

国投新集 (601918) 煤炭与消费

— 产能扩张与下游需求旺盛推动业绩快速增长

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 19.78 元

投资要点:

◆ 鉴于公司未来3-5年里煤炭产能持续扩张,煤价坚挺,以及煤电上下游一体化带来的业绩持续增长,维持对公司“推荐”的投资评级。

◆ 公司煤炭产能快速扩张,增速高于行业平均水平。公司目前在建的是板集矿井和口孜东矿井,设计生产能力分别为300万吨/年和500万吨/年,前者投产期原为2009年下半年,因副井井筒发生突水事件而延期。后者将于2011年投产,公司将公开增发不超过2亿股A股,募集资金净额不超过27亿元,用于该矿矿井和选煤厂项目建设,预计成功增发没有问题。在未来5年多时间里公司将建成年产3590万吨的生产能力。公司发展目标是将打造成“煤炭采选为主、煤电并举”的大型企业。

◆ 公司是国家开发投资公司煤炭类资产的唯一上市公司,后续资产注入值得期待。公司积极向下游的电力行业拓展,有利于公司提高抗风险能力。

◆ 公司煤炭产品需求旺盛,长期价格呈现上升趋势。公司紧靠经济发达但煤炭资源缺乏的长江三角洲地区,所在区域火电机组将继续大幅增加,市场对煤炭的需求不断增长。公司具有较强的产品议价能力、成本控制能力。

◆ 公司所处的煤炭行业从长期看面临巨大发展机遇,整合重组与需求回升提高煤炭板块投资的安全边界。给予煤炭板块的投资评级为“推荐”。国投新集的历史业绩要处于煤炭上市公司平均水平。

◆ 公司盈利预测,未来业绩有望持续增长。预计2009年、2010年公司主营业务收入分别为55亿元、81亿元,同比分别增长1%、48%;归属母公司净利润分别为9.37亿元、17.73亿元,同比分别增长-22%、89%;按现有股本计算的每股收益分别为0.51元、0.96元。

◆ 公司投资最大的风险来自于煤价未来的走势,以及煤炭安全生产。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5426	5500	8125	10583
同比(%)	48%	1%	48%	30%
归属母公司净利润	1203	937	1773	2754
同比(%)	144%	-22%	89%	55%
毛利率(%)	43.9%	38.1%	43.4%	47.1%
ROE(%)	21.3%	15.1%	22.8%	27.3%
每股收益(元)	0.65	0.51	0.96	1.49
P/E	30.43	39.08	20.64	13.29
P/B	6.48	5.90	4.71	3.63
EV/EBITDA	17	19	11	8

2009年11月24日

主要数据

52周最高/最低价(元)	22.79/4.69
上证指数/深圳成指	3338.66/13854.66
50日均成交额(百万)	246
市净率(倍)	5.90
股息率	1.28%

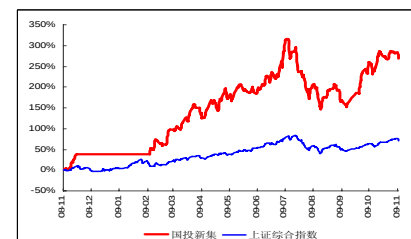
基础数据

流通股(百万股)	1047.78
总股本(百万股)	1850.39
流通市值(百万元)	20725
总市值(百万元)	36593
每股净资产(元)	3.21
资产负债率(%)	62.49

股东信息

大股东名称	国投煤炭公司
持股比例	43.38%

52周行情图



相关研究报告

《煤炭行业2010年投资策略:整合重组与需求回升提高投资安全边界》(20091103)

联系方式

研究员:	周海鸥
电话:	021-51097188-1803
电邮:	zhouhaiou@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	021-51097188-1852
电邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地址:	上海市浦东南路379号15F

目 录

一、煤炭产能快速扩张，下游稳步推进.....	3
二、产品需求旺盛，长期价格呈现上升趋势.....	4
三、财务效益分析.....	5
四、盈利预测.....	6
五、投资风险揭示.....	7
六、估值与投资评级：“推荐”.....	7
附录：	
1、公司概况.....	9
2、煤炭行业投资价值分析：长期“推荐”.....	9
3、公司在煤炭行业里具有较强的区域竞争优势.....	11

一、煤炭产能快速扩张，下游稳步推进

预计未来五年公司煤炭产能快速增长，远远高于行业平均水平。2008 年，公司累计生产原煤1,180.96 万吨，同比增长16.92%，增量主要来自于刘庄煤矿。刘庄煤矿最新核定生产能力为800万吨/年，预计今年产量500万吨（2008 年刘庄煤矿累计生产原煤454.56 万吨），明年可以达产。公司目前正在建的是板集矿井和口孜东矿井，设计生产能力分别为300万吨/年和500万吨/年，前者投产期原为2009年下半年，因副井井筒发生突水事件而延期。后者将于2011年投产，公司将公开增发不超过2亿股A股，募集资金净额不超过27亿元，用于该矿矿井和选煤厂项目建设，预计成功增发没有问题。

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，资源储量101.6亿吨，约占华东地区总储量的7%（由淮南市煤炭运销协会提供）。国家发改委对本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；公司将打造成以“煤炭采选为主、煤电并举”的大型企业。公司将根据国家发展改革委关于淮南新集矿区总体规划的批复，保证“每年投建一个矿井，投产一个矿井”，在未来5-10年内建成年产3590万吨的生产能力。

