

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2008年1月5日

平煤股份(601666.SH)/12.48 元

较高的分红收益率和低于重置成本的价格凸现价值

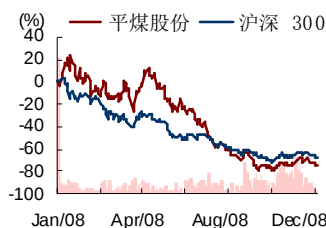
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	107472
流通股本(万股)	43668
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	54
52周股价	10.1-59.8元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-66	-72
相对表现	-1	-33	-6



相关报告

- 1、《平煤天安(601666)一棚户区改造支出影响业绩仅增长50%》2008/8/18
- 2、《从08年预期高速增长转变为未来两年稳定增长—平煤天安调研简报》2008/5/20
- 3、《炼焦煤价格已经大幅上涨和预期还将上涨—平煤天安调研简报》2008/3/10
- 4、《炼焦煤和喷吹煤公司业绩将大幅增长—喷吹煤提价和炼焦煤大幅提价分析》2008/5/8

近期我们调研了公司,与公司高管就经营情况和未来发展进行了交流。09年公司销量面临不确定性,煤价面临下游需求增速下降的压力,成本和非经常性损益双降抵消价格下行带来的部分业绩下降,维持对公司审慎推荐的投资评级。

q 08-10年煤炭产能小幅增长,实际产量视需求而定:

- 目前公司在役煤矿最新核定产能2615万吨。
- 八矿二号井设计产能90万吨,预计2010年投产。
- 持股60%的首山一矿设计产能240万吨,预计09年8月份投产。增加09-10年产量40万吨和240万吨。
- 公司的煤矿不断技改中,其实际生产能力远高于核定能力,目前主要以需定产,09年公司煤炭产量可能会小于实际产能。

q 销售结构基本维持稳定,但炼焦煤销量可能受需求影响而下降。

- 08年公司原煤产量约2800万吨,其中只有已组煤可作为炼焦原煤入洗,因此可供入洗的原煤量大约只有1100万吨,剩下的1700万吨作为混煤直接销售。
- 另外,从母公司购买原煤100多万吨入洗,公司原煤入洗量合计1200多万吨,洗精煤产量约700万吨(洗选率57-58%),其他选煤(中煤洗选率约25%、煤泥洗选率约6%)产量约375万吨。
- 由于09年下游钢铁产量增幅较小,公司的部分1/3焦煤可能转作动力煤销售,因此09年公司的炼焦煤销量可能受需求影响而面临下降。

q 煤价面临不确定性

- 炼焦煤价格:** 公司的洗精煤包括主焦煤和1/3焦煤。目前公司的主焦煤含税销售价格1100元/吨,1/3焦精煤含税销售价格1000元/吨,洗精煤销售均价大约1000元/吨(含税)。09年的炼焦煤合同基本上已经签订完毕,不过需要按照季度调整。因此09年炼焦煤的价格走势仍然面临不确定性。
- 混煤价格:** 目前公司的混煤销售价格大约370-380元/吨(不含税),09年的价格未定(福州衔接会上没有谈判出结果,公司的长协销量约占85%,与现货价差50元/吨左右),我们认为,09年公司混煤价格持平或可能小幅上涨。
- 其他选煤价格:** 主要是中煤和煤泥,发热量较低(3800-4500大卡),销售价格不高,目前大约170元/吨(不含税)。我们预计09年销售价格持平的可能性较大。
- 综合考虑,我们判断09年公司综合煤炭销售价格大约为423元/吨,较08年下降26%(较07年的370元/吨上涨14%)。

q 成本可调节余地较大

- 为了应对不好的销售形势,公司加强管理,限制各种非生产费用支出。
- 从08年5月1日起,公司的维简费从15元/吨下调为8.5元/吨(包括2.5元/吨井巷费)。

