

2009-02-11

煤炭与消费用燃料

ST 平能 000780.SZ

初次覆盖

买入

当前价格	7.41 元
目标价格	8.5-10 元
目标期限	6 个月

分析师:

郭国栋

021-22169168

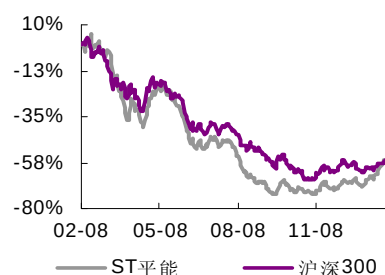
guogd@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,014
总市值(百万元)	6,796
流通比例(%)	38.58%
12 个月最高/最低(元)	15.82/3.80
近 3 月日均成交量(百万股)	8.82

主要股东 内蒙古平庄
煤业(集团)
有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.36	46.19	3.73
绝对收益	40.87	75.58	-48.90

相关报告:

业绩稳定，存在资产注入预期

◇ 报告起因: 调研

◇ 潜在催化因素: 公司在年报后摘帽

◆ 给予“买入”的投资评级

公司将于年报公布后摘帽，由于其基本面较好，将成为机构青睐的品种。公司业绩稳定性较好，我们预计 2009 年公司的每股收益为 0.51 元，目前的动态估值水平为 12 倍左右。公司承诺将元宝山煤矿以及白音华露天煤矿置入上市公司，公司完成资产置入后，煤炭生产能力将上升 4 倍左右。

我们考虑到公司业绩的稳定性、资产注入预期以及小盘股特性，我们给予了更高的市场估值水平。根据相对估值和绝对估值的考虑，我们给予公司 8.5 元—10 元的目标价格，对应 17—20 倍的市盈率水平。

◆ 蒙东重要煤炭企业，区域优势明显

公司目前煤炭生产能力为 900 万吨，是蒙东最重要的煤炭生产企业。平庄能源良好的市场区域优势主要体现在公司的最优销售半径范围内有很多大型的发电企业，并且目前没有与之竞争的大型煤炭生产企业。

◆ 煤炭需求有望持续反弹

贷款数据的持续反弹更可能预示着未来的整个经济需求将持续反弹。煤炭为基础性行业，因此认为即使考虑到能耗水平的上升，煤炭的消费需求也将出现持续性的反弹。

◆ 整体上市预期提高公司估值水平

国电集团成为公司实际控制人后，承诺将继续完成置入白音华和元宝山煤矿。如果按照白音华煤矿达到 1500 万吨的生产能力和元宝山煤矿 1000 万吨生产能力计算，公司的煤炭生产能力将达到 3700 万吨左右，是目前公司 900 万吨煤炭生产能力 4 倍左右。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	456	1,336	2,391	2,175	2,175
营业收入增长率	-75.01%	193.32%	78.93%	-9.03%	0.00%
净利润(百万元)	5	125	662	521	526
净利润增长率	-101.14%	2208.45%	431.64%	-21.41%	1.00%
EPS(元)	0.01	0.12	0.65	0.51	0.52
ROE	0.42%	7.32%	30.60%	19.77%	16.93%
P/E	762	55	10	13	13
P/B	7	4	3	3	2
EV/EBITDA	60	19	6	7	6

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

我们假定公司目前的合同煤和电煤价格基本维持稳定，市场销售煤炭价格与合同煤炭价格相当。老公营矿的新增煤炭产量完全按照电煤价格进行销售。

未考虑资产置入的业绩增加。

我们与市场的差异

我们考虑到公司业绩的稳定性、资产注入预期以及小盘股特性，我们给予了更高的市场估值水平。

给予“买入”的投资评级

我们给予 ST 平能“买入”的投资评级，建议投资者积极关注。公司之前借壳 ST 兴发，因此无法成为机构选择的品种。公司将于年报公布后摘帽，由于其基本面较好，将成为机构青睐的品种。公司业绩稳定性较好，我们预计 2009 年公司的每股收益为 0.51 元，目前的动态估值水平为 13 倍左右。公司承诺将元宝山煤矿以及白音华露天煤矿置入上市公司，按照白音华的设计规模，公司的煤炭生产能力将从目前的 900 万吨上升到 3700 万吨，上升 4 倍左右。

