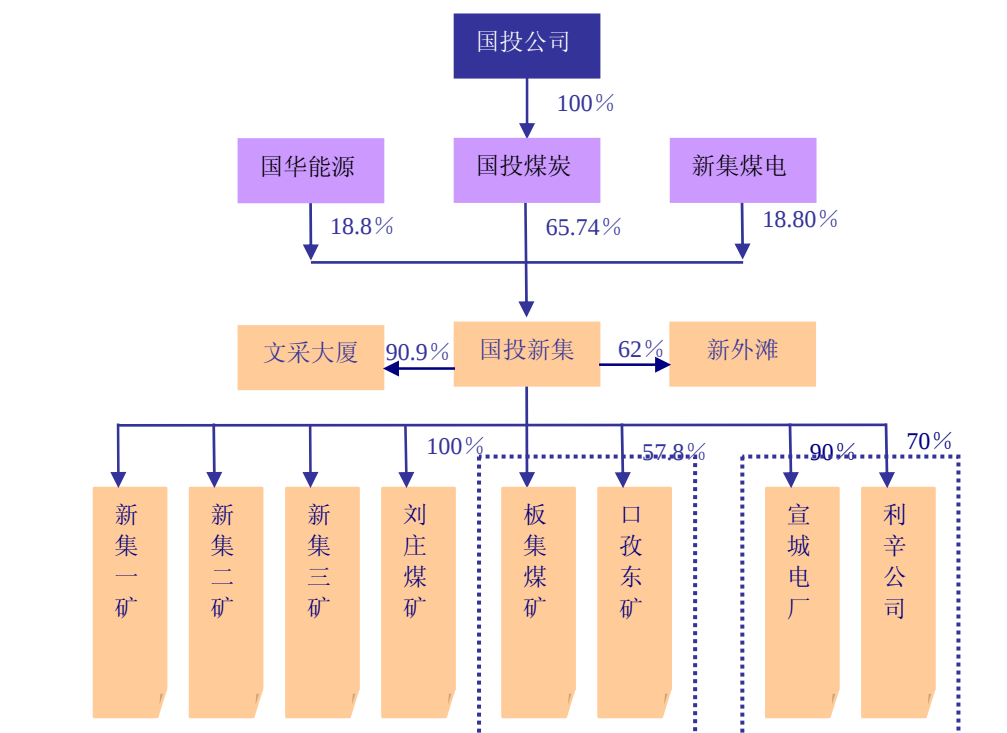
表 1 国投新集股本结构

序号	股东名称	持股	占比	性质
		万股	%	
1	国投煤炭公司	80261	43.38	流通 A 股
2	安徽新集煤电(集团)有限公司	34789	18.8	流通 A 股
3	国华能源有限公司	34789	18.8	流通 A 股
4	中国人寿-分红-个人分红-005L-FH002 沪	1179	0.64	流通 A 股
5	泰康人寿-投连-个险投连	1115	0.6	流通 A 股
6	中国人寿-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	1078	0.58	流通 A 股
7	中国工商银行-建信优化配置混合型证券投资基金	700	0.38	流通 A 股
8	中国工商银行-景顺长城新兴成长股票型证券投资基金	489	0.26	流通 A 股
9	中国人寿-万能-国寿瑞安	371	0.2	流通 A 股
10	中国农业银行-泰达荷银首选企业股票型证券投资基金	350	0.19	流通 A 股

数据来源：国投新集

1.2 组织结构

图 1 国投新集组织结构



数据来源：兴业证券研发中心

1.3 主要资产

表 2 国投新集主要矿井和选煤厂

序号	煤矿名称	权益比例	煤种	投产日期	地质储量 亿吨	可采储量 亿吨	核定产能 万吨	服务年限 年
1	新集一矿	100 %	肥气煤	1993.07	6.53	2.21	390	41
2	新集二矿	100 %	肥气煤	1996.07	4.75	1.54	290	38
3	新集三矿	100 %	肥气煤	1996.01	0.88	0.20	75	19
4	刘庄煤矿	100 %	气煤	2006.01	15.63	6.86	300	160
	合计	-	-	-	27.80	10.81	1055	-
1	板集煤矿	100 %	气煤、1/3 焦煤	09 年下	5.41	1.99	300	53
2	口孜东矿	100 %	气煤、1/3 焦煤	2011 年	7.71	3.93	500	-
	合计	-	-	-	13.12	5.92	800	-

数据来源：兴业证券研发中心

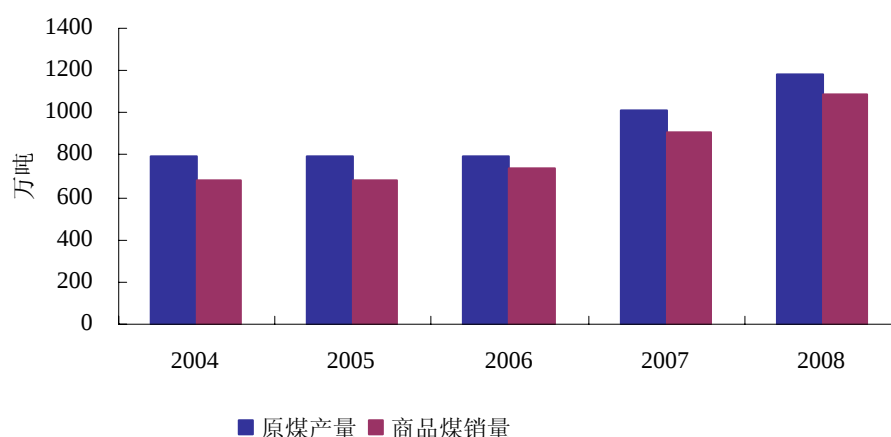
1.4 主要产品

国投新集主要煤种为中低灰、特低硫、特低磷和中高发热量的气煤和 1/3 焦煤，主要产品为热值 4800-5500kal/g 的动力煤，用于发电、冶金、石化、建材等行业的锅炉燃料；副产品主要为热值为 3600-4100kal/g 的煤泥，主要用于以低热值为燃料的热电厂。

1.5 主要产品产销量

国投新集煤炭产能和产量快速扩张，原煤产量由 2003 年的 799 万吨增长至 2008 年的 1181 万吨，复合增长率为 12%；煤炭销量由 2003 年的 683 万吨增长至 2008 年的 1087 万吨，复合增长率为 10%。

