

2009年4月29日

平煤天安

08年业绩优秀，焦煤业务拖累09年

买入
A 601666.SS - 人民币 25.12
 目标价格: 人民币 26.74 (↑16.27)

唐倩

 (8610) 6622 9077
 qian.tang@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	101	26	41	(42)
相对新华富时A50指数(%)	71	26	23	(3)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,075
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	10,765
3个月日均交易额(人民币 百万)	427
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
平煤集团	57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

08年归属于母公司的净利润同比增长79%至26.61亿元，每股收益2.48元。但公司09年1季度净利润同比减少30%，低于市场预期，1季度焦煤销量同比下降20%。公司煤炭资源较充足，利于其中长期发展。由于市场整体估值水平的提高，我们将目标价由16.27元提高至26.74元，维持持有评级。

支撑评级的要点

- 公司炼焦煤占总收入较大(48%)，下游钢铁的低迷将拖累煤价和公司业绩，1季度焦煤销量下降20%。
- 目前焦煤坑口价格仍难言止跌企稳，未来仍有下跌空间。
- 公司煤炭资源充足，较好支持公司中长期发展。

评级面临的主要风险

- 公司目前现金充足，为可能的资产注入或进行其它投资活动打下良好基础。

估值

- 由于市场整体市盈率的提高，基于A股煤炭行业18.4倍09年市盈率的估值，我们将目标价由16.27提高至26.74元，维持持有的评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币百万)	11,061	17,381	11,756	13,660	14,573
变动(%)	48	57	(32)	16	7
净利润(人民币百万)	1,484	2,661	1,561	1,743	1,942
全面摊薄每股收益(人民币)	1.381	2.476	1.453	1.622	1.807
变动(%)	72.2	79.3	(41.3)	11.7	11.4
市场预期每股收益	-	2.211	1.809	2.094	-
核心每股收益(人民币)	1.378	2.908	1.456	1.626	1.811
变动(%)	70.8	111.0	(49.9)	11.6	11.4
全面摊薄市盈率(倍)	17.7	9.9	16.8	15.1	13.5
核心市盈率(倍)	17.7	8.4	16.8	15.0	13.5
每股现金流量(人民币)	2.23	3.45	3.03	2.77	2.58
价格/每股现金流量(倍)	10.9	7.1	8.1	8.8	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	4.9	8.3	7.5	7.2
每股股息(人民币)	0.508	1.115	0.654	0.731	0.814
股息率(%)	2.1	4.6	2.7	3.0	3.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

08 年净利润增长 79%

08 年归属于母公司的净利润同比增长 79%，归因于收入增加及所得税较少，每股收益 2.48 元。营业收入增加 57%，主要是由于商品煤销量和售价分别同比增加 6%和 52%。收入增加带动毛利率由 08 年同期的 29%提高至 32%。公司营业外支出同比增加 45 倍至 6.22 亿元，主要是由于公司回购搬迁职工住房支出 6 亿元。公司 08 年每股股利 1.115 元，派息率 45%。

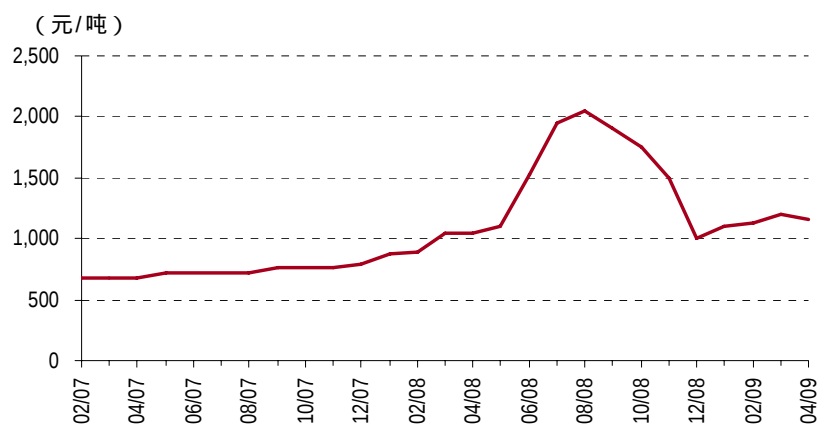
焦煤仍存在下跌空间，拖累业绩

由于下游需求的低迷，以及小煤矿陆续复产，目前部分地区的焦煤仍在下跌中，总体看来难言启稳。据中国煤炭资源网数据，平顶山地区 09 年 1 季度焦煤同比增长 22%，然而公司 1 季度收入同比减少 18%，一季度焦煤销量下降 20%。

