

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel: 010-59355904

Email: lijing@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



国投新集(601918.SH)

新矿即将试生产 合同煤价承压 有相对估值优势

投资要点

● 1、2012年1季度业绩大涨59%，成本下降、政府补贴是主因。毛利率由2011年35%升至42%，盈利能力提升的原因是吨煤成本明显下降、煤炭售价同比上涨、政府补贴集中结转、煤泥等一次性收入。扣除相关因素影响，预计1季度公司实际每股收益为0.23元。

● 2、1季度末淮南动力煤价格大跌，公司合同煤价存在下调压力。2012年至今淮南地区动力煤价（车板不含税）同比下跌74元/吨或10%，2季度单季同比跌幅甚至高达19%，环比1季度下跌14%。合同电煤与市场煤价格差距逐步缩小，随着现货煤价的下跌，合同煤价格也存在下调压力。

● 3、人工成本下半年将体现，总体涨幅预计放缓。口孜东矿预计6月底试生产，人工成本在吨煤成本中将有所体现。由于近两年一线人工工资上涨较快，预计未来几年增幅将放缓。

● 4、口孜东矿试生产在即，预计增厚业绩0.10元。口孜东矿预计6月底试生产，预计全年贡献原煤250万吨。假设吨煤净利100元/吨，则可贡献净利润1.8亿元，增厚EPS 0.10元/股。

● 5、预计2012年每股收益1.07元，具有相对估值优势。假设2012年公司吨煤综合售价同比增长4.5%，吨煤成本同比增长4%，商品煤产量1606万吨，预计2012-2014年EPS为1.07、1.19、1.30元/股，对应动态PE为12倍。公司合同煤占比高，弱市抗风险能力强，后备煤炭资源储备丰富，一旦打通资金链，后续成长可期，维持“增持”评级。风险提示：合同煤价格下调风险、安全费提高风险、成本上涨超预期风险等。

采掘

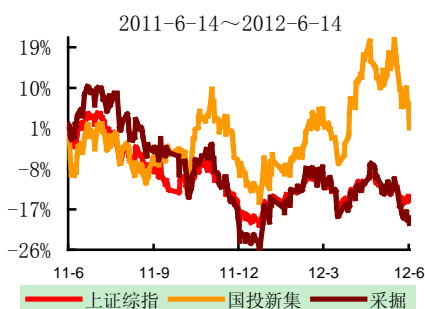
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	

市场数据

市价(元)	12.68
上市的流通A股(亿股)	18.50
总股本(亿股)	18.50
52周股价最高最低(元)	10.45-15.4
上证指数/深证成指	2295.95/9885.29
2011年股息率	1.25%

52周相对市场表现



相关研究

《煤价受合同煤制约 具有中长期成长性》

2011-09-05

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	8055.59	9748.10	11262.56	12173.30
增长率(%)	14.93	21.01	15.54	8.09
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1347.63	1986.41	2204.67	2411.65
增长率(%)	7.71	47.81	10.99	9.39
毛利率(%)	35.35	38.93	37.86	38.18
净资产收益率(%)	17.23	21.05	19.56	18.34
EPS(元)	0.73	1.07	1.19	1.30
P/E(倍)	17.41	12.45	11.21	10.25
P/B(倍)	3.16	2.62	2.19	1.88

来源：公司年报、民族证券

正文目录

2012 年 1 季度业绩大涨 59% 成本下降、政府补贴是主因	3
1 季度末淮南动力煤价格大跌 公司合同煤价存在下调压力	3
人工成本下半年将体现 总体涨幅预计放缓	4
预计 2 季度 EPS 为 0.23 元 上半年业绩预增约 50%	5
下半年口孜东矿试生产预计增厚业绩 0.10 元	5
预计 2012 年每股收益 1.07 元 具有相对估值优势	5

