

国投新集 (601918.SH)

短期煤价受压影响利润，但长期价值凸显

 评级: **买入**

 前次: **增持**

目标价(元): -

分析师

刘昭亮

S0740510120026

021-20315150

liuzl@r.qlzq.com.cn

2011年8月31日

分析师

龚云华

S0740510120014

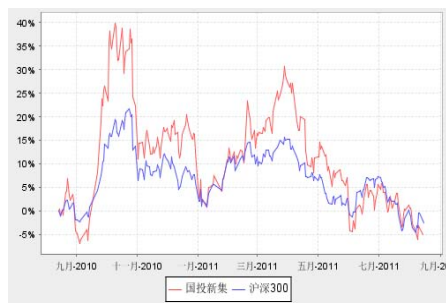
021-20315156

gongyh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1850.39
流通股本(百万股)	1850.39
市价(元)	11.65
市值(百万元)	21557.01
流通市值(百万元)	21557.01

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,949.89	7,008.53	8,168.48	10,131.2	11,701.4
营业收入增速	-8.78%	41.59%	16.55%	24.03%	15.50%
净利润增长率	-23.22%	50.16%	-2.95%	44.60%	17.25%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.68	0.66	0.95	1.11
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场 市场)					
市盈率(倍)	39.87	20.78	17.57	12.15	10.36
PEG	—	0.41	—	0.27	0.60
每股净资产(元)	3.32	3.83	4.28	5.23	6.34
每股现金流量	0.65	1.43	1.41	1.94	2.27
净资产收益率	13.58%	17.67%	15.33%	18.14%	17.54%
市净率	5.41	3.67	2.69	2.20	1.82
总股本(百万股)	1,850.39	1,850.39	1,850.39	1,850.39	1,850.39

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于 2011 年 8 月 31 日发布中期业绩: 上半年实现营业收入 39.82 亿元, 同比增长 14.23%; 归属于上市公司股东净利润 6.06 亿元, 同比下降 5.56%; 每股收益 0.33 元, 同比下降 5.71%; 加权平均净资产收益率 8.34%, 同比减少 1.73%。每股经营性净现金流净额 0.33 元, 同比减少 46.18%。业绩增速略低于我们的预期, 主要原因是煤炭生产成本上升较快、煤炭价格受压严重。
- 煤价受压的情况下成本快速上涨, 导致业绩下降。受刘庄矿停产检修的影响, 2011 年上半年公司煤炭产量 781 万吨, 同比略微减少 0.18%; 但商品煤回收率提高 3.48 个百分点至 91%, 商品煤销量 710 万吨, 同比增长 3.78%。上半年煤炭销售均价 520 元/吨, 同比上涨 24 元/吨或 4.8%; 单位生产成本 357 元/吨, 同比上涨 40 元/吨或 12.67%; 成本涨幅显著高于价格涨幅, 导致毛利率同比下降 4.3 个百分点至 32.83%。吨煤净利润 87 元/吨, 比 2010 年下降 7 元/吨。从销售结构看, 公司上半年现货煤(非电煤和地销煤)比例约 31.3%, 同比上升约 2.9%, 占比约七成的电煤价格同比仅上涨 2%。
- 对未来公司煤炭价格的判断: 价格受压可能在 2012 年有所释放。今年上半年, 安徽省政府多部委联合下发文件《关于保证电煤供应稳定电煤价格的实施意见》, 要求省内省内四大煤企淮南矿业集团、淮北矿业集团、国投新集和皖北煤电集团首先要确保省内煤炭供应, 年度重点电煤合同价格应维持上年水平不变, 不得以任何形式变相涨价。由于新集公司的受限价影响的销量大约占比 70%, 全年受到的影响较大。由于目前煤炭企业的成本上涨较快, 考虑到煤炭企业的生产积极性以及销售电价上调等因素, 我们预计 2012 年电煤价格有望显著上涨。因此, 我们预测公司 2011~2013 年煤炭销售均价分别为 525 元/吨、570 元/吨、600 元/吨。从长期看, 公司的区位优势有望在能源价格体制改革中显著受益。
- 产量稳步增长, 板集矿突水事故延误产能释放周期。目前公司新集一、二、三矿以及刘庄矿完全达产,