未来产量呈现单位数的增长

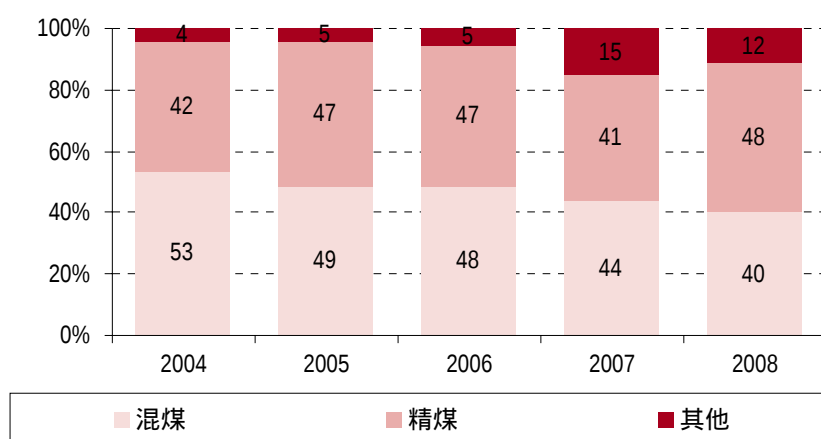
未来公司产量将呈现单位数的稳定增长。240 万吨的首山一矿将于 09 年 8 月试生产，另外十一矿和八矿二井等技改项目等将成为未来产能增长的主力军。预计产量增幅不大，但较为稳定。

图表 1. 平顶山主焦煤价格



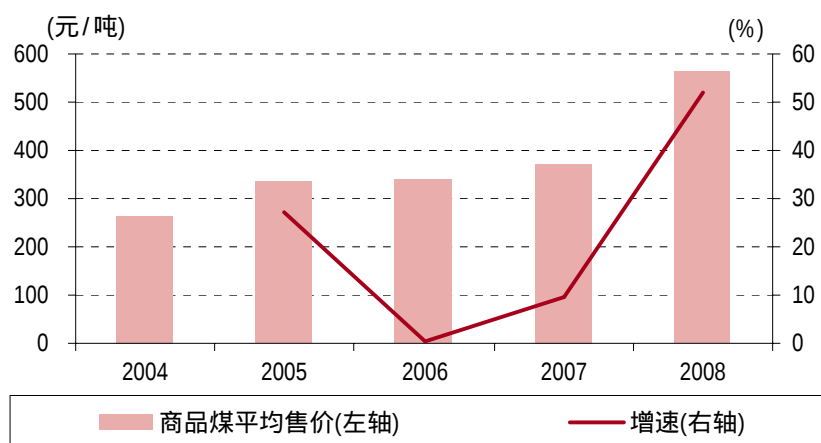
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 主营业务构成比例



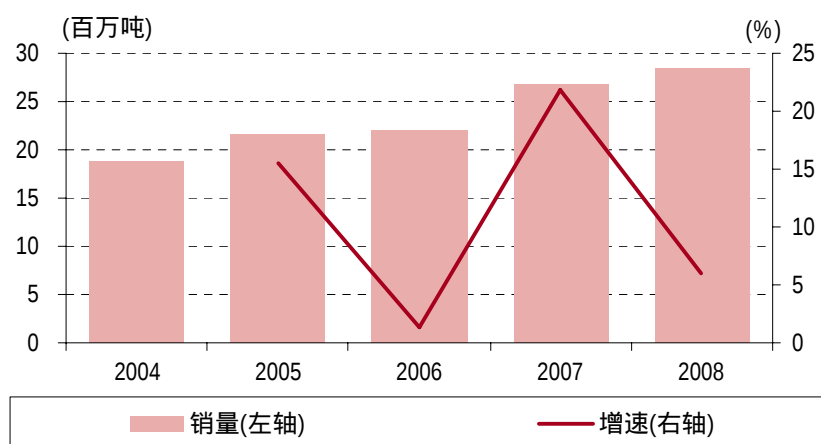
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 商品煤销售价格

