

国投新集（601918） 煤炭与消费 ——产能快速提升，业绩进入高速增长期

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 15.29 元

投资要点：

公司煤炭产能快速提升，业绩进入高速增长期。2010 年公司刘庄矿将完全达产，全年原煤总产量有望达到 1600 万吨，同比增长约 27%。2011 年和 2012 年每年平均新增产量约 400 万吨左右，增量主要来自板集矿（300 万吨/年）和口孜东矿（500 万吨/年）的投产。

资源储备丰富，发展潜力较大。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%。公司已被确立为全国 13 个亿吨煤基地的大型煤炭企业之一。未来，公司将保证“每年投建一个矿井，投产一个矿井”，用 5 年左右时间建成年产 3590 万吨的生产能力，较现在产量增长 1 倍左右。

区位优势显著，煤炭产销旺盛。公司紧靠经济发达但煤炭资源缺乏的长江三角洲地区，区域优势使公司具有供应灵活和运力成本低的优势。公司所在区域火电及能源消费处于快速增长阶段，煤炭需求旺盛；煤炭价格长期趋势向上不改，盈利能力有保障。

公司盈利预测。我们预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 71.77 亿元、91.58 亿元和 122.96 亿元，同比分别增长 45%、28%和 34%；归属于母公司所有者的净利润分别为 12.71 亿元、17.07 亿元和 24.3 亿元，同比分别增长 53%、34%和 42%；按现有股本计算每股收益分别为 0.69 元、0.92 元和 1.31 元。

鉴于公司处于煤炭主要消费区域，煤炭销售旺盛、产品价格上涨预期较强，同时，公司产能扩张较快，业绩处于高速增长期，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4950	7177	9158	12296
营业收入增长率	-9%	45%	28%	34%
净利润（百万元）	833	1271	1707	2429
净利润增长率	-23%	53%	34%	42%
EPS（元）	0.45	0.69	0.92	1.31
ROE	13.6%	18.1%	19.5%	22.2%
P/E	33.96	22.26	16.58	11.65
P/B	4.61	4.02	3.24	2.59
EV/EBITDA	17	12	9	7

2010 年 10 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	20.81/9.88
上证指数/深圳成指	2971.16/12765.50
50 日均成交额(百万元)	152.15
市净率(倍)	4.61
股息率	1.31%

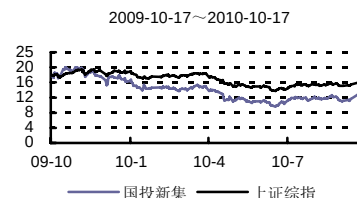
基础数据

流通股(百万股)	1047.78
总股本(百万股)	1850.39
流通市值(百万元)	16020.50
总市值(百万元)	28292.42
每股净资产(元)	3.32
净资产负债率	169.97%

股东信息

大股东名称	国家开发投资公司
持股比例	42.26%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-国投新集（601918）调研报告：产能扩张、下游扩展提升公司价值》，2009-6-16

联系方式

研究员：	李朝松，周海鸥
职业证书编号：	S0020208060732
电话：	021-51097188-1883
电邮：	lichao.song@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电话：	(86-21) 51097188-1952
电邮：	zhaoxi.juan@gyzq.com.cn
地址：	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F（200120）

目 录

一、公司概况.....	3
1.1 公司的主营业务为煤炭采掘、洗选和销售	3
1.2 公司实际控制人 为国投公司	4
二、煤炭产能进入快速增长期	4
2.1 2011、2012 年煤炭产量增长较快	4
2.2 煤电并举或成为发展方向	5
2.3 资源储备丰富，发展潜力巨大	5
三、区域优势保证公司煤炭产销旺盛	6
3.1 公司在行业内的竞争优势	6
3.2 公司煤炭销售以合同煤为主，长期价格呈上升趋势	7
四、财务效益分析	7
五、煤炭行业长期向好	9
六、盈利预测及投资评级	11
七、投资风险揭示	13
7.1 行业周期性波动风险	13
7.2 成本上升风险	13
7.3 公司板集矿突水治理存在不确定性，有延期投产的可能	13

一、公司概况

1.1 公司的主营业务为煤炭采掘、洗选和销售。

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。

公司主要煤种为中低灰，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。公司产品的主要消费群体以电厂为主，兼顾建材、冶金、化工等行业。