图 2 国投新集煤炭产量和销量



数据来源：兴业证券研发中心

1.6 主要客户结构

表 3 国投新集主要客户

序号	主要客户	2008 年销售额（万元）	占比
1	安徽金龙能源股份有限公司	74862	14.46%
2	大唐安徽联合电力燃料有限公司	62125	12.00%
3	安徽华电宿州发电有限公司	17232	3.33%
4	黄华市中煤海达煤炭销售有限公司	16422	3.17%
5	国投宣城发电有限责任公司	15725	3.03%

数据来源：兴业证券研发中心

销售方式上，国投新集合同煤占比 70-80%，地销煤占比 20-30%。

销售策略上，国投新集重在与客户建立长期战略合作伙伴关系。即使在 2008 年煤炭价格大幅上涨背景下，出于战略合作关系考虑，停止按市场价进行销售的地销煤，以较低煤价保证电煤供应，“削峰填谷”策略使得其业绩波动性降低。

2. 煤炭业发展前景光明

2.1 煤炭储量相对丰富

中国煤炭保有储量为 10025 亿吨，详查和精查储量合计为 3820 亿吨，仅次于美国的 4305 亿吨，位居世界第二。其中，煤炭精查储量为 2299 亿吨，仅次于独联体和美国，位居世界第三。

2.2 优质煤种较为稀缺

表 4 中国煤炭分煤种储量分布

煤类	炼焦用煤（亿吨）						非炼焦用煤（亿吨）										分类不明
	合计	气煤	肥煤	焦煤	瘦煤	未分类	合计	贫煤	无烟煤	弱粘煤	不粘煤	长焰煤	褐煤	天然焦	未分类		
储量	2549	1036	458	598	403	54	7307	572	1156	170	1508	1617	1301	16	967		169
%	25.4	10.3	4.6	6	4	0.5	72.9	5.7	11.5	1.7	15	16.1	13	0.2	9.7		1.7

数据来源：兴业证券研发中心

中国煤类齐全，但真正具有潜力的是低变质烟煤，优质无烟煤和炼焦煤均属稀缺煤种。其中，无烟煤保有储量 1156 亿吨，占比 11.5%，主要分布于山西和贵州，其次是河南和四川。炼焦煤（气煤、肥煤、焦煤和瘦煤）保有储量 2549 亿吨，占比 25.4%，比重不大且品种不均衡。其中，气煤占比 40.6%，肥煤、焦煤和瘦煤分别占 18.0%，23.5%和 15.8%，且炼焦煤灰分一般在 20%以上，基本上没有低灰和特低灰煤，同时，20%以上硫分超过 2%，低硫高灰者的可选性较差。此外，相当一部分炼焦煤因灰分或硫分过高，可选性很差，精煤回收率极低，从经济效益考虑不宜入选，只能当作一般燃料使用。

2.3 煤炭资源分布不均

2.3.1 煤炭资源丰富，但人均占有量低

中国煤炭资源丰富，但勘探程度较低，经济可采储量少，人均占有量约 234.4 吨，低于世界人均占有量 312.7 吨水平，更低于美国人均 1045 吨的水平。

2.3.2 煤炭资源北多南少，西多东少，与消费区分布极不协调

从各大行政区内部看，煤炭资源分布也不平衡，如华东煤炭资源储量 87% 集中在安徽、山东，而工业主要集中于以上海为中心的长三角地区；中南地区煤炭资源的 72% 集中在河南，而工业主要在武汉和珠三角地区；西南煤炭资源 67% 集中在贵州，而工业主要在四川；东北地区相对好一些，但 52% 的煤炭资源集中在黑龙江，而工业集中在辽宁。

2.3.3 各地区煤炭品种和质量变化大，分布不理想

炼焦煤在地区上分布不平衡，在四大主要炼焦煤种中，瘦煤、焦煤、肥煤有 50% 左右集中在山西，而拥有大型钢铁企业的华东、中南、东北地区，炼焦煤很少。在东北地区，钢铁工业在辽宁，炼焦煤大多在黑龙江；西南地区，钢铁工业在四川，而炼焦煤主要集中在贵州。

2.3.4 适于露天开采的储量少

露天开采效率高，投资省，建设周期短，但中国适于露天开采的煤炭储量少，仅占总储量的 7% 左右，其中 70% 是褐煤，且主要分布在内蒙、新疆和云南等地区。

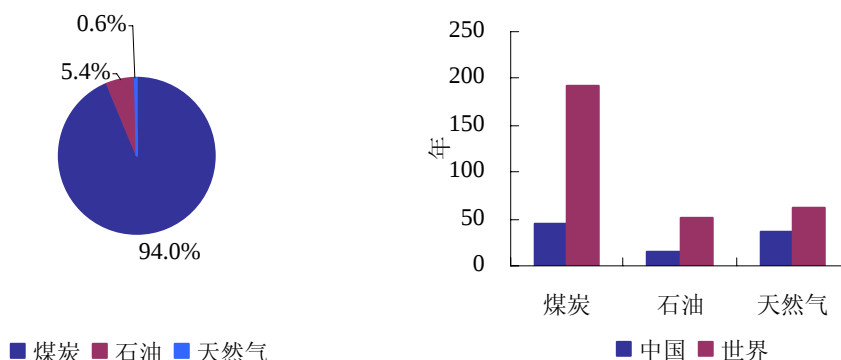
2.4 行业前景依然光明

我们认为，煤炭行业长期向好趋势是不会改变，原因在于中国的能源构成特点决定了煤炭在能源结构中处于基础地位，“能源依赖型经济增长”模式特征决定了煤炭采选业在中长期内都值得看好。

2.4.1 资源有限性和经济增长决定长期看好

在中国一次常规化石能源探明储量中，煤炭占 94%、石油占 5.4%，天然气占 0.6%，“富煤、贫油、少气”的能源资源赋存特点决定了中国能源必须也只能依赖于煤炭。

