

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

2009年5月10日

平煤股份(601666.SH)/28.76 元

关注钢铁—焦煤链条和集团资产注入

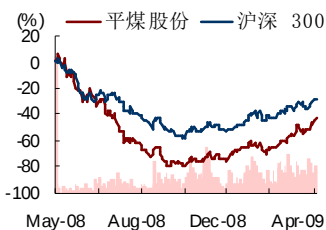
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 35 元

基础数据

总股本(万股) 107472
 流通股本(万股) 43668
 总市值(亿元) 309
 流通市值(亿元) 126
 52周股价 10.1-53.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	177	-43
相对表现	21	111	-15



相关报告

- 1、《煤价上涨推动08年业绩增长100%以上—业绩预增公告点评》2009/1/21
- 2、《较高的分红收益率和低于重置成本的价格凸现价值——平煤股份调研简报》2009/1/5
- 3、《从计提到实报实销，业绩平均增厚17%——煤炭行业关于安全费和维简费会计处理变更的影响分析》2009/1/9
- 4、《棚户区改造支出影响业绩仅增长50%》2008/8/18
- 5、《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
- 6、《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

5月8日平煤股份在北京召开了08年度和09年一季度的业绩推介会，公司逐渐加强了与投资者的关系管理。目前钢铁行业价格触底反弹，炼焦煤价格存在上涨预期，公司在炼焦煤上市公司中弹性较高，集团资产注入有望在未来1-2年内实施，目标价35元，维持审慎推荐的投资评级。

q 既有煤矿技改和新建煤矿投产推动煤炭产量稳定增长

- 通过对既有煤矿的技改挖潜，能够有效的提升煤炭产量。在未来1-2年内，一、六、八、十一矿有望从07年初核定的400万吨、320万吨、300万吨和180万吨皆提升到500万吨。合计较07年初产能增加800万吨。
- 新建煤矿平保公司首山一矿(持股60%)合计产能240万吨，预计09年8月1日试生产，09年底移交，预计10-11年煤炭产量分别为100万吨和240万吨。
- 我们预计公司09-11年煤炭产量分别为，3030万吨 3230万吨和3570万吨、同比分别增长6%、7%和11%。

q 煤价降幅较多，后续季度煤价有望提升

- 一季度公司煤价大约415元/吨，较08年的563元/吨下降26%。主要原因是：1、精煤价格大幅度下降(较08年度的1272元/吨下降了26%)，2、公司增加了劣质煤的开采摊薄了混煤销售价格。3、与五大电力企业的电煤合同销售价格按审慎预计，4、一季度，价格较高的精煤销量较低。
- 后续季度煤价有望提升：1、淡季不淡，预示下游行业需求在逐渐复苏，2、随着钢铁行业的再次去库存华，价格较高的精煤销量有望逐步增加，或乐观预期焦煤价格可能再次上升。3、二季度与电力企业合同签订后，将提高公司审慎预计的电煤价格。

- 我们预计公司09年全年销售均价有望达到440元/吨左右，较08年的价格下降22%，较一季度的价格增长约6%。

q 公司加强成本管理，部分抵消了煤价下滑带来的业绩下降

- 一季度，公司的煤炭销售成本约为320元/吨，较08年全年平均367元/吨下降47元/吨，降幅13%。
- 08年成本异常增加，可压缩空间较大：08年销售成本增加了95元/吨，增幅35%，08年成本增加部分主要是三块：人工成本、材料成本和其他成本，我们预计该三部分同比分别增加了90%、34%和145%。
- 09年公司采取了各种措施压缩成本。**压缩材料成本：**市场材料价格特别是钢材价格下降(钢材在材料成本中占一半)，材料成本占总成本的16%左右，我们测算09年材料成本下降约20%，即10元/吨左右。**压缩其它成本：**我们测算该部分下降了35%。此外，购买母公司煤炭价格下降也在一定程度上降低了吨煤销售成本。

- 09年度尚无08年的棚户区改造费用和供热管网费：08年公司支付回购棚户区住房改造资金和供热管网费分别为60052万元和19224万元，合计79276万元，影响每股收益0.55元，目前了解到的情况看来，09年尚无类似的支出。

q 集团整体上市承诺渐行渐近:

- Ø 平煤集团于 2006 年 6 月 2 日形成的二届八次董事会决议, 在平煤天安上市后 **3 至 5 年内**, 除与电力发电配套以及资产资源枯竭矿井的煤炭开采业务外, 平煤集团将选择合适时机, 依有关规定及法定程序, 将平煤集团其所属与平煤天安在煤质不同、销售区域不同以及销售客户不同的煤炭开采的业务与资产注入上市公司, 使平煤天安成为平煤集团下属企业中唯一经营煤炭开采及洗选业务的主体。
- Ø 目前上市已接近 3 年 (于 06 年 11 月上市), 集团剩余的煤炭资产也有了一定程度的发展, 同业竞争凸现, 我们判断未来 1-2 年内公司将把集团剩余的煤矿资产逐步注入上市公司。

q 集团可注入资产分为两部分: 在产煤矿和在建产能

- Ø **在产煤矿:** 08 年平煤集团产量 4400 万吨, 扣除上市公司产量 2870 万吨后, 剩余产量为 1530 万吨。主要是三部分: 平禹煤电 (40%的股权, 目前产能大约 350 万吨), 瑞平煤电 (60%的股权, 目前产能大约 100 万吨), 梨园矿, 大约 100 万吨。此外, 集团还有一部分剩余可采年限较短的煤矿, 目前产能大约 500 万吨。
- Ø **在建产能:** 集团已经获得了大量煤炭资源的探矿权, 其中最大的是陕西彬长的杨家坪煤矿, 已成立平顶山煤业集团长安能源开发公司, 公司持股 60%, 资源量为 12.46 亿吨, 09 年底开始建设, 建设期 38 个月, 设计产能 500 万吨。
- q **盈利预测:** 预计 09-11 年每股收益分别为 1.54 元, 1.69 元和 1.9 元。同比分别增长-38%、10%和 13%。
- q **我们维持“审慎推荐”评级。** 目前公司股价对应 09 年业绩 18 倍 PE, 与行业均值大致相当。但是考虑到: 近期钢价上涨, 炼焦煤价格存在上涨预期, 公司对炼焦煤价格的业绩弹性较大; 集团剩余煤矿有望在未来 1-2 年内注入到上市公司, 以及煤炭行业整体估值在下游需求恢复性增加的情况下有进一步提升的可能, 目标位可以看到 35 元 (相对 09 年业绩 23 倍 PE)。我们继续维持审慎推荐的投资评级。

表 1: 公司煤矿资源储量及可采年限

	煤种	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	06 年核定产能 (万吨)	可采年限 (年)
既有煤矿					
一矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	2.59	1.41	400	25
四矿	1/3 焦煤	0.88	0.41	280	10
五矿	1/3 焦煤、肥煤	1.27	0.63	135	33
六矿	1/3 焦煤	1.56	0.91	320	20
八矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	4.2	1.88	300	45
十矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	1.26	0.76	290	19
十一矿	1/3 焦煤	1.75	1.15	300	27
十二矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	0.48	0.2	130	11
十三矿	主焦煤	3.65	2.00	180	79
朝川矿	焦煤和肥煤	0.95	0.63	120	37
香山矿	1/3 焦煤、气煤和肥煤	0.43	0.22	60	27
小计		19.02	10.20	2515	29
在建煤矿					
首山一矿 (60%)	主焦煤、瘦煤和贫瘦煤	4.02	2.56	240	76
总计		23.05	12.77	2755	33
同比增长					

资料来源: 公司数据

表 2: 公司各煤矿产量预测

单位: 万吨	06 年核定产能	2009E	2010E	2011E	2012E
既有煤矿					
一矿	400	500	500	500	500
四矿	280	300	300	300	300
五矿	135	170	170	170	170
六矿	320	400	500	500	500
八矿	300	500	500	500	500
十矿	290	320	320	320	320
十一矿	300	300	300	500	500
十二矿	130	150	150	150	150
十三矿	180	200	200	200	200
朝川矿	120	130	130	130	130
香山矿	60	60	60	60	60
小计	2515	3030	3130	3330	3330
在建煤矿					
首山一矿 (60%)	240		100	240	240
总计	2755	3030	3230	3570	3570
同比增长		6%	7%	11%	0%