表 1：公司煤矿分布

矿井名称	状态	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定年生产 能力(万吨)	剩余开采年 限(年)	投产 时间
新集一矿	在产	6.53	2.21	390	41	已投产
新集二矿	在产	4.75	1.54	290	38	已投产
新集三矿	在产	0.88	0.20	75	19	已投产
刘庄矿（一期）	在产	15.63	6.86	300	160	已投产
刘庄矿（二期）	在产			500		未达产
板集矿	在建	5.41	1.99	300	49	约 2010 年末
口孜东矿	在建	7.71	3.93	500	60	2011 年
总计		40.92	16.73	2355		

资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

表2：公司已获得探矿权的矿井

矿井名称	探矿权总价值 (万元)	已缴纳(万元)	截至缴纳时 间	预计产能(万 吨)
老庙-杨村矿	14418	10818	2009-11	400
罗园-连塘里矿	15366	8537	2009-11	100
板集矿	-	-	2009-11	300
口孜东矿	3989	3989	-	400
刘庄深部	-	-	-	500
展沟	-	-	-	400
总计	33773	23344		2100

资料来源：公司公告，国元证券研究中心整理

公司是国家开发投资公司煤炭类资产的唯一上市公司，后续资产注入值得期待。上市之

初，国投煤炭公司、国华能源有限公司和安徽新集煤电（集团）有限公司作为发起人设立该公司，它们分别占公司现有股本的 43.38%、18.80%、18.80%。国投煤炭公司控制的企业除国投新集（601918）外，还有多家企业从事煤炭的生产和经营。这些企业广泛分布于河北、山东、山西、内蒙等地，目前生产能力超过 1500 万吨，权益产量约 800 万吨，这些资产整体盈利能力要低于国投新集，资产注入的时间表也存在较大的不确定性。国家开发投资公司已与国投煤炭公司签署协议，国投煤炭公司同意将其持有的公司 80,261.08 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。本次股份划转事项完成，则国家开发投资公司将持有公司总股本的 43.38%，成为公司第一大股东，国投煤炭公司将不再是公司股东。

公司积极向下游的电力行业拓展，有利于公司提高抗风险能力。公司与皖能电力集团合作，成立国投新集电力利辛有限公司，公司出资比例为55%。利辛公司是板集矿配套坑口电厂，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，未来规划再建设二期2*60万千瓦的燃煤电厂。依据机组煤耗测算，一期机组年耗煤量将接近300万吨，即板集矿年产能将全部供给该坑口电厂；二期耗煤则由杨村、展沟等新建矿井提供。除利辛电厂外，公司拟建设的刘庄矿坑口电厂规模大致也与此相仿。目前以上电厂项目正在政府报批过程中。

除以上筹建项目外，公司还在2008年底投资1亿元受让康源电力持有的国投宣城发电公司24%的股权（另为国投电力持股51%，国电电源电力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，**目前经营亏损**。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）。公司积极向下游的电力行业拓展，致力于煤电一体化，有利于公司提高抗风险能力与盈利能力。

二、产品需求旺盛，长期价格呈现上升趋势

近几年来，公司借助煤炭市场持续好转，实现了产量和售价的持续性增长，公司总体经济实力大大增强。公司煤炭产品仍将处于供不应求的局面。公司电煤销售实际上有三种价格：一种是省内计划重点合同价格；一种为省外计划重点合同价格；还有一种是省内外计划外煤炭销售价格，在每年年报中公布的电煤价格实际上是以上三种销售方式的加权平均价格。目前公司合同煤约占70%，地销市场煤约占30%。从发展趋势看，合同煤价趋向上涨，与市场煤价并轨。2008年商品煤平均售价（不含税）458.37元/吨，较上年同期提高99.66元/吨。2009年初，安徽省内地销煤含税价格520元/吨左右，目前已经升至580元/吨。我们认为，随着宏观经济的复苏增长，煤价将呈现长期增长的势头。

公司紧靠经济发达但煤炭资源缺乏的长江三角洲地区，区域优势使国投新集具有供应灵活和运力成本低的优势。伴随着华东地区经济的快速发展，市场对煤炭的需求也不断增长。公司所处的安徽省近年发展呈现出较明显的重化工业特征，能源消费系数远高于全国平均水平。同时，安徽省电力需求中 99%依靠火电满足，因此能源需求增量将直接体现为对煤炭资源的需求。公司已在近年与皖能集团等重要用煤单位签订中长期战略合作协议。目前煤炭市场处于供不应求的状态，因此产能扩张后，销售是有保证的。按国投新集煤种设计并已与该公司签订供煤意向的电厂有 26 家，其中省内 18 家、省外 8 家，意向供煤量 2007-2010 年分别为 1,580 万吨、2,190 万吨、2,850 万吨和 3,210 万吨。

公司所在区域火电机组将继续大幅增加。火电发电一直是安徽省内主要发电形式，08年火电装机容量占全省总装机的94%，未来的新增装机也主要以火电为主。根据规划，未来三年省内新增装机约54%，加上皖电东送机组的建设，预计新增装机增速在80%以上。淮南矿业、淮北矿业、国投新集和皖北煤电等四大开采主体产量约占全省煤炭的90%以上，成四足鼎立之势，不存在小煤矿复产对供给面的影响。

三、财务效益分析

公司近年来主营业务收入整体呈上升趋势，增长的主要原因是煤炭售价的上升、以及煤炭销售量的增长。2009 年前三季度公司实现营业收入 37.35 亿元，同比减少 3.6%；净利约 5.80 亿元，同比下降 21%；每股收益 0.31 元。其中三季度单季实现收入 10.93 亿元，环比二季度下降 17.38%，三季度单季实现净利润 0.95 亿元，环比下降 41.34%，业绩下降的主要原因是煤矿停产检修、生产成本管理费用上升。预计 4 季度的业绩要明显好于第三季度。