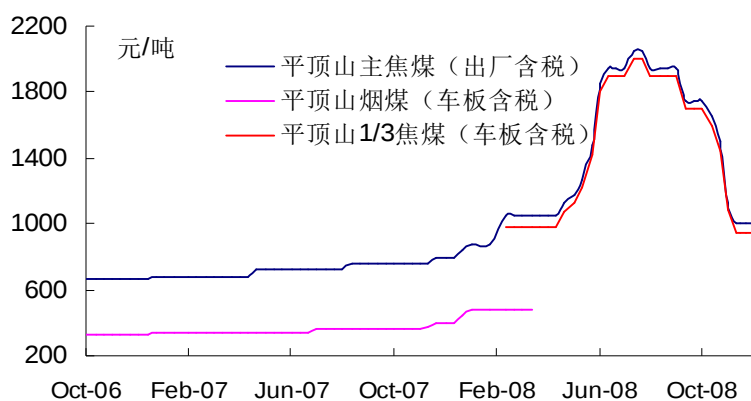
- Ø 在预期 09 年效益下滑的情况下，工人的工资有较大的下降余地（预计-20%）。
- Ø 随着钢材等原材料价格的下降，公司的吨煤原材料成本也有下降的空间（预计-20%）。
- Ø 我们测算，08 年公司原煤开采成本中，其他项高达 85 元/吨（07 年 22.24 元/吨），09 年有大幅压缩空间。
- Ø 综合考虑，我们判断 09 年公司综合煤炭销售成本大约为 282 元/吨，较 08 年下降 25%（较 07 年的 270 元/吨上涨 4%）。
- q **09 年无棚户区改造费用和供热配套费用，相当于同比增加 09 年每股收益 0.55 元。**
 - Ø 08 年公司已经支付棚户区改造费用 60051.83 万元（计入营业外支出）和供热配套费用 19224 万元。合计支付 79275.83 万元，减少 08 年每股收益 0.55 元。
 - Ø 08 年支付完棚户区改造费用和供热配套费用后，09 年已无相关费用，相当于同比增加 09 年每股收益 0.55 元。
- q **河南省煤业集团整合，虽然对公司暂无好处，但是远景可期。**
 - Ø 河南省一共有六大煤炭企业集团（平煤、永煤、焦煤、鹤煤、义煤、郑煤，也有说七大煤业集团，包括神火），河南省政府主导了六大煤炭企业集团的重组（包括化工企业），新近成立了中国平煤神马能源化工集团（平煤、神马）和河南煤业化工集团（永煤、焦煤、鹤煤、省煤气集团、中原大化）。郑煤和义煤集团的重组尚未完成，未来有可能重组进中国平煤神马能源化工集团和河南煤业化工集团。
 - Ø 平煤神马的重组主要是按照地域重组，平煤集中于煤炭主业，神马集中于尼龙化工，业务互补性不强。而平煤、神马两集团各有下属上市公司：平煤股份、神马实业，分别集中于煤炭和尼龙主业。因此集团重组对平煤股份的煤炭主业帮助不大。
 - Ø 值得期待的是未来河南省政府对郑煤和义煤集团的重组（煤炭产量都有 1000 多万吨），如果中国平煤神马能源化工集团能够拿下两个煤业集团的一个，将对公司煤炭主业的发展大有裨益。
 - Ø 重组完成的中国平煤神马能源化工集团和河南煤业化工集团将力争分别在 1-2 年内形成原煤产量 5000 万吨左右的规模。
 - Ø 目前平煤股份的煤炭产量约 2800 万吨，平煤集团的剩余煤炭产量 1000 多万吨。1-2 年内集团规划产量将达到 5000 万吨（包括上市公司）。未来有望逐步注入到上市公司。
- q **盈利预测**
 - Ø 我们预计公司 08-10 年净利润分别为 24.13 亿元、16.11 亿元和 23.98 亿元（08-10 年吨煤净利分别为 86 元/吨、66 元/吨和 79 元/吨），同比分别增长 119%、-33% 和 49%。
 - Ø 预计 08-10 年每股收益分别为 2.25 元、1.5 元和 2.23 元。
- q **维持“审慎推荐”评级**
 - Ø 公司权益核定产能 2849 万吨（考虑在建煤矿，扣除持股 60%的首山一矿的少数股东权益），按照大约 400 万吨形成一吨产能计算，公司的重置建矿成本为 11 元/股。另外公司的采矿权重置成本为 2.3 元/股（扣除未支付采矿权价款的一、四、六、八、十一矿和首山矿，按照 5.5 元/吨的可采储量计算），企业重置成本合计为 13.3 元/股，目前股价仅高于重置建矿成本 13.5%，且低于重置企业成本 6%。