根据相对估值和绝对估值的考虑，我们给予公司 8.5 元 - 10 元的目标价格，对应 17 - 20 倍的市盈率水平。

催化剂与投资风险

公司年报后摘帽将成为公司股票价格上涨的催化剂。随后公司在资产注入方面的动作也可能催生股票价格的上涨。

公司的主要投资风险：煤炭板块下跌带来的系统性风险。白音华露天煤矿投产对公司带来的冲击。

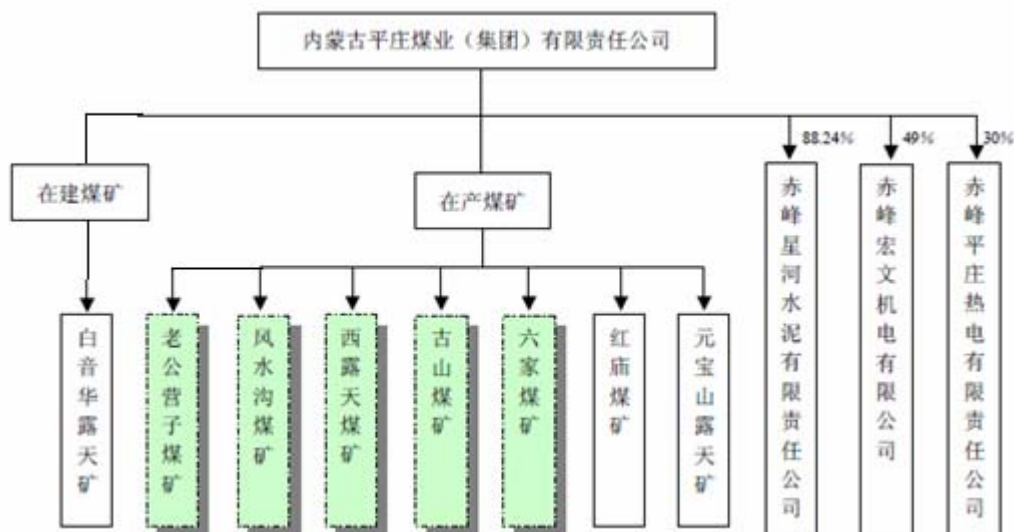
蒙东地区重要的煤炭生产企业

ST 平能为借壳 ST 兴发而来,公司的母公司为内蒙古平庄煤业集团,实际控制人为中国国电集团。

平煤集团公司本部矿区面积 210 平方公里,煤田面积 81 平方公里,由平庄煤田和元宝山煤田组成,探明储量 16.7 亿吨,现有经济地质储量 10.1 亿吨,经济可采储量 7.8 亿吨,目前煤炭年生产能力 2000 万吨左右。元宝山煤矿的设计能力为 1000 万吨,2008 年的煤炭生产能力为 800 万吨左右。平煤集团白音华矿区位于内蒙锡盟白音华煤田一号露天矿区,矿区面积 17.82 平方公里,可采储量 7.38 亿吨,一期设计能力 700 万吨/年,服务年限为 104 年,二期设计能力 1500 万吨/年,服务年限 48 年,目前平煤集团白音华煤矿正处于建设期,2008 年已经生产煤炭 300 万吨左右。

平庄煤业集团的主要煤炭生产单位如下表所示,其中带阴影的为上市公司的主要煤炭资产。

图 1、内蒙古平庄煤业集团组织结构



数据来源：公司公告，光大证券研究所

ST 平能目前拥有六家矿、古山矿、西露天矿、风水沟矿以及老公营子矿,2008 年的生产能力大约为 900 万吨左右,详细的资源储量和生产能力数据见下表。

表 1、公司生产能力以及资源储量表

矿山名称（单位万吨）	保有储量	可采储量	核定生产能力	2008 年实际产量
风水沟	16056.6	11078.4	210	240
西露天	5899.0	3709.0	230	230
六家矿	13211.1	7157.3	120	140
古山矿区	3560.6	1884.0	145	142
老公营子	11200.0	8084.0	180	147
合计			885	899

数据来源：公司公告，光大证券研究所

平庄能源风水沟煤矿位于赤峰市东 33 公里，行政区划属赤峰市元宝山区风水沟镇，井田平均走向长 2.4 千米，倾斜宽 3.2 千米，矿区面积为 7.67 平方公里。风水沟初步设计由 1979 年平庄矿务局完成，设计年生产能力 90 万吨，服务年限 127 年，1979 年开工建设，1984 年 12 月投入生产。风水沟矿 210 万吨改扩建工程已经验收，2008 年产量为 240 万吨左右。

西露天煤矿位于赤峰市元宝山区平庄镇西南 4 公里，行政隶属赤峰市元宝山区管辖。西露天煤矿于 1967 年正式建成投产，设计年产量为 160 万吨。目前核定生产能力为 230 万吨，2008 年实际产量为 230 万吨左右。由于公司的煤炭资源处于开采后期，因此公司计划在未来采用井工矿的方式开采剩余资源，预计剩余的服务年限为 20 年左右。

六家煤矿位于赤峰市南 45 公里处，座落在老哈河畔。由长春煤炭设计院设计，设计生产能力 90 万吨，服务年限为 72 年。六家煤矿于 1990 年 12 月 20 日开工建设，核定总投资为 58,944.91 万元，1997 年 10 月 1 日原煤炭部批准试生产，2001 年 10 月 16 日正式移交投产，2003 年达产。目前核定产能 120 万吨，2008 年的实际产量为 140 万吨左右。

古山煤矿位于赤峰市元宝山区平庄镇北 2 公里，行政隶属平庄镇管辖。古山煤矿共下设古山一井、二井及三矿井，古山二井建于 1958 年，1959 年投产，目前剩余资源有限。古山一井于 1971 年建井，1975 年 5 月生产，设计能力 30 万吨。古山三井 1974 年 11 月建井，1979 年 3 月投产，设计能力 30 万吨。古山矿目前核定产能 145 万吨。

老公营子煤矿位于赤峰市东 40 公里，行政区隶属赤峰市元宝山区风水沟镇，矿区面积 5.95 平方公里，于 2004 年 9 月开工建设，并于 2007 年 12 月 28 日开始试生产，2008 年正式移交生产。老公营子矿可采储量 1.12 亿吨，设计年产量 120 万吨，服务期限 67 年。公司目前的核定能力为 180 万吨，2008 年煤炭的实际产量为 147 万吨。

平庄能源具有良好的市场区域优势

平庄能源良好的市场区域优势主要体现为在公司的最优销售半径范围内有很多大型的发电企业，并且目前没有与之竞争的大型煤炭生产企业。

公司的煤炭主要覆盖辽宁西部的朝阳、沈阳、锦州等，覆盖河北的承德等东北区域。在公司的销售区域内，没有大型的煤炭生产企业，完全需要对外购买煤炭来完成发电。从地理位置来看，即使这些煤炭需求区域内，煤炭供应稳定的最近距离的仍然是平庄能源。

在公司的覆盖区域内，有全国第九大火电发电企业元宝山电厂，每年公司向其供应 800 万吨的优质动力煤。国电电力的朝阳发电厂，公司每年供应电煤 150 万吨；赤峰电厂，公司供应 150 万吨，滦河电厂等等。其他公司还有锦州、沈阳、大连等热电企业的稳定供应。