图 3 中国能源赋存结构及其开采年限



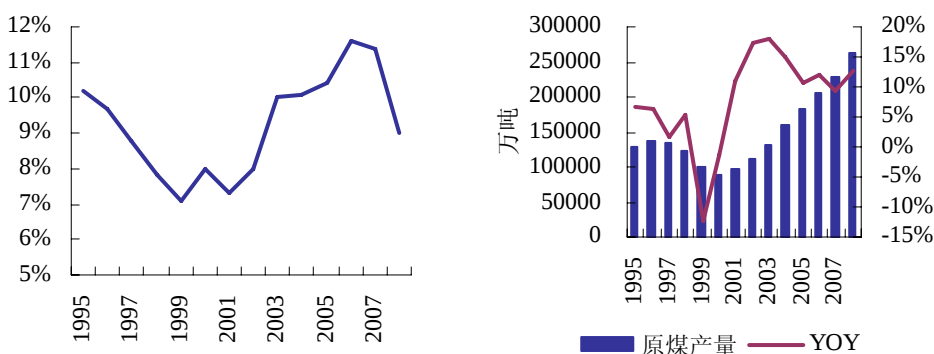
数据来源：国土资源部

截止到 2003 年末，中国煤炭保有储量约 10000 亿吨，可采储量约 1100 亿吨，按现有生产能力测算，剩余服务年限可达 45 年，在化石能源中具有比较优势，这一特点使得我国以煤为主的能源生产和能源消费结构成为可能。

2.4.2 工业化和城市化提升煤炭需求

工业化和城镇化速度的加快令 GDP 快速增长，进而提升煤炭需求。据《中国统计摘要 2008》数据，中国目前仍然处于工业化加速阶段，1979-2007 年工业增加值年平均增长率为 11.6%，增长 23 倍。从产业结构来看，轻重工业比重达到 3: 7，能源需求基础仍然存在。同时，城市化水平提高进一步刺激煤炭需求。1978 年以来，中国城市化率从 18% 左右提高到 2006 年的 43.9%。目前，中国仍然处于城市化追赶过程中，根据胡鞍钢（2003）估计，2010 年城市化率将提高到 46%，2020 年城市化率将提高到 55%，达到世界平均城市化率（55.9%）。2030 年之后中国的城市化率将达到 62.5%，超过世界平均城市化率（60.8%），并进入稳定期。

图 4 中国 GDP 增速和原煤产量



数据来源：兴业证券研发中心

2.4.3 煤炭行业集中度正在提高

中国煤炭行业集中度不高，即使以整合后的产能/产量来看，2008 年前 10 大煤炭生产商煤炭产量 81845 万吨，合计占比达到 29.7%，集中度明显提高。

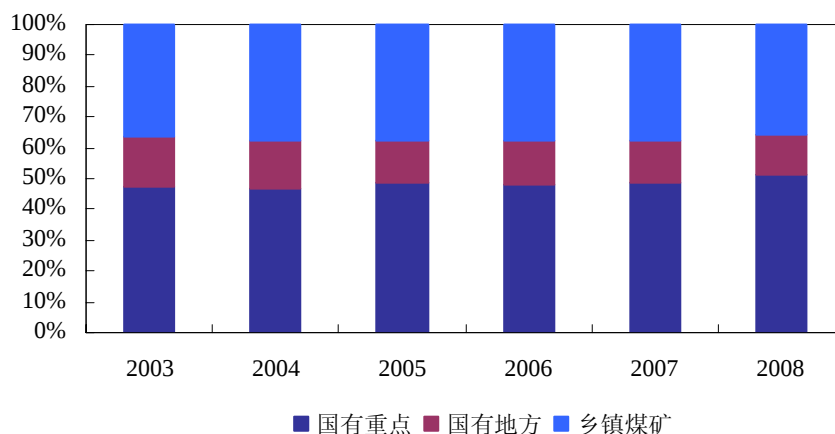
表 5 中国前 10 大煤炭生产商

序号	煤炭生产商	08 年原煤产量 (万吨)	占比 (%)
1	神华集团	28200	10.8
2	中煤集团	10204	3.9
3	同煤集团	6890	2.6
4	焦煤集团	8029	3.1
5	淮南矿业	6049	2.3
6	龙煤集团	5400	2.1
7	阳煤集团	4500	1.7
8	平煤集团	4438	1.7
9	潞安集团	4209	1.6
10	兖矿集团	3970	10.8
合计		81845	29.7%

数据来源：兴业证券研发中心

按国有重点、国有地方和乡镇煤矿划分，产能逐步向生产规模大的国有重点煤矿转移，由 2003 年的 47.1% 提高了 4.3 个百分点至 51.4%。

图 5 三大类型煤矿产量占比



数据来源：兴业证券研发中心

煤炭资源分布的分散特征决定了中国煤炭行业集中度不高，但我们认为煤炭产业政策取向将鼓励集中度的提高，这一点无论是从前 10 大生产商还是三大类型煤炭产量比均得到了验证，我们预计随着 13 个大型煤炭基地的建设和小煤矿的关、停、并、转，中国煤炭行业的集中度还将有所提高。

2.4.4 煤炭行业进入壁垒提高

1、许可证壁垒。开办煤矿或者从事煤炭和煤层气资源勘查，从事煤矿建设项目设计、施工、监理、安全评价等，应当具备相应资质，并符合法律、法规规定的其他条件。煤矿资源回收率必须达到国家规定标准，安全、生产装备及环境保护措施必须符合法律法规的规定。

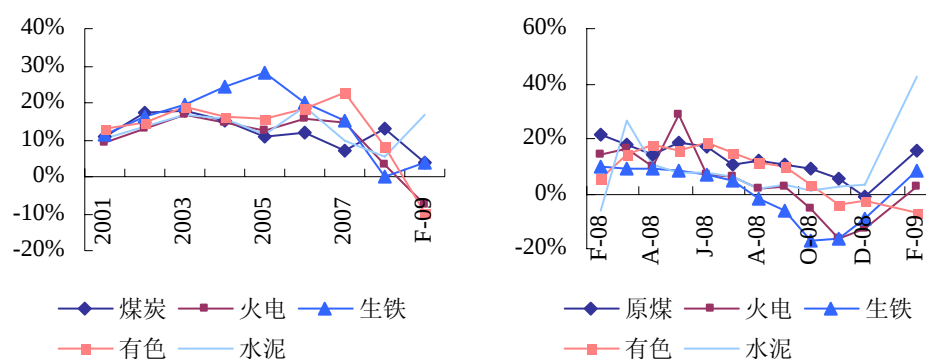
2、最低产能限制。山西、内蒙古、陕西等省（区）新建、改扩建矿井规模不低于120万吨/年。重庆、四川、贵州、云南等省（市）新建、改扩建矿井规模不低于15万吨/年。福建、江西、湖北、湖南、广西等省（区）新建、改扩建矿井规模不低于9万吨/年。其他地区新建、改扩建矿井规模不低于30万吨/年。“十一五”期间一律停止核准（审批）30万吨/年以下的新建煤矿项目。