图表目录

图 1: 2012 年上半年安徽淮南地区动力煤价格下跌	4
图 2: 2008-2011 年国投新集电煤与市场煤价格走势	4
图 3: 2011 年国投新集吨煤成本结构人工成本占 39%	5
表 1: 2009-2012 年 1 季度公司获得政府补贴情况	3
表 2: 主要盈利假设	5
表 3: 2012-2015 年国投新集煤炭产量预测	6
表 4: 利润表简表	6
附录: 财务预测表	7

2012 年 1 季度业绩大涨 59% 成本下降、政府补贴是主因

2012 年 1 季度公司营收 22 亿元，归属于母公司股东的净利润 5 亿元，同比分别增长 8%、59%，毛利率由 2011 年的 35% 升至 42%，净利率由 17% 升至 24%，实现每股收益 0.29 元。

净利大幅增长的原因是吨煤成本明显下降、煤炭售价同比上涨、政府补贴集中结转、煤泥等一次性收入。

公告显示，2012 年 1 季度公司吨煤售价同比上涨 35 元/吨，吨煤成本同比下降 16 元/吨。煤炭售价上涨原因：1、2011 年 1 季度市场价格基数较低；2、公司合同煤占比约 70%，2012 年合同煤价格同比上涨约 5%，因此明显提升价格整体水平。

吨煤成本下降原因：原为新矿集中培训的人员已调配至口孜东矿，1 季度口孜东矿尚未正式投产，人工成本资本化，使吨煤成本中人工成本同比明显下降。下半年随着口孜东矿的试生产，人工成本将得以体现，吨煤成本将恢复正常水平。

1 季度公司一次性结转政府补助 4416 万元，计入营业外收入，占公司税后净利润的 6%。此项政府补助主要为安全技术改造补贴，根据每年申报情况有所差异，2012 年 1 季度对公司业绩的贡献率最高。

表 1：2009-2012 年 1 季度公司获得政府补贴情况

	2012-1Q	2011	2010	2009	2008	2007
政府补贴-万元	4416	1570	551	5683	2373	1862
EPS 增厚	0.02	0.01	0.00	0.02	0.01	0.01
当期 EPS	0.29	0.73	0.68	0.45	0.65	0.22
占比	6.17%	0.87%	0.33%	5.12%	1.48%	3.43%

资料来源：公司公告 民族证券

1 季度公司销售煤泥和材料收入 8524 万元，同比增加 4930 万元，增长 137%。

政府补助与煤泥销售收入增量税后合计约 7009 万元，占税后净利润的 13%，贡献每股收益 0.038 元。排除吨煤成本暂时下降因素，预计 1 季度公司实际每股收益为 0.23 元。

从支持盈利上涨的几个因素来看，均不具有可持续性。

1 季度末淮南动力煤价格大跌 公司合同煤价存在下调压力

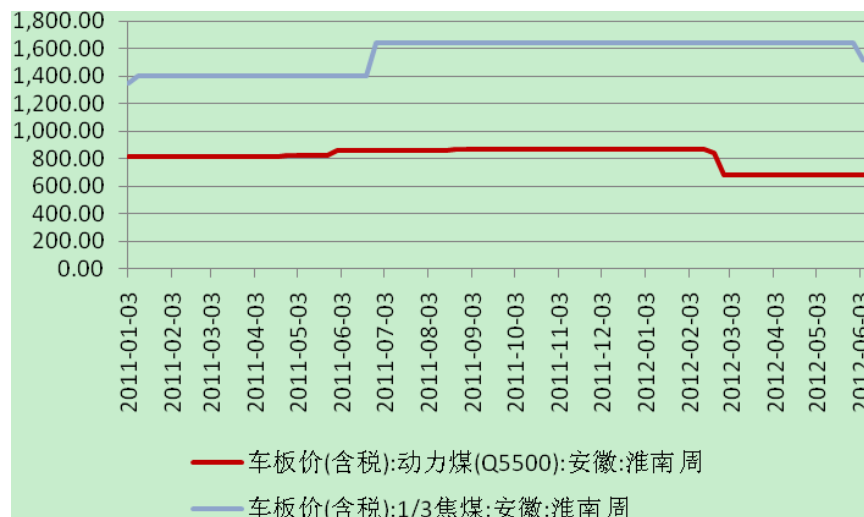
2012 年 2 月底安徽淮南发热量 5500 大卡动力煤车板含税价格大幅下跌，由 845 元/吨跌至 680 元/吨，跌幅 20%。