公司具有较强的成本控制能力。2008年商品煤平均售价458.37 元/吨(不含税)，预计2009年商品煤销售均价约430元/吨（不含税），2010年有望在此基础上上涨14%左右。公司目前安全费及人工成本低于省内其他同行，存在上涨的可能。但由于公司的煤炭供不应求，上升的成本部分可向下游进行转移。

图 1：公司主营业务收入、成本变化

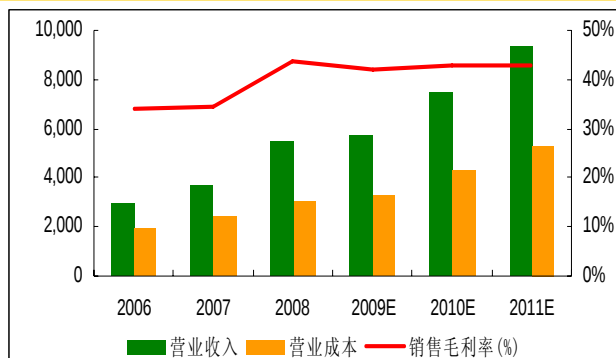
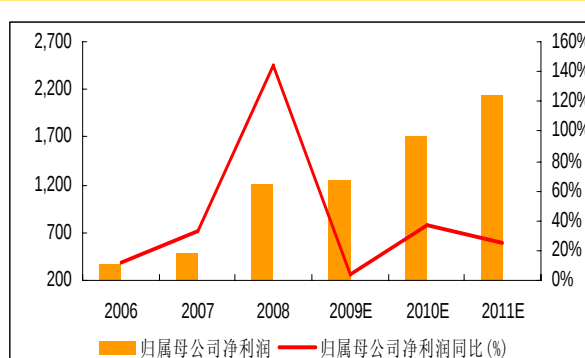
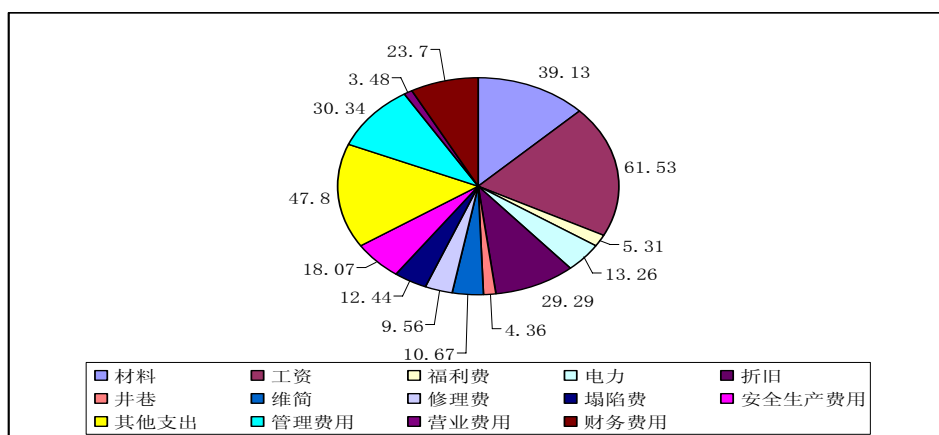


图 2：公司净利润变化



资料来源：WIND，国元证券研究中心整理

图 3：公司成本构成情况



资料来源：WIND，国元证券研究中心整理

通过杜邦分析，公司的财务指标处于较好的状况，具体结果如下表所示。

表 3：公司财务指标杜邦分析

杜邦分析	2009 三季报	2008 年报	2008 三季报	2007 年报	2006 年报
权益净利率 (ROE) (%)	10.02	24.32	15.98	13.34	18.64
权益净利率-同比增减 (%)	-5.96	10.98	—	-5.3	1.15
因素分解：					
销售净利率 (%)	15.67	21.87	19	11.08	12.45
一净利润 / 利润总额 (%)	75.48	73.57	75.21	63.7	59.99
一利润总额 / 息税前利润 (%)	79.92	85.98	83.46	74.78	86.95
一息税前利润 / 营业总收入 (%)	25.97	34.58	30.27	23.26	23.88
资产周转率 (次)	0.25	0.41	0.3	0.35	0.38
权益乘数	2.63	2.69	2.82	3.4	3.96
归属母公司股东的净利润占比 (%)	99.2	101.35	100.06	101.09	100.67

资料来源: WIND、国元证券研究中心整理

四、盈利预测

公司在 2008 年年报中披露 2009 年的经营目标：完成原煤产量 1440 万吨，主营业务收入 535,290 万元，主营业务成本 339,615 万元。我们认为这个目标是完全可以实现的。板集矿投产后将使公司新增产能 300 万吨，但是井筒内突发井筒突水事故，后续须先修复井筒才能继续巷道挖掘及井下设备安装工作，投产时期将顺延，2011 年达产的可能性较大。2010 年公司新增产能主要来自刘庄矿（二期）的达产。2011 年后，口孜东矿的建成投产，将又使公司产能增加 500 万吨。预计 2009 年、2010 年公司的煤炭销售量分别为 1350 万吨、1650 万吨。同期煤炭销售综合均价（不含税）约为 430 元/吨、490 元/吨。