3、区域内煤炭竞争主体减少。在大型煤炭基地内，一个矿区原则上由一个主体开发，一个主体可以开发多个矿区。按照资源禀赋、运输、水资源等条件和环境承载能力确定区域煤炭开发规模和开发强度，在大型整装煤田和资源富集地区优先建设大型和特大型现代化煤矿。

4、继续暂停受理煤炭探矿权申请。国土资源部决定，除国务院批准的重点煤炭开发项目和使用中央地质勘查基金（周转金）或省级地质专项资金开展煤炭普查和必要详查的可设置煤炭探矿权外，2011年3月31日前暂停受理新的探矿权申请。

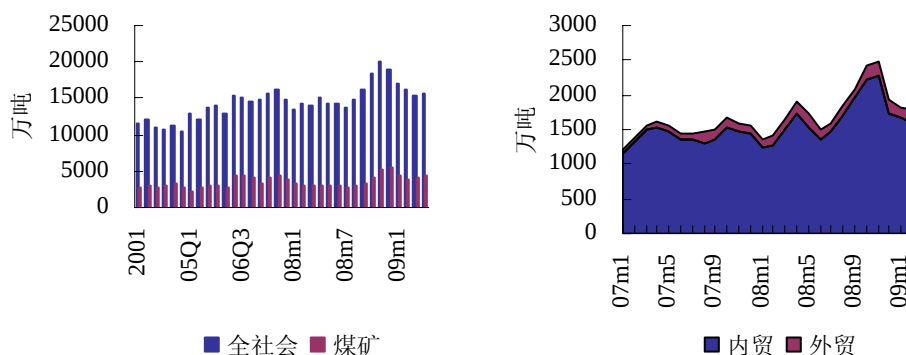
2.4.5 煤炭行业近况良好

图 6 主要用煤行业累计增速和月度增速



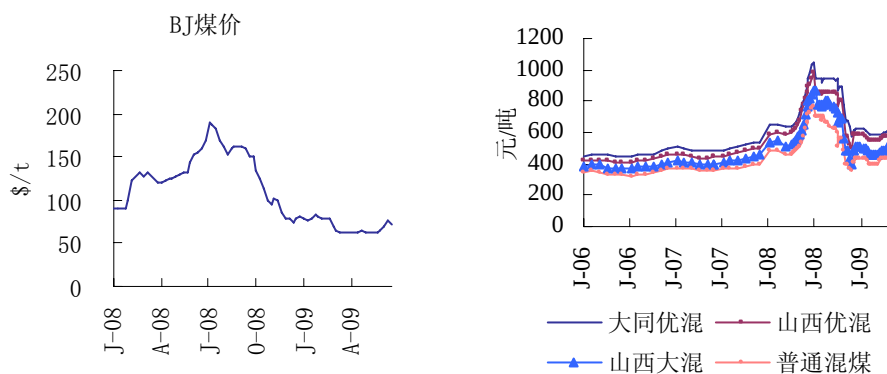
数据来源：兴业证券研发中心

图 7 全社会、煤矿和重要港口库存



数据来源：兴业证券研发中心

图 8 国际和国内煤价



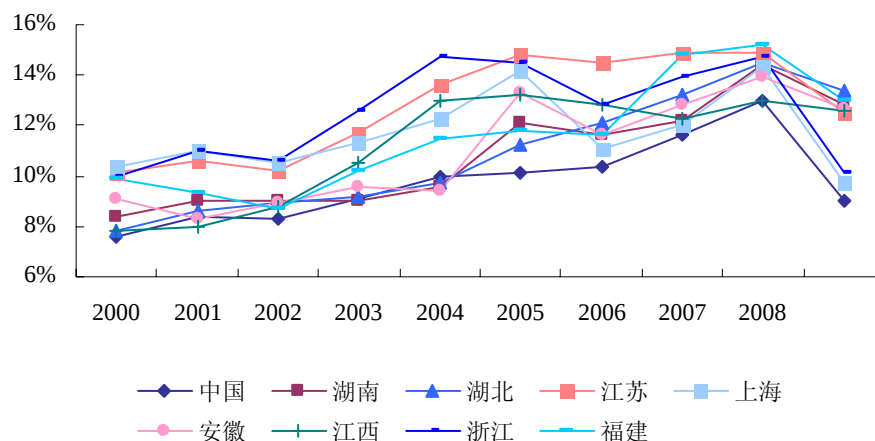
数据来源：兴业证券研发中心

3. 区域经济奠定良好基础

3.1 邻近省区的唯一煤炭调出省

国投新集邻近省市-江苏、浙江、上海、湖南、湖北和福建的经济总量和增速决定了其煤炭需求。因此，我们重点考察上述 6 省市 GDP 增速，以及相应的高耗煤行业发展情况，尤其是其电煤需求。

图 9 区域内各省市 GDP 增速高于全国水平



数据来源：兴业证券研发中心

3.1.1 区域煤炭自给量比例低

华东地区和中南地区 2008 年原煤产量 23434 万吨，占全国 2008 年产量 271583 万吨的 8.6%，远小于其 GDP 占比。

表 6 区域内各省市原煤产量（万吨）

省市	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
安徽省	7100	7600	7839	8274	9370	11774	13540
上海市	2195	83	4	0	0	0	0
江苏省	2732	2660	2592	350	2457	3216	3698
浙江省	69	52	42	-35	12	13	15
福建省	1347	1476	1534	193	2086	2167	2492
江西省	1821	1952	2050	682	2703	2510	
湖北省	800	980	1050	24	1107	953	1096
湖南省	4377	4874	4907	439	5415	5311	6108
合计	18620	17725	17968	9245	20447	23434	26949

数据来源：兴业证券研发中心

3.1.2 区域煤炭需求量大

下面，我们对电力、钢铁和水泥等主要用煤行业，按其产量增速及耗煤系数测算区域内的煤炭需求总量。

电力行业耗煤量测算

假设 2009 年火力发电量同比 5%，单位发电煤耗 320g，测算结果如下：

表 7 区域内各省市电力行业耗煤量测算

省市	2007 年 (亿千瓦时)	2008 年 (亿千瓦时)	2009E (亿千瓦时)	标煤消耗量 (万吨)	原煤消耗量 (万吨)
安徽省	851	851	1093	3672	4674
上海市	742	742	787	2644	3365
江苏省	2825	2825	2887	9700	12346
浙江省	2073	2073	2118	7116	9057
福建省	1146	1146	1086	3649	4644
江西省	490	490	495	1663	2117
湖北省	1541	1541	1728	5806	7390
湖南省	900	900	847	2846	3622
区域合计	10568	10568	11041	37098	47215
全国	32559	32559	34334	115362	146825