公司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 2010 年上半年，公司资产总额为 180.23 亿元。公司依靠科技进步推动煤矿建设和发展，坚持“以煤养矿、滚动发展、自我造血”的发展方针，率先走出了一条煤矿建设投资省、工期短、达产快、效益好、技术先进、还贷能力强的新路子，创造了闻名全国煤炭行业的“新集模式”和“新集经验”。

公司煤炭资源储量丰富，目前有四对矿井在产，分别是新集一矿、新集二矿、新集三矿以及刘庄煤矿，核定生产能力为 1550 万吨；在建的煤矿为板集矿和口孜东煤矿，规划产能为 800 万吨。现有煤矿的可开采储量为 10.81 亿吨，储量较为丰富，可开采年限较长；在建的煤矿可开采储量为 5.92 亿吨。另外，公司在淮南矿区共拥有 11 个井田和 4 个后备区，资源储量高达 101.6 亿吨，产能扩张的潜力巨大，将成为公司长远发展的坚实基础。

图表 1 公司煤炭资源及产能情况

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	0.2	75	19	已投产
刘庄矿	在产	15.63	6.86	800	160	已投产
板集矿	在建	5.41	1.99	300	49	约 2011 年
口孜东矿	在建	7.71	3.93	500	60	2011 年
总计		40.92	16.73	2355		

来源：公司公告 国元证券研究中心

煤炭是公司业务收入主要来源。2008 年以来，煤炭业务收入占总营业收入比重稳定在 95% 以上，其它业务收入占比在 5% 以下。

图表 2 公司营业收入构成情况

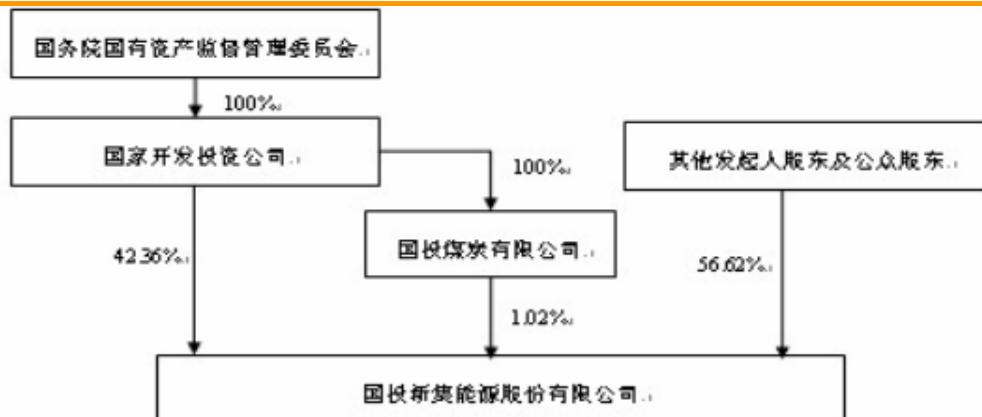
	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
煤炭业务收入	330750.43	95.66%	467242.37	96.17%	498294.71	95.36%
其他业务收入	15007.72	4.34%	18605.4	3.83%	24223.84	4.64%
总营业收入	345758.15	100%	485847.77	100%	522518.55	100%

来源：公司公告 国元证券研究中心

1.2 公司实际控制人为国投公司

公司控股股东为国家开发投资公司（国投公司）。截止 2010 年 6 月 30 日，国投公司持有公司 42.36% 的股份，通过全资子公司国投煤炭有限公司持有公司 1.02% 的股份，合计持有股份为 43.38%；其它主要股东有国华能源有限公司（持股 18.8%）和安徽新集煤电（集团）有限公司（持股 17.25%）。

图表 3 公司股权结构图



来源：公司公告

二、煤炭产能进入快速增长期

2.1 2011、2012 年煤炭产量增长较快

2009 年，公司累计生产原煤 1253.06 万吨，同比增长 6.11%。2010 年公司煤炭产能增量主要来自刘庄矿，刘庄矿二期投产后，其核定产能由 300 万吨提升至 800 万吨，已于 2009 年 10 月获得国家 800 万吨产能核定批复。2009 年刘庄矿的产量为 540.89 万吨，预计 2010 年刘庄矿可实现满产。预计 2010 年公司原煤产量可以达到 1600 万吨，同比增长约 27.6%。