- Ø 2005 年股东大会审议通过的现金分配政策为：每年对股东的现金股利分派不少于公司经审计的当年实现的可供股东分配利润的 50%。按照 08 年和 09 年盈利的 50% 计算（扣除 10% 的公积金），目前股价下的分红收益率分别为 8.1% 和 5.4%。
- Ø 由于需求增速下降，煤价面临较大的不确定性，我们维持对公司审慎推荐的投资评级。

表 1: 公司煤矿、储量及产能

	煤种	核定产能 (万吨)	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)
在役煤矿					
一矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	400	2.59	1.41	27
四矿	1/3 焦煤	280	0.88	0.41	11
五矿	1/3 焦煤、肥煤	135	1.27	0.63	32
六矿	1/3 焦煤	350	1.56	0.91	21
八矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	370	3.30	1.57	40
十矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	290	1.26	0.76	20
十一矿	1/3 焦煤	300	1.75	1.15	49
十二矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	130	0.48	0.20	12
十三矿	主焦煤	180	3.65	2.00	79
朝川矿	焦煤和肥煤	120	0.95	0.63	35
香山矿	1/3 焦煤、气煤和肥煤	60	0.43	0.22	25
在役煤矿小计		2615	18.12	9.89	27
在建煤矿					
八矿二号井改造	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	90			
平保首山一矿（持股 60%）	主焦煤、瘦煤和贫瘦煤	240	4.02	2.56	92
在建煤矿小计		330	4.02	2.56	56
合计		2945	22.15	12.46	30

资料来源：上市公司，注 1：八矿二号井改造预计 2010 年投产，注 2：首山一矿预计 09 年投产，预计增加 09-10 年产量 40 万吨和 240 万吨。

图 1: 公司所在地煤价走势


资料来源：煤炭资源网

表 2: 公司煤炭产销量、价格及成本

	2003	2004	2005	2006	2007	200806
煤炭产量 (万吨)	1460.0	1478.0	2086.0	2048.0	2624.0	1402.5
商品煤销售量 (万吨)	1783.5	1873.2	2133.2	2195.0	2673.7	1395.6
其中：混煤销售量 (万吨)	1258.9	1275.1	1367.9	1317.0	1679.2	865.3
精煤销售量 (万吨)	410.6	420.5	523.5	534.0	642.7	352.1
其他选煤销售量 (万吨)	114.1	177.7	241.9	197.0	351.8	178.2
商品煤平均售价 (元/吨)	179.3	263.0	337.5	338.5	370.4	507.7
混煤平均售价 (元/吨)	144.8	207.3	255.4	272.5	289.6	363.0
精煤平均售价 (元/吨)	315.0	496.4	643.9	649.4	702.6	1053.4
其他选煤平均售价 (元/吨)	71.8	110.6	133.0	189.3	149.4	132.5
商品煤平均成本 (元/吨)	191.5	182.3	235.7	240.8	272.8	336.0

资料来源：上市公司

表 3: 重置成本测算

	煤种	核定产能 (万吨)	2005 年末可 采储量 (亿吨)	单位投资产 能 (元/吨)	煤矿重置成 本 (亿元)	单位采矿权重 置成本 (元/吨)	采矿权重置 成本 (亿元)
在役煤矿							
一矿	1/3 焦煤、 焦煤和肥煤	400	1.41	400	16.00	5.5	7.8
四矿	1/3 焦煤	280	0.41	400	11.20	5.5	2.3
五矿	1/3 焦煤、 肥煤	135	0.63	400	5.40	5.5	3.5
六矿	1/3 焦煤	350	0.91	400	14.00	5.5	5.0
八矿	1/3 焦煤、 焦煤和肥煤	370	1.57	400	14.80	5.5	8.6
十矿	1/3 焦煤、 焦煤和肥煤	290	0.76	400	11.60	5.5	4.2
十一矿	1/3 焦煤	300	1.15	400	12.00	5.5	6.3
十二矿	1/3 焦煤、 焦煤和肥煤	130	0.20	400	5.20	5.5	1.1
十三矿	主焦煤	180	2.00	400	7.20	5.5	11.0
朝川矿	焦煤和肥煤	120	0.63	400	4.80	5.5	3.5
香山矿	1/3 焦煤、 气煤和肥煤	60	0.22	400	2.40	5.5	1.2
小计		2615	9.89	400	104.60	5.5	54.4
在建煤矿							
八矿二号 井改造	1/3 焦煤、 焦煤和肥煤	90		444	4.00		
首山一矿 (60%)	主焦煤、瘦 煤和贫瘦煤	240	2.56	646	15.50	5.5	14.10
小计		330	2.56		19.50	5.5	14.10
合计		2945	12.46		124.10		68.51