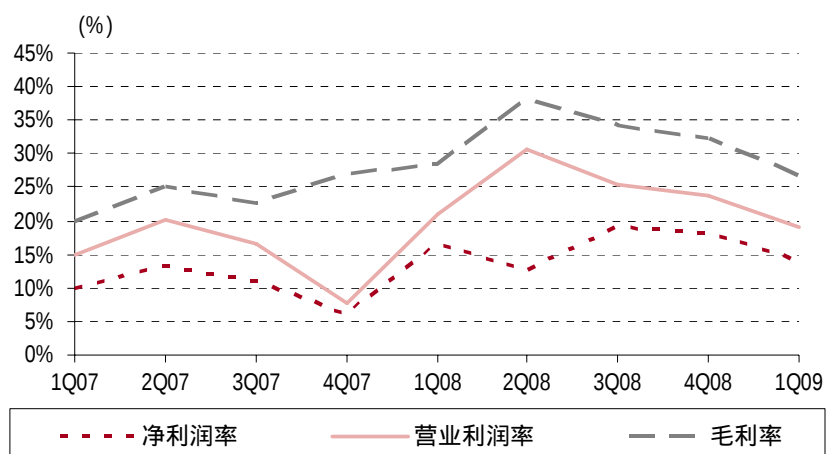


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 商品煤销量



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 利润率


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 08 年业绩摘要

	2007	2008	同比增长 (%)
营业收入	11,061	17,381	57
营业成本	7,866	11,803	50
营业税及附加	171	235	37
毛利润	3,024	5,343	77
销售费用	122	165	35
管理费用	722	987	37
财务成本	12	3.6	(71)
资产减值	3.1	19	492
投资收入	1.0	1.6	53
营业利润	2,165	4,171	93
营业外收入	17	4.7	(73)
营业外支出	14	622	4,497
税前利润	2,168	3,553	64
所得税	684	884	29
少数股东权益	0.4	8.3	1,771
归属于母公司的净利润	1,484	2,661	79
每股收益 (人民币)	1.38	2.48	79
毛利率 (%)	29	32	
经营利润率 (%)	20	24	
净利率 (%)	13	15	

资料来源：公司数据 中银国际研究

09 年 1 季度业绩下滑 30%，低于预期

归属于母公司的净利润同比减少 30%至 4.12 亿元，每股收益 0.38 元。营业收入同比下降 18%至 29.24 亿元，低于市场预期。收入的下降主要因为焦煤销量下降约 20%，此外，有大约 4 亿元的预付款由于电煤合同没有决定，而无法进行收入确认，以及电煤价格同比下降。1 季度毛利率和净利率由 28% 和 16% 双双收窄至 27% 和 14%。

图表 7. 09 年 1 季度业绩摘要

	08 年 1 季度	09 年 1 季度	同比增长 (%)
营业收入	3,578	2,924	(18)
营业成本	2,565	2,139	(17)
营业税及附加	52	46	(12)
毛利润	961	740	(23)
销售费用	25	31	25
管理费用	181	147	(19)
财务成本	5.8	6.1	5.3
营业利润	748	555	(26)
营业外收入	0.9	0.8	(7)
营业外支出	1.4	0.5	(64)
税前利润	748	556	(26)
所得税	157	144	(8.1)
少数股东权益	3.2	0.1	(95)
归属于母公司的净利润	588	412	(30)
每股收益 (人民币)	0.55	0.38	(30)
毛利率(%)	28	27	
经营利润率(%)	21	19	
净利率(%)	16	14	

资料来源：公司数据 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	11,061	17,381	11,756	13,660	14,573
销售成本	(7,866)	(11,803)	(8,323)	(9,562)	(10,201)
经营费用	(404)	(724)	(654)	(995)	(1,105)
经营利润(息税前利润)	2,790	4,854	2,779	3,103	3,267
折旧及摊销	(614)	(682)	(658)	(658)	(658)
息税折旧前利润	2,176	4,173	2,121	2,445	2,609
净利息收入/(费用)	(12)	(4)	(16)	(16)	(16)
其他收益/(损失)	5	(616)	(4)	(4)	(4)
税前利润	2,168	3,553	2,101	2,425	2,589
所得税	(684)	(884)	(515)	(606)	(647)
少数股东权益	0	(8)	(25)	(76)	0
净利润	1,484	2,661	1,561	1,743	1,942
核心净利润	1,481	3,125	1,565	1,747	1,946
每股收益(人民币)	1.381	2.476	1.453	1.622	1.807
核心每股收益(人民币)	1.378	2.908	1.456	1.626	1.811
每股股息(人民币)	0.508	1.115	0.654	0.731	0.814
收入增长(%)	48	57	(32)	16	7
息税前利润增长(%)	65	92	(49)	15	7
息税折旧前利润增长(%)	65	74	(43)	12	5
每股收益增长(%)	72	79	(41)	12	11
核心每股收益增长(%)	71	111	(50)	12	11