图 2、平庄能源煤炭销售覆盖区域



数据来源：光大证券研究所

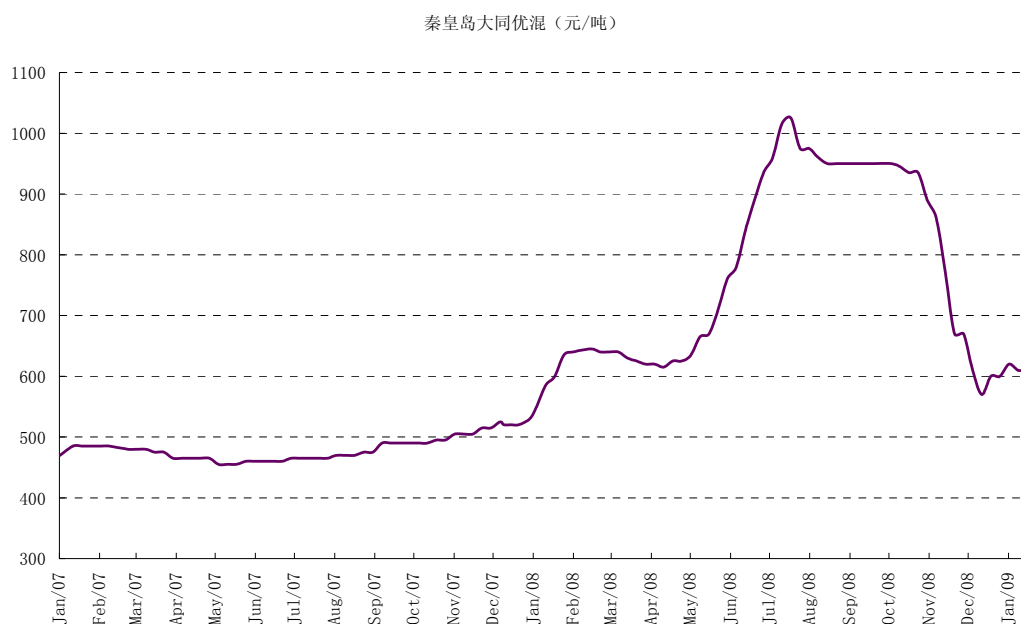
煤炭需求反弹可能持续

国内外煤炭价格企稳

2008 年 12 月下旬以后，国内外煤炭价格逐步企稳，并从最低点小幅反弹。

秦皇岛港口大同优混在 12 月中旬车板价为 570 元/吨，比最高点下降了 50%。随着港口库存的消化，以及煤炭企业的限产，煤炭价格随之进入反弹，最高达到 620 元/吨，反弹近 10%。近期秦皇岛港口煤炭价格基本维持在 610 元/吨附近。如果需求持续反弹，目前的煤炭价格可能在短期内仍然面临上涨的动力，尽管春节后的复产对煤炭供应增加会带来价格上涨的压力。

图 3、秦皇岛港口煤炭价格行情



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

澳洲煤炭价格企稳基本与国内煤炭价格同步。澳洲 BJ 现货煤炭价格在 2008 年 12 月 11 日创出 74 美元/吨左右的新低之后开始反弹，目前澳洲煤炭价格为 83 美元左右，比最低点反弹了 10% 以上。

图 4、澳大利亚 BJ 煤炭价格行情



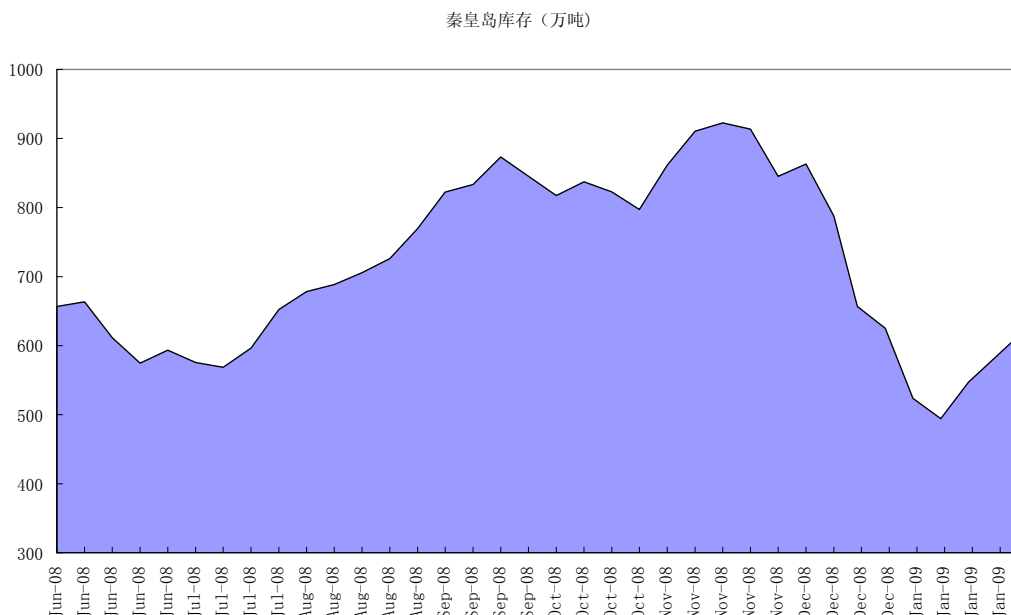
数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

秦皇岛港口库存下降明显

秦皇岛港口库存数据在 2008 年 11 月份创下了 922 万吨的历史高峰，随后在进港量煤炭急剧下滑的情况下，煤炭库存快速下降到 1 月中旬的

494 万吨左右。1 月下旬的两周春节期间，秦皇岛库存又有所反弹，目前处于 600 万吨左右。近期秦皇岛库存的反弹可能跟春节因素有关系，因此这样的反弹可能随着需求的反弹而结束。

图表、秦皇岛库存数据



数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

其他库存数据也在 2008 年 11 月份达到历史新高，在 2009 年 1 月份也有所下降。我们认为煤炭企业的主动限产以及中小煤炭企业因为安全整顿而被动限产导致了煤炭供应量的减少。同时库存的压力也是企业减少生产能力的主要原因。随着库存的逐步调整，在未来煤炭价格上涨预期不明确的情况下，估计未来的库存会维持在一个稍微偏低的水平。我们将在后面讨论企业限产与库存之间的关系，并进一步分析未来煤炭库存的走势。

