



未有评级

601918.SS

价格: 人民币 12.88

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8)	2	11	(9)
相对新华富时 A50 指数(%)	7	8	20	8

发行股数(百万)	1,850
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	23,537
3个月日均交易额(人民币 百万)	72
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
国家开发投资公司	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2011年11月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤炭

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

国投新集

合同煤占比较高, 未来2年增速较快

国投新集位于安徽省淮南矿区, 为安徽省第三大煤炭企业。公司现有产能1,555万吨/年; 在建产能800万吨/年。公司主要生产动力煤, 发热量为4,800-5,500大卡, 合同煤占比70%。公司老矿几乎没有盈利, 不考虑老矿, 我们预计公司2012-13年的年均原煤复合增长率为27%, 增速较快。我们看好公司较高的合同煤占比、较快的内生增长以及未来资产注入的空间。公司目前2012年的市盈率为14倍, 略高于行业平均的13倍, 我们认为公司理应享受15%以上的估值溢价。

主要发现

- 公司未来2年产量增长较快。公司现有产能1,555万吨, 其中老矿产能755万吨/年, 盈利能力较弱; 新矿产能800万吨/年, 贡献了公司94%的净利润。我们预计口孜东矿和板集矿分别于2012年和2014年投产。不考虑老矿, 我们预计公司2011-13年的产量分别为800万吨、1,000万吨和1,300万吨, 年均复合增长率为27%。
- 合同煤占比较高, 预计受益于2012年合同煤涨价, 且业绩稳定, 下调风险较小。公司合同电煤占公司总销量的70%。公司的商品煤主要分为三类: 铁路运输电煤(合同电煤)占70%、铁路非合同电煤占12%、地销煤占18%。
- 板集矿和口孜东矿投产后, 公司产能将提升至2,355万吨/年。新集矿区规划产能为3,590万吨/年, 未来仍有1,235万吨/年左右的产能。其中, 产能500万吨/年的杨村矿在等待发改委批文, 未来可能成为融资的标的。
- 公司2009年尝试以口孜东煤矿进行融资, 但由于公司涉及房地产业务, 迟迟未能取得批文。我们预计公司将在2012年出售房地产业务, 重启融资进程。
- 除上市公司外, 国投集团目前仍有煤炭产能1,200万吨/年, 2010年生产原煤1,155万吨。短期内, 集团在上市公司外的煤炭资产不具备诸如条件: 要么由于手续不齐全, 要么由于盈利能力较弱。按照国投集团规划, 要在安徽、山西、河南、新疆和内蒙建成5个煤炭基地, 规划产能共计7,580万吨/年。未来可注入空间较大。

主要风险

- 口孜东矿投产进度低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,950	7,009	7,977	9,751	11,427
变动(%)	(9)	42	14	22	17
净利润(人民币 百万)	833	1,251	1,316	1,657	2,012
全面摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.68	0.71	0.90	1.09
变动(%)	(23)	50	5	26	21
全面摊薄市盈率(倍)	40	21	18	14	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

安徽省第三大煤炭企业

国投新集位于安徽省淮南矿区，为安徽省第三大煤炭企业。安徽省的煤炭产量占华东地区的 42%。

公司 2007 年上市，国家开发投资公司、国华能源公司和安徽新集煤电集团分别持有公司 42.36%、18.37% 和 11.81% 的股权。

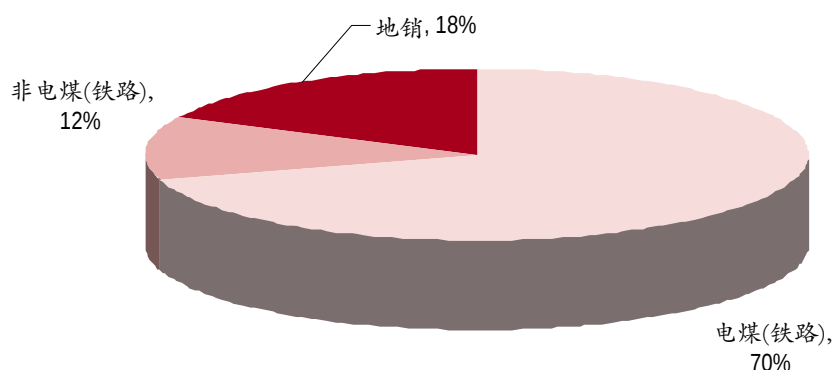
公司现有在产煤矿 4 个，产能 1,555 万吨/年；在建矿 2 个，产能 800 万吨/年。公司主要生产动力煤，发热量为 4,800-5,500 大卡。

合同电煤占比 70%，或将受益于合同煤价上涨

据《二十一世纪经济报》报道，国家发改委在 11 月 22 日召开会议，提出两条指导意见：2012 年度重点合同煤价格最高可上调 5%；包括秦皇岛在内的北方港口 5,500 大卡路量的电煤现货价格不得高于 800 元/吨。

公司合同电煤占公司总销量的 70%，2012 年将比较受益于合同煤价上涨。公司的商品煤主要分为三类：铁路运输电煤（合同电煤）占 70%、铁路非合同电煤占 12%、地销煤占 18%。公司合同电煤占比较高，一方面为获取稳定的客户，一方面为获取充足的运力指标。

图表 1. 国投新集商品煤销售结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

安徽省煤炭集中度较高，97% 的煤炭产量来自四大集团，因而政府调控比较容易。2011 年，安徽省执行严格的合同煤限价政策，公司发热量 5,000 大卡的电煤售价为 580 元/吨，自 2009 年底以来未曾变化。

图表 2. 安徽省 4 大煤炭集团 2010 年产量

名称	原煤产量 万吨	占全省比重 %
淮南矿业	6,619	50%
淮北矿业	3,200	24%
国投新集	1,511	11%
皖北煤电	1,438	11%
其他企业	377	3%
安徽全省	13,145	100%

资料来源：公司公告，中银国际研究

目前的有效产能仅 800 万吨/年

根据盈利能力，公司现有的 4 个煤矿可以分为两类：其中新集一、二、三矿为老矿，产能共计 755 万吨/年；刘庄矿为新矿，产能 800 万吨/年。2010 年，公司 94% 的净利润（14.18 亿元）来自刘庄矿，6% 的净利润（0.78 亿元）来自新集三个矿。刘庄煤矿煤种主要为气肥煤，2009 年达产。

图表 3. 现在投产矿及在建矿

煤矿名称	可采储量 万吨/年	可采年限 年	设计产能 万吨/年	投产时间	备注
新集一矿	221	41	390	1993.07	煤与瓦斯突出
新集二矿	154	38	290	1996.10	煤与瓦斯突出
新集三矿	20	19	75	1996.10	低瓦斯
刘庄矿	686	80	800	2006.10	
板集煤矿	199		300	2014	
口孜东	393	60	500	2012.04	
总计	1,673		2,355		

资料来源：公司公告，中银国际研究

2012-14 年，新增产能 800 万吨/年

我们预计公司的产量在未来 4 年将进入快速释放期，增量主要来自口孜东煤矿、板集矿。不考虑老矿，我们预计公司 2011-13 年的产量分别为 800 万吨、1,000 万吨和 1,300 万吨，年均复合增长率为 27%。

口孜东煤矿产能 500 万吨/年，可采储量 3.93 亿吨，配套 500 万吨/年的洗煤厂。我们预计其 2012 年 4 月份投产，2012-13 分别贡献 200 万吨和 300 万吨的增量。我们预计口孜东煤矿的煤质和刘庄矿相仿，但由于煤矿更深，开采成本更高。

板集煤矿产能 300 万吨/年，为公司 2007 年上市时的募投项目。板集矿 2009 年 4 月 18 日发生突水事故，矿井塌陷。板集矿目前仍处于突水治理阶段，我们预计该矿 2014 年建成投产。

公司未来的规划产能为 3,590 万吨/年

板集矿和口孜东矿投产后，公司产能将提升至 2,355 万吨/年。根据国家发改委关于新集矿区的规划，公司资源储量 101.6 亿吨，规划产能为 3,590 万吨/年，仍有 1,235 万吨/年左右的产能提升空间。

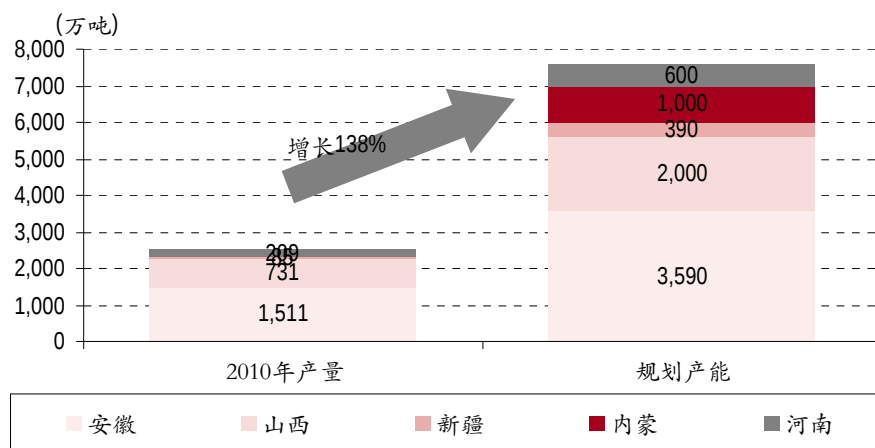
杨村矿，产能 500 万吨/年，已经获得路条，正在等待国家煤炭“十二五”规划的出台。我们预计该矿最早 2012 年底开工，2015 年投产。此外，罗园矿、口孜西矿和刘庄深部也在规划中。

含上市公司，集团规划产能 7,580 万吨/年

除上市公司外，国投集团仍有煤炭产能 1,200 万吨/年，2010 年生产原煤 1,155 万吨。短期内，集团在上市公司外的煤炭资产不具备诸如条件：要么由于手续不齐全，要么由于盈利能力较弱。

按照国投集团规划，要在安徽、山西、河南、新疆和内蒙建成 5 个煤炭基地，规划产能共计 7,580 万吨/年。目前，国投集团对公司的定位尚不清晰，或倾向于国投电力与国投新集合并，实现煤电联合；或倾向于将国投煤炭注入国投新集。

图表 4. 国投集团煤炭产能规划



资料来源：公司数据

融资受困于地产项目

公司曾于 2009 年底拟非公开发行，融资不超过 27 亿元，用于口孜东煤矿及选煤厂的建设。但由于公司涉足房地产业务，融资方案进入停滞状态。

公司拥有两个房地产公司：一个是上海新外滩公司，曾在上海黄浦区进行棚户区危房改造。该公司目前不再进行房地产业务；一个是刘庄置业，为公司刘庄煤矿和板集煤矿建设职工宿舍。

公司目前还在积极争取增发获批，我们预计有三个解决途径：房地产业务挂牌出售、转让给大股东、政策放松。目前来看，大股东自身负担较重，难以接受；房地产调控未取得真正成果，政策放松尚需等待；未来通过挂牌出售的可能性较大。

由于口孜东煤矿将于 2011 年底建成，我们预计：如果未来增发方案获批，且杨村矿的开工建设获得政府批准，公司可能会以杨村矿为融资标的。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371