



8 January 2010 | 9 pages

国投新集(601918)

增长最快的东部煤炭企业

——国投新集调研简报

姓名: 田加伟
86-21-6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

金嫣

- 本报告导读:
- 新项目陆续投产驱动内生增长
 - 靠近华东: 区位优势铸就竞争优势
 - 国投系煤电资产整合的平台

投资要点:

■ 新项目陆续投产驱动内生增长

公司拥有 4 对生产矿井和 3 对在建矿井, 目前煤炭产能 1550 万吨/年, 随着在建项目的陆续投产, 产能仍将快速增长, 预计 2010-2012 年公司煤炭产量将分别增加 200 万吨、400 万吨和 500 万吨。公司拥有煤炭资源储量高达 101.6 亿吨, 产能扩张的潜力巨大, 假设公司现有规划项目的均按正常速度进展, 未来 5 年公司煤炭总产能将达到 3000 万吨以上, 较现在增长 1 倍以上。

■ 靠近华东: 区位优势铸就竞争优势

华东地区每年的煤炭供需缺口高达 3 亿吨, 公司靠近华东腹地, 煤炭运输距离较“三西”地区缩短 1000 公里以上, 可大幅降低运输成本, 公司每年签订的供煤意向皆远大于公司产量, 区位优势明显。

■ 国投公司煤电资产整合平台

国投煤炭公司尚有 2100 万吨/年的煤炭产能, 未来资产注入的潜力较大。公司升格为国投公司的子公司后, 其作为国投公司煤炭资源整合平台的发展方向更加明确, 并有望与国投公司的电力资产进行整合, 从而实现煤电一体化经营。

■ 投资建议: 买入

预计 2010-2011 年公司可实现 EPS 0.78 元和 1.04 元。给予公司 25 倍的目标市盈率, 2010 年的合理估值水平为 19.58 元/股。投资建议: 买入。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009A	2010E	2011E
主营收入	3664.5	5426.3	4948.0	6988.7	9141.2
(+/-)%	24.3%	48.1%	-8.8%	41.2%	30.8%
经营利润 (EBIT)	1084.9	1974.3	2212.0	3025.1	4044.3
(+/-)%	7.2%	82.0%	12.0%	36.8%	33.7%
净利润	410.5	1202.7	831.7	1449.5	1962.7
(+/-)%	11.0%	193.0%	-30.8%	74.3%	35.4%
每股净收益 (元)	0.22	0.65	0.45	0.78	1.06
每股股利 (元)	0.00	0.20	0.14	0.24	0.32
利润率和估值指标	2007	2008	2009A	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	31.5%	43.9%	33.4%	39.0%	39.9%
ROE (%)	9.7%	21.3%	13.6%	19.8%	22.2%
ROIC (%)	5.7%	12.4%	6.8%	10.4%	12.1%
PE	72.1	24.6	35.6	20.4	15.1
PB	6.98	5.24	4.84	4.05	3.35
EV/EBITDA	30.1	16.8	15.5	11.3	8.5

评级: 买入

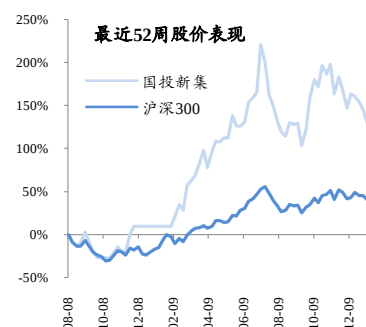
上次评级: 买入

目标价格: ¥19.5

8 上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥15.96

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.20
2Q/2009	0.15
3Q/2009	0.16
4Q/2009	0.20