煤炭需求有望持续反弹

2008 年 12 月份的数据来看，煤炭行业需求并没有持续恶化，出现了一定程度的反弹。考虑到宏观数据的领先反映，我们认为这样的需求反弹可能持续。

2008 年 12 月份全国火电发电量为 2294 亿度，同比下降 12.4%，相对于 11 月份同比 16.6% 的下降，12 月份的火电发电数据在明显的反弹。保守的看，我们认为火电发电量在未来环比进一步下降的空间已经非常有限了，煤炭需求将逐步企稳。

图 6、全国火电发电量增速

图、火电发电量增速

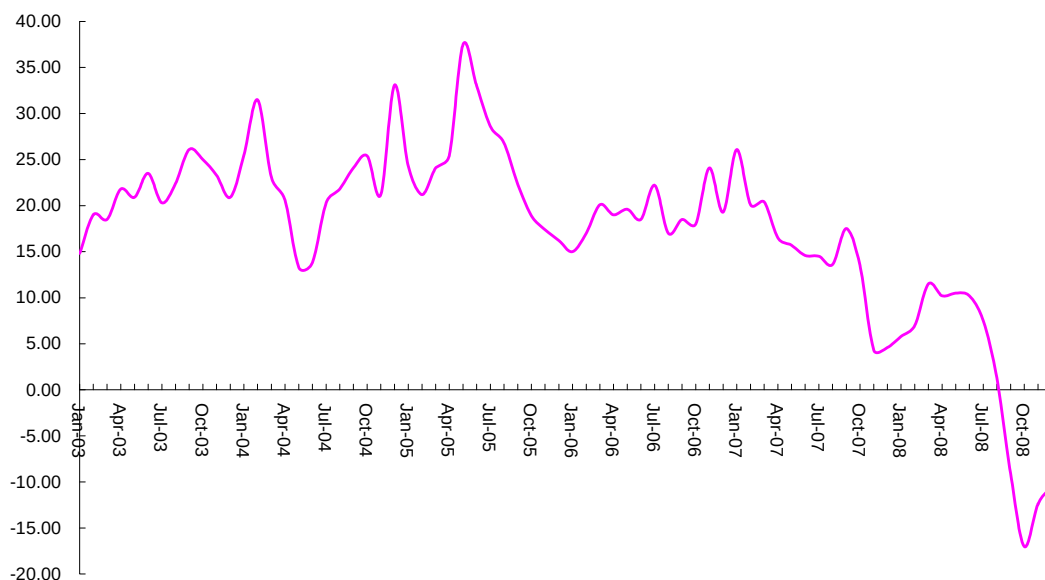


数据来源：国家统计局，光大证券研究所

粗钢产量的增速反弹持续了两个月。2008 年 10 月，全国粗钢产量增速为 -17%，11 月份反弹为 -12.4%，而 12 月份则持续反弹为 -10.5%。中小钢铁企业甚至大型钢铁企业纷纷复产是导致钢铁产量反弹的主要原因，由于钢铁企业的库存也有所调整，因此我们认为这部分钢铁产量的反弹应该是库存过度调整之后的恢复过程。

图 7、全国粗钢产量增速

图、钢铁产量增速



数据来源：国家统计局，光大证券研究所

其他行业的煤炭需求也有所反弹，对于未来煤炭需求反弹的持续性，更需要关注的是宏观数据带来的需求的持续增长。人民币贷款数据在

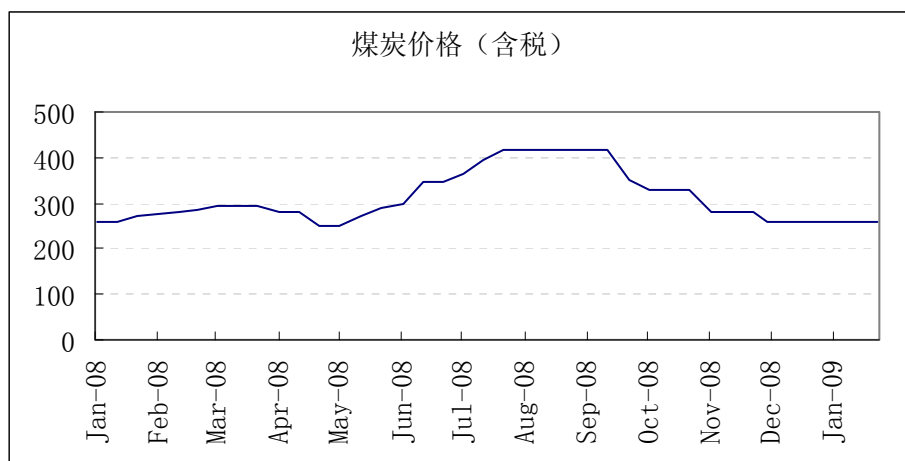
2008 年 12 月份也是持续反弹，人民币贷款余额同比增速为 18.76%，比 11 月份 16.03% 的增速高 2.7 个百分点，比 10 月份的增速 14.58% 更是高出了 4 个多百分点。贷款数据不同于货币投放数据，他更为直接的与实体经济活动相关，因此贷款数据的持续反弹更可能预示着未来的整个经济需求将持续反弹。煤炭为基础性行业，因此认为即使考虑到能耗水平的上升，煤炭的消费需求也将出现持续性的反弹。

赤峰地区煤炭价格平稳

公司地处赤峰，数据显示赤峰地区的价格也在 2008 年 12 月份以后维持在 260 元/吨左右。2008 年，赤峰地区的煤炭价格由于辽宁地区的煤炭资源供应偏紧，煤炭价格从 260 元/吨上涨到最高 415 元/吨。在 2008 年 10 月份快速下降，于 2008 年底回落到年初的 260 元/吨，随后保持在目前的价格水平。

我们认为，全国的煤炭需求反弹，辽宁地区的重工业也将在政府的投资带动下逐步启动，这将带来这个区域的煤炭需求稳定，并逐步反弹。因此，我们认为未来赤峰地区的煤炭销售价格在未来将维持在目前的水平，下跌的风险几乎没有。