数据来源：兴业证券研发中心

钢铁行业耗煤量测算

假设 2009 年钢铁产量增速 3%，吨铁耗煤 400kg，测算结果如下：

表 8 区域内各省市钢铁行业煤炭消耗量

省市	2007 年 (万吨)	2008 年 (万吨)	2009E (万吨)	精煤消耗量 (万吨)	原煤消耗量 (万吨)
上海	1669	1770	1823	729	1021
江苏	2082	1992	2052	821	1149
浙江	4862	4864	5010	2004	2806
安徽	666	902	929	371	519
福建	579	633	652	261	365
江西省	1306	1241	1278	511	715
湖北	1817	1991	2051	820	1148
湖南	1332	1299	1338	535	749
区域合计	14313	14693	15133	6053	8474
全国	49490	50049	51550	20620	28868

数据来源：兴业证券研发中心

水泥行业耗煤量测算

假设 2009 年水泥产量增速 10%，吨水泥耗煤 140kg，测算结果如下：

表 9 区域内各省市水泥行业煤炭消耗量

省市	2007 年 (万吨)	2008 年 (万吨)	2009E (万吨)	耗煤 (万吨)
安徽	5108	5915	6507	911
上海	786	765	842	118
江苏	12160	12683	13952	1953
浙江	10427	10208	11229	1572
福建	4433	4509	4959	694
江西	4931	5272	5799	812
湖北	5323	6169	6786	950
湖南	5648	6044	6648	931
合计	48817	51565	56722	7941
全国	131976	138838	152722	21381

数据来源：兴业证券研发中心

由于化工煤和民用煤难以量化，故我们仅匡算了华东和中南地区煤炭需求量，总需求达 63630 万吨。

整体而言，安徽临近区域内煤炭总需求 63630 万吨，而其煤炭自给量 26949 万吨，缺口估计在 36681 万吨左右，只能从秦皇岛等外部运煤点调入。我们认为，运力紧张和流通成本导致市场分割客观上令安徽煤企凭借区位优势获得较高煤价。

3.2 安徽省内竞争：有竞争但不激烈

安徽省目前拥有四大煤炭集团：皖北煤电、淮北矿业、淮南矿业和国投新集。由于安徽省煤质以动力煤为主，故四大集团之间存在一定竞争。但我们注意到，因受资源储量限制，淮北地区未来产能提升空间有限，煤炭增量主要来自淮南地区。同时，淮南地区煤质要好于淮北，故竞争能力强于淮北地区。

表 10 安徽省四大煤炭集团概况

主要经营指标	皖北煤电	淮北矿业	淮南矿业	国投新集
矿井数量（对）	生产（10）	生产（17） 在建（5）	-	生产（4） 在建（2）
煤炭品种	贫瘦煤、肥气煤、1/3 焦煤、无烟煤	焦煤、肥煤、1/3 焦煤、瘦煤	气煤，1/3 焦煤	气煤，1/3 焦煤
08 年产量（万吨）	1280	3149	6043	1181

数据来源：兴业证券研发中心

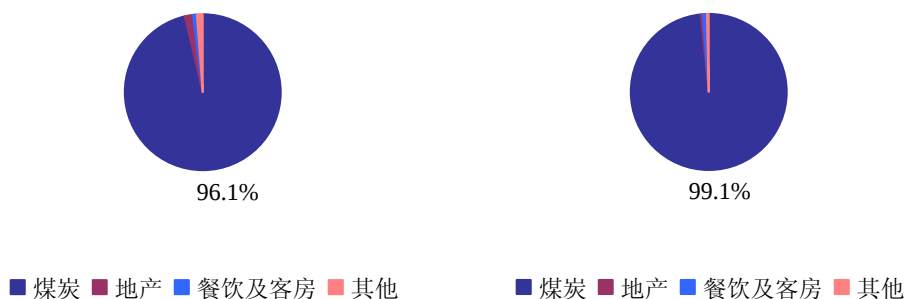
虽然四大集团均位于安徽省，但其产权隶属关系不同，煤炭资源整合具有一定难度。从煤质和区位来看，国投新集主要竞争对手是淮南矿业集团，因后者规模较大，故国投新集在定价策略上采取跟随策略，售价低于淮南矿业 10 元/吨。整体来看，我们认为国投新集对安徽省内煤炭竞争结构判断准确，定价策略十分恰当。

4. 公司分析

4.1 收入与利润构成：以煤为主

收入结构显示，国投新集 95% 以上的收入和利润均来自于煤炭业务。

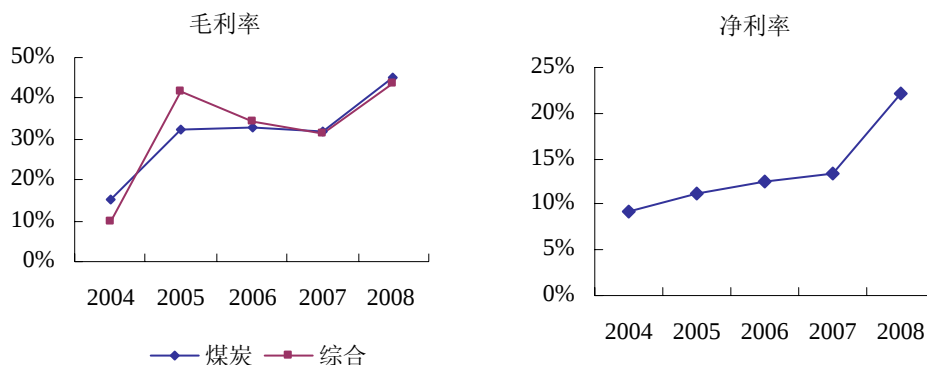
图 10 国投新集 2008 年煤炭收入和利润结构



数据来源：兴业证券研发中心

4.2 毛利率和净利率高

图 11 国投新集毛利率和净利率



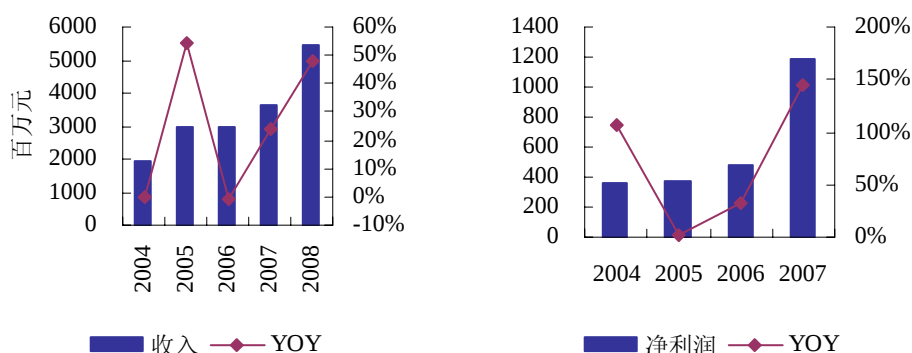
数据来源：兴业证券研发中心

除 2004 年毛利率仅为 15.2% 外，国投新集煤炭业务毛利率均保持在 30% 以上，净利率均保持在 9% 以上，两者均呈上升趋势，反映煤炭产品整体盈利能力较强。