图 4：国投新集煤炭销售量变化

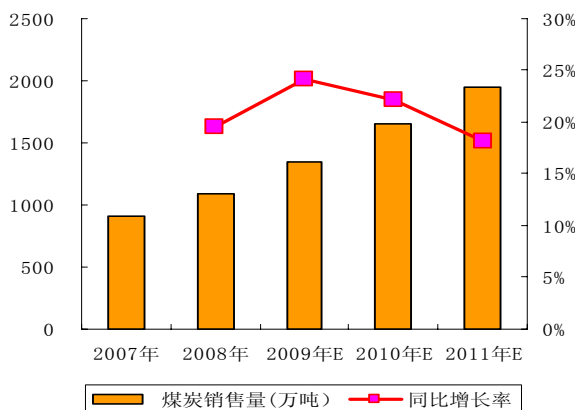
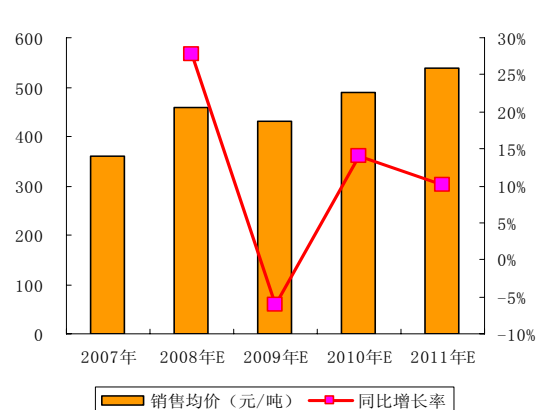


图 5：国投新集煤炭销售均价变化



资料来源: WIND、国元证券研究中心整理预测

我们预计公司 2009 年—2010 年，公司的主营业务成本、财务等费用等随着主营业务收入的增长保持一定的比例的增加；公司的所得税率按新的标准征收；有关项目将按照新的会计准则计量等等。综合预测，公司 2009 年、2010 年的主营业务收入分别为 55 亿元、81 亿元，同比分别增长 1%、48%；归属母公司净利润分别为 9.37 亿元、17.73 亿元，同

比分别增长-22%、89%；按现有股本计算的每股收益分别为 0.51 元、0.96 元（如附表所示）。

五、投资风险揭示

公司投资最大的风险来自于煤价未来的走势。另外公司的投资风险还来自于煤炭安全生产形势依然很严峻,如板集煤矿副井井筒发生突水事件,对公司产生较大的不利影响。此外政策性增支集中出台,公司成本面临上升压力等等。

六、估值与投资评级：“推荐”

鉴于公司处于煤炭消费旺盛区域,煤价上升动力强劲;同时煤炭产能未来几年持续、快速增长,加上公司治理结构优良,无历史包袱,公司未来业绩快速增长值得期待,投资价值日益凸现,我们维持对公司“推荐”的投资评级。

表 4：国投新集（601918）报表与财务指标预测

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	3051	3614	4117	营业收入	5426	5500	8125	10583
现金	1560	1646	1617	1627	营业成本	3044	3403	4600	5600
应收账款	328	331	487	638	营业税金及附加	80	81	119	156
其它应收款	41	49	68	90	营业费用	61	64	94	122
预付账款	330	334	467	562	管理费用	344	305	475	597
存货	401	458	629	757	财务费用	263	407	491	470
其他	251	234	347	443	资产减值损失	2	4	3	3
非流动资产	11608	13843	15854	17479	公允价值变动收益	-31	-15	-18	-19
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	6	7	8
固定资产	5415	9383	12197	14269	营业利润	1613	1227	2332	3623
无形资产	730	918	1129	1347	营业外收入	30	29	30	30
其他	5462	3542	2528	1862	营业外支出	30	21	24	23
资产总计	14519	16894	19468	21595	利润总额	1613	1235	2338	3630
流动负债	4614	6357	7074	6637	所得税	426	309	584	907
短期借款	650	2575	2391	1385	净利润	1187	927	1753	2722
应付账款	1395	1355	1947	2340	少数股东损益	-16	-10	-20	-32
其他	2569	2427	2735	2912	归属母公司净利润	1203	937	1773	2754
非流动负债	4212	4303	4617	4903	EBITDA	2338	2032	3418	4842
长期借款	3573	3788	4090	4363	EPS (元)	0.65	0.51	0.96	1.49
其他	638	515	527	539	主要财务比率				
负债合计	8826	10660	11691	11540	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	42	32	12	-19	成长能力				
股本	1850	1850	1850	1850	营业收入	48.1%	1.4%	47.7%	30.2%
资本公积	2032	2032	2032	2032	营业利润	124.7%	-24.0%	90.1%	55.4%
留存收益	1768	2334	3915	6245	归属于母公司净利润	144.5%	-22.1%	89.4%	55.3%
归属母公司股东权益	5650	6201	7765	10075					

负债和股东权益	14519	16894	19468	21595	获利能力				
现金流量表					毛利率	43.9%	38.1%	43.4%	47.1%
单位: 百万元					净利率	22.2%	17.0%	21.8%	26.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	21.3%	15.1%	22.8%	27.3%
经营活动现金流	1712	1549	3089	4002	ROIC	22.4%	15.1%	22.5%	29.0%
净利润	1187	927	1753	2722	偿债能力				
折旧摊销	461	398	594	750	资产负债率	60.8%	63.1%	60.1%	53.4%
财务费用	263	407	491	470	净负债比率	57.26%	65.57%	61.26%	55.77%
投资损失	-12	-6	-7	-8	流动比率	0.63	0.48	0.51	0.62
营运资金变动	-179	-213	244	41	速动比率	0.54	0.41	0.42	0.51
其它	-8	36	14	26	营运能力				
投资活动现金流	-1697	-2674	-2590	-2377	总资产周转率	0.41	0.35	0.45	0.52
资本支出	1710	2480	2363	2144	应收账款周转率	19	16	19	18
长期投资	0	0	-0	-0	应付账款周转率	2.60	2.47	2.79	2.61
其他	13	-194	-227	-233	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-274	1211	-528	-1615	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.51	0.96	1.49
短期借款	-528	1925	-184	-1006	每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.84	1.67	2.16
长期借款	476	215	302	273	每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.35	4.20	5.44
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	30.43	39.08	20.64	13.29
其他	-222	-929	-646	-882	P/B	6.48	5.90	4.71	3.63
现金净增加额	-259	86	-29	10	EV/EBITDA	17	19	11	8