2011 年和 2012 年每年平均新增产量约 400 万吨左右，增量主要来自板集矿和口孜东矿的投产。口孜东矿建设顺利推进，预计 2011 年投产。口孜东煤矿规划产能为 500 万吨，预计总投资为 42 亿元，现已完成投资 22 亿元，工程进度已经完成约 70%。目前面临的主要问题是资金压力较大，前期建设资金主要由银行贷款等方式筹集，公司拟通过增发方式融资 27 亿元以支持项目顺利进行。预计口孜东煤矿的投产时间为 2011 年下半年。

板集矿规划产能为 300 万吨，原计划 2009 年投产，但由于 2009 年 4 月发生副井井筒突水事故导致工期延误。目前公司正按照前期拟定的治水方案进行施工，预计今年 10 月可完成出水孔冻结，之后需进行井筒排水和井壁修复工作，部分设备需要更换。板集矿在完成突水事故治理后，约需要半年时间进行剩余建设工作，预计 2011 年下半年可以投产。不过，由于突水治理情况有一定不确定性，板集矿的投产时间有向后推迟的可能。

图表 4 公司煤炭产量快速增长

单位：万吨

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
新集一、二、三矿	732.6	751.6	712	750	750	750
刘庄矿	277.4	429.4	541	850	850	900
板集矿					150	300
口孜东矿					200	550
原煤总产量	1010	1181	1253	1600	1950	2500

来源：公司公告 国元证券研究中心

2.2 煤电并举或成为发展方向

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%，国电电力持股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。

大股东国投公司旗下电子资产也非常丰富，规模较大，而煤炭和电力是上下游关系，近年来，煤电联营的趋势更加明显。煤电联营企业具有更加稳健的经营能力，中国神华是其中的代表企业。未来，公司在电力业务上的投资和规模有望逐步扩大，同时可能得到大股东相关支持。

2.3 资源储备丰富，发展潜力巨大

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年建成年产3590万吨的生产能力，较现在产量增长1倍左右。

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。公司控股股东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。

图表5： 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）	预计产能（万吨）
老庙-杨村矿	14418	10818	400
罗园-连塘里矿	15366	8537	100
板集矿	-	-	300
口孜集矿	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

图表 6 公司储备项目情况

	地质储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	规划产能（万吨）
杨村矿	8.66	3.84	500
口孜西矿	4	1.7	300
罗园矿	2.03	0.92	120
连塘里矿	1.19	0.59	90
展沟煤矿	8.35	3.34	300
合计	24.23	10.39	1310

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

三、区域优势保证公司煤炭产销旺盛

3.1 公司在行业内的竞争优势

区域优势显著。我国煤炭资源主要分布在晋、陕、蒙、宁等省份，而煤炭消费地区主要分布在东南沿海等经济发达地区，也因此形成了西煤东运、北煤南运的格局。煤炭具有货值低、运费占总成本比重大的特点。煤炭的运输距离和运输的便利程度对煤炭生产企业在一定区域内的竞争能力有很重要的影响。由于交通运输距离较长，西部运至东部的煤炭综合成本较高。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。

