

煤炭开采 II

2009 年 10 月 19 日

国投新集(601918)

当前股价: 17.89 目标价: 20.2

袖珍央企, 孕育高成长

投资要点:

- 公司目前已经投产矿井为新集一矿、二矿、三矿和刘庄矿, 核定产能为 1555 万吨, 由于刘庄矿 800 万吨核定产能刚刚获得国家发改委的批复, 因此刘庄矿今年产量达到核定产能的可能性不大, 我们预计刘庄矿产量为 700 万吨, 2009 年公司全年产量达到 1505 万吨。
- 在煤炭股中相比较, 公司的成长性极佳。2009-2011 年产量平均增长在 23%以上, 五年之内公司产量将翻一翻, 而后续还有口孜西、连塘李、展沟矿进行接续, 公司成长的黄金十年值得期待。
- 区域优势保证公司增产即增收。虽然公司未来的产量增速较快, 但公司的绝对产量与同业公司相比不大, 加上公司省外的销售拓展有极大的上升空间, 因此公司的销售不存在滞销问题, 可以实现增产即增收。
- 我们认为 2009 年电煤合同最终签订价格有望大幅提升。随着电厂冬储煤需求加大, 动力煤市场淡季不淡, 现货价格已经大幅上涨, 目前公司现货价格 540 元/吨左右, 高出上半年结算价格 28.6%, 因此最终合同价格上涨是必然结果, 合同价虽然不会涨到目前的市场价格, 但相比上半年的结算价格上涨 10%左右的可能性极大。
- 我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.75、1.01、1.53, 对应 10 月 17 日收盘价 17.89 元的 PE 分别为 23X、17X、11X, 目前行业 2009-2010 年平均 PE 为 24X、20 倍, 公司 2010 年估值偏低, 公司的成长性行业中的翘楚, 应当享有高于行业平均估值, 公司 6 个月目标价 20.2 元。

研究员: 王广举

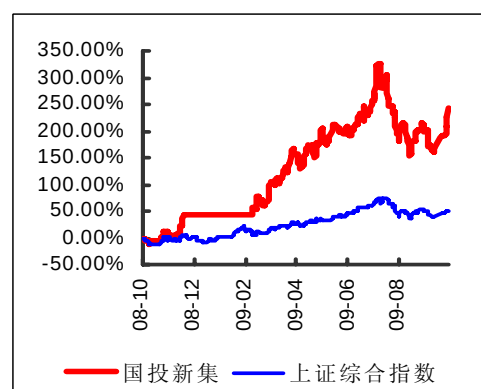
电话: 025-84457777-479

E-mail: wgjfuture@sohu.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐(首次)

股价走势图



相关研究

- 2009.3-小煤矿复产与需求回暖的 PK
- 2009.6-煤炭股在估值修复后短暂迷失
- 2009.9-四季度可能出现较好买点

公司基本资料

总股本(万)	185038.70
流通A股(万)	104777.62
52周内股价区间(元)	4.56-22.79
总市值(亿)	331
总资产(亿)	156
每股净资产(元)	3.17

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	54.26	62.88	81.28	115.55
+/-%	48.08	15.88	29.25	42.18
净利润(亿)	12.03	13.87	18.55	28.27
+/-%	144.47	15.63	33.79	52.33
EPS(元)	0.65	0.75	1.01	1.53
P/E	23.60	23	17	11

目录

一、央企背景铸就高起点.....	3
二、项目不断投产，公司进入收获期.....	3
三、区域优势明显.....	4
四、煤炭综合售价可能超预期.....	6
五、公司成本控制出色.....	7
六、盈利预测及估值.....	8
附录：大股东仍有部分优质煤炭资产.....	10

图表

图表 1：公司股权结构图.....	3
图表 2：淮南地区动力煤车板价格走势.....	6

表格

表格 1：公司矿井投产规划表 万吨.....	4
表格 2：公司煤价和进口煤价比较.....	5
表格 3：安徽四大矿业公司比较.....	5
表格 4：上半年煤炭销售价格 元/吨.....	6
表格 5：公司各项成本费用比较 元/吨.....	7
表格 6：盈利预测假设.....	8
表格 7：会计报表.....	8
表格 8：公司向国家上交的采矿权价款.....	9
表格 9：国投公司控股和参股煤矿情况.....	10