图 8、赤峰地区 4000 大卡动力煤价格（含税）

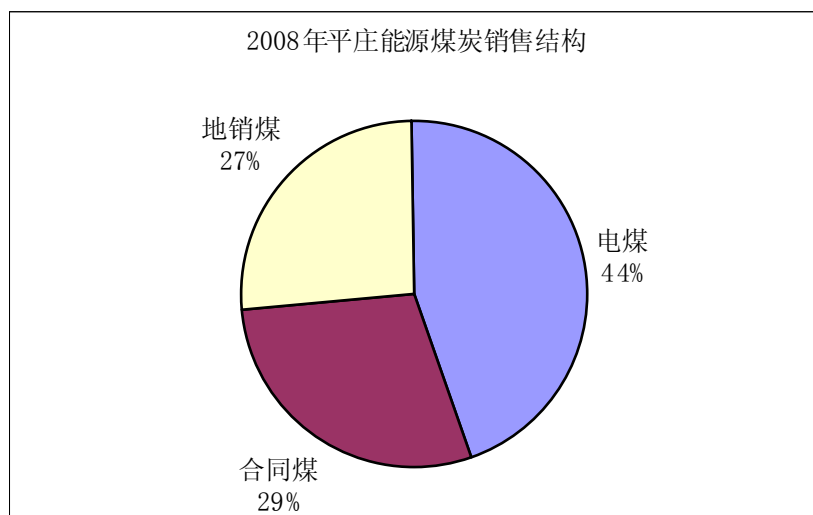


数据来源：中国煤炭资源网，光大证券研究所

公司煤炭销售结构以及销售价格

公司煤炭销售分为国家指导的电煤、长期协议价格的合同煤以及地方销售的地销煤。2008 年，公司的电煤销售占比为 44%，合同煤销售占比为 29%，地销煤占比为 27% 左右，详细情况见下图。

图 9、2008 年平庄能源煤炭销售结构



数据来源：公司公告，光大证券研究所

根据公司公告的电煤关联交易情况，公司的主要电煤客户为元宝山电厂、朝阳电厂、赤峰热电、承德热电以及滦河电厂等。这类电煤客户占公司整体煤炭销售比重超过 50%，煤炭销售价格严格按照合约价格来执行，其销售价格比目前赤峰地区 260 元/吨的价格要低 90 元/吨左右。因此，我们认为未来的电煤价格在此基础上进一步下降的空间非常有限了。根据与相关人士沟通，我们认为最悲观的估计 2009 年公司的电煤销售价格不含税能够维持在 2008 年的水平左右，乐观的估计有一定上涨的压力。

表 2、公司电煤销售数量和价格

单位	煤炭品种	购销数量	公司销售量	价格（含税）
元宝山电厂	电煤	800	200	175
朝阳电厂	电煤	150	140	174.28
滦河电厂	电煤	40		178
承德热电	电煤	40		180.5
赤峰热电	电煤	150	55	176
合计		1180	395	

数据来源：公司公告，光大证券研究所

公司与部分辽宁的热电企业签订了长期协议煤炭供应合同。该类合同的煤炭价格高于国家管制的电煤供应合同，但是低于市场煤炭价格。主要的客户包括锦州二热、沈阳热电以及大连热电等，2008 年执行的价格大约为 260 - 270 元/吨，销售数量大约为 240 - 260 万吨左右。我们预计 2009 年公司的合同煤炭价格将维持 2008 年的水平。

公司剩余的煤炭主要通过地销的方式完成，煤炭价格随行就市。根据赤峰地区的煤炭价格数据，我们预计公司地销煤炭价格 2008 年平均为 310 元/吨左右，目前市场的煤炭价格大约为 260 元/吨左右。

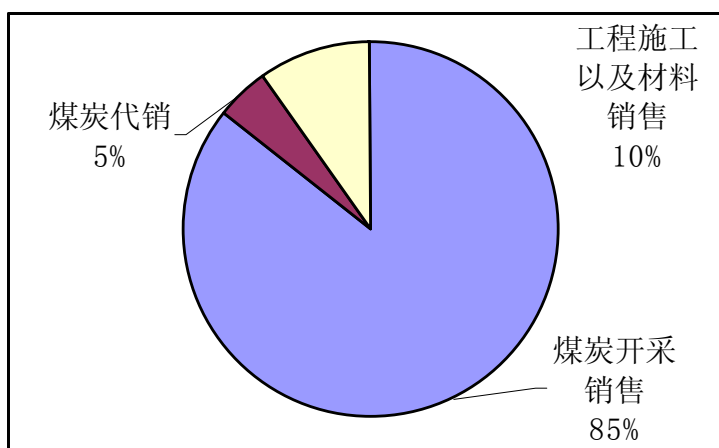
根据公司公告，2008 年 1-9 月公司销售煤炭 712.44 万吨。，2008 年 1-9 月公司销售煤炭平均价格为 227.12 元/吨(以上均为不含税价格)。

总体上来看，我们认为目前公司的平均煤炭价格由于政府管制而偏低，未来的煤炭价格必将逐步上涨，以满足市场化的要求。因此，公司未来的业绩稳定性相对很高。

公司成本利润分析

公司目前主要业务分为三部分：煤炭生产与销售，代销集团煤炭、工程承包以及材料销售。公司的煤炭生产与销售主要指自有矿井的煤炭生产与销售。代销集团煤炭业务主要是根据公司与集团为了解决同业竞争而签订了所有集团煤炭销售由上市公司完成的协议，每吨收入 10 元/吨的销售代理费用。工程承包主要是公司利用自己在露天开采中积累的技术对外施工获得的收入等。煤炭开采和销售占公司业务的 85% 左右，工程承包等占 10% 左右，集团煤炭代销大约 5% 左右。尽管代销煤炭业务仅仅占公司业务 5% 左右，但是其成本为 0，因此对公司的利润贡献较大。公司承包业务由于利润贡献很小，我们将在未来分析中忽略这一块业务。