核定产能 1555 万吨，未来产量相对稳定。最近 2~3 年内，产量增长主要来源于在建煤矿板集矿和口孜东矿的建成投产：其中口孜东矿核定产能 500 万吨，有望在 2011 年下半年投产；板集矿由于在 2009 年发生突水事故，按照公司资料显示，目前仍处于抢险修复阶段，预计在 2014 年才具备投产条件。我们认为，如果进展顺利，板集矿可能会在 2013 年进入试生产阶段。因此，预计 2011~2013 年煤炭产量 1700 万吨、1955 万吨、2155 万吨。

■ 从大的趋势看，我们认为，公司目前主要有以下几个看点：

- 显著的区位优势。公司地处华东煤炭消费腹地，拥有难得的地理优势，未来如果能源价格体制能够理顺，则公司将充分获得巨大的区位与定价权优势。
- 资源储量丰富，内生性增长有保障。根据国家发改委对淮南新集矿区的总体规划批复文件，公司矿区将划分为 11 个井田和 4 个后备区，资源储量 101.6 亿吨，生产建设总规模 3590 万吨/年。目前公司规划的杨村矿、口孜西矿、罗园煤矿、莲塘里矿、展沟矿等核定产能 1250 万吨，有望在未来的 5~10 年内逐步建成投产，完全达产后总规模 3605 万吨。因此，我们认为，公司在未来相当长一段时间里面有较为明确的成长性，只是需要相对较长的建矿周期。
- 大股东国投公司可以弥补上述不足，可能通过资产注入的方式解决中短期公司的增长瓶颈。根据公开资料显示，2010 年国投公司拥有煤炭资源储量 238 亿吨，原煤产量 2666 万吨（上市公司为 1511 万吨）。而煤炭投产和在建总规模达到 4183 万吨，实现利润总额 35 亿元（其中上市公司利润总额为 17 亿元）。外部成熟煤矿包括：阳泉南煤、滕州曹庄、郑州教学、郑州新登、河南新能、国投大同等 7 家企业利润均在亿元以上。国投新集作为国家开发投资公司旗下唯一的煤炭上市平台，未来完全可能通过资产换股等方式实现资产证券化，我们看好外部高盈利为上市公司提供重大外延式扩张机会。

■ 基于谨慎和保守原则，我们预测公司 2011 年~2013 年归属于公司股东净利润为 12.14 亿元、17.56 亿元、20.59 亿元，折合每股收益 0.66 元、0.95 元和 1.11 元，同比增长-2.95%、44.6%和 17.95%。按照目前的价格对应 2011~2012 年 PE 为 17.57 倍和 12.15 倍，估值处于行业中等水平。但公司拥有的 100 亿吨煤炭资源价值非常显著，从资源角度比较而言，公司已被低估；另外，我们看好国投公司的资产注入预期。按照公司 2011~2012 年 25 倍和 18 倍 PE，对应合理价格区间 16.40~17.08 元，投资评级提升至“买入”。我们认为公司目前股价已经进入显著的价值区间，中长期价值投资者可重点关注。

■ 风险提示：全球宏观经济衰退风险；资源税从价计征风险；资产注入慢于预期等。

图表 1：国投新集主要煤矿资产（单位：万吨）

矿井名称	煤种	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
在产矿井											
新集一矿	气煤	6.52	2.2	390	376	370	370	390	390	390	390
新集二矿	气煤	4.75	1.53	290	280	272	272	290	290	290	290
新集三矿	气煤	0.88	0.19	75	70	70	69	70	75	75	75
刘庄煤矿	气煤	15.6	6.86	800	455	541	800	800	800	800	800
在建矿井											
板集煤矿	气煤、1/3焦煤	5.41	1.99	300						100	300
口孜东矿	气煤、1/3焦煤	7.71	3.91	500				150	400	500	500
合计		40.87	16.68	2355	1181	1253	1511	1700	1955	2155	2355
规划矿井											
杨村矿		8.66	3.84	500							
口孜西矿		4	1.7	300							
罗园煤矿		2.03	0.92	120							
莲塘里矿		1.19	0.59	90							
展沟煤矿		8.35	3.34	240							
小计		24.23	10.39	1250							