公司简介

公司位于淮南煤田腹地, 是我国重点建设的 13 个大型煤炭基地之一, 主要生产优质动力煤。公司靠近华东煤炭消费市场, 具有明显的区域竞争优势。

相关报告





Focus

资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1559.6	1484.4	2096.6	2742.4	营业收入	3664.5	5426.3	4948.0	6988.7
应收票据	228.9	187.4	264.7	346.2	营业成本	2510.4	3043.8	3294.1	4265.2
应收账款	328.1	316.5	447.0	584.7	营业税金及附加	54.2	79.7	72.7	102.6
预付款项	330.4	334.2	348.8	367.2	销售费用	45.7	61.0	69.3	97.8
其他应收款	41.3	52.4	66.4	87.3	管理费用	222.5	344.3	336.5	475.2
存货	401.0	435.8	564.3	726.6	财务费用	214.9	263.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	5.8	2.4	8.8	5.7
长期股权投资	0.3	0.3	0.3	0.3	公允价值变动收益	0.0	-30.7	0.0	0.0
固定资产	5414.8	7766.4	9671.9	11636.8	投资收益	0.0	12.1	12.0	12.0
在建工程	4535.6	3356.4	3215.7	3618.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	611.0	1613.4	1178.7	2054.2
无形资产	730.2	857.4	964.8	1091.8	营业外收支净额	26.5	-0.2	0.0	0.0
长期待摊费用	1.9	1.7	1.5	1.3	税前利润	637.4	1613.1	1178.7	2054.2
资产总计	14518.7	15693.9	18644.9	22314.0	减：所得税	231.4	426.4	311.6	543.0
短期借款	650.0	781.5	648.2	808.6	净利润	406.1	1186.7	867.1	1511.2
应付票据	191.3	188.7	244.3	314.6	归属于母公司的净利润	410.5	1202.7	831.7	1449.5
应付账款	1395.4	1392.0	1802.4	2320.6	少数股东损益	-4.4	-16.0	35.4	61.6
预收款项	262.4	223.7	389.1	563.6	基本每股收益	0.22	0.65	0.45	0.78
应付职工薪酬	297.5	271.3	383.2	501.2	稀释每股收益	0.22	0.65	0.45	0.78
应交税费	535.7	488.5	689.9	902.4	财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	380.4	346.9	489.9	640.8	成长性				
其他流动负债	0.0	-4.8	15.6	37.1	营收增长率	24.3%	48.1%	-8.8%	41.2%
长期借款	3573.5	4573.5	5239.7	5864.6	EBIT 增长率	13.9%	128.1%	-38.0%	74.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	11.0%	193.0%	-30.8%	74.3%
负债合计	8826.1	9526.0	11221.8	13279.6	盈利性				
股东权益合计	5692.7	6189.7	7444.9	9056.2	销售毛利率	31.5%	43.9%	33.4%	39.0%
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	11.2%	22.2%	16.8%	20.7%
净利润	1186.7	867.1	1511.2	2046.2	ROE	9.7%	21.3%	13.6%	19.8%
折旧与摊销	76.9	1036.5	977.3	1269.2	ROIC	5.7%	12.4%	6.8%	10.4%
经营活动现金流	1712.1	1495.9	3549.3	4480.2	估值倍数				
投资活动现金流	-1697.0	-2332.6	-3214.1	-4185.0	PE	72.1	24.6	35.6	20.4
融资活动现金流	-274.1	761.4	277.0	350.5	P/S	8.1	5.5	6.0	4.2
现金净变动	-259.0	-75.2	612.2	645.8	P/B	7.0	5.2	4.8	4.1
期初现金余额	1818.7	1559.6	1484.4	2096.6	股息收益率	0.0%	1.3%	0.9%	1.5%
期末现金余额	1559.6	1484.4	2096.6	2742.4	EV/EBITDA	30.1	16.8	15.5	11.3



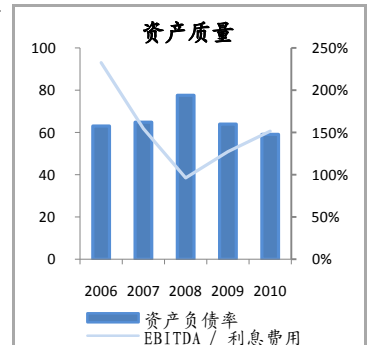
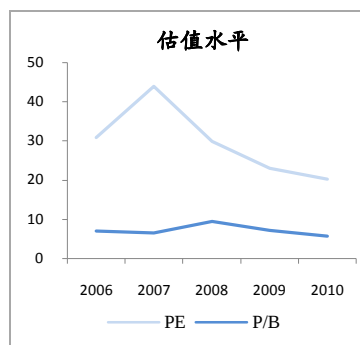
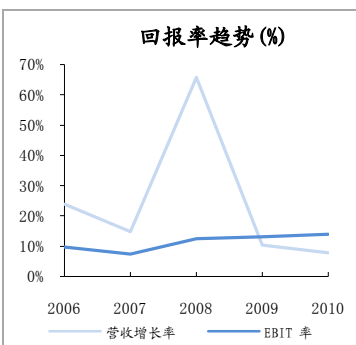
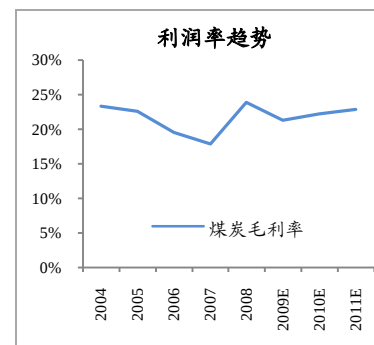


DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	189741.8	139936.2	229759.6	309497.7	411290.8	486427.1	585977.3	644896.2	708752.5	779911.3	857874.2
所得税	50157.4	34984.0	57439.9	77374.4	102822.7	121606.8	146494.3	161224.1	177188.1	194977.8	214468.5
NOPLAT	52982.9	139584.5	104952.1	172319.7	232123.3	308468.1	364820.3	439483.0	483672.2	531564.3	584933.5
营运资金净变动	40407.3	59388.3	-47861.3	68763.1	72095.4	90631.4	83821.7	96644.9	58236.5	64504.2	70579.8
资本支出	-261073.6	-163983.7	-258507.4	-336227.4	-435630.6	-520723.6	-617554.4	-677888.7	-744611.3	-817594.7	-897464.8
自由现金流	-15987.5	-6868.1	108864.0	122842.4	152674.1	158350.2	198320.8	200028.0	250350.1	306460.1	369057.0

WACC	8.39%	Ke	12.5%
永续增长率	2.0%	Kd	5.7%
终值	78695	t	25%
企业价值	1861395	Rf	2%
非核心资产价值	155989	E(Rm)	0.12
债务价值	550529	Rm - Rf	10%
股权价值	1310866	D/A	15.7%
股本	185039	E/A	84.3%
每股价值	7.08	Beta	1.05

估值		g				
WACC	6.89% 7.39% 7.89% 8.39% 8.89% 9.39% 9.89%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
		22.40	24.14	26.23	28.79	32.01
		20.11	21.52	23.18	25.18	27.64
		18.17	19.32	20.67	22.26	24.18
		16.50	17.46	18.56	19.85	21.38
		15.06	15.86	16.77	17.83	19.07
		13.79	14.47	15.24	16.12	17.14
		12.68	13.26	13.91	14.65	15.49

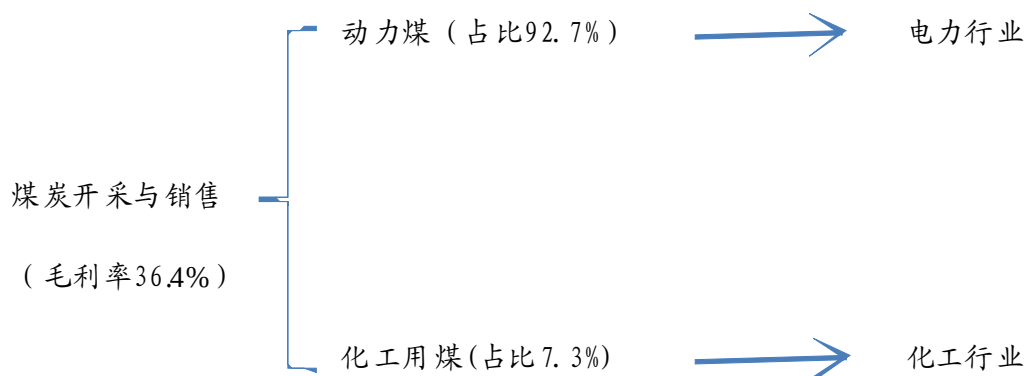




公司业务模式解析

公司主营煤炭生产与销售，属于上游资源品行业，在公司产品结构中，90%以上为发电或供热用动力煤，其余部分为化工用煤。由于公司地处华东腹地，周边经济发达，电力需求旺盛，公司所产动力煤十分紧俏，每年签订的合同意向远大于公司实际产量，所以公司没有大力开发其他下游客户，从而导致电煤销售占比较高。

图 1：公司业务模式图示



资料来源：公司公告、浙商证券研究所 注：图中数字取自 2009 年中报

新矿井投产在即，内生增长速度快

目前公司拥有四对生产矿井：新集一矿、新集二矿、新集三矿和刘庄矿，三对在建矿井：板集矿、口孜东矿和杨村矿。四个在产矿井的质储量总和为 27.8 亿吨，可采储量为 10.8 亿吨，合计产能 1550 万吨/年，其中刘庄煤矿于 2009 年 10 月份正式建成，年产能 800 万吨，并将于 2010 年实现满产。在建的板集矿可采储量 1.99 亿吨，设计产能 300 万吨/年，可采煤种为气煤和 1/3 焦煤，原计划于 2009 年下半年投产，但因副井井筒突水而延期，目前公司正组织专家进行论证，争取尽快拿出解决方案，但 2010 年投产的可能性较小，我们预计最快可于 2011 年上半年投产。在建的口孜东矿可采资源储量 3.91 亿吨，设计产能 500 万吨/年，可采煤种也是气煤和 1/3 焦煤，预计该矿将于 2011 年下半年投产，预计当年可贡献产量 200 万吨左右；在建的杨村矿可采储量 3.84 亿吨，设计产能 500 万吨，预计将在 2012 年开始贡献部分产量。