图 10、2008 年上半年平庄能源销售结构



数据来源：公司公告，光大证券研究所

公司 2008 年代理集团公司煤炭销售为 1100 万吨，获得代理煤炭收入为 1.1 亿元左右。由于没有成本，其税前利润为 1.1 亿元左右，占公司净利润的 12% 左右。2009 年，元宝山煤矿有望实现 1000 万吨的销售量，公司的煤炭代理销售收入有望实现 1.3 亿元左右，实现税后利润近 1 亿元左右，贡献每股收益 0.10 元左右。

公司煤炭销售中，目前的全成本为 140 - 150 元/吨，三项费用的吨煤成本大约为 20 - 25 元/吨，因此公司的煤炭生产成本大约为 115 - 125 元/吨左右。考虑到安全费用，未使用的维简费将按照实际使用在公司成本中列支，因此我们估计公司吨煤成本大约为 110 - 115 元/吨左右。目前公司的煤炭生产安全费用、煤矿维简费及井巷费分别按原煤产量 3.00 - 15.00 元/吨、7.00 元/吨、2.50 元/吨从制造费用中提取。

我们预计的公司主要产品销售结构和销售价格如下。公司主要利润来自于合同煤以及市场地销煤炭，占公司产量比重的 60% 左右。保守估计，我们认为公司地销煤炭的价格和合同煤炭的销售价格将持平。老公营子矿增加的 30 万吨煤炭产量将主要通过电煤进行销售。

表 3、平庄能源主要煤炭销售价格和数量表

	2008	2009	2010	2011	2012
电煤					
销售数量（万吨）	400	430	430	430	430
销售价格（元/吨）	157	157	157	157	157

销售收入（百万元）	628	675	675	675	675
合同煤					
销售数量（万吨）	260	260	260	260	260
销售价格（元/吨）	265	230	230	230	230
销售收入（百万元）	689	598	598	598	598
其他煤					
销售数量（万吨）	240	240	240	240	240
销售价格（元/吨）	310	230	230	230	230
销售收入（百万元）	744	552	552	552	552
平均煤炭销售价格	229	196	196	196	196

数据来源：公司公告，光大证券研究所

表 4、主要盈利数据表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	455.59	1,336.32	2,391.04	2,175.14	2,175.14
营业成本	461.74	963.59	1,255.02	1,243.02	1,243.02
销售费用	72.28	9.04	4.78	6.53	6.53
管理费用	111.66	161.43	191.28	195.76	195.76
财务费用	86.75	70.72	8.82	(7.86)	(14.83)
投资收益	6.24	(25.07)	(2.45)	0.00	0.00
营业利润	(293.33)	93.23	883.32	694.19	701.15
利润总额	2.59	303.22	883.32	694.19	701.15
净利润	2.56	124.61	662.49	520.64	525.86

数据来源：公司公告，光大证券研究所

整体上市预期提高公司估值水平

国电集团成为公司实际控制人后，承诺将继续完成置入白音华和元宝山煤矿。如果按照白音华煤矿达到 1500 万吨的生产能力和元宝山煤矿 1000 万吨生产能力计算，公司的煤炭生产能力将达到 3700 万吨左右，是目前公司 900 万吨煤炭生产能力 4 倍左右。

2008 年销售 2300 万吨，不包括白银华为 2000 万吨。目前集团整体煤炭日产量为 5 万吨左右，基本与 2008 年的产量保持平稳。

元宝山露天矿由沈阳煤矿设计院设计，设计能力为 500 万吨/年，矿井服务年限为 71 年。该矿于 1973 年筹备，1990 年开工建设，1998 年建成。2006 年元宝山露天矿完成原煤产量 540.34 万吨，达到设计能力。目前平煤集团正组织对元宝山露天矿改扩建项目，改扩建后该矿产能将达到 800 万吨/年。2008 年元宝山煤矿的煤炭产量为 800 万吨，核定生产能力为 1000 万吨左右。关于中国信达资产管理公司在元宝山露天矿的剩余债权问题，平煤集团与中国信达资产管理公司已经达成意向，目前正在实施中。

红庙矿属于元宝山煤田，有两个矿井，即红庙一井和红庙二井，两个矿井均为斜井开拓方式，采煤方法为走向长壁后退式。红庙一井于 1970 年建成，设计能力 15 万吨/年，二井为 1985 年提出设计，经东煤基字（1986）490 号文件正式批准设计，1989 年底投产，设计能力 120 万吨/年。红庙矿于 2005 年进行了矿井生产能力核定，核定一井生产能力为 18 万吨/年，二井生产能力为 130 万吨/年。2006 年国家发展和改革委员会批准红庙矿二井由 120 万吨/年改造升级为 180 万吨/年。

平煤集团白音华矿是白音华煤田一号露天矿。白音华煤田坐落在锡

林郭勒盟西乌珠穆沁旗东部, 整个煤田 510 平方公里, 探明储量 140.7 亿吨, 煤的牌号是中灰低硫褐煤, 水份 20.46%, 灰份 18.90%, 挥发份 45.23%, 含硫 0.53%, 高位发热量 4313-4608 千卡/千克、低位发热量 3500 千卡/千克。内蒙古煤矿设计院对白音华煤田编制了《白音华矿区总体规划》, 整个矿区规划为 4 个露天矿, 10 个井工矿和 3 个后备矿, 其中一号露天矿规划能力的 700 万吨/年, 二号露天矿规划能力 1000 万吨/年, 三号露天矿规划能力 1900 万吨/年、四号露天矿区规划能力 2400 万吨/年。

2003 年内蒙古自治区政府批准白音华一号露天矿由平煤集团开发, 同时平煤集团与锡林郭勒盟公署签署协议, 由平煤集团收购白音华一号露天矿境内的 15 万吨/年的小露天矿, 平煤集团在此基础上进行改扩建, 并将其更名为平煤集团白音华露天矿。2004 年, 平煤集团对白音华矿的探矿权手续已经办理完毕。

平煤白音华矿储量 78084.49 万吨, 根据平煤集团委托的沈阳设计研究院编制的白音华矿可行性报告, 设计建设初期露天矿分为南北两个区, 一期工程设计生产能力 700 万吨/年, 服务年限 104 年, 二期工程达到 1500 万吨/年生产能力。项目总投资 17.31 亿元, 建设工期 22 个月。