资料来源: Tinysoft.NET 国元证券研究中心整理、预测

附录:

1、公司概况

公司的主营业务为煤炭采掘、洗选和销售。主要煤种为中低灰，特低硫、特低磷和中高热量的气煤和 1/3 焦煤，主要产品为动力煤（4800-5500kal/g），主要用作发电、冶金、石化、建材等行业的锅炉燃料，副产品主要为煤泥（3600-4100kal/g），主要用于以低热值为燃料的热电厂。

公司是以煤炭采选为主、煤电并举的国家大型中央企业，是全国 520 家重点企业之一。在中国煤炭工业协会 2008 全国煤炭工业 100 强企业排名中位居第 52 位，截至 2009 年三季度末，公司资产总额为 159.64 亿元。公司开创的“新集经验”和“新集模式”在我国煤炭行业中享有声誉。

2、煤炭行业投资价值分析：长期“推荐”

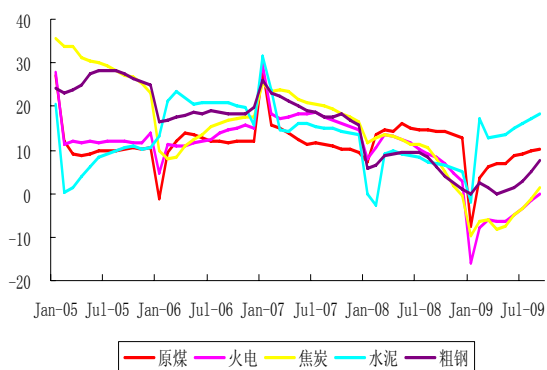
煤炭行业的投资评级为“推荐”。

我国煤炭行业运行情况良好。2009 年前三季度全国原煤产量 21.38 亿吨，同比增长 10.3%，增速同比减缓 4.1 个百分点。煤炭出口 1685 万吨，下降 52.8%；进口 8573 万吨，增长 1.7 倍；净进口 6888 万吨，去年同期为净出口 335 万吨。煤炭供求形势总体较为宽松，市场价格有所回落。9 月末，秦皇岛港存煤 442 万吨，同比减少 377 万吨；直供电厂存煤 2958 万吨，同比减少 492 万吨，处于正常水平。前 8 个月全行业实现利润 1228 亿元，同比下降 11.8%。

煤炭行业长期向好，短期内煤炭供需平衡，通胀预期支持煤价上涨。煤炭资源整合、资产重组扩展公司盈利空间。从长期看中国宏观经济的高速发展为煤炭需求持续增长提供了坚实的支撑；煤炭呈现大体供需平衡的局面，同时局部地区、部分煤种、个别时段出现供应偏紧的情况会经常发生。综合考虑国内煤炭的供需、国际市场煤价走势，我们认为 2010 年，国内煤炭价格保持平稳的可能性非常大。国际原油价格上涨、通胀预期支持煤价上升。煤炭资源整合、资产注入给煤炭上市公司带来了机遇，其发展空间不断扩大。

2010 年煤炭行业的投资主题：产能扩张与煤价相对坚挺。目前煤炭股估值较低，具有较高的安全边界，建议买入，中长期持有。在煤炭个股选择上，需要综合考虑煤炭上市公司近期煤炭产能扩张、长期煤炭资源储量的增加、煤价的反弹幅度、盈利能力提升和经营业绩增长等因素。其中，煤炭产能的持续增长是决定煤炭公司未来可持续发展能力的最重要指标，上市公司因为新建煤矿的陆续投产、或大股东煤矿资产的注入或整体上市，产能面临迅速的扩张，业绩将有快速的提升，更具投资价值。由于供需、价格弹性较大，我们认为明年焦煤上市公司的投资机会可能要多于动力煤公司。大盘动力煤公司前期涨幅较小，业绩增长平稳，也具有较强的投资价值。

图 6：煤炭与下游行业当年累计产量同比增长比较 图 7：煤炭与下游行业固定资产投资增速比较



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

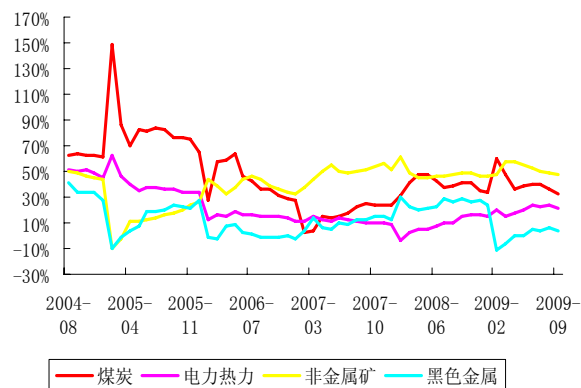
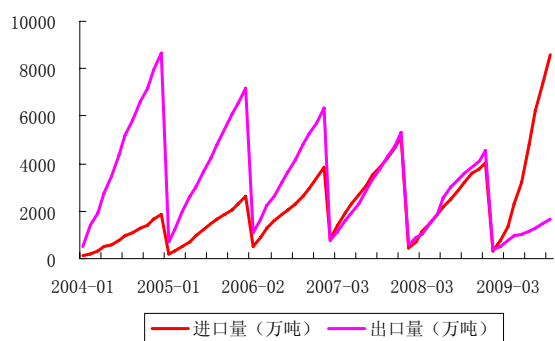