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2,896	4,395	4,232	3,919	3,721
应收帐款	1,094	2,704	1,775	2,009	2,009
库存	274	308	148	148	148
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	4,265	7,406	6,155	6,075	5,877
固定资产	7,085	8,312	9,529	10,804	11,779
无形资产	630	605	576	527	478
其他长期资产	652	639	583	534	485
长期资产总计	7,737	8,951	10,111	11,338	12,264
总资产	12,002	16,358	16,266	17,413	18,142
应付帐款	2,239	3,431	3,418	3,971	3,971
短期债务	83	210	300	0	0
其他流动负债	768	1,346	802	802	802
流动负债总计	3,090	4,987	4,520	4,773	4,773
长期借款	1,058	1,326	500	500	500
其他长期负债	501	530	849	709	370
股本	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075
储备	6,040	8,192	9,050	10,008	11,075
股东权益	7,115	9,267	10,125	11,083	12,150
少数股东权益	239	247	272	348	348
总负债及权益	12,002	16,358	16,266	17,413	18,142
每股帐面价值(人民币)	6.62	8.62	9.42	10.31	11.31
每股有形资产(人民币)	6.03	8.06	8.89	9.82	10.86
每股净负债(现金)	(1.63)	(2.66)	(3.19)	(3.18)	(3.00)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	2,168	3,553	2,101	2,425	2,589
折旧及摊销	(614)	(682)	(658)	(658)	(658)
净利息费用	12	4	16	16	16
运营资本变动	127	258	996	480	161
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	94	(104)	142	50	10
经营活动产生的现金流	2,401	3,711	3,255	2,972	2,776
购买固定资产净值	(1,731)	(2,038)	(1,850)	(2,000)	(1,800)
投资减少/增加	(270)	54	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(365)	0	0
投资活动产生的现金流	(2,001)	(1,984)	(2,215)	(2,000)	(1,800)
净增权益	38	0	0	0	0
净增债务	820	395	(500)	(500)	(300)
支付股息	(231)	(623)	(703)	(785)	(875)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	627	(228)	(1,203)	(1,285)	(1,175)
现金变动	1,027	1,499	(163)	(313)	(198)
期初现金	1,868	2,896	4,395	4,232	3,919
公司自由现金流	400	1,727	1,040	972	976
权益自由现金流	1,220	2,122	540	472	676

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	25.2	27.9	23.6	22.7	22.4
息税前利润率	19.7	24.0	18.0	17.9	17.9
税前利润率	19.6	20.4	17.9	17.8	17.8
净利率	13.4	15.3	13.3	12.8	13.3
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
利息覆盖倍数	175.7	1,161.0	129.3	149.1	159.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
估值(倍)					
市盈率	17.7	9.9	16.8	15.1	13.5
核心市盈率	17.7	8.4	16.8	15.0	13.5
目标价格对应核心市盈率	11.8	6.6	11.2	10.0	9.0
市净率	3.7	2.8	2.6	2.4	2.2
价格/现金流	10.9	7.1	8.1	8.8	9.5
企业价值/息税折旧前利润	8.9	4.9	8.3	7.5	7.2
周转率					
存货周转天数	11.7	9.0	10.0	5.6	5.3
应收帐款周转天数	26.1	39.9	69.5	50.6	50.3
应付帐款周转天数	60.1	59.5	106.3	98.7	99.5
回报率(%)					
股息支付率	36.8	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率	24.3	32.5	16.1	16.4	16.7
资产收益率	14.5	22.1	9.8	10.9	11.0
已运用资本收益率	30.8	42.7	19.1	21.1	20.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；及(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际集团在过去 12 个月内与中国中铁存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 4 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371