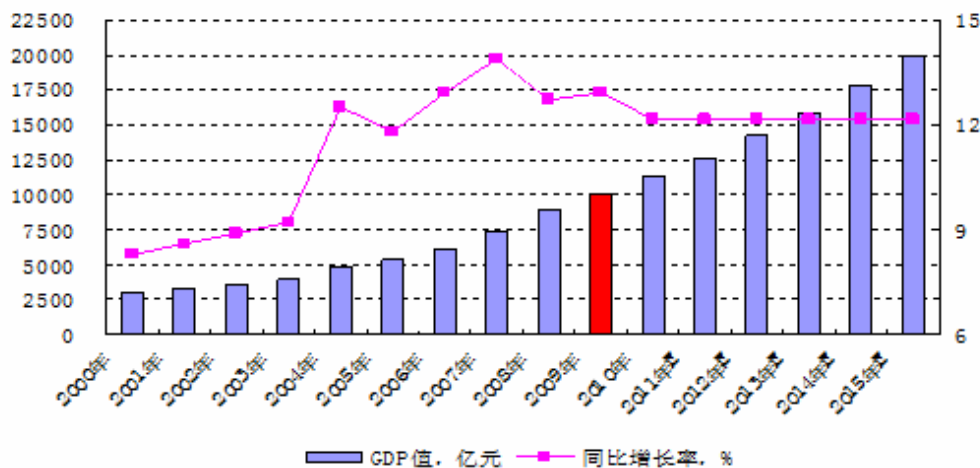
安徽经济快速发展将拉动煤炭需求较快增长。近年来，东部和沿海制造业向以安徽为代表的中部地区转移态势明显，自 2006 年开始，安徽固定资产投资显著高于全国同期水平，其中包括钢铁、水泥、汽车、家电等行业的产量增速较快，工业增加值增长非常强劲，平均增长 25% 左右。同期，安徽省能源消费增长速度也远高于全国平均水平。皖江城市带承接产业转移示范区规划获批将加快产业转移步伐，区域振兴规划将刺激安徽经济保持快速增长。根据《安徽省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，安徽省 2009 年 GDP 突破一万亿元，达到 10052.9 亿元；即将到来的“十二五”，安徽省规划在 2009 年的基础上再新增一万亿元，年均增长率 12.15%，2015 年 GDP 达到 2 万亿元。随着工业化和城镇化的发展，电力、钢铁、水泥需求增长，对煤炭需求增长形成强劲支撑。

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。

图表 7 安徽 GDP 增长情况



资料来源：国元证券研究中心

3.2 公司煤炭销售以合同煤为主，长期价格呈上升趋势

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，煤炭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 70-80%，地销市场煤约占 20-30%。公司合同煤价格实行一年一签，签订后不再变化。从发展趋势看，合同煤价趋向上涨，与市场煤价并轨。2010 年公司省内重点用户合同煤（5000 大卡）车板含税价为 580 元/吨，较 2009 年上涨约 80 元/吨左右。以合同煤为主的销售策略使得公司拥有稳定的客户群体和较为牢固的合作关系，有利于公司煤炭销量的持续稳定增长。我们认为，随着宏观经济的持续增长，煤价将呈现长期增长的势头。

图表 8 公司煤炭销量及销售价格

	2007	2008	2009	2010H1
煤炭销售量（万吨）	909.85	1087.1	1096.4	666.48
YOY%	24%	19.48%	0.86%	6.97%
地销煤（万吨）		265.25	184.21	99.85
铁运煤（万吨）		821.85	912.19	566.63
煤炭综合销售价格（元/吨）	358.72	458.37	426.16	496.26
YOY%	-0.40%	27.78%	-7.03%	21.88%

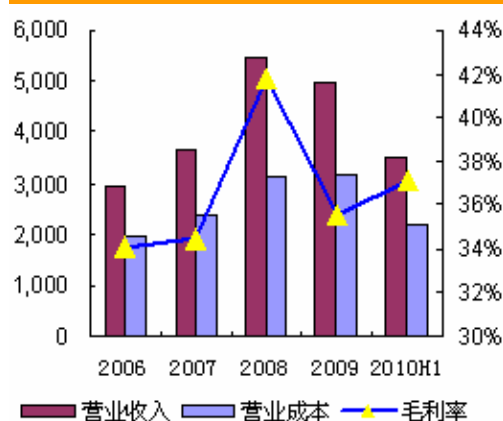
资料来源：公司公告 国元证券研究中心

四、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 年受国际金融危机影响，公司经营出现短暂下滑，但随着经济复苏，2010 年营业收入、净利润都呈现良好的增长态势。2010 年上半年公司实现营业收入 34.86 亿元，同比增长 31.97%；净利润 6.42 亿元，同比增长 34.6%。预计 2010 年公司业绩较 09 年有较大幅度增长。

煤炭开采成本也呈现逐年上升的态势。2010 年公司吨煤生产成本已经上升至 317 元/吨，主要原因是材料费、工资、安全费等费用上升较快，其中 2009 年公司将安全费用由 25 元/吨上调至 33 元/吨。随着掘进深度增加和矿井维护费用加大，费用支出仍将增长；同时，安徽省内多数煤炭生产企业安全费用计提标准为 50 元/吨，高于公司水平，因此公司安全费用仍有上调的可能。另外，由于物价水平的上升，煤炭开采所需要的材料、人力、电力等成本也将持续上升。