资料来源：上市公司，招商证券，注 1：八矿二号井改造、首山一矿按照目前规划的投资总额计算其重置成本。注 2：采矿权按照可采储量，5.5 元/吨计算。注 3：计算公司采矿权重置成本时，我们剔掉了未支付采矿权价款的一、四、六、八、十一矿和首山矿，表格中则未反应这一信息。

表 4: 煤炭上市公司盈利预测及投资评级

	股价 (元)	EPS (元)			PE (×)			每股净 资产 (元)	PB(×)
		07	08E	09E	07	08E	09E		
A 股									
炼焦煤类									
金牛能源	14.00	0.73	2.96	1.73	19.2	4.7	8.1	5.4	2.6
西山煤电	11.66	0.43	1.35	0.92	1.1	8.6	12.7	2.8	4.2
平煤天安	12.48	1.02	2.25	1.50	12.2	5.5	8.3	6.0	2.1
盘江股份	11.74	0.16	1.24	1.30	73.4	9.5	9.0	2.5	4.7
喷吹煤类									
国阳新能	9.73	0.52	1.14	0.81	18.9	8.5	12.0	3.7	2.6
潞安环能	12.49	0.85	2.07	1.39	14.7	6.0	9.0	3.9	3.2
动力煤类									
中国神华	17.54	0.99	1.52	1.65	17.6	11.5	10.6	6.7	2.6
恒源煤电	11.09	1.07	1.29	1.82	10.4	8.6	6.1	6.8	1.6
中煤能源	6.47	0.39	0.60	0.71	16.6	10.8	9.1	4.5	1.4
兖州煤业	8.24	0.55	1.61	1.12	15.0	5.1	7.4	4.6	1.8
大同煤业	11.34	0.55	1.83	1.01	20.6	6.2	11.2	5.3	2.1
转型类									
神火股份	13.10	1.64	2.65	1.48	8.0	4.9	8.9	5.0	2.6
兰花科创	11.91	1.01	2.12	1.27	11.8	5.6	9.4	5.7	2.1
开滦股份	11.55	1.10	2.11	1.35	10.5	5.5	8.5	6.0	1.9
A 股平均	11.67	0.79	1.77	1.29	17.9	7.2	9.3	4.9	2.5
美国									
BTU	22.07	2.56	3.21	5.01	8.6	6.9	4.4	10.8	2.0
ANR	15.70	2.55	3.25	10.12	6.2	4.8	1.6	10.5	1.5
CNX	27.48	1.48	2.17	6.08	18.6	12.7	4.5	7.9	3.5
FCL	13.63	(0.46)	0.05	3.74	(29.6)	272.6	3.6	6.4	2.1
ACI	15.41	2.58	2.43	4.82	6.0	6.3	3.2	12.3	1.3
MEE	13.12	0.10	3.46	5.25	131.2	3.8	2.5	12.5	1.1
YZC	6.84	1.75	2.35	2.06	3.9	2.9	3.3	6.6	1.0
美国平均	16.32	1.51	2.42	5.30	29.1	44.3	3.3	9.6	1.8
H 股									
中国神华	16.40	1.03	1.54	1.70	15.9	10.6	9.6	6.7	2.4
中煤能源	6.17	0.45	0.70	0.86	13.7	8.8	7.2	4.5	1.4
兖州煤业	5.69	0.66	1.66	1.20	8.7	3.4	4.7	4.6	1.3
H 股平均	9.42	0.71	1.30	1.25	12.8	7.6	7.2	5.3	1.8