公司估值

我们对于公司主要销售价格以及盈利的预测假设参见前面分析。

根据目前二级市场主要煤炭上市公司的盈利预测, 09 年的动态市盈率平均为 14 倍左右, 最高的估值水平为国阳新能 19 倍, 最低的为兖州煤业 7.6 倍。按照市场平均市盈率水平, 公司目前的股价基本处于平均市盈率水平。

表 5、煤炭主要上市公司业绩以及估值表

证券代码	公司名称	价格 2009/2/11	总股本 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			PB	ROE
				07A	08E	09E	07A	08E	09E		
000937	金牛能源	21.94	787.95	0.73	2.64	1.63	22.97	7.5	13.16	7.34	22.21%
600348	国阳新能	15.42	962	1.03	1.13	0.75	21.31	11.44	19.17	2.88	26.04%
601001	大同煤业	16.37	836.85	0.6	1.89	1.37	22.31	8.28	11.62	5.94	23.06%
000983	西山煤电	16.30	2424	0.87	1.56	1.03	28.1	9.08	15.18	3.28	31.40%
000933	神火股份	20.28	500	1.64	2.7	2.03	9.12	6.44	9.21	5.91	34.35%
000968	煤气化	14.00	513.75	0.68	1.34	1.05	20.29	9.1	12.70	4.82	21.78%
600188	兖州煤业	11.43	4918.4	0.55	1.87	1.45	17.88	5.46	7.61	5.13	28.27%
600997	开滦股份	16.95	617.32	1.1	1.12	0.75	12.77	12.58	22.07	6.7	11.19%
601898	中煤能源	8.93	13258.66	0.44	0.6	0.55	19.18	12.8	15.44	4.57	12.04%
600123	兰花科创	18.11	571.2	1.41	2.03	1.45	13.34	8.39	12.01	6.41	22.62%
601088	中国神华	22.16	19889.62	1.07	1.49	1.36	19.38	13.23	16.12	7.09	19.18%
平均				0.92	1.86	1.43	18.79	9.48	13.99		22.92%

数据来源: WIND 资讯, 光大证券研究所

我们建议给予平庄能源一定的估值溢价, 主要原因是: 考虑公司存在明确的资产注入预期, 而且资产注入后公司的产能有较大增长。公司将摘帽, 成为机构的投资品种, 而且公司的流通股较少, 市值较低。公司未来业绩稳定性非常高。

按照绝对估值的自由现金流进行估计，相关数据如下。

表 6、估值假设数据

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	5.00%
长期增长率	0.00%
应付债券利率	0.05
无风险利率 Rf	4.50%
β	1.29
Rm	11.00%
Ke	12.89%
税率	25.00%
Kd	3.00%
Ve	6,795.85
Vd	104.43
目标资本结构	30%
WACC	9.92%

数据来源：WIND 资讯，光大证券研究所

表 7、绝对估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段	2,957.95
第二阶段	3,273.97
第三阶段（终值）	3,495.50
企业价值 AEV	9,727.42
+ 非核心资产价值	717.31
- 少数股东权益	0.00
- 净债务	104.43
总股本价值	10,340.30
股本（万股）	1,014.31
每股价值（元）	10.19

数据来源：WIND 资讯，光大证券研究所

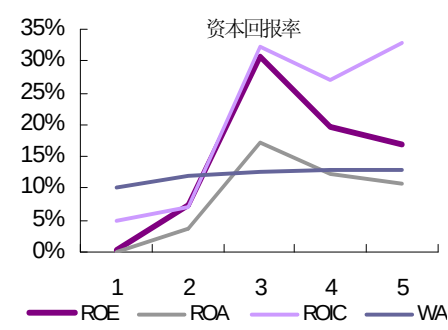
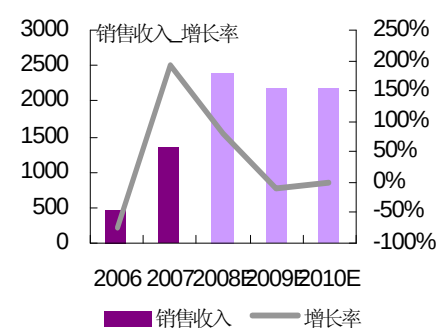
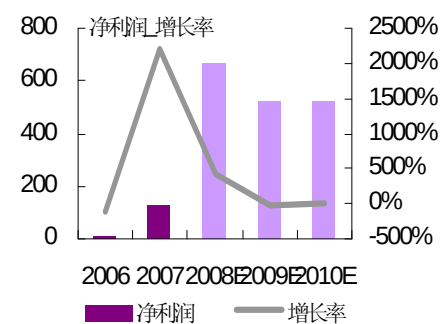
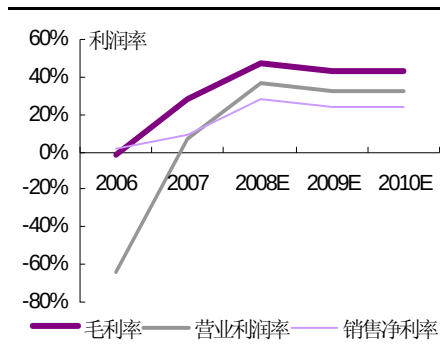
综合上面的数据，我们给予平庄能源 17-20 倍的市盈率，目标价格为 8.5-10 元左右。给予“买入”的投资评级。

风险提示

内蒙古自治区规划到 2010 年，蒙东地区重点建设的呼伦贝尔、霍平白、胜利三个煤炭基地将形成生产能力 1.8 亿吨，其中，与公司构成直接竞争关系的白音华矿区、胜利矿区、霍林河矿区等九个露天矿产能将超过亿吨。公司未来的销售和煤炭价格可能收到一定的冲击。

公司关联交易严重，电煤价格偏低，这将对公司的业绩造成比较大的影响。公司资产注入可能延后，对公司股票价格可能造成不利影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	456	1,336	2,391	2,175	2,175
营业成本	462	964	1,255	1,243	1,243
EBITDA	89	374	1,018	817	822
折旧和摊销	125	131	135	140	145
销售费用	72	9	5	7	7
管理费用	112	161	191	196	196
财务费用	87	71	9	-8	-15
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-25	-2	0	0	0
营业利润	-293	93	883	694	701
利润总额	5	125	883	694	701
少数股东损益	-3	0	0	0	0
归属母公司净利润	5.40	124.61	662.49	520.64	525.86

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	2,952	3,366	3,848	4,247	4,938
流动资产	953	784	1,498	1,928	2,654
货币资金	319	355	717	1,210	1,937
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	129	313	430	392	392
应收票据	0	39	263	239	239
其他应收款	360	19	19	19	19
存货	123	28	38	37	37
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	116	0	0	0	0
固定资产	1,125	1,283	1,335	1,346	1,352
无形资产	291	1,017	966	915	864
总负债	2,338	1,664	1,683	1,613	1,831
无息负债	653	1,024	1,579	1,613	1,831
有息负债	1,685	640	104	0	0
股东权益	614	1,701	2,165	2,634	3,107
股本	614	1,014	1,014	1,014	1,014
公积金	891	1,591	1,669	1,748	1,827
未分配利润	-904	-804	-440	-49	345
少数股东权益	12	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	350	488	1,256	741	864
净利润	5	125	662	521	526
折旧摊销	125	131	135	140	145
净营运资金增加	-416	737	696	499	1,008
其他	636	-504	-238	-419	-814
投资活动产生现金流	-9	-36	-150	-100	-100
净资本支出	279	998	150	100	100
长期投资变化	116	0	0	0	0
其他资产变化	-404	-1,034	-300	-200	-200
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	205	400	0	0	0
债务净变化	-196	-1,045	-536	-104	0
其它长期负债变化	1,652	371	555	34	218
净现金流	143	41	362	493	727

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-75.01%	193.32%	78.93%	-9.03%	0.00%
净利润增长率	-101.14%	2208.45%	431.64%	-21.41%	1.00%
EBITDA 增长率	-122.46%	318.57%	172.12%	-19.69%	0.56%
EBIT 增长率	-122.41%	318.57%	138.58%	-23.07%	0.00%
EPS 增长率	-100.76%	1298.09%	431.64%	-21.41%	1.00%
估值指标					
PE	762	55	10	13	13
PB	7	4	3	3	2
EV/EBITDA	60	19	6	7	6
EV/EBIT	60	19	7	8	7
EV/NAPLAT	61	21	9	11	9
EV/Sales	12	5	3	3	2
EV/IC	3	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	-1.35%	27.89%	47.51%	42.85%	42.85%
EBITDA 率	19.61%	27.98%	42.56%	37.57%	37.78%
EBIT 率	19.61%	27.98%	37.31%	31.55%	31.55%
税前净利润率	0.57%	22.69%	36.94%	31.91%	32.23%
税后净利润率	1.18%	9.32%	27.71%	23.94%	24.18%
ROA	0.09%	3.70%	17.22%	12.26%	10.65%
ROE	0.42%	7.32%	30.60%	19.77%	16.93%
ROIC	5.00%	17.07%	43.11%	36.16%	43.99%
偿债能力					
净负债 / 权益	2.06	0.17	-0.28	-0.46	-0.62
资产负债率	79.21%	49.45%	43.74%	37.99%	37.08%
流动比率	0.45	0.65	1.23	1.67	1.94
速动比率	0.39	0.63	1.20	1.64	1.91
每股指标					
EPS	0.01	0.12	0.65	0.51	0.52
每股红利	0.00	0.00	0.20	0.05	0.05
每股经营现金流	-	0.48	1.24	0.73	0.85
每股净资产	1.00	1.68	2.13	2.60	3.06
每股销售收入	0.74	1.32	2.36	2.14	2.14
每股 EBITDA	0.15	0.37	1.00	0.81	0.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

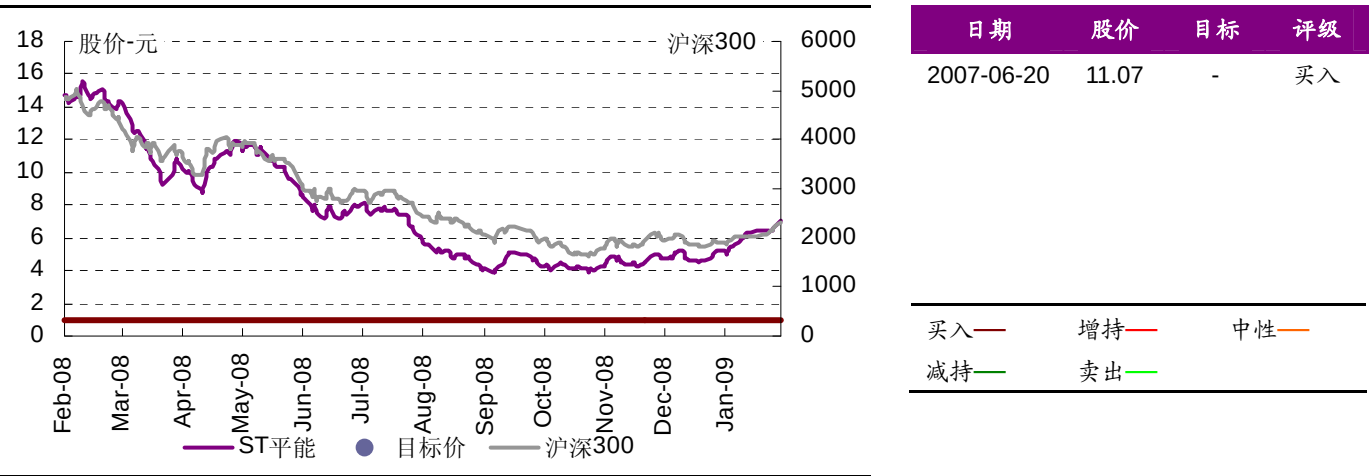
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

ST 平能（000780）

分析师：郭国栋



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。