简单测算，2012 年至今，淮南地区动力煤价（车板不含税）同比下跌 74 元/吨或 10%，2 季度单季同比跌幅甚至高达 19%，环比 1 季度下跌 14%。

公司以合同电煤销售为主，占比约 70%，铁运非电煤和地销煤占比 30% 左右，价格均为现货价，受到市场波动影响较大。2 季度受到市场需求低迷影响，动力煤现货价格出现大幅下跌，预计拉低公司整体煤价。

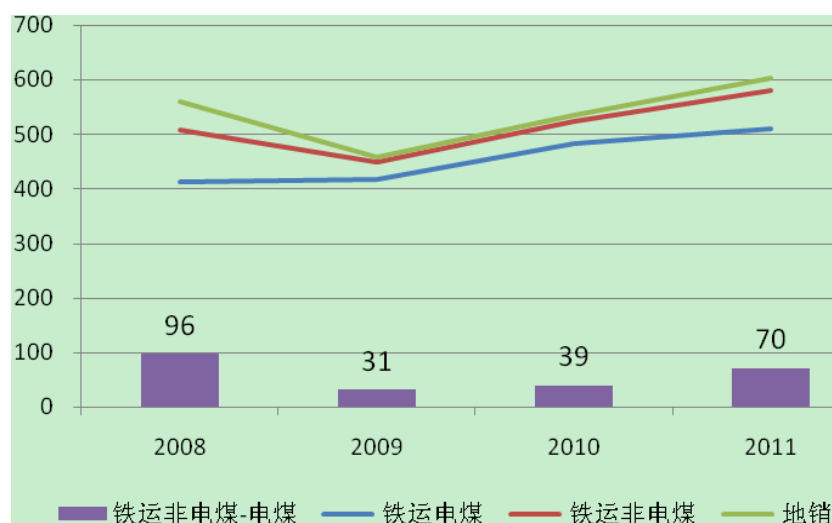
2009 年市场低迷的背景下，公司合同煤与现货煤价差曾降至 31 元/吨。2012 年市场再次下行，随着动力煤现货价格的下跌，合同电煤与市场煤价格差距逐步缩小，公司合同煤价格存在下调压力。