表 1：公司在产煤矿资料统计

	煤种	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能
新集一矿	气煤	6.52	2.2	390
新集二矿	气煤	4.75	1.53	290
新集三矿	气煤	0.88	0.19	75
刘庄煤矿	气煤	15.6	6.86	800
合计		27.75	10.78	1555

数据来源：公司公告、浙商证券研究所





表 2: 公司在建煤矿相关资料 (单位: 亿吨、万吨/年)

煤种		资源储量	可采储量	设计产能	预计投产时间
板集煤矿	气煤、1/3 焦煤	5.41	1.99	300	2011
口孜东矿	气煤、1/3 焦煤	7.71	3.91	500	2011
杨村矿		8.66	3.84	500	2012

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

预计 2009 年公司原煤产量 1300 万吨, 同比增长 10.1%, 其中, 刘庄矿实现产量约 550 万吨; 商品煤销量 1160 万吨, 同比增加 77.5 万吨。由于板集矿没能按计划投产, 公司 2010 年的产量增长主要来自与刘庄矿实现满产带来的增量贡献, 预计全年可实现煤炭产量 1500 万吨左右, 按 90% 的商品煤回收率估算, 商品煤产量大约为 1350 万吨。

2011 年至 2012 年间, 公司在建的三座新矿井将陆续投产并达产, 分别贡献新增产量约 400 万吨、500 万吨。除了在建的三个煤矿外, 公司还有多个资源储备项目已完成资源勘探, 有望相继转入实施阶段。随着新项目的持续推进, 公司煤炭产量必将快速增长, 未来 5 年内公司总产能有望达到 3000 吨/年以上, 较目前煤炭总产能增长 1 倍多。

表 3: 公司储备煤炭项目相关情况

	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	规划产能 (万吨/年)
口孜西矿	4.00	1.70	300
罗园煤矿	2.03	0.92	120
连塘里矿	1.19	0.59	90
展沟煤矿	8.35	3.34	300

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

表 4: 公司煤炭产销量预测表 单位: 万吨

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
原煤总产量	793	791	1010	1181	1300	1500	1900	2400
老三矿			732.6	751.6	750	750	750	750
刘庄矿			277.4	429.4	550	750	800	800
板集矿							150	300
口孜东矿							200	400
杨村矿								150
商品煤产量	684.7	731.0	917.9	1082.5	1200	1350	1710	2160
商品煤回收率	86.3%	92.4%	90.9%	91.7%	89.2%	90.0%	90.0%	90.0%
商品煤销量	681.9	733.7	909.9	1087.1	1160	1350	1710	2160
铁运			667.8	821.9	1010	1161.0	1470.6	1857.6
电煤			557.8	705.2	940	1053.0	1333.8	1684.8
非电煤			109.9	116.6	70	108.0	136.8	172.8
地销			242.1	265.3	150	189.0	239.4	302.4

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所





紧邻华东腹地，区域竞争优势明显

公司地处华东地区腹地，紧靠经济发达但资源匮乏的长江三角洲，华东地区的快速发展将保持对公司煤炭需求的持续快速增长。与通过铁路或海运到达华东地区的“三西”煤炭相比，公司所产煤炭的运输距离缩短 1000 公里以上，此外，公司 90%以上的煤炭在安徽本省销售，不仅供应灵活而大大降低客户的运输成本，深受客户青睐。

2009 年 10 月份以来，华东地区因储煤不足而导致煤炭价格大幅上涨，公司煤炭销售价格也随之大幅上升，进入 2010 年后，公司现货煤最新销售价格（车板含税价）上调到 700 元/吨，较 2009 年均价上涨 200 元/吨以上；公司 2010 年合同煤价格（车板含税价）达到 580 元/吨，同比上涨 80 元/吨，涨幅为 16%，远高于全国平均涨幅。我们预计公司全年铁运煤炭平均售价（不含税）为 487 元/吨，地销煤平均售价（不含税）550 元/吨，分别同比增长 21%和 25%。