图表 9 公司营业收入、成本变化



图表 10 公司净利润变化



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

图表 11 公司煤炭生产成本情况

单位：元/吨

	2007	2008	2009	2010H1
单位生产成本	232.96	251.42	281.24	317.12
材料	32.67	39.13	31.15	38.39
工资	65.04	61.53	59.62	74.01
福利费	0.72	5.31	6.74	8.81
电力	13.64	13.26	14.72	13.63
折旧	30.55	29.29	33.08	34.77
井巷	4.4	4.36	4.57	4.57
维简	9.04	10.67	12.57	12.58
修理费	3.61	9.56	10.35	11.4
塌陷费	11.77	12.44	17.67	27.93
安全费用	19.2	18.07	37.72	37.73
其他支出	42.32	47.8	53.05	53.29

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

期间费用呈下降态势。随着公司煤炭产能的增加，规模优势逐步显现，2008 年以来，公司单位煤炭对应的期间费用下降较为明显，由 2008 年的 57.52 元/吨下降至 2010 年上半

年的 47.69 元/吨。

图表 12 单位煤炭期间费用

单位：元/吨

	2007	2008	2009	2010H1
期间费用	48.73	57.52	51.93	47.69
管理费用	22.65	30.34	25.32	24.45
营业费用	2.95	3.48	4.04	4.72
财务费用	23.13	23.7	22.57	18.52

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

通过杜邦分析，可以看出公司的财务指标处于较为良好的状态，结果如下：

图表 13 公司财务指标杜邦分析

杜邦分析	2010 H1	2009	2009 H1	2008	2007
权益净利率 (ROE) (%)	10.17	14.16	8.44	21.99	13.34
权益净利率-同比增减 (%)	1.73	-7.83	-0.53	8.65	-5.3
因素分解：					
销售净利率 (%)	18.48	16.91	18.57	19.7	11.08
——净利润 / 利润总额 (%)	73.92	72.61	75.56	71.32	63.7
——利润总额 / 息税前利润 (%)	87.08	82.12	82.83	85.07	74.78
——息税前利润 / 营业总收入 (%)	28.71	28.36	29.67	32.47	23.26
资产周转率 (次)	0.2	0.32	0.18	0.41	0.35
权益乘数	2.74	2.64	2.62	2.69	3.4
归属母公司的净利润占比 (%)	99.61	99.55	98.97	101.5	101.09

资料来源：wind 国元证券研究中心

五、煤炭行业长期向好

我国煤炭行业运行情况良好。2010 年前 8 个月，全国煤炭产量为 21.7 亿吨，同比增长 19.1%，较前 7 个月 18.4% 的增速有所提升。前 8 个月，煤炭行业固定资产投资 2078 亿元，同比增长 20.9%，占全国城镇固定资产投资比例约 1.5%。煤炭下游需求旺盛，前 8 个月国内火力发电量累计 22211 亿千瓦时，同比增长 18.2%，冶金、建材、化工等行业也保持良好的增长态势，煤炭需求和价格均保持在较高水平。

短期来看，四季度煤炭需求向好，价格有望上行。受国家对煤矿安全整顿以及资源整合影响，市场上煤炭供应趋紧。随着热电厂逐渐开始进行冬季储备，部分地区动力煤价格小幅上扬，炼焦煤、无烟煤、喷吹煤等品种受下游支撑价格也受下游焦炭价格支撑，价格也呈上涨态势。另外，欧洲多国气象部门预计 2010 年北半球将遭遇极寒天气，如果产生超常低温天气，取暖用煤将大幅增加，对需求将形成支撑。