4.3 近年保持高成长性

2004-2008 年，国投新集收入和净利润分别以 45% 和 60% 的复合增长率高速增长。

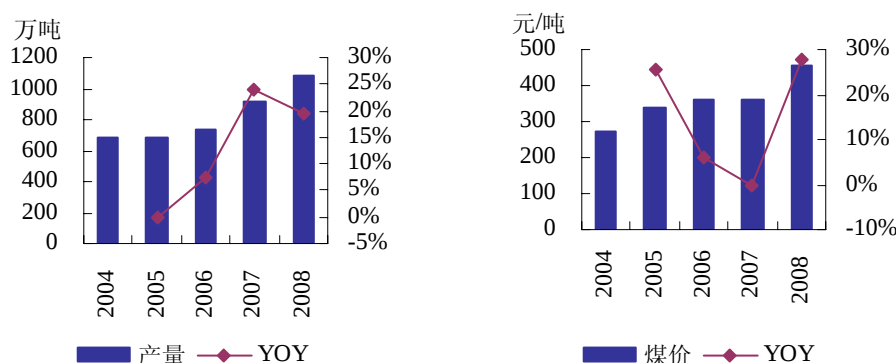
图 12 国投新集收入和净利润增长率



数据来源：兴业证券研发中心

我们认为，国投新集收入和净利润增长主要是得益于产量提高和煤价上涨驱动。其中，原煤产量由 2004 年的 799 万吨增长至 2008 年的 1181 万吨，增幅 48%，复合增长率 8%，产量增长主要是刘庄煤矿投产产能逐步释放；煤炭综合售价由 2004 年的 271 元/吨上涨至 458 元/吨，涨价 187 元/吨，涨幅 69%。

图 13 国投新集煤炭产量和价格



数据来源：兴业证券研发中心

5. 投资机会分析

整体来看，国投新集投资机会首先在于煤炭产能扩张能力强，其次是煤电一体化的综合盈利能力，第三是国投公司明确的资产注入预期。此外，区域经济增长快和接近消费市场亦令国投新集具有强大的吸引力。

5.1 煤炭产能高速扩张

国投新集旗下丰富的煤炭资源为其未来 10 年的大规模的煤炭开发规划提供了有力保障。从资源赋存条件来看，新集矿区东西长 75.4km，南北宽 2.7~20.0km，总面积约 1092km²，含煤面积约 684 平方公里，资源储量 101.6 亿吨。矿区分为 15 个井田，在产矿井包括新集一矿、新集二矿、新集三矿、刘庄矿等 4 对矿井，在建矿井包括板集煤矿和口孜东矿，拟建矿井 7 对，规划建设总规模为 3590 万吨，同时规划建设 10 座选煤厂，原煤入洗能力亦为 3590 万吨。预计 2009-2019 年国投新集每年都会有 1 座新矿投产，同时亦有 1 座新矿开工建设，7 年内产能复合增长率 17%，为成长性最好的煤炭上市公司，内生增长动力强劲。

表 11 国投新集规划及远景规划矿井

规划矿井	设计产能（万吨）	远景规划矿井	设计产能（万吨）
杨村矿	500	刘庄深部	600
罗园矿	120	罗园深部	210
口孜西	240	连塘李深部	150
连塘李	90	八里塘深部	150
展沟矿	240		
小计	1190	小计	1110

数据来源：兴业证券研发中心

5.2 坑口电厂快速增长

国投新集煤电一体化战略最早发端于 1990s，但因国家对煤炭和电力行业实行严格管制，煤电一体化业务仅限于发展煤矿自用的煤矸石发电机组。

表 12 国投新集电力资产

电力资产	投产日期	权益比例	装机容量	权益装机	年发电量
		%	万千瓦	万千瓦	万千瓦时
新集一矿发电车间	1998.02	100	2 × 0.6	2 × 0.6	8000
新集二矿发电车间	1999.12	100	1 × 1.5	1 × 1.5	10000
宣城电厂		24	1 × 60	1 × 60	
合计	-	-	62.7	17.1	18000

数据来源：兴业证券研发中心

当前，根据国家对煤炭资源综合利用、发展循环经济的政策要求以及安徽省皖电东送的“十一五”发展规划，国投新集拟打造成“以煤炭采选为主，煤电并举”的大型企业，拟在“十一五”-“十二五”期间建设板集电厂和刘庄电厂等 2 座大型坑口火力发电厂，装机容量均为 4 × 60 万千瓦，分两期建设，2020 年装机总规模达到 480 万千瓦。其中，国投新集与皖能电力分别按 55% 和 45% 比例出资设立利辛发电，负责开发、建设和运营板集电厂，一期工程为 2 × 60 万千瓦超临界燃煤发电机组，工程建设总投资约 45 亿元，目前已完成前期筹备，正在等待安徽省发改委的正式批复，预计 2009 年底前可完成。板集电厂场地非常平整，且不需要拆迁，建设期 18-20 个月，年耗煤约 300 万吨。我们注意到，板集电厂与板集煤矿仅一街之隔，运输成本非常低。同时，板集电厂距离华东第二条主干输电线的电源接入点庐集镇仅 10 公里，规划中的刘庄电厂距离该点 20 公里，故电力消纳不存在问题。作为最典型的坑口电厂，板集电厂和刘庄电厂未来运输成本低，预计其盈利能力明显高于其他电力上市公司。

5.3 集团资产整合预期强烈

作为典型的煤炭上市公司，国投新集是第一大股东-国投煤炭和实际控制人-国投公司的优质资产，强大的集团背景有利于国投新集通过并购国投煤炭现有煤炭产能做大做强，同时也可依赖国投煤炭强大的资源获取能力建设新的煤炭产能。国投煤炭业务范围涵盖安徽新集、山西、新疆、中原（河南和陕西）、内蒙等 5 个重点发展区域，目前原煤产能 2058 万吨/年，在建规模 1420 万吨/年，前期规模 1790 万吨/年。2008 年末，国投煤炭总资产 252.9 亿元，利润总额 31 亿元，所有者权益 97.6 亿元。我们认为，国投煤炭庞大的存量资产和日益扩张的增量资产将支持国投新集快速扩张。