表 5：公司各煤种销售价格预测（元/吨）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
煤炭均价	340.30	360.28	358.71	458.37	407.59	496.20	517.62	538.34
同比 (%)	25.63%	5.87%	-0.43%	27.78%	-11.08%	21.74%	4.32%	4.00%
铁运			347.42	425.65	402.8	487.4	507.5	528.3
电煤			340.57	411.97	400	480	499.2	519.2
非电煤			382.17	508.37	440	560	588	617.4
地销			389.87	559.75	440	550	580	600

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

背靠国投公司：煤电一体化的资源整合预期

公司经股权划转由国投公司的孙公司变为子公司，与此前直接控股股东国投煤炭处于同一级别，未来将成为国投公司旗下煤炭资产的整合平台。国投公司下属煤炭投资平台国投煤炭主要控股和参股煤炭投资项目，不从事具体生产经营业务，除国投新集之外，目前控股和参股从事煤炭生产和经营的企业有 12 家，在产、在建与规划的产能在 2000 万吨/年以上。

尽管由于国投煤炭下属资产比较分散，从而短期内资产全部注入难以实现，但未来煤炭资产注入的方向已经清晰。

表 6：国投煤炭公司部分煤炭资产状况

公司名称	项目阶段	地质储量	可采储量	年产能	销售区域	煤种
国投煤炭郑州能源开发公司	在产	贫瘦煤	0.19	0.11	84	河南省
国投邢台能源开发公司	在产	气肥煤	0.08	0.03	40	山东
新疆伊犁犁能煤炭公司	在产	不粘煤	0.66	0.38	90	新疆
山西国投云峰能源公司	在产	气煤	1.33	0.79	240	天津\广西
国投曲靖煤炭开发公司	探矿	1/3 焦煤	16.06	8	120	云南
阳泉市南庄煤炭集团公司	在产	无烟煤	0.53	0.33	200	山东\河北\江苏
阳泉市南庄煤炭集团公司	在建	无烟煤	9.62	5.41	600	山东\河北\江苏
大阳泉煤炭公司	在产	无烟煤	0.62	0.26	120	山东\河北\江苏\浙江
国投晋阳能源公司	在产	无烟煤	1.72	1.02	135	山东\江苏
国投晋城能源公司	在建	无烟煤	5.15	2	300	山西\河南\山东
山东滕州曹庄煤炭公司	在产	气肥煤	0.27	0.11	45	山东\浙江\江苏
山东微山崔庄煤炭公司	在产	气肥煤	1.34	0.73	120	山东\浙江\江苏





合计

37.57

19.17

2094

数据来源：浙商证券研究所

国投公司旗下还有规模庞大的电力业务资产，煤炭和电力属于上下游的关系，近年来在政府的支持以及企业追求稳健经营的多重因素作用下，煤电联营的发展趋势十分明显。根据我们的分析，实行煤电联营的企业具有明显强于其他企业的稳健经营能力，例如中国神华。因此，不排除未来国投公司将煤炭和电力业务整合为煤电联合体的可能。

此外，依托于强大的煤炭资源优势，公司也积极涉足电力行业，以期在提高资源利用效率的同时增强抗风险能力。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，未来还将建设 2*60 万千瓦的二期燃煤电厂。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。除利辛公司电力项目外，公司正在建设刘庄矿坑口电厂，该电厂设计产能 4*60 万千瓦，年耗煤量 500-600 万吨，可解决刘庄矿 70%左右的煤炭销售问题。

盈利预测与投资建议

盈利预测：根据以上分析，暂不考虑资产注入，未来 3 年公司煤炭产量增速将逐步加快，3 年内煤炭产量将较目前增加 1100 万吨。此外，华东地区煤炭价格的稳步提升也将为公司的业绩增长提供重要驱动力。根据前面的假设，我们预计 2010-2011 年公司可实现净利润 14.50 亿元和 19.63 亿元，折合每股收益 0.78 元和 1.04 元。给予公司 25 倍的目标市盈率，2010 年的合理估值水平为 19.58 元/股。

若考虑公司年内增发 20000 股的摊薄效应，2010-2011 年的每股收益为 0.71 元和 0.96 元，25 倍市盈率下的合理估值水平为 17.67 元/股。

投资建议：考虑到公司发展势头迅猛，未来仍有大量的新项目陆续实施，我们看好公司的长远发展潜力。给予公司买入评级。





浙商证券研究团队

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