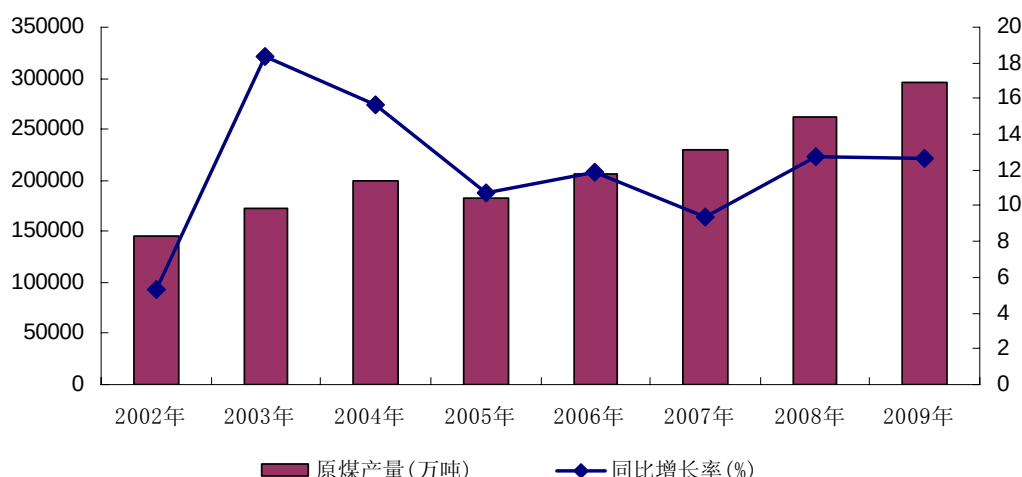
通胀预期推动煤炭板块估值上行。目前全球经济仍处于缓慢复苏之中，为了应对金融危机带来的冲击，各国均采取了十分宽松的货币政策，充足的流动性使得资产价格普遍上涨。未来，美联储可能再次推行定量宽松货币政策以及美元贬值存在较强预期，将继续推动国际大宗商品价格的上涨。截止 10 月 11 日，煤炭板块 2010 年市盈率 17 倍，低于历史平均的 20 倍，板块估值有一定的上行空间。。

煤炭行业长期向好。我国的煤炭需求与国民经济增长存在较强的正相关性。由于我

国经济增长强劲，钢铁、电力、化工及建材等行业对煤炭的消费量比较大，引发了煤炭需求量的快速增长，煤炭行业是国民经济发展的支柱产业，并且煤炭需求旺盛的势头在相当长的时期内不会改变。随着电力、钢铁及建材等行业迅速发展、消费结构迅速升级及城市化进程加快，煤炭行业发展具有巨大的市场需求。

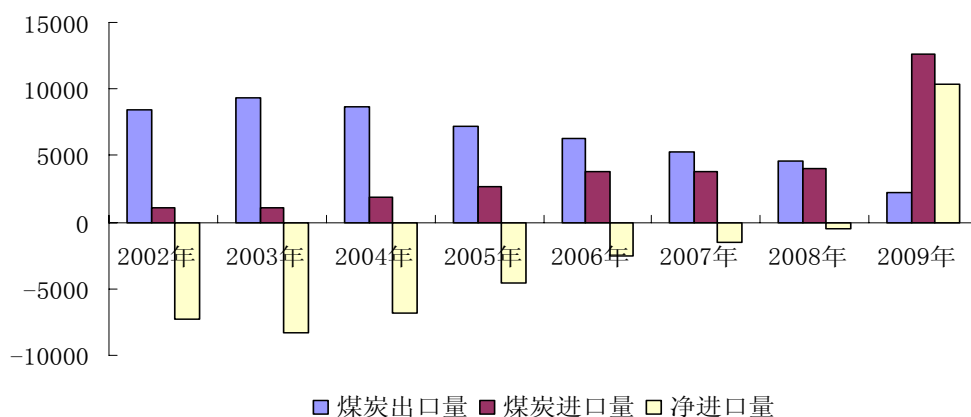
“十一五”期间，我国国民生产总值增长速度预计在10%左右，年均煤炭消费增长速度约为8%。随着我国经济持续高速增长，包括煤炭在内的能源需求增长明显加快，呈现出总体平衡、供求偏紧的局面。随着下游需求的增长，2009年我国已从煤炭净出口国转变为煤炭净进口国。相关下游行业的发展也为煤炭行业提供了巨大的发展空间。电力和钢铁行业用煤继续快速增长，建材行业用煤基本稳定、略有增长，煤化工产业成为新的增长点。我国正在加快交通运输等基础设施的建设步伐，同时，电力实现“南北互供，全国联网”，使得在全国范围内高成本输送煤炭改为在网上迅捷调度及输送电力成为可能，这将加速煤炭向二次能源——电力的转化，促进煤炭行业加速增长。根据“十一五”电力工业发展规划，预计“十一五”期间电力新增装机容量2.5亿千瓦，总规模7.5亿千瓦左右，全社会用电的年均增速在9-10%左右，而我国近几年在建的电力项目以火电为主，这将大幅度拉动煤炭消费需求。2010年我国的煤炭需求总量将达到约30亿吨，按照国家能源局预测数据：2015年煤炭消费量将达到40亿吨。