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：国投新集主要生产经营与利润指标

主要指标	2007	2008	2009	2010A	2011H1	2011E	2012E	2013E
原煤总产量（万吨）	1010	1181	1253	1511	781	1700	1955	2155
商品煤产量（万吨）	918	1083	1096	1338	710	1496	1720	1896
商品煤销量（万吨）	910	1087	1096	1331	716	1496	1720	1896
商品煤销均价（元/吨）	359	458	426	498	520	525	570	600
单位生产成本（元/吨）	233	251	281	323	357	360	374	391
净利润（万元）	40608	106916	83690	124955	62173	121422	175575	205867
吨煤利润（元/吨）	45	98	76	94	87	81	102	109
毛利率	31.49%	41.80%	35.55%	37.01%	32.83%	33.92%	35.88%	36.16%
现货煤比例	26.61%	24.40%	16.80%	17.88%	18.32%	20.00%	20.00%	20.00%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：国投新集煤炭产销量与价格预测

产销量	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010A	2011H1	2011E	2012E	2013E
原煤总产量（万吨）	1010	1181	714	1253	783	1511	781	1700	1955	2155
商品煤产量（万吨）	918	1083	626	1096	684	1338	710	1496	1720	1896
商品煤回收率	90.88%	91.66%	87.73%	87.49%	87.45%	88.53%	90.93%	88.00%	88.00%	88.00%
商品煤销量（万吨）	910	1087	623	1096	666	1331	716	1496	1720	1896
铁运（万吨）	668	822	530	912	567	1093	585	1197	1376	1517
其中：电煤	558	705	490	832	477	936	492	1017	1170	1290
非电煤	110	117	41	80	90	157	93	180	206	228
地销（万吨）	242	265	93	184	100	238	131	299	344	379
现货煤占比	38.7%	35.1%	21.4%	24.1%	28.4%	29.7%	31.3%	32.0%	32.0%	32.0%
价格										
商品煤销均价（元/吨）	359	458	407	426	496	498	520	525	570	600
铁运（元/吨）	347	426	402	420	488	490	507	509	554	578
其中：电煤	341	412	398	417	484	484	494	495	540	560
非电煤	382	508	451	448	508	523	575	585	632	682
地销（元/吨）	390	560	434	457	546	536	581	590	637	688

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5,426	4,950	7,009	8,168	10,131	11,701	货币资金	1,560	995	979	511	1,516	3,381
增长率	48.08%	-8.8%	41.6%	16.6%	24.0%	15.5%	应收款项	598	386	231	701	807	871
营业成本	-3,158	-3,190	-4,415	-5,469	-6,518	-7,500	存货	401	483	879	743	906	1,070
% 销售收入	58.2%	64.4%	63.0%	67.0%	64.3%	64.1%	其他流动资产	352	440	345	543	671	758
毛利	2,268	1,760	2,594	2,699	3,613	4,201	流动资产	2,911	2,305	2,434	2,498	3,899	6,080
% 销售收入	41.8%	35.6%	37.0%	33.0%	35.7%	35.9%	% 总资产	20.2%	13.9%	12.5%	11.9%	16.3%	22.0%
营业税金及附加	-90	-77	-102	-122	-151	-176	长期投资	0	131	147	147	147	147
% 销售收入	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	9,871	12,475	14,571	15,809	17,125	18,450
营业费用	-61	-66	-90	-108	-135	-156	% 总资产	68.4%	75.1%	74.9%	75.4%	71.6%	66.7%
% 销售收入	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	无形资产	735	839	1,386	1,588	1,823	2,044
管理费用	-344	-279	-370	-476	-591	-682	非流动资产	11,528	14,303	17,025	18,464	20,015	21,560
% 销售收入	6.3%	5.6%	5.3%	5.8%	5.8%	5.8%	% 总资产	79.8%	86.1%	87.5%	88.1%	83.7%	78.0%
息税前利润 (EBIT)	1,783	1,338	2,031	1,993	2,736	3,188	资产总计	14,439	16,607	19,459	20,962	23,914	27,641
% 销售收入	32.9%	27.0%	29.0%	24.4%	27.0%	27.2%	短期借款	1,480	1,384	1,697	927	927	927
财务费用	-263	-251	-268	-310	-323	-345	应付款项	2,230	2,928	3,581	4,113	4,951	5,956
% 销售收入	4.8%	5.1%	3.8%	3.8%	3.2%	2.9%	其他流动负债	905	811	1,179	1,585	1,454	1,623
资产减值损失	-2	-1	1	0	0	0	流动资产	4,614	5,123	6,457	6,625	7,333	8,506
公允价值变动收益	-31	21	-18	0	0	0	长期贷款	3,573	4,865	5,125	5,625	6,125	6,625
投资收益	12	-12	-17	-4	-5	-10	其他长期负债	577	440	760	760	760	760
% 税前利润	0.8%	-	-	-	-	-	负债	8,765	10,428	12,342	13,010	14,218	15,891
营业利润	1,499	1,095	1,729	1,679	2,408	2,833	普通股股东权益	5,631	6,135	7,079	7,923	9,679	11,737
营业利润率	27.6%	22.1%	24.7%	20.6%	23.8%	24.2%	少数股东权益	42	44	38	28	18	13
营业外收支	0	57	-13	18	15	19	负债股东权益合计	14,439	16,607	19,459	20,962	23,914	27,641
税前利润	1,499	1,153	1,716	1,696	2,424	2,852	比率分析						
利润率	27.6%	23.3%	24.5%	20.8%	23.9%	24.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-430	-316	-466	-492	-679	-799	每股指标						
所得税率	28.7%	27.4%	27.2%	29.0%	28.0%	28.0%	每股收益 (元)	0.586	0.450	0.676	0.656	0.949	1.113
净利润	1,069	837	1,250	1,204	1,745	2,054	每股净资产 (元)	3.043	3.316	3.825	4.282	5.231	6.343
少数股东损益	-16	4	-2	-10	-11	-5	每股经营现金净流 (元)	0.925	0.655	1.429	1.409	1.936	2.268
归属于母公司的净利润	1,085	833	1,251	1,214	1,756	2,059	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
净利率	20.0%	16.8%	17.9%	14.9%	17.3%	17.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.27%	13.58%	17.67%	15.33%	18.14%	17.54%
净利润	1,069	837	1,250	1,204	1,745	2,054	总资产收益率	7.52%	5.02%	6.43%	5.79%	7.34%	7.45%
少数股东损益	0	0	0	-10	-11	-5	投入资本收益率	13.91%	8.63%	11.57%	10.24%	13.08%	14.57%
非现金支出	458	590	664	768	842	943	增长率						
非经营收益	244	223	308	302	315	343	营业总收入增长率	48.08%	-8.78%	41.59%	16.55%	24.03%	15.50%
营运资金变动	-59	-439	423	332	680	857	EBIT 增长率	89.98%	-24.96%	51.78%	-1.87%	37.27%	16.50%
经营活动现金净流	1,712	1,211	2,645	2,597	3,572	4,192	净利润增长率	120.58%	-23.22%	50.16%	-2.95%	44.60%	17.25%
资本开支	1,710	2,215	2,664	2,190	2,378	2,469	总资产增长率	18.68%	15.02%	17.17%	7.72%	14.09%	15.58%
投资	12	-144	-47	0	0	0	资产管理能力						
其他	1	1	1	-4	-5	-10	应收账款周转天数	18.6	15.3	4.8	15.4	13.5	12.2
投资活动现金净流	-1,697	-2,358	-2,711	-2,194	-2,383	-2,478	存货周转天数	44.4	50.6	56.3	48.7	50.0	51.4
股权募资	9	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	135.1	167.6	144.6	146.1	148.4	151.7
债权募资	187	1,263	545	-270	500	500	固定资产周转天数	357.6	459.0	378.6	341.9	284.9	250.0
其他	-470	-680	-530	-611	-695	-353	偿债能力						
筹资活动现金净流	-274	583	15	-881	-195	147	净负债/股东权益	61.20%	84.33%	81.75%	75.66%	56.84%	35.29%
现金净流量	-259	-564	-51	-478	994	1,861	EBIT 利息保障倍数	6.8	5.3	7.6	6.4	8.5	9.2
							资产负债率	60.71%	62.79%	63.43%	62.07%	59.45%	57.49%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308