

国投新集 (601918. SH)
2012 年将面临量价齐升局面
评级: 买入 前次: 买入
目标价 (元): 12.64-13.22

分析师

刘昭亮

S0740510120026

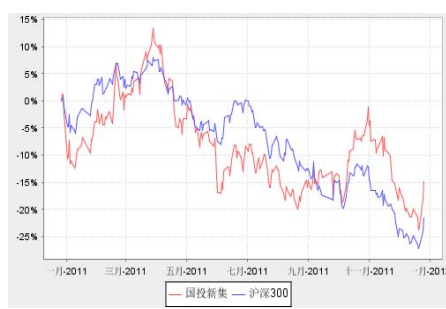
021-20315150

liuzl@r.qlzq.com.cn

2012 年 1 月 11 日

基本状况

总股本(百万股)	1850.39
流通股本(百万股)	1850.39
市价(元)	11.84
市值(百万元)	21908.58
流通市值(百万元)	21908.58

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	8,055.59	9,170.56	11,758.9
营业收入增速	-8.78%	41.59%	14.94%	13.84%	28.23%
净利润增长率	-23.22%	50.16%	7.71%	15.68%	27.46%
摊薄每股收益 (元)	0.45	0.68	0.73	0.84	1.07
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	16.26	14.05	11.03
PEG	—	0.41	2.11	0.90	0.40
每股净资产 (元)	3.32	3.83	4.35	5.20	6.27
每股现金流量	0.65	1.43	1.44	1.71	2.47
净资产收益率	13.58%	17.67%	16.73%	16.21%	17.13%
市净率	5.41	3.67	2.72	2.28	1.89
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 2012 年 1 月 10 日公布年度业绩预报: 2011 年实现营业收入 80.56 亿元, 同比增长 14.94%; 净利润为 13.48 亿元, 同比增长 7.75%; 每股收益 0.73 元, 同比增长 7.35%; 加权平均净资产收益率 17.81%, 同比减少 1.31 个百分点。每股净资产为 4.23 元。全年的利润增速基本符合我们的预期, 其中四季度利润虽然环比下降 24.6%, 但同比增长 22%。业绩增长的主要原因是煤价同比上涨。
- 由于 2011 年基本新矿投产, 在产矿井产能稳定, 因此预计公司全年煤炭产量基本没有太大增长。三季度由于刘庄矿恢复性生产及其煤质提高, 业绩曾一度超预期, 但四季度业绩则低于预期, 收入 19.83 亿元, 与前三季度相当; 利润为 3.2 亿元, 明显好于二季度但差与三季度, 结合全年的煤价走势, 煤质的不稳定以及成本计提是主要原因。我们认为在公司煤炭量价变化不大的前提下, 全年业绩属于较为理想范畴。
- 2012 年公司受益于合同煤价上涨, 产量同时也将释放。根据发改委对 2012 年全国重点合同煤价格的指导意见: 合同煤价格最高可上调 5%。由于公司目前的合同电煤大约占总销量的 70%, 发改委的限价导致公司在 2011 年并没有享受电煤价格上涨的利好, 在目前市场价格存在不确定的背景下, 2012 年 5% 的涨价幅度较为确定。另外, 公司在建矿井口孜东矿将在 2012 年投产, 产能 500 万吨, 预计 2012 年产量可达到 200 万吨。因此, 公司有望面临量价齐升局面, 形势好于 2011 年。板集矿由于在 2009 年发生突水事故, 预计在 2014 年才具备投产条件。因此, 预测公司 2011~2013 年煤炭产量 1550 万吨、1755 万吨、2155 万吨。
- 仍然强调公司大的发展趋势。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。
- 预测公司 2011 年~2013 年归属于公司股东净利润为 13.48 亿元、15.59 亿元、19.87 亿元，折合每股收益 0.73 元、0.84 元和 1.07 元，同比增长 7.71%、15.68%和 27.46%。看好公司拥有的 100 亿吨煤炭资源价值非常显著；另外，我们看好国投公司的资产注入预期。目标价格区间 12.64~13.22 元，维持“买入”评级。

图表 1：国投新集盈利指标变化

主要盈利指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2011年同比
营业总收入（亿元）	36.64	54.26	49.48	70.08	80.56	14.95%
利润总额（亿元）	7.44	14.99	10.95	17.15	18.38	7.17%
净利润（亿元）	4.86	10.69	8.37	12.50	13.48	7.84%
每股收益（元）	0.33	0.59	0.45	0.68	0.73	7.35%
净资产收益率	18.51%	21.59%	14.24%	19.12%	17.81%	-1.31%
毛利率	19.57%	27.98%	78.09%	25.16%		

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：产销量假设以及吨煤利润预测

主要指标	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
原煤总产量（万吨）	1010	1181	1253	1511	1550	1755	2155
商品煤产量（万吨）	918	1083	1096	1338	1364	1544	1896
商品煤销量（万吨）	910	1087	1096	1331	1364	1544	1896
商品煤销均价（元/吨）	359	458	426	498	531	573	603
单位生产成本（元/吨）	233	251	281	323	360	388	405
净利润（万元）	40608	106916	83690	124955	134754	155887	198698
吨煤利润（元/吨）	45	98	76	94	99	101	105
毛利率	31.49%	41.80%	35.55%	37.01%	33.92%	35.88%	36.16%
现货煤比例	26.61%	24.40%	16.80%	17.88%	20.00%	20.00%	20.00%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：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	8,056	9,171	11,759	货币资金	1,560	995	979	560	1,146	3,381
增长率	48.08%	-8.8%	41.6%	14.9%	13.8%	28.2%	应收款项	598	386	231	692	730	876
营业成本	-3,158	-3,190	-4,415	-5,324	-6,080	-7,768	存货	401	483	879	723	846	1,108
% 销售收入	58.2%	64.4%	63.0%	66.1%	66.3%	66.1%	其他流动资产	352	440	345	529	627	784
毛利	2,268	1,760	2,594	2,732	3,090	3,991	流动资产	2,911	2,305	2,434	2,504	3,350	6,149
% 销售收入	41.8%	35.6%	37.0%	33.9%	33.7%	33.9%	% 总资产	20.2%	13.9%	12.5%	11.9%	14.3%	22.2%
营业税金及附加	-90	-77	-102	-118	-134	-172	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	-105	-119	-153	% 总资产	68.4%	75.1%	74.9%	75.4%	73.3%	66.6%
% 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	-429	-459	-686	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%	5.3%	5.0%	5.8%	% 总资产	79.8%	86.1%	87.5%	88.1%	85.7%	77.8%
息税前利润 (EBIT)	1,783	1,338	2,031	2,080	2,379	2,980	资产总计	14,439	16,607	19,459	20,968	23,365	27,709
% 销售收入	32.9%	27.0%	29.0%	25.8%	25.9%	25.3%	短期借款	1,480	1,384	1,697	927	927	927
财务费用	-263	-251	-268	-310	-322	-347	应付款项	2,230	2,928	3,581	4,010	4,584	6,129
% 销售收入	4.8%	5.1%	3.8%	3.9%	3.5%	3.0%	其他流动负债	905	811	1,179	1,562	1,335	1,652
资产减值损失	-2	-1	1	0	0	0	流动资产	4,614	5,123	6,457	6,499	6,846	8,708
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	12,884	13,731	16,093
营业利润	1,499	1,095	1,729	1,765	2,051	2,624	普通股股东权益	5,631	6,135	7,079	8,056	9,615	11,602
营业利润率	27.6%	22.1%	24.7%	21.9%	22.4%	22.3%	少数股东权益	42	44	38	28	19	14
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	20,968	23,365	27,709
税前利润	1,499	1,153	1,716	1,783	2,066	2,643	比率分析						
利润率	27.6%	23.3%	24.5%	22.1%	22.5%	22.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-430	-316	-466	-446	-517	-661	每股指标						
所得税率	28.7%	27.4%	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	0.586	0.450	0.676	0.728	0.842	1.074
净利润	1,069	837	1,250	1,337	1,550	1,982	每股净资产 (元)	3.043	3.316	3.825	4.354	5.196	6.270
少数股东损益	-16	4	-2	-10	-9	-5	每股经营现金净流 (元)	0.925	0.655	1.429	1.435	1.710	2.468
归属于母公司的净利润	1,085	833	1,251	1,348	1,559	1,987	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%	16.7%	17.0%	16.9%	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%	16.73%	16.21%	17.13%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	7.52%	5.02%	6.43%	6.43%	6.67%	7.17%
净利润	1,069	837	1,250	1,337	1,550	1,982	投入资本收益率	13.91%	8.63%	11.57%	11.22%	11.61%	14.32%
少数股东损益	0	0	0	-10	-9	-5	增长率						
非现金支出	458	590	664	768	842	943	营业总收入增长率	48.08%	-8.78%	41.59%	14.94%	13.84%	28.23%
非经营收益	244	223	308	302	315	343	EBIT 增长率	89.98%	-24.96%	51.78%	2.40%	14.36%	25.30%
营运资金变动	-59	-439	423	248	457	1,298	净利润增长率	120.58%	-23.22%	50.16%	7.71%	15.68%	27.46%
经营活动现金净流	1,712	1,211	2,645	2,645	3,155	4,562	总资产增长率	18.68%	15.02%	17.17%	7.75%	11.43%	18.59%
资本开支	1,710	2,215	2,664	2,190	2,378	2,469	资产管理能力						
投资	12	-144	-47	0	0	0	应收账款周转天数	18.6	15.3	4.8	15.4	13.5	12.2
其他	1	1	1	-4	-5	-10	存货周转天数	44.4	50.6	56.3	48.7	50.0	51.4
投资活动现金净流	-1,697	-2,358	-2,711	-2,194	-2,383	-2,478	应付账款周转天数	135.1	167.6	144.6	146.1	148.4	151.7
股权募资	9	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	357.6	459.0	378.6	346.7	314.7	248.8
债权募资	187	1,263	545	-270	500	500	偿债能力						
其他	-470	-680	-530	-611	-695	-353	净负债/股东权益	61.20%	84.33%	81.75%	73.81%	61.04%	35.69%
筹资活动现金净流	-274	583	15	-881	-195	147	EBIT 利息保障倍数	6.8	5.3	7.6	6.7	7.4	8.6
现金净流量	-259	-564	-51	-429	577	2,230	资产负债率	60.71%	62.79%	63.43%	61.45%	58.77%	58.08%

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。