资料来源: 招商研发整理

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2586	4268	3039	1229	2917
现金	1868	2896	1499	200	1578
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	341	838	776	504	667
应收款项	29	43	78	52	69
其它应收款	15	88	37	119	151
存货	230	277	479	317	404
其他	103	126	169	36	48
非流动资产	5960	6779	7185	8846	8704
长期股权投资	9	6	9	9	9
固定资产	4139	4293	5414	7096	6973
无形资产	651	630	608	588	568
其他	1160	1850	1155	1154	1154
资产总计	8546	11047	10224	10075	11621
流动负债	2665	3228	2981	2047	2363
短期借款	0	0	200	283	100
应付账款	1102	1586	2054	1337	1710
预收账款	298	653	575	376	480
其他	1265	989	152	51	72
长期负债	559	1475	121	71	0
长期借款	321	1058	121	71	0
其他	238	417	0	0	0
负债合计	3224	4702	3102	2118	2363
股本	3204	3273	3204	3204	3204
资本公积金	513	623	0	0	0
留存收益	843	1759	2615	3420	4619
少数股东权益	4559	5655	5819	6624	7823
母公司所有者权益	200	238	229	258	361
负债及权益合计	8546	11047	10224	10075	11621

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	2329	1131	2250	1637	3110
净利润	863	1131	2413	1611	2398
折旧摊销	373	307	345	396	442
财务费用	19	12	14	5	0
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	1088	(307)	(549)	(407)	168
其它	(12)	17	28	33	103
投资活动现金流	(3155)	(1510)	(383)	(2061)	(300)
资本支出	(1535)	(1512)	(382)	(2061)	(300)
其他投资	(1620)	2	(1)	0	(0)
筹资活动现金流	1863	718	(2575)	(876)	(1431)
借款变动	(3029)	1020	(870)	(67)	(233)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	69	(69)	0	0
股利分配	(1305)	(565)	(1207)	(805)	(1199)
其他	6197	195	(429)	(4)	1
现金净增加额	1037	339	(708)	(1299)	1378

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7458	11061	16081	10348	13752
营业成本	5258	8415	10478	6897	8790
营业税金及附加	124	171	257	166	220
营业费用	115	122	161	155	200
管理费用	671	722	1206	931	1200
财务费用	34	12	14	5	0
资产减值损失	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	28	28	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	1284	1643	3966	2195	3343
营业外收入	1	17	1	1	1
营业外支出	21	14	711	10	10
利润总额	1264	1647	3256	2186	3334
所得税	402	516	814	547	834
净利润	863	1131	2442	1640	2501
少数股东损益	0	(0)	29	29	103
母公司所有者净利润	863	1131	2413	1611	2398
EPS (元)	0.80	1.05	2.25	1.50	2.23

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	4%	48%	45%	-36%	33%
营业利润	-5%	28%	141%	-45%	52%
净利润	-4%	31%	113%	-33%	49%
获利能力					
毛利率	29.5%	23.9%	34.8%	33.4%	36.1%
净利率	11.6%	10.2%	15.0%	15.6%	17.4%
ROE	16.8%	18.5%	35.0%	20.9%	26.9%
ROIC	15.9%	14.8%	39.3%	19.7%	26.6%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	42.6%	30.3%	21.0%	20.3%
净负债比率	3.8%	10.3%	4.6%	4.0%	1.5%
流动比率	1.0	1.3	1.0	0.6	1.2
速动比率	0.9	1.2	0.9	0.4	1.1
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.6	1.0	1.2
存货周转率	30.2	43.6	42.5	26.0	38.1
应收帐款周转率	166.6	310.6	266.1	158.5	227.8
应付帐款周转率	63.3	57.5	62.5	88.5	62.4
每股资料(元)					
每股收益	0.80	1.05	2.25	1.50	2.23
每股经营现金	2.17	1.05	2.09	1.52	2.89
每股净资产	4.77	5.68	6.41	7.16	8.28
每股股利	0.18	0.53	1.12	0.75	1.12
估值比率					
PE	15.8	12.0	5.6	8.5	5.7
PB	2.7	2.2	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	18.6	15.9	7.2	12.0	8.2

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加盟招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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。我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。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。