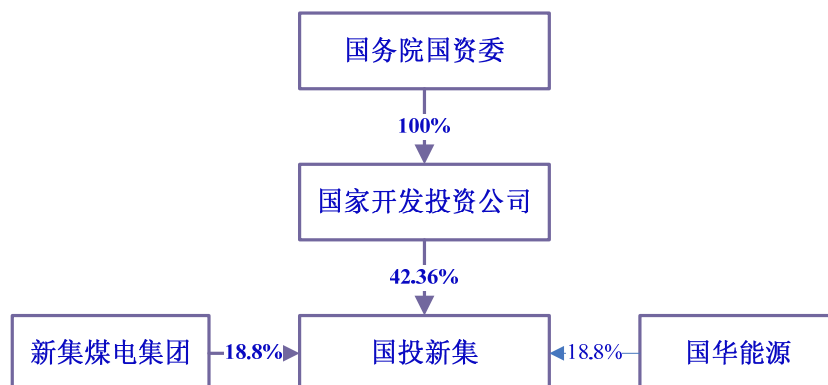
一、央企背景铸就高起点

公司大股东为国家开发投资公司，持有公司比例为 42.36%，新集煤电集团和国华能源公司各持有近 19%的股权。

公司是为解决安徽省内煤炭供应紧张而设立的，二十世纪九十年代之前，淮南地区仅有淮南矿务局一家煤炭开采主体；由于隶属于国家煤炭部统管，该矿务局的煤炭资源往往用于满足华东经济发达地区的煤炭需求，区域内耗煤企业竟常常面临“身处煤炭腹地，却无煤可用”的尴尬境地。为解决区域用煤矛盾，淮南市政府开始考虑成立地方自主管理的煤炭开发主体。1989 年，淮南市政府筹备成立了淮南新集公司，由市政府提供的启动资金仅 210 万元，通过引进资金及股权更迭划转，形成了目前的股权结构。

企业设立之初的使命是为解决安徽煤炭省内供应紧张状况，虽然目前煤炭供应已经市场化，企业销售不再受到流向控制，但公司成立的历史背景还是为公司在省内的销售渠道确立优势。而作为除中国神华、中煤能源外第三家煤炭央企，股东的背景为公司的后续发展提供强劲动力。

图表 1：公司股权结构图



数据来源：华泰证券研究所

公司主营业务以煤炭开采、销售为主。煤种为气煤和 1/3 焦煤，目前开采的煤种主要为气煤，适合用于发电用煤，由于 1/3 焦煤位于煤层底部，目前还未开采到 1/3 焦煤，而 1/3 焦煤价格高于动力煤 50% 左右，因此公司未来价值应高看一眼。

二、项目不断投产，公司进入收获期

公司目前已经投产矿井为新集一矿、二矿、三矿和刘庄矿，核定产能为 1555 万吨，由于刘庄矿 800 万吨核定产能刚刚获得国家发改委的批复，因此刘庄矿今年产量达到核定产能的可能性不大，我们预计刘庄矿产量为 700 万吨，2009 年公司全年产量为 1505 万吨，同比增长 24.3%。

➤ 五年投产五矿，铸就高成长

- 2009 年刘庄矿二期投产，产能为 500 万吨，目前已经投产。
- 2010 年板集矿投产，产能为 300 万吨，目前工程进度完成 81%。

- 2011 年口孜东矿投产，产能为 500 万吨，目前工程进度完成 63.35%。
- 2012 年杨村矿投产，产能为 500 万吨，目前井筒建设已经完毕。
- 2013 年罗园矿投产，产能为 120 万吨，目前工业广场已经形成。

就煤质而言，新集一、二矿的发热量不到 5000 大卡，而新投产的刘庄矿在 5000 大卡左右，板集和口孜东矿的煤质发热量在 5200 大卡左右，随着新矿投产，煤质平均发热量的提高，吨煤综合售价有望抬高。

在煤炭股中相比较，我们认为公司的成长性极佳。未来 2009-2011 年产量平均增长在 23%以上，五年之内公司产量将翻一翻，而后续还有口孜西、连塘李、展沟矿进行接续，公司成长的黄金十年值得期待。