图表14 国内原煤产量及增速



来源: wind 国元证券研究中心

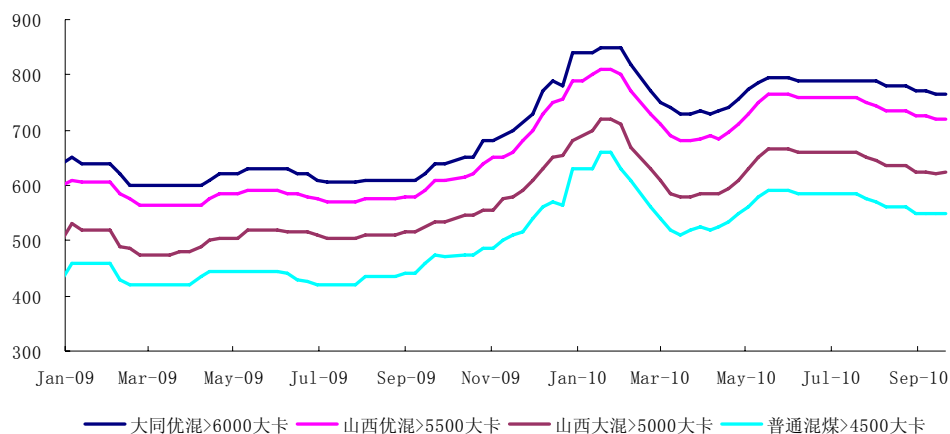
图表15 我国煤炭进出口情况



来源: wind 国元证券研究中心

图表 16 我国秦皇岛港动力煤价格

单位: 元/吨



来源: wind 国元证券研究中心

图表 17 秦皇岛港煤炭库存变化

单位: 万吨



来源: wind 国元证券研究中心

六、盈利预测及投资评级

2010 年, 公司煤炭产量增量主要来自刘庄矿, 刘庄矿产量有望达到 800-850 万吨, 较 2009 年增加 260-310 万吨左右。预计 2010 年煤炭产量增长幅度将达到 27.7%; 2011 年煤炭产量将分别增加 350 万吨和 550 万吨, 分别达到 1950 万吨和 2500 万吨。煤炭价格预计稳中有升, 2010-2012 年煤炭销售价格分别为 496 元/吨、521.8 元/吨和 546.3 元/吨。

图表 18 公司煤炭产销量、价格预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
原煤产量 (万吨)	1181	1253	1600	1950	2500
商品煤回收率	91.70%	87.49%	87.40%	87.40%	87.40%
商品煤销量 (万吨)	1087.1	1160	1398	1704	2185
煤炭销售价格 (元/吨)	458.4	426.2	496	521.8	546.3
吨煤生产成本 (元/吨)	251.42	281.24	318	328.5	350.4

来源：公司公告 国元证券研究中心

我们预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 71.77 亿元、91.58 亿元和 122.96 亿元，同比分别增长 45%、28%和 34%；归属于母公司所有者的净利润分别为 12.71 亿元、17.07 亿元和 24.3 亿元，同比分别增长 53%、34%和 42%；按现有股本计算每股收益分别为 0.69 元、0.92 元和 1.31 元。

鉴于公司处于煤炭主要消费区域，煤炭销售旺盛、产品价格上涨预期较强，同时，公司产能扩张较快，业绩处于高速增长期，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