图 8: 中国煤炭进出口数量

图 9: 中国煤炭进出口增长率变化



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

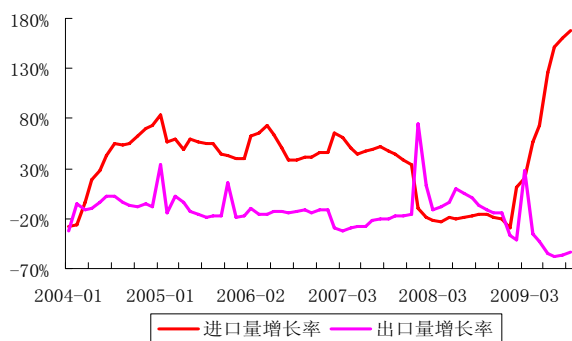
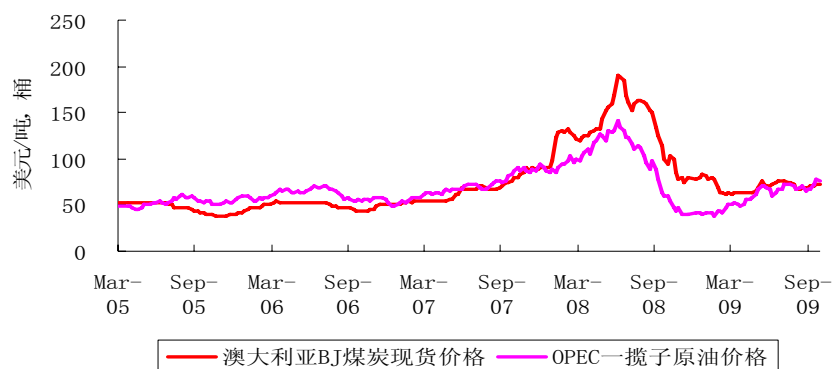


图 10: 秦皇岛港煤炭库存变化



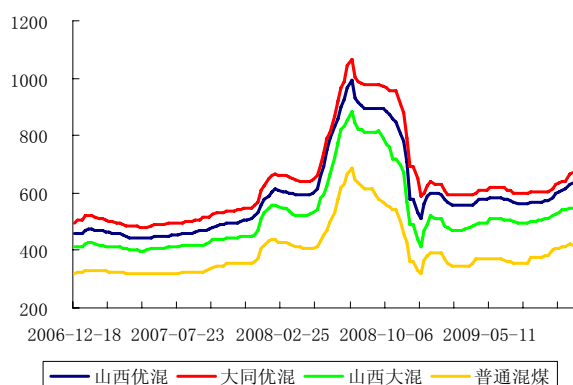
资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 11: 国际动力煤、原油价格走势



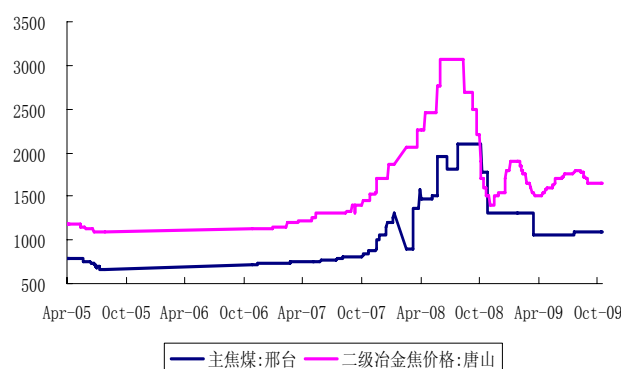
资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 12: 我国秦皇岛动力煤价格走势



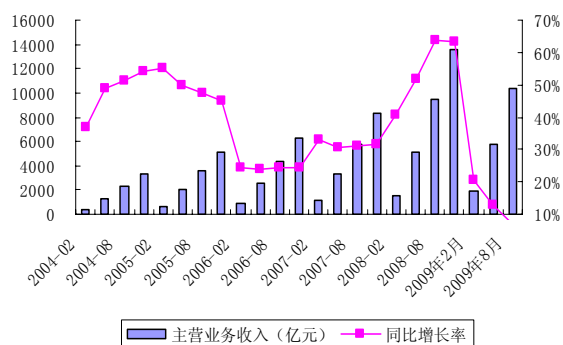
资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 13: 我国焦煤、焦炭价格走势



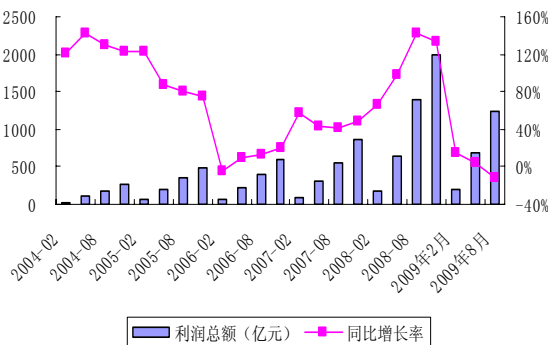
资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 14: 煤炭开采和洗选业销售收入变化