表格 1：公司矿井投产规划表 万吨									
	008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
已投产矿井									
新集一矿	390	390	390	390	390	390	390	390	390
新集二矿	290	290	290	290	290	290	290	290	290
新集三矿	75	75	75	75	75	75	75	75	75
刘庄矿	456	700	800	800	800	800	800	800	800
在建矿井									
板集矿		50	300	300	300	300	300	300	300
口孜东矿				500	500	500	500	500	500
未来规划矿井									
杨村				250	500	500	500	500	500
罗园					60	120	120	120	120
口孜西						120	240	240	240
连塘李						45	90	90	90
展沟矿						120	240	240	240
远景规划矿井									
刘庄深部								300	600
罗园深部								105	210
连塘李深部								75	150
八里塘深部								75	150
合计	1211	1505	1855	2605	2915	3260	3545	4100	4655
增长率		24.3%	23.3%	40.4%	11.9%	11.8%	8.7%	15.7%	13.5%

数据来源：华泰证券研究所

三、区域优势明显

➤ 与“三西”煤相比有运输优势

公司所属矿区内水陆交通运输发达，从铁路、公路、水路均可便捷到达目的地。在铁路运输上，矿区铁路专用线与国铁阜淮线接轨，东连京沪线直达华东地区，南接淮南线通过铁水联运直达沿江、沿海各地，西通京九线可到达江西、广东、福建等市场。公司是铁道部重点运力大客户 100 家之一，在铁路运力上铁道部将予以倾斜。在公路运输上，可直接运输到蚌埠、阜阳、六安等周边市场，辐射半径达 160 公里以上。在水路上，经淮河黄金通道水运至长江，再经长江通道或京杭运河

运至江浙等地区。而西部产煤大省由于铁路、港口建设在短期内不能完全配套，抑制了煤炭外运的灵活调运，对华东地区依然形成不了有效供给。

公司贴近主要客户所在地，运输距离较西北及北方煤炭生产基地相比近 1000 公里以上，具有供应灵活和运力成本低的优势。

► 与广州外贸煤相比有价格优势

目前广州进口煤来源主要为越南、印尼、澳大利亚，目前印尼、澳大利亚煤的到岸价格明显高于公司煤到广州港的价格，目前只有越南煤比公司煤价略低，但越南煤据报道要提价 25%—30%，届时价格将高于公司现行煤价，因此公司的煤价与外贸煤相比仍有优势，考虑到国内供应的稳定性，我们认为即使公司煤价略高于外贸煤价格，下游厂家也愿意接受。

目前公司销往省外的煤不多，大约占总销量 10%左右，虽然公司未来的产量增速较快，但公司的绝对产量相比同业公司仍不大，加上公司省外的销售拓展有极大的上升空间，因此公司的销售不存在滞销问题，可以实现增产即增收。

表格 2：公司煤价和进口煤价比较

煤 种	产 地	交付地点	价格 元/吨	发热量 Kcal/kg
越南鸿基 11A	越南	洪圣沙码头	530	5400
越南鸿基 11A	越南	新沙码头	550	5300
澳洲煤	澳洲	洪圣沙码头	700	5534
印尼煤	印尼	新沙码头	650	5500
印尼煤	印尼	新沙码头	580	5000
国投新集煤	淮南	新沙码头	570	5100

数据来源：华泰证券研究所 注：价格中已含运费

► 区域内竞争有序

区域内无小煤矿竞争压力。由于安徽省内煤炭赋存较深，大部分见煤深度在 600 米以下，因此只能进行井工开采，初期投资大，对小煤矿进入形成较高的资金壁垒。安徽省内四大国有煤矿企业占全省总产量的 91%以上，因此区域内不存在小煤矿的无序竞争问题。

四大矿业公司之间存在良性竞争。淮南矿业、淮北矿业、皖北煤电、国投新集是安徽省内最大的四个煤炭生产企业，企业之间存在竞争关系，但属于良性竞争，不会出现恶性压价事件。由于省内煤炭企业要承担一部分华东及华南的供煤任务，因此安徽省本身仍是净调入省份，我们认为全省的煤炭销售都不存在问题。

表格 3：安徽四大矿业公司比较

2008 年产量 万吨

淮南矿业	5666
淮北矿业	2653
皖北煤电	1280
国投新集	1181
四公司合计	10780
安徽全省产量	11773
四公司占比 %	91.6%

数据来源：华泰证券研究所

四、煤炭综合售价可能超预期

上半年预结算电煤合同价格低于预期。我们看到上半年公司综合煤价只有 407 元/吨，同比 2008 年综合煤价下滑 11.2%，下滑幅度超出我们的预期，其中电煤价格同比也下降了 3.3%，同其它动力煤为主的公司提价形成反差，原因在于公司上半年电煤合同预结算价格是以 2008 年电煤价格基数结算的，以 420 元/吨进行结算。

我们认为 2009 年电煤合同最终签订价格有望大幅提升。随着 9 月份以来动力煤市场淡季不淡导致现货价格大幅上涨，加之国际动力煤价格持续回升，2010 年电煤合同价格上涨预期在不断提升。在此背景下，我们认为 2009 年电煤合同价格将会加快最终签订。目前公司现货价格 540 元/吨左右，高出上半年结算价格 28%，我们认为合同价一定会低于市场价，但相比上半年的结算价格上涨 10%左右的可能性极大。

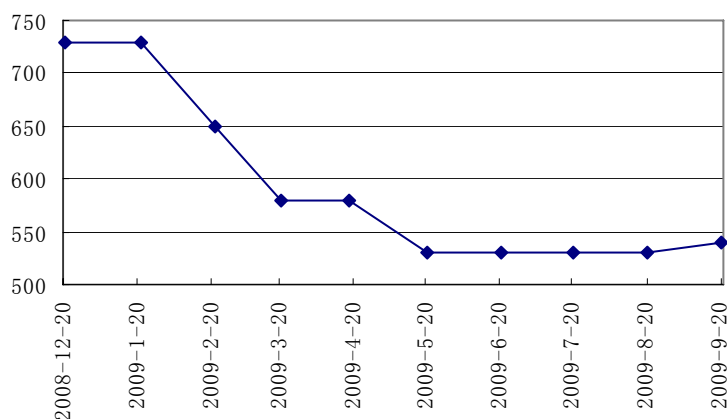
表格 4：上半年煤炭销售价格 元/吨

分类	单价	2008	2009H1	涨幅
电煤		412.0	398.4	-3.3%
铁运	非电煤	508.4	450.7	-11.3%
	小计	425.7	402.5	-5.4%
	地销	559.7	434.2	-22.4%
	综合单价	458.4	407.2	-11.2%

数据来源：华泰证券研究所

我们预计国投新集 2009 年电煤合同有望最终签订在 500 元吨左右，较 420 元吨预结算价格提高 80 元左右，因此公司 2009 年业绩由此有望大幅提升。由于目前市场价格呈现上涨趋势，对明年的合同煤谈判较为有利。

图表 2：淮南地区动力煤车板价格走势



数据来源：华泰证券研究所

五、公司成本控制出色

由于大股东对公司的成本控制有要求，因此近几年来公司的生产成本控制非常有利。公司上半年成本控制依然较好，吨煤完全成本同比下降 2.9%，其中制造成本下降 1.1%，三项费用同比大幅下降 11.4%。制造成本中原材料成本有所下降，公司产量提高摊薄了各项费用，对冲了安全费用的提高，预计 2009 年成本和去年基本持平。

公司上半年人员工资成本下降，但我们认为公司人工成本上涨是必然趋势。公司员工有 2 万人，而淮南矿业有 8 万人，公司人均工资只有 5 万元，而同城的淮南矿业达 8 万元，虽然上半年人员工资同比下降，但企业成长的同时，员工收入提高才能形成有效激励，人工成本上涨是必然趋势。

表格 5：：公司各项成本费用比较 元/吨

	2007A	2008H1	2008A	2009H1	同比	比 2008 年
总成本	281.69	315.07	308.94	306.08	-2.9%	-0.9%
一、制造成本	232.96	260.57	251.42	257.8	-1.1%	2.5%
1、材料	32.67	26.97	39.13	29.41	9.0%	-24.8%
2、工资	65.04	65.06	61.53	49.01	-24.7%	-20.3%
3、福利费	0.72	7.99	5.31	6.11	-23.5%	15.1%
4、电力	13.64	13.24	13.26	12.37	-6.6%	-6.7%
5、折旧	30.55	32.22	29.29	28.11	-12.8%	-4.0%
6、井巷	4.4	4.46	4.36	4.56	2.2%	4.6%
7、维简	9.04	12.28	10.67	12.54	2.1%	17.5%
8、修理费	3.61	8.95	9.56	9.33	4.2%	-2.4%
9、塌陷费	11.77	16.22	12.44	19.79	22.0%	59.1%
10、安全生产费	19.2	27.9	18.07	37.61	34.8%	108.1%
11、其他支出	42.32	45.28	47.8	48.95	8.1%	2.4%
二、期间费用	48.73	54.5	57.52	48.28	-11.4%	-16.1%
1、管理费用	22.65	27	30.34	23.4	-13.3%	-22.9%
2、营业费用	2.95	3.13	3.48	3.59	14.7%	3.2%