图表 19 公司财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2305	4762	6106	9396	营业收入	4950	7177	9158	12296
现金	995	3290	4049	6713	营业成本	3190	4596	5898	7856
应收账款	86	127	161	214	营业税金及附加	77	108	139	186
其它应收款	50	111	115	161	营业费用	66	80	101	135
预付账款	397	542	708	937	管理费用	279	361	440	578
存货	483	476	728	954	财务费用	251	324	301	294
其他	293	217	347	417	资产减值损失	1	-1	-0	-0
非流动资产	14303	14495	15289	16144	公允价值变动收益	21	0	2	5
长期投资	131	66	77	82	投资净收益	-12	-2	0	0
固定资产	7114	9500	11412	12554	营业利润	1095	1707	2283	3250
无形资产	836	987	1138	1275	营业外收入	68	1	0	0
其他	6222	3942	2663	2233	营业外支出	11	7	0	0
资产总计	16607	19257	21395	25540	利润总额	1153	1701	2283	3250
流动负债	5123	6540	7104	9043	所得税	316	425	571	813
短期借款	1180	450	450	450	净利润	837	1276	1712	2438
应付账款	1535	2468	2730	3777	少数股东损益	4	5	6	9
其他	2408	3622	3924	4816	归属母公司净利润	833	1271	1707	2429
非流动负债	5305	5632	5491	5507	EBITDA	1935	2740	3526	4686
长期借款	4865	4865	4865	4865	EPS（元）	0.45	0.69	0.92	1.31
其他	440	767	626	642	主要财务比率				
负债合计	10428	12172	12596	14550	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	44	49	54	63	成长能力				
股本	1850	1850	1850	1850	营业收入	-8.8%	45.0%	27.6%	34.3%
资本公积	2035	2035	2035	2035	营业利润	-26.9%	55.9%	33.7%	42.4%
留存收益	1920	2821	4527	6703	归属于母公司净利润	-23.2%	52.5%	34.3%	42.3%
归属母公司股					获利能力				
东权益	6135	7037	8745	10926	毛利率	35.6%	36.0%	35.6%	36.1%
负债和股东权					净利率	16.8%	17.7%	18.6%	19.8%
益	16607	19257	21395	25540	ROE	13.6%	18.1%	19.5%	22.2%
现金流量表	单位:百万元				ROIC	12.8%	23.5%	26.9%	38.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金	1211	4416	2765	5242					

流									
净利润	837	1276	1712	2438	偿债能力				
折旧摊销	589	709	942	1141	资产负债率	62.8%	63.2%	58.9%	57.0%
财务费用	251	324	301	294	净负债比率	59.92%	45.34%	44.65%	38.29%
投资损失	12	2	0	0	流动比率	0.45	0.73	0.86	1.04
营运资金变动	-439	2147	-249	1337	速动比率	0.36	0.66	0.76	0.93
其它	-39	-42	59	31	营运能力				
投资活动现金									
流	-2358	-880	-1750	-1999	总资产周转率	0.32	0.40	0.45	0.52
资本支出	2216	769	1554	1824	应收账款周转率	23	64	62	63
长期投资	-144	-66	11	5	应付账款周转率	2.18	2.30	2.27	2.41
其他	-286	-176	-185	-169	每股指标（元）				
筹资活动现金					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.69	0.92	1.31
流	583	-1241	-257	-579	每股经营现金流(最				
短期借款	530	-730	0	0	新摊薄)	0.65	2.39	1.49	2.83
长期借款	1292	0	0	0	每股净资产(最新摊				
普通股增加	0	0	0	0	薄)	3.32	3.80	4.73	5.90
资本公积增					估值比率				
加	3	0	0	0	P/E	33.96	22.26	16.58	11.65
其他	-1242	-511	-257	-579	P/B	4.61	4.02	3.24	2.59
现金净增加额	-564	2295	758	2664	EV/EBITDA	17	12	9	7

七、投资风险揭示

7.1 行业周期性波动风险

公司所处的煤炭行业作为国民经济的基础性行业，行业发展状况与国民经济的景气程度有很强的相关性，特别是电力、钢铁、建材和化工四大耗煤行业的发展状况高度相关。即经济发展速度快，将刺激煤炭消费的增长，反之则抑制煤炭消费的增长。国民经济及煤炭行业的周期性变化将会对公司煤炭产品的销量和价格产生影响。

7.2 成本上升风险

目前，公司安全费用为 33 元/吨，低于区域内同类煤炭公司 50 元/吨左右的平均水平，安全费用上升会导致成本上升，影响盈利能力。

7.3 公司板集矿突水治理存在不确定性，有延期投产的可能。

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