资料来源: 公司数据

表 3: 公司煤炭价格、成本、毛利及利润情况

单位: 元/吨)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
煤炭价格	175	253	322	321	370	563
煤炭销售成本	134	172	221	223	273	367
吨煤毛利	41	80	101	99	98	196
毛利率	23.4%	31.8%	31.4%	30.7%	26.4%	34.7%
三项费用 (元/吨)	24	27	34	41	33	40
税金及附加 (元/吨)	3	4	5	6	7	8
完全成本 (元/吨)	160	202	260	270	312	416
吨煤利润 (元/吨)	14	50	62	51	58	147
吨煤净利 (元/吨)	14	39	42	39	56	94

资料来源: 公司数据

表 4: 炼焦煤公司弹性比较

	股本 (万 股)	08 年煤炭产量 (万吨)	08 年炼焦煤产量 (万吨)	08EPS (元)	每股炼焦煤 (千克/股)
西山煤电	242400	1619	630	1.44	2.60
平煤股份	107472	2870	660	2.48	6.14
开滦股份	61732	750.02	249.21	1.34	4.04
金牛能源	78795	1166.87	492.17	2.49	6.25
盘江股份	59408	237.12	300.87	1.08	5.06

资料来源: 公司数据, 注: 盘江和金牛未考虑整体上市后的数据

表 5: 上市公司估值表

	股价 (元)	EPS (元)				PE (×)				每股净 资产 (元)	市净率 (×)
		07	08	09E	10E	07	08	09E	10E		
炼焦煤类											
金牛能源	30.16	0.73	2.49	1.39	1.52	41.3	12.1	21.7	19.8	7.1	4.22
西山煤电	24.39	0.43	1.44	1.03	1.49	56.7	16.9	23.7	16.4	3.8	6.35
平煤股份	28.76	1.02	2.48	1.54	1.69	28.2	11.6	18.7	17.0	6.9	4.16
盘江股份	21.92	0.26	1.08	1.51	1.63	84.3	20.3	14.5	13.4	3.3	6.7
平均	26.31	0.61	1.87	1.36	1.66	52.6	15.2	19.7	15.8	5.3	5.4
喷吹煤类											
国阳新能	24.56	0.52	1.51	1.18	1.22	47.7	16.3	20.8	20.1	2.9	8.5
潞安环能	34.25	1.26	2.48	2.20	2.37	27.2	13.8	15.6	14.5	6.8	5.0
平均	29.41	0.89	2.00	1.69	1.80	37.4	15.0	18.2	16.4	4.9	6.8
动力煤类											
中国神华	26.85	0.99	1.34	1.48	1.53	27.0	20.0	18.1	17.5	7.5	3.6
国投新集	14.15	0.27	0.65	0.75	0.99	52.4	21.8	18.9	14.3	3.1	4.6
恒源煤电	23.42	1.07	1.62	1.87	1.77	21.9	14.5	12.5	13.2	8.6	2.7
中煤能源	11.21	0.39	0.52	0.59	0.65	28.7	21.6	19.0	17.2	4.8	2.3
兖州煤业	15.36	0.55	1.32	0.68	0.86	27.9	11.6	22.6	17.9	5.1	3.0
大同煤业	34.63	0.55	2.40	1.85	2.29	62.8	14.4	18.7	15.1	5.9	5.8
平均	20.94	0.64	1.31	1.20	1.35	36.8	17.3	18.3	15.5	5.8	3.7
转型类											
神火股份	26.64	1.64	2.30	0.92	1.76	16.2	11.6	29.0	15.1	5.9	4.5
兰花科创	30.12	1.01	2.45	2.01	2.06	29.9	12.3	15.0	14.6	7.7	3.9
开滦股份	28.37	1.10	1.46	1.17	1.38	25.8	19.4	24.2	20.6	7.0	4.1
平均	28.38	1.25	2.07	1.37	1.73	24.0	14.4	22.7	16.4	6.9	4.2
总体平均	24.99	0.79	1.70	1.34	1.57	38.5	15.9	19.6	15.9	5.8	4.6

资料来源: 招商证券研发中心

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。