3、财务费用	23.13	24.37	23.7	21.29	-12.6%	-10.2%
--------	-------	-------	------	-------	--------	--------

数据来源：华泰证券研究所

六、盈利预测及估值

► 盈利预测假设

表格 6：盈利预测假设

	2008A	2009E	2010E	2011E
原煤产量（万吨）	1181.0	1505	1855	2515
商品煤销量（万吨）	1082.54	1414.7	1743.7	2364.1
煤炭平均售价（元/吨）	458.40	442.00	464.10	487.31
增长 %			5%	5%
煤炭吨煤成本	251	253.51	261.12	268.95

数据来源：华泰证券研究所

表格 7：会计报表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2911	3800	4709	6743	营业收入	5426	6288	8128	11555
现金	1560	2245	2713	3947	营业成本	3044	3610	4577	6382
应收账款	328	383	494	702	营业税金及附加	80	93	120	170
其他应收款	41	53	67	96	营业费用	61	75	96	136
预付账款	330	354	465	641	管理费用	344	352	488	692
存货	401	501	625	876	财务费用	263	313	378	409
其他流动资产	251	264	346	481	资产减值损失	2	4	3	3
非流动资产	11608	13314	14763	16058	公允价值变动收益	-31	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	0	0	0
固定资产	5415	8891	11276	13066	营业利润	1613	1842	2466	3763
无形资产	730	707	682	658	营业外收入	30	26	28	27
其他非流动资产	5462	3716	2805	2333	营业外支出	30	18	20	21
资产总计	14519	17114	19472	22800	利润总额	1613	1849	2474	3770
流动负债	4614	6346	7104	8060	所得税	426	462	618	942
短期借款	650	2633	3307	4291	净利润	1187	1387	1855	2827
应付账款	1395	1244	1295	1278	少数股东损益	-16	-4	-5	-7
其他流动负债	2569	2469	2502	2491	归属母公司净利润	1203	1391	1861	2834
非流动负债	4212	4059	4089	4079	EBITDA	2338	2545	3406	4869
长期借款	3573	3573	3573	3573	EPS（元）	0.65	0.75	1.01	1.53
其他非流动负债	638	485	516	506					
负债合计	8826	10405	11193	12139	主要财务比率				
少数股东权益	42	38	33	26	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1850	1850	1850	1850	成长能力				
资本公积	2032	2032	2032	2032	营业收入	48.1%	15.9%	29.3%	42.2%
留存收益	1768	2788	4364	6753	营业利润	124.7%	14.1%	33.9%	52.6%
归属母公司股东权益	5650	6671	8246	10635	归属于母公司净利润	144.5%	15.6%	33.8%	52.3%

负债和股东权益	14519	17114	19472	22800	获利能力				
					毛利率(%)	43.9%	42.6%	43.7%	44.8%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	22.2%	22.1%	22.9%	24.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	21.3%	20.8%	22.6%	26.7%
经营活动现金流	1712	1572	2447	3110	ROIC(%)	16.5%	15.2%	17.2%	21.5%
净利润	1187	1387	1855	2827	偿债能力				
折旧摊销	461	391	562	696	资产负债率(%)	60.8%	60.8%	57.5%	53.2%
财务费用	263	313	378	409	净负债比率(%)	57.26%	66.72%	68.33%	71.02%
投资损失	-12	0	0	0	流动比率	0.63	0.60	0.66	0.84
营运资金变动	-179	-542	-355	-890	速动比率	0.54	0.52	0.57	0.73
其他经营现金流	-8	23	6	67	营运能力				
投资活动现金流	-1697	-2144	-2004	-2001	总资产周转率	0.41	0.40	0.44	0.55
资本支出	1710	2150	2000	2000	应收账款周转率	19	17	18	19
长期投资	0	0	-0	0	应付账款周转率	2.60	2.74	3.61	4.96
其他投资现金流	13	6	-4	-1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-274	1258	24	125	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.75	1.01	1.53
短期借款	-528	1983	674	984	每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.85	1.32	1.68
长期借款	476	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.61	4.46	5.75
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	28.48	23	17	11
其他筹资现金流	-222	-725	-649	-859	P/B	6.06	5.13	4.15	3.22
现金净增加额	-259	685	468	1234	EV/EBITDA	16	14	11	8

数据来源: 华泰证券研究所

► 资源价值被低估

根据《国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复》，公司矿区总面积约 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，预计矿区深部仍有几十亿吨资源，我们假定 40 亿吨储量，加上探明的储量预计 140 亿吨，我们按 50%可采，公司的可采储量达到 70 亿吨。

公司的大部分储量为自行勘探所得，将优先获得采矿权，不再需要缴纳采矿权价款。另外探矿成本已经反映在会计报表当中，未来不会额外增加成本。

公司新集一、二矿和刘庄矿需要缴纳采矿权价款，我们看到公司新集一、二矿和刘庄矿向政府平均交纳的采矿权价款为 1 元/吨左右，我们认为淮南地区采矿权价款市价可达到 6—8 元/吨，参照公司已交的采矿权价款标准及扣除向国家缴纳的使用权费用及勘探成本，我们预计吨采矿权价值可达 5—7 元，公司的资源价值达到 350 亿至 490 亿元，对应的每股资源价值可达 19—27 元，我们认为公司的资源价值被低估。

表格 8: 公司向国家上交的采矿权价款

	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	评估采矿权价 款(万元)	采矿权价款 元/吨
新集一矿	65272	22091	38813	1.76
新集二矿	47519	15384	12407	0.81
刘庄矿	156344	68635	43848	0.64

数据来源: 华泰证券研究所

➤ 相对估值

我们预计公司 2009-2011 年归属股东的净利润分别为 13.87 亿、18.55 亿、28.27 亿，对应的每股收益分别为 0.75、1.01、1.53，对应 10 月 17 日收盘价 17.89 元的 PE 分别为 23X、17X、11X，目前行业 2009-2010 年平均 PE 为 24X、20 倍，公司 2010 年估值偏低，公司的成长性行业中的翘楚，应当享有高于行业平均估值，即使给予行业平均估值水平，公司 6 个月目标价为 20.2 元。

附录：大股东仍有部分优质煤炭资产

国投公司除国投新集外还有 1200 多万吨的产量，但大部分资产盈利能力较差，目前国投公司煤炭的利润中 80%来自国投新集，其余 20%来自其它煤炭公司，我们预计短期注入的可能性不大，但部分刚投产或正在建设的煤矿可能成为注入对象，我们认为整体上市还不是集团迫切要做的事情，毕竟国投新集本身不缺乏成长性。

表格 9：国投公司控股和参股煤矿情况

公司名称	股权 %	可采储量 (亿吨)	生产能力 (万吨/年)	投产时间	可采年限	煤种
国投煤炭郑州能源开发公司	60%	0.11	84	在产	13.1	贫瘦煤
国投邢台能源开发公司	58.70%	0.03	40	在产	7.5	气肥煤
新疆伊犁能煤炭公司	64.86%	0.38	60	在产	63.3	不粘煤
新疆伊犁能煤炭公司			30	2008		不粘煤
山西国投云峰能源公司	95%	0.79	240	在产	32.9	气煤
国投曲靖煤炭开发公司	80%	8	120	2010	666.7	1/3 焦煤
阳泉市南庄煤炭集团	62%	0.33	200	在产	16.5	无烟煤
阳泉市南庄煤炭集团		5.41	600	2010	90.2	无烟煤
大阳泉煤炭公司		0.26	120	在产	21.7	无烟煤
国投昔阳能源公司	90%	0.59	90	2007	65.6	无烟煤
国投昔阳能源公司		0.43	45	2008	95.6	无烟煤
国投晋城能源公司	80%	2	300	2010	66.7	无烟煤
山东滕州曹庄煤炭公司	56.41%	0.11	45	在产	24.4	气肥煤
山东微山崔庄煤炭公司	53.70%	0.73	120	在产	60.8	气肥煤
合计：		19.17	2094			

数据来源：华泰证券研究所 注：加粗字体的公司是我们认为有注入潜力的资产

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。