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

图 15: 煤炭开采和洗选业利润总额变化



3、公司在煤炭行业里具有较强的区域竞争优势

(1) 公司与同行上市公司横向比较

下面我们从企业财务效益状况、资产营运状况、偿债能力状况和发展能力状况等四个方面将国投新集与煤炭板块其他上市公司的效绩进行具体的分析。我们坚信：虽然证券投

资就是投资预期，投资未来，但是对未来保守的估计，只能建立在企业稳定的长期历史经营基础上。一个企业盈利的历史记录是预测其未来发展趋势的最可靠的指示器。

国投新集的财务效益整体状况要好于行业平均水平。经统计，20 家煤炭上市公司 2008 年净资产收益率平均值为 31.57%，其中神火股份、西山煤电、潞安环能等公司的净资产收益率都在 35%以上，高于行业平均水平。2009 年前三季度煤炭公司的净资产收益率仍处于高位，行业平均值达到 15.37%，年化率要低于 2008 年平均水平。其中国阳新能、露天煤业、恒源煤电、潞安环能、兰花科创的前三季度净资产收益率都在 20%以上。行业毛利率平均水平 2008 年为 38.69%，2009 年前 3 季度为 32.15%。销售净利率 2008 年为 18.75%，2009 年前 3 季度则小幅回落到 14.99%。国投新集的净资产收益率在 2008 年为 24.32%，2009 年前三季度为 10.02%，低于行业平均水平。公司的总资产报酬率 ROA、投入资本回报率 ROIC 要低于行业平均水平，而销售净利率、销售毛利率、息税前利润 / 营业总收入等财务效益指标都行业平均水平。

表 5：国投新集与煤炭行业财务效益状况比较 (%)

证券简称	净资产收益率		总资产报酬率		投入资本回报率		销售毛利率		销售净利率		息税前利润 / 营业总收入	
	ROE (平均)		ROA		ROIC							
	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q
国投新集	24.32	10.02	14.11	6.37	11.82	4.94	43.91	34.89	21.87	15.67	34.58	25.97
行业均值	31.57	15.37	22.33	11.03	23.55	11.45	38.69	32.15	18.75	14.99	25.58	20.62

数据来源：WIND，国元证券研究中心整理

国投新集的资产营运状况要低于行业平均水平。2008 年煤炭上市公司总资产周转率、流动资产周转率、存货周转率、应收账款周转率均值分别达到 0.96、2.72、20.00、40.90，2009 年前 3 季度上述几项指标年化比率有所下降。国投新集的资产营运水平较低。例如 2009 年前 3 季度，总资产周转率公司为 0.25，行业均值为 0.58；流动资产周转率公司为 1.37，行业均值为 1.53；存货周转率公司为 5.87，行业均值为 12.37；应收账款周转率公司为 11.98，行业均值为 23.64。

表 6：国投新集与煤炭行业资产营运状况比较 (%)

证券简称	总资产周转率		流动资产周转率		固定资产周转率		存货周转率		应收账款周转率	
	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q
国投新集	0.41	0.25	1.91	1.37	1.02	0.70	7.92	5.87	19.62	11.98
行业均值	0.96	0.58	2.72	1.53	2.37	1.62	20.00	12.37	40.90	23.64

数据来源：WIND，国元证券研究中心整理

国投新集的偿债能力要低于行业平均水平。例如 2009 年前 3 季度，资产负债率公司为 62.49%，行业均值为 45.92%；已获利息倍数公司为 4.98，行业均值为 83.27；经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债公司为 0.18，行业均值为 0.48；速动比率公司为 0.43，行业均值为 1.39；流动比率公司为 0.51，行业均值为 1.54。

表 7：国投新集与煤炭行业偿债能力状况比较 (%)

证券简称	资产负债率	权益乘数	已获利息倍数	经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债	流动比率	速动比率

	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q
国投新集	60.79	62.49	2.55	2.67	7.13	4.98	0.37	0.18	0.63	0.51	0.54	0.43
行业均值	43.85	45.92	1.94	2.40	83.81	83.27	0.74	0.48	1.46	1.54	1.31	1.39

数据来源: WIND, 国元证券研究中心整理

国投新集的发展能力总体上要优于行业平均水平。煤炭上市公司 2009 年 3 季度业绩增长较 2008 年显著放慢, 净利润同比增幅 2008 年为 105%, 2009 年前 3 季度为-12%。国投新集的主营业务、净利润增长幅度都低于行业平均水平。

表 8: 国投新集与煤炭行业发展能力状况比较 (%)

证券简称	营业总收入		营业利润		归属母公司股东的净利润		经营活动产生的现金流量净额		2 年营业总收入	2 年归属母公司股东的净利润
	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	2008Y	20093Q	20093Q	20093Q
国投新集	48.08	-3.63	124.72	-21.67	144.47	-21.21	82.27	-49.58	29.62	78.63
行业均值	54.28	11.36	111.20	-9.18	104.91	-12.32	108.14	5.00	77.09	124.88

数据来源: WIND, 国元证券研究中心整理

综合财务效益状况、资产营运状况、偿债能力状况和发展能力状况等四个方面, 国投新集的历史绩效位居煤炭上市公司平均水平。

(2) 公司在行业内的竞争地位与优势

资源优势与可持续发展优势: 公司矿区总面积约 1092 平方公里, 含煤面积 684 平方公里, 资源储量 101.6 亿吨。公司将在未来 5-10 年内新建 7 对矿井, 最终达到年产 3,590 万吨的生产能力。