表 13 国投煤炭旗下煤炭资产及在建资产

序号	名称	成立日期	权益比例	产量 (万吨)	权益产量 (万吨)	当前状况	发展目标
1	国投内蒙古能源	2007.08	100 %	-	-	找寻煤炭资源项目推进阶段	力争3-5年形成1000-2000万吨产能, 获取数亿吨资源, 建运输通道及煤化工项目。
2	国投邢台能源	1995.04	58.7 %	90	52.8	西庞煤矿 (90万吨, 气肥煤), 邢东热电 (2*12MW)	-
3	国投晋城能源	2008.07	60 %	-	-	-	里必煤矿 (400万吨)、晋城热电 (2 * 30MW)、围滩水电站 (613 万 kwh) 基建期。力争形成 1500 万吨产能, 180-260 万千瓦火电装机规模、年产 360 万吨甲醇和 120 万吨烯烃及 5000 万立方米/年的供水规模。
4	国投郑州能源	1992	60 %	144	114	煤炭产能 (144万吨)	-
5	山东滕州曹庄		56.41 %	45	25.4	煤炭产能 (45万吨, 气肥煤)	-
6	国投伊犁犁能	1994.10	65 %	60	39	煤炭产能 (60万吨, 动力煤)	露天矿 60 万吨改扩建至 90 万吨开始动工, 300 万吨井工矿和 2 × 33 万千瓦坑口电厂力争 09 年获准开建
7	阳泉南庄煤炭	2001.03	62 %	325	198.4	煤炭产能 (320万吨, 无烟煤)	拟建上庄煤电一体化项目, 产能 500 万吨, 2 × 600MW 坑口电厂, 5 年内煤炭产能达 1000 万吨; 电厂装机容量达 150 万千瓦; 远期, 煤炭产能 1200-1500 万吨。进行预留煤矸石电厂扩建 2 × 30 万千瓦热电厂建设, 上马西上庄电二期 2 × 60 万千瓦发电项目, 总装机容量达 330 万千瓦。塔山煤电一体化项目, 煤炭产能 (240 万吨) 及配套选煤厂和 2 × 135MW 煤矸石电厂, 建设 2.5 公里铁路专线及装车系统, 总投资 24 亿元。
8	国投大同能源	2004.08	95 %	-	-	-	黄岩汇矿 (90 万吨, 无烟煤) 白羊岭矿 90 万吨改扩建至 240 万吨将于 2010 年投产; 河滩 (2*60MW)。
9	国投昔阳能源	2004.12	60 %	90	54	煤炭产能 (90万吨, 无烟煤), 荒山 (2*150MW)	探矿权 109.19km ² , 地质储量 13 亿吨, 焦煤和 1/3 焦煤。矿区规划 4 对矿井, 产能均为 390 万吨, 配套建设选厂和瓦斯电厂, 总投资 80 亿元。拥有伊犁哈萨克自治州尼勒克县胡吉尔台-塘坝 9 个探矿许可证, 总面积 217.02km ² , 90 万吨焦化、10 万吨甲醇综合利用项目在建。
10	国投曲靖煤炭	2004.04	100 %	-	-	-	
11	新疆国投宝地	2004.11	80 %	-	-	-	
12	国投新登郑州	2008.06	51 %	90	45	煤炭 (90 万吨、贫瘦煤), 水泥 (200 万吨)	-

数据来源: 兴业证券研发中心

基于煤电一体化战略，国投公司 2008 年末拟整合煤炭和电力两大业务，并拟将国投新集和国投电力合并。从资产来看，国投煤炭拥有煤炭产能 2058 万吨/年，在建规模 1420 万吨/年，前期规模 1790 万吨/年，形成安徽新集、山西、新疆、中原（河南和陕西）、内蒙等 5 个重点矿区。国投电力总装机容量 2604 万千瓦，控股装机容量为 1578 万千瓦，核准在建总装机容量 1929 万千瓦，主要分布在四川、甘肃、河南、广西、广东、江苏、福建、贵州、云南、安徽、天津等地区。

国投公司对国投新集和国投电力整合方案涉及其他煤炭控股公司上市，需补交采矿权费用，必将损害其他参股东利益，故其方案未能通过。即使就整合效果而言，国投公司下属的电力和煤炭资源分布于不同区域，其协同效应并不突出，因此，资产整合更多是出于资本运营的考虑。虽然国投电力与国投煤炭的合并无疾而终，但反映出国投公司对煤电资产一体化经营的战略思考。当然，我们也注意到，作为上下游的两个行业如要合并，面临一系列盈利能力假设以及资产评估等方面的诸多难题，其过程将是长期的、艰难的。

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

表 14 经营数据假设

经营指标	单位	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原煤产量	万吨	793	791	1010	1181	1355	1755	1855
商品煤产量	万吨	685	731	918	1083	1242	1609	1700
综合煤价	元/吨	340	360	359	458	465	475	490
综合成本	元/吨	225	243	244	252	255	260	265

数据来源：兴业证券研发中心

表 15 盈利预测假设

	年份	2008	2009E	2010E	2011E
煤炭	营业收入（百万元）	4979	5776	7642	8332
	同比增长率 %	47.5	16.0	32.3	9.0
	毛利率 %	45.0	46.2	45.3	45.9
餐饮及客房	营业收入（百万元）	40	42	44	47
	同比增长率 %	20.5	5.0	5.0	5.0
	毛利率 %	64.6	60.0	60.0	60.0
其他	营业收入（百万元）	57	60	63	66
	同比增长率 %	0.5	5.0	5.0	5.0
	毛利率 %	7.4	5.0	5.0	5.0
	营业费用 / 营业收入 %	1.1	1.2	1.2	1.2
	管理费用 / 营业收入 %	6.3	6.4	6.4	6.4
	财务费用 / 营业收入 %	4.85	4.29	2.91	2.17
	实际税率 %	26.4	25.0	25.0	25.0

