

分析师： 邹振松、李兴 (8621) 63217846 zouzs@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

平煤股份：2008 年年报点评

事件描述

平煤股份今日发布 2008 年度及 2009 年 1 季度财务报告，其主要内容为：

- ✓ 2008 年，公司实现营业收入 173.81 亿元，归属于上市公司股东的净利润 26.61 亿元，分别同比增长 57.14% 和 79.29%，实现基本每股收益 2.48 元；
- ✓ 公司拟向全体股东每 10 股送 3 股派发现金股利 11.15 元，现金股利占当年可分配利润的 50.45%；
- ✓ 1 季度公司实现净利润和基本每股收益分别为 4.11 亿元和 0.38 元，同比下滑 30.01%。

事件评论

第一，受会计政策变更影响，公司 2008 年业绩较我们预期偏高 11.2%

2008 年公司实现基本每股收益 2.48 元，较此前我们预期的 2.23 元/股偏高 11.2%，主要原因在于：（1）公司实现商品煤销量 2835.21 万吨，比我们预期的 2800 万吨增加 30.21 万吨，而公司商品煤销售均价为 562.84 元/吨，与我们预期一致；（2）安全费和维简费会计政策变更影响。

表 1 2008 年以来平煤股份单季度利润表及变化

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	同比%	环比%
营业总收入	357,776.35	431,458.05	519,842.30	428,983.69	292,430.56	-18.26%	-31.83%
营业收入	357,776.35	431,458.05	519,842.30	428,983.69	292,430.56	-18.26%	-31.83%
营业总成本	307,270.25	298,735.14	388,025.37	327,118.03	236,895.98	-22.90%	-27.58%
营业成本	280,842.51	266,617.60	342,109.83	290,689.36	213,908.85	-23.83%	-26.41%
营业税金及附加	5,199.74	5,849.17	6,284.29	6,157.12	4,562.75	-12.25%	-25.89%
销售费用	2,514.57	3,406.92	5,308.23	5,270.79	3,138.63	24.82%	-40.45%
管理费用	18,134.67	22,314.61	34,182.97	24,042.17	14,676.51	-19.07%	-38.96%
财务费用	578.77	417.43	140.05	-776.84	609.24	5.26%	178.43%
资产减值损失	0.00	129.41	0.00	1,735.44			
营业利润	50,506.09	132,722.91	131,816.93	102,025.20	55,534.58	9.96%	-45.57%
加：营业外收入	89.38	-60.39	32.10	410.99	83.21	-6.90%	-79.75%
减：营业外支出	139.19	60,190.91	293.23	1,624.92	50.56	-63.68%	-96.89%
利润总额	50,456.28	72,471.61	131,555.81	100,811.28	55,567.23	10.13%	-44.88%
减：所得税	15,670.58	18,088.35	32,888.96	21,726.87	14,401.65	-8.10%	-33.72%
净利润	34,785.70	54,383.26	98,666.86	79,084.40	41,165.58	18.34%	-47.95%
减：少数股东损益	80.13	169.32	39.82	544.64	14.68	-81.68%	-97.30%
归属母公司所有者的净利润	34,705.57	54,213.94	98,627.04	78,539.76	41,150.90	18.57%	-47.61%
毛利率（%）	21.50%	38.21%	34.19%	32.24%	26.85%		

数据来源：Wind、长江证券研究部

第二，受益于首山矿投产和十一矿改扩建竣工，2009 年原煤及焦精煤产量仍可能超公司预期

- ✓ 根据公司年报披露的改扩建矿井建设进度及市场需求情况，我们将公司 2009 年原煤产量预测调降 1.1% 至 2800 万吨，但仍超过公司预测的 2755 万吨，主要原因在于：根据公司披露的各项项目投资与建设进度，我们调高了首山矿和十一矿改扩建项目的产量预期。
- ✓ 鉴于市场需求的持续萎靡，公司计划调降精煤产量至 580 万吨，我们认为，由于：（1）国家加大财政投入和大型基础设施建设的努力可能从 2 季度开始带动钢材需求，（2）公司现有精煤洗煤能力已经超过 800 万吨，因此，一旦下游需求回暖，盈利能力较高的焦精煤产量仍可能高于公司预期。

表 2 平煤股份煤炭资产及 2009~2011 年原煤产量预测

	矿井	权益	主要煤种	投产时间	设计能力	改扩建能力	2008E	2009E	2010E	2011E
既有矿	一矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	1959.12	150	400	400	400	400	400
	四矿	100%	1/3 焦煤	1958.8	120	280	280	280	280	280
	五矿	100%	肥煤、1/3 焦煤	1958.12	120	135	135	135	135	135
	六矿	100%	1/3 焦煤	1970.1	90	320	320	320	320	320
	八矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	1981.2	300	300	300	300	300	300
	十矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	1964.2	120	290	290	290	290	290
	十一矿	100%	1/3 焦煤	1979.1	60	120	180	180	180	180
	十二矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	1960.7	30	130	130	130	130	130
	首山矿	60%	主焦、配焦煤	2009	240	240		100	200	240
收购矿	十三矿	100%	主焦煤	2002.5	180	180	180	180	180	180
	朝川矿	100%	主焦煤、肥煤	1978	120	120	120	120	120	120
	香山矿	100%	1/3 焦、肥煤、气煤	1958	65	65	65	65	65	65
	小计				1595	2580	2400	2500	2600	2640
技改矿	六矿		1/3 焦煤	2008		30	30	30	30	30
	八矿		1/3 焦、焦煤和肥煤	2008		70	70	70	70	70
	八矿二井		1/3 焦、焦煤和肥煤	2009		90		50	90	90
	十一矿扩建		1/3 焦煤	2008		180	60	150	200	200
	小计					370	160	300	390	390
合 计					1595	2950	2560	2800	2990	3030