图 1：2012 年上半年安徽淮南地区动力煤价格下跌



数据来源：wind 民族证券

图 2：2008-2011 年国投新集电煤与市场煤价格走势



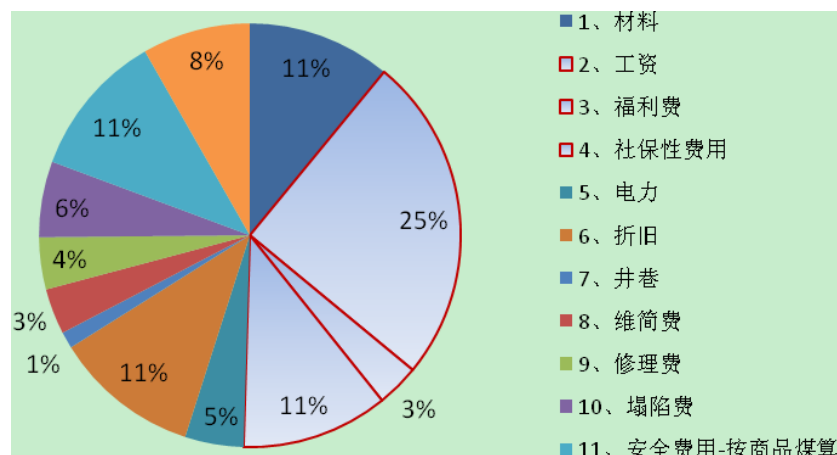
数据来源：wind 民族证券

人工成本下半年将体现 总体涨幅预计放缓

口孜东矿预计 6 月底试生产，人工成本将体现在吨煤成本中。预计 2 季度公司吨煤人工成本基本维持 1 季度水平，下半年将有所增长。届时，吨煤成本将恢复正常水平。

2010-2011 年公司大幅提升一线工人的工资、福利，2011 年同比增幅达到 31%，其中工资上涨 15%，福利上涨 20%，社保费用上涨 98%。一方面，公司提高原有工人福利待遇，另一方面公司为新矿提前储备工人进行培训，相应增加了吨煤成本的人工成本部分。未来几年人工成本仍将保持上升趋势，但是预计增幅将有所放缓，对吨煤开采成本构成的上涨压力将减小。

图 3：2011 年国投新集吨煤成本结构人工成本占 39%



数据来源：公司公告 民族证券

预计 2 季度 EPS 为 0.23 元 上半年业绩预增约 50%

考虑到 2 季度公司商品煤销量环比增长，同时电煤现货价格大幅下跌，假设吨煤成本与 1 季度持平，预计 2 季度公司实现 EPS 0.23 元，较 1 季度有所下滑。上半年公司业绩同比增幅 50%左右。

下半年口孜东矿试生产预计增厚业绩 0.10 元

口孜东矿预计 6 月底试生产，预计贡献原煤 250 万吨，商品煤预计 180 万吨。

口孜东矿煤质较好，盈利能力与刘庄矿类似，好于公司平均水平。

考虑到新矿在试生产阶段，生产尚不稳定，材料费、折旧等摊薄较大，对盈利能力造成一定影响，假设下半年口孜东矿吨煤净利 100 元/吨，则可贡献净利润 1.8 亿元，增厚 EPS 0.10 元/股。

预计 2012 年每股收益 1.07 元 具有相对估值优势

2011 年公司安全费由 33 元/吨上调至 35 元/吨，与安徽当地的安全费 50 元/吨仍有较大差距，同时公司存在增加安全投入的需求，未来有较大上调空间。

假设 2012 年公司吨煤综合售价同比增长 4.5%，吨煤成本同比增长 4%，商品煤产量 1606 万吨，预计 2012-2014 年 EPS 为 1.07、1.19、1.30 元/股，对应动态 PE 为 12 倍，具有相对估值优势。

公司合同煤占比属于行业最高水平，业绩相对稳定性高，提高弱市抗风险能力，同时后备煤炭资源储备丰富，一旦打通资金链，后续成长可期，维持“增持”评级。

风险提示：合同煤价格下调风险、安全费提高风险、成本上涨超预期风险等。

表 2：主要盈利假设

	2012E	2013E	2014E
价格涨幅	5%	4%	3%
成本涨幅	4%	3%	3%

资料来源：民族证券

表 3：2012-2015 年国投新集煤炭产量预测

	2012E	2013E	2014E	2015E
新集一矿（新集矿）	390	390	390	390
新集二矿（花家湖矿）	280	280	280	280
新集三矿（八里塘矿）	55	55	55	55
刘庄矿一期	300	300	300	300
刘庄矿二期	500	500	500	500
板集煤矿	—	—	100	300
口孜东矿	250	500	500	500
杨村矿	—	—	—	200
原煤产量合计	1775	2025	2125	2525
商品煤产量	1606	1843	1934	2298

资料来源：民族证券

表 4：利润表简表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	8,056	9,748	11,263	12,173
主营业务成本	5,208	5,953	6,998	7,526
主营业务税金及附加	131	156	180	195
主营业务利润	2,717	3,639	4,084	4,452
其他业务利润	-46	0	0	0
营业费用	81	97	113	122
管理费用	413	487	563	609
财务费用	341	409	473	511
EPS（元）	0.73	1.07	1.19	1.30

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,700	5,342	9,954	13,391
现金	883	3,610	7,935	11,214
应收账款	181	214	247	267
其它应收款	111	134	154	167
预付账款	469	534	617	667
存货	1,043	691	815	876
其他	0	0	0	0
非流动资产	19,531	20,860	21,118	21,295
长期投资	69	69	69	69
固定资产	17,972	18,857	18,820	18,820
无形资产	1,335	1,755	2,027	2,191
其他	155	179	202	215
资产总计	22,231	26,202	31,072	34,686
流动负债	8,225	9,421	11,036	11,881
短期借款	2,003	1,936	2,283	2,453
应付账款	2,677	3,042	3,587	3,854
其他	3,545	4,444	5,167	5,574
非流动负债	6,160	6,824	7,884	8,521
长期借款	5,465	6,824	7,884	8,521
其他	695	0	0	0
负债合计	14,385	16,245	18,920	20,402
少数股东权益	25	22	18	15
股本	1,850	1,850	1,850	1,850
资本公积金	2,010	2,010	2,010	2,010
留存收益	3,763	1,152	1,279	1,399
归属母公司股东权益	7,822	9,438	11,273	13,148
负债和股东权益	22,231	25,705	30,211	33,565
	0	0	0	0

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,940	4,681	4,455	4,418
净利润	1,348	1,986	2,205	2,412
折旧摊销	738	907	1,047	1,132
财务费用	341	409	473	511
投资损失	44	0	0	0
营运资金变动	-448	1,406	756	380
其它	-84	-27	-26	-17
投资活动现金流	-3,181	-1,714	-920	-1,035
资本支出	-3,182	-1,714	-920	-1,035
长期投资	1	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,144	-241	791	-104
短期借款	-67	347	170	565
长期借款	1,359	1,060	638	1,604
普通股增加	-234	0	166	59
资本公积增加	-7	0	0	0
其他	94	-1,648	-183	-2,331
现金净增加额	1,004	883	3,610	7,935

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,056	9,748	11,263	12,173
营业成本	5,208	5,953	6,998	7,526
营业税金及附加	131	156	180	195
营业费用	81	97	113	122
管理费用	413	487	563	609
财务费用	341	409	473	511
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	-44	0	0	0
营业利润	1,833	2,645	2,935	3,211
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,833	2,645	2,935	3,211
所得税	492	661	734	803
净利润	1,341	1,983	2,201	2,408
少数股东损益	-3	-3	-3	-4
归属母公司净利润	1,344	1,986	2,205	2,412
EBITDA	2,961	3,961	4,456	4,854
EPS（元）	0.73	1.07	1.19	1.30

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	14.94%	21.01%	15.54%	8.09%
营业利润	6.06%	44.25%	10.99%	9.39%
归属母公司净利润	6.32%	47.81%	10.99%	9.39%
获利能力				
毛利率	35.35%	38.93%	37.86%	38.18%
净利率	16.73%	20.38%	19.58%	19.81%
ROE	17.23%	21.05%	19.56%	18.34%
ROIC	7.74%	10.17%	9.59%	9.35%
偿债能力				
资产负债率	64.71%	62.00%	60.89%	58.82%
净负债比率	43.56%	39.01%	38.16%	36.90%
流动比率	0.33	0.57	0.90	1.13
速动比率	0.20	0.49	0.83	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.37	0.36	0.35
应收帐款周转率	44.41	45.63	45.63	45.63
应付帐款周转率	3.01	3.20	3.14	3.16
每股指标(元)				
每股收益	0.73	1.07	1.19	1.30
每股经营现金	1.05	2.53	2.41	2.39
每股净资产	4.23	5.10	6.09	7.11
估值比率				
P/E	18.34	12.45	11.21	10.25
P/B	3.16	2.62	2.19	1.88
EV/EBITDA	11.63	8.83	8.21	7.73

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。