数据来源：兴业证券研发中心

表 16 盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	5426	5874	7744	8440
增长率 %	48.1%	8.2%	31.9%	9.0%
销售毛利（百万元）	2382	2382	2382	2382
毛利率 %	43.9%	43.9%	43.9%	43.9%
利润（百万元）	1613	1914	2557	2904
增长率 %	124.7%	18.6%	33.6%	13.6%
净利润（百万元）	1203	1455	1944	2207
增长率 %	144.5%	21.0%	33.6%	13.6%
最新摊薄每股收益（元）	0.65	0.79	1.05	1.19
每股净资产（元）	3.05	3.64	4.69	5.88
动态市盈率（倍）	22.5	18.6	13.9	12.3
市净率（倍）	4.8	4.0	3.1	2.5

数据来源：兴业证券研发中心

6.2 估值

6.2.1 绝对估值

在假定股权成本为 6.85%、债权成本为 4.04%、WACC 为 6.4%、永续增长率为 2% 情况下，利用 DCF 模型对国投新集进行绝对估值，测算每股价值为 26.36 元。

表 17 绝对估值表

		永续增长率			
WACC (%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	
5.40%	21.92	26.88	34.75	49.17	
6.40%	18.15	21.49	26.36	34.08	
7.40%	15.39	17.79	21.07	25.85	
8.40%	13.30	15.09	17.44	20.66	

数据来源：兴业证券研发中心

6.2.2 相对估值

根据测算，煤炭行业 2009 年平均动态 PE 为 21 倍，基于国投新集合同煤比例高且煤炭定价偏低，预计未来煤炭调出量加大必将令其受益，故给予 25 倍 PE 估值，按 09 年每股收益 0.79 元，合理估值为 19.75 元。

表 18 中国煤炭上市公司概况

股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	09PB	投资评级
天地科技	0.76	0.98	1.35	21.1	7.1	强烈推荐
西山煤电	0.85	1.14	1.35	31.8	6.4	推荐
开滦股份	0.62	0.45	0.45	27.7	4.7	推荐
平煤股份	1.57	1.33	1.31	23.5	4.1	推荐
金牛能源	2.27	2.06	1.60	15.2	4.6	推荐
盘江股份	0.52	0.62	0.74	41.27	7.8	推荐
潞安环能	1.96	1.79	1.75	18.6	4.9	推荐
国阳新能	2.12	2.36	2.71	11.7	4.8	推荐
兰花科创	1.95	2.00	2.05	17.8	4.2	推荐
神火股份	0.61	.17	1.78	30.8	3.2	推荐

兖州煤业	0.93	1.00	1.05	16.3	2.8	推荐
恒源煤电	1.93	1.51	1.20	12.8	2.8	推荐
大同煤业	2.50	2.65	2.78	14.0	4.2	推荐
露天煤业	1.08	1.19	1.28	24.1	8.2	推荐
中国神华	1.42	1.58	1.76	19.8	3.6	推荐
中煤能源	0.87	1.10	1.20	13.6	2.4	推荐
平均	1.37	1.43	1.50	21.17	6.4	-
国投新集	0.79	1.05	1.19	19.7	4.8	推荐

数据来源：兴业证券研发中心

6.2.3 估值结果

预计 2009-2011 年国投新集 EPS 分别为 0.79 元、1.05 元和 1.19 元，采用相对估值和绝对，我们判断其合理估值在 19.75-26.36 元，相对当前股价 15.49 元上涨空间约 27%-70%，给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2911	3878	6350	8899
货币资金	1560	2407	4393	6779
交易性金融资产	22	0	0	0
应收账款	328	362	477	519
其他应收款	41	54	72	78
存货	401	444	596	642
非流动资产	11608	11564	12040	12193
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5415	8330	9879	10603
在建工程	4536	2468	1384	792
油气资产	0	0	0	0
无形资产	730	750	770	790
资产总计	14519	15442	18390	21092
流动负债	4614	4275	5155	5579
短期借款	650	450	450	450
应付票据	191	206	277	298
应付账款	1395	1586	2128	2292
其他	2378	2033	2300	2539
非流动负债	4212	4408	4558	4658
长期借款	3573	3773	3923	4023
其他	638	635	635	635
负债合计	8826	8684	9714	10238
股本	1850	1850	1850	1850
资本公积	2032	2032	2032	2032
未分配利润	1316	2256	4005	5991
少数股东权益	42	23	-2	-31
股东权益合计	5693	6758	8676	10855
负债及权益合计	14519	15442	18390	21092

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1203	1455	1944	2207
折旧和摊销	461	382	515	598
资产减值准备	-17	24	32	12
无形资产摊销	30	30	30	30
公允价值变动损失	-31	0	0	0
财务费用	263	252	225	184
投资损失	-12	0	0	0
少数股东损益	-16	-19	-26	-29
营运资金的变动	-542	-195	-312	-199
经营活动产生现金流量	2306	3196	3012	3170
投资活动产生现金流量	-2191	-1225	-1000	-750
融资活动产生现金流量	-188	-1124	-25	-34
现金净变动	-73	847	1986	2386
现金的期初余额	1819	1560	2407	4393
现金的期末余额	1746	2407	4393	6779

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5426	5874	7744	8440
营业成本	3044	3173	4257	4584
营业税金及附加	80	88	116	127
销售费用	61	70	93	101
管理费用	344	376	496	540
财务费用	263	252	225	184
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	-31	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
营业利润	1613	1914	2557	2904
营业外收入	30	0	0	0
营业外支出	30	0	0	0
利润总额	1613	1914	2557	2904
所得税	426	479	639	726
净利润	1187	1436	1918	2178
少数股东损益	-16	-19	-26	-29
归属母公司净利润	1203	1455	1944	2207
EPS (元)	0.65	0.79	1.05	1.19

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	48.1%	8.2%	31.9%	9.0%
营业利润增长率	124.7%	18.6%	33.6%	13.6%
净利润增长率	144.5%	21.0%	33.6%	13.6%
盈利能力(%)				
毛利率	43.9%	46.0%	45.0%	45.7%
净利率	22.2%	24.8%	25.1%	26.2%
ROE	21.3%	21.6%	22.4%	20.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.8%	56.2%	52.8%	48.5%
流动比率	0.63	0.91	1.23	1.59
速动比率	0.54	0.80	1.12	1.48
营运能力(次)				
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.4
应收帐款周转率	18.6	16.7	18.1	16.6
每股资料(元)				
每股收益	0.65	0.79	1.05	1.19
每股经营现金	0.93	1.73	1.63	1.71
每股净资产	3.05	3.64	4.69	5.88
估值比率(倍)				
PE	22.5	18.6	13.9	12.3
PB	4.8	4.0	3.1	2.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戔

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。