数据来源：公司公告、长江证券研究部

第三，我们仍维持对平煤股份的“推荐”评级

- ✓ 尽管我们调低了对平煤股份焦精煤的价格预期，但我们仍维持前期调研报告的观点：由于公司较强的市场优势、客户优势和区位优势，平煤股份的产品价格具有领涨抗跌的特点，这是公司所具备的长期竞争优势之一；
- ✓ 结合前期调研情况，预计焦煤价格在 4-5 月份仍将承受一定压力，但随着国家财政投入和基础设施建设的加强，钢材需求有望在下半年得到提升，下游需求和盈利的恢复将使焦煤价格获得支撑；
- ✓ 我们根据公司公告和最新市场变化调整了盈利预测，预计 2009~2010 年平煤股份 EPS 分别为 1.49、1.61 和 1.70 元，维持对公司的“推荐”评级。

表 3 2003-2010 年平煤股份产品产销量及价格预测

	2003	2004	2005	2006	2007	2008H1	2008E	2009E	2010E	2011E
销量										
商品煤销售量（万吨）	1783.53	1873.24	2133.22	2090.57	2673.70	1395.57	2835.21	2800.00	2990.00	3030.00
其中：混煤销售量	1258.89	1275.07	1367.86	1306.57	1600.00	893.00	1850.00	1900.00	2000.00	2000.00

精煤销售量	410.58	420.46	523.47	534.00	640.00	352.00	620.00	600.00	700.00	800.00
其他选煤销售量	114.06	177.72	241.88	250.00	433.00	150.00	305.21	300.00	290.00	230.00
售价										
商品煤平均售价（元）	179.27	263.03	337.47	338.03	370.42	507.74	562.84	477.18	496.54	546.00
其中：混煤平均售价	144.76	207.33	255.42	274.65	303.92	351.69	377.48	365	365	383.25
精煤平均售价	314.97	496.37	643.93	649.41	705.57	1053.77	1234.92	996.00	1015.92	1066.72
其他选煤平均售价	71.76	110.6	133.01	149.17	121.40	157.36	155	150	150	150

数据来源：公司公告、长江证券研究部预测

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17381	14088	15571	17269	货币资金	4395	5013	6745	8767
营业成本	11803	10772	11957	13392	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5578	3316	3614	3877	应收账款	443	404	446	495
% 营业收入	32.1%	23.5%	23.2%	22.4%	存货	308	290	322	361
营业税金及附加	235	190	210	233	预付账款	127	116	129	145
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	165	127	140	155	流动资产合计	7406	7556	9512	11840
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	987	803	888	984	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	长期股权投资	7	9	11	13
财务费用	4	61	52	45	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	固定资产合计	8295	8129	7971	7602
资产减值损失	19	-5	6	7	无形资产	605	575	546	519
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	递延所得税资产	27	0	1	2
营业利润	4171	2142	2321	2454	其他非流动资产	17	27	37	47
% 营业收入	24.0%	15.2%	14.9%	14.2%	资产总计	16358	16296	18079	20022
营业外收支	-618	-10	-10	-10	短期贷款	210	0	0	0
利润总额	3553	2132	2311	2444	应付款项	2852	2609	2896	3245
% 营业收入	20.4%	15.1%	14.8%	14.2%	预收账款	579	465	514	570
所得税费用	884	531	575	609	应付职工薪酬	387	349	388	434
净利润	2669	1601	1735	1835	应交税费	415	268	292	312
归属于母公司所有者					其他流动负债	544	495	549	615
的净利润	2660.9	1597.0	1730.6	1830.5	流动负债合计	4987	4186	4639	5176
少数股东损益	8	4	5	5	长期借款	1326	1326	1326	1326
EPS (元/股)	2.48	1.49	1.61	1.70	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	487	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	43	43	43	43
经营活动现金流净额	3711	1804	2823	2968	负债合计	6844	5555	6008	6545
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	9267	10489	11815	13217
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	247	252	256	261
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	9514	10741	12071	13478
固定资产投资	-2038	-541	-634	-473	负债及股东权益	16358	16296	18079	20022
其他	54	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1984	-541	-634	-473		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.476	1.486	1.610	1.703
股权融资	0	0	0	0	BVPS	8.62	9.76	10.99	12.30
银行贷款增加 (减少)	395	-210	0	0	PE	10.15	16.90	15.60	14.75
筹资成本	623	-435	-457	-474	PEG	-0.87	-1.44	-1.33	-1.26
其他	-1246	0	0	0	PB	2.91	2.57	2.29	2.04
筹资活动现金流净额	-228	-645	-457	-474	EV/EBITDA	4.97	7.93	6.76	5.81
现金净流量	1499	618	1732	2022	ROE	28.7%	15.2%	14.6%	13.8%

分析师介绍

邹振松，华中科技大学财务金融硕士，从事煤炭行业研究，重点覆盖和跟踪的上市公司包括：中国神华、中煤能源、西山煤电、国阳新能、潞安环能、大同煤业、兰花科创、平煤股份。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。