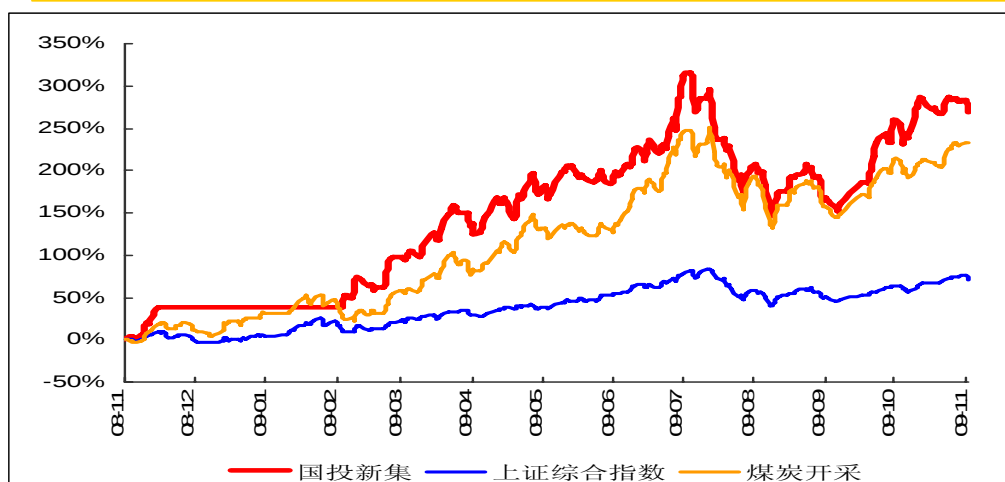
区域优势: 公司紧靠经济发达但资源缺乏的长江三角洲地区, 区域优势使国投新集具有供应灵活和运力成本低的优势。伴随着华东地区经济的快速发展, 市场对煤炭的需求也不断增长。

煤种的环保优势: 公司所产的煤种属于气煤和 1/3 焦煤, 质量稳定, 具有中低灰, 特低硫、特低磷和中高发热量的本质特征, 是深受客户欢迎的环保煤; 其中全硫含量低于 0.4%, 这一特征使用户在使用过程中, 能够最大限度地减少对大气的污染, 省却对环保方面, 特别是脱硫装置的巨额投资, 且燃煤热效率较高。

具备建设大型现代化矿井的优势: 目前, 公司正在加快实施二次创业的发展规划, 将相继建成刘庄、板集、口孜东、杨村、口孜西等一系列现代化矿井。其中, 刘庄矿(一期)已建成投产, 成为国内首个数字化矿井。板集煤矿、口孜东煤矿已经获得国家发改委的核准;

煤电一体化优势: 公司计划在“十一五”到“十二五”期间建设并投入运行板集坑口电厂(2×600MW)和刘庄坑口电厂(4×600MW), 以及收购、参股了其他电厂, 届时将产生煤电一体化的协同效应优势, 提高公司的市场竞争力和抗风险能力等等。

图 16: 国投新集与煤炭板块、大盘走势比较



资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

表 9: 国投新集与煤炭板块其他公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 091124	总股本 (亿股)	基本每股收益 EPS			BPS	市盈率(倍)			市净率(倍)	投资评级
				2008Y	2009E	2010E		2008Y	2009E	2010E		
000552	靖远煤电	19.29	1.78	0.51	0.32	0.45	2.63	37.72	60.28	42.87	7.33	中性
000780	平庄能源	14.85	10.14	0.67	0.49	0.61	2.87	22.16	30.31	24.23	5.18	推荐
000933	神火股份	32.45	7.50	2.30	0.80	1.50	4.36	14.11	40.56	21.63	7.45	推荐
000937	金牛能源	39.13	7.88	2.49	1.25	1.97	8.09	15.70	31.30	19.86	4.83	推荐
000983	西山煤电	39.71	24.24	1.44	1.17	1.50	4.19	27.59	33.94	26.47	9.48	强烈推荐
002128	露天煤业	28.25	11.06	0.85	0.75	0.89	2.57	33.24	37.67	31.74	10.97	推荐
600121	郑州煤电	13.16	6.29	0.30	0.20	0.28	2.61	43.87	65.80	47.00	5.05	推荐
600123	兰花科创	42.93	5.71	2.45	2.24	2.70	8.77	17.50	19.17	15.90	4.89	推荐
600188	兖州煤业	21.32	49.18	1.32	0.90	1.20	5.60	16.17	23.69	17.77	3.81	推荐
600348	国阳新能	47.02	9.62	1.51	1.97	2.40	5.90	31.14	23.87	19.59	7.97	强烈推荐
600395	盘江股份	30.66	11.03	1.08	1.02	1.43	4.70	28.49	30.06	21.44	6.52	推荐
600508	上海能源	25.1	7.23	1.54	1.23	1.70	6.24	16.30	20.41	14.76	4.02	推荐
600971	恒源煤电	37.26	2.40	1.62	1.91	2.50	3.93	23.00	19.51	14.90	9.49	推荐
600997	开滦股份	25.36	12.35	1.46	0.70	0.95	3.88	17.37	36.23	26.69	6.53	推荐
601001	大同煤业	47.02	8.37	2.40	1.73	2.18	9.22	19.59	27.18	21.57	5.10	强烈推荐
601088	中国神华	36.28	198.90	1.34	1.70	2.10	8.26	27.14	21.34	17.28	4.39	推荐
601666	平煤股份	32.42	13.97	2.48	1.10	1.50	5.56	13.09	29.47	21.61	5.83	推荐
601699	潞安环能	52.22	11.51	2.48	2.08	2.60	7.82	21.06	25.11	20.08	6.68	推荐
601898	中煤能源	14.18	132.59	0.52	0.49	0.70	5.09	27.27	28.94	20.13	2.79	推荐
601918	国投新集	19.78	18.50	0.65	0.51	0.96	3.21	30.43	38.78	20.60	6.16	推荐
均值		30.92	27.51	1.47	1.13	1.51	5.27	24.15	27.41	23.31	6.22	—

资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理、预测

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn