

平煤股份 (601666. sh)

业绩弹性大，未来看煤炭价格

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 研究助理
 电话: 020-87555888-407
 eMail: lh10@gf.com.cn

公司各矿技改挖潜，产量稳步增长

综合新建矿井及各矿技改情况,预计 2009—2010 年公司煤炭产量分别为 3654 万吨、3794 万吨和 4469 万吨, 2010—2011 年煤炭产量分别增加 140 万吨和 675 万吨。

炼焦煤价格上涨预期高

公司动力煤重点合同价格去年 420 元/吨左右, 今年动力煤签订价格约 470 元/吨, 上涨 50 元左右。自 2009 年底调价后目前 1/3 焦煤的价格约 1100 元/吨, 主焦煤 1200 元/吨, 均低于当地市场价 100 元左右。随着二季度基建等需求拉动, 钢铁行业对焦炭进而炼焦煤需求不断加大, 公司炼焦煤涨价预期强烈, 预计有 100 元以上的上涨空间。

盈利预测及投资建议

预计公司 2009 年—2011 年公司每股收益分别为 1.138 元、1.489 元和 1.947 元, 对应 2010—2011 年动态市盈率分别为 18.52 倍和 14.17 倍, 与行业水平相当, 暂给予“持有”评级。我们测算公司 2010 年吨煤净利约 64 元左右, 低于其他炼焦煤上市公司, 公司业绩对煤价弹性较大, 若精煤价格上涨 10%, 则公司业绩增长 25% 左右。未来若炼焦煤价格进一步上涨, 公司业绩提升空间较大。

风险提示

- 1、公司业绩对煤价敏感性强, 煤价波动将放大业绩波动。
- 2、资源税改革推出将增加公司煤炭业务成本。

公司评级

持有

当前价格(元)	27.59
目标价格(元)	30.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.81%	-13.59%	117.80%
上证综指	1.15%	2.87%	59.14%

股票数据

总股本(万股)	139,713.9
	0
流通 A 股(万股)	139,713.9
	0

主要股东:

平顶山煤业(集团)有限责任公司	
主要股东持股比例	59.23%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	28.71%
ROA	16.27%
资产负债率	41.84%
每股净资产(元)	8.62

2008 年报数据。

公司各矿技改挖潜，产量稳步增长

公司2009年收购集团煤矿之前一共有十二个矿井，除平宝煤业的首山一矿外均为成熟在产矿井，目前各矿陆续进行扩能改造，实际产能已经达到3000万吨以上。

表1：公司各矿情况

煤矿	核定产能（万吨）	保有储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	煤种
一矿	400	2.59	1.41	1/3焦、肥、瘦煤
四矿	280	0.88	0.41	1/3焦煤
五矿	143	1.27	0.63	肥煤、1/3焦
六矿	339	1.56	0.91	1/3焦煤
八矿	300	3.30	1.57	1/3焦煤、焦、肥煤
十矿	290	1.26	0.76	1/3焦煤、焦、肥煤
十一矿	180	1.75	1.15	1/3焦煤
十二矿	136	0.48	0.20	1/3焦煤、焦、肥煤
十三矿	180	3.65	2.00	主焦煤
朝川矿	128	0.95	0.63	焦、肥煤
首山一矿	240	4.02	2.56	主焦煤
香山矿	65	0.43	0.22	1/3焦、气、肥煤
合计	2681	22.14	12.45	/

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

其中：

一矿目前实际产能已经由之前400万吨改扩建至500万吨。

四矿、五矿目前产能分别为320万吨和200万吨。

六矿、八矿、十矿目前产能分别为400万吨、400万吨和270万吨，未来均将扩建至500万吨。

十一矿目前产能约为330万吨，准备扩建至600万吨。

十二矿和朝川矿目前产能分别为140万吨和150万吨。

十三矿目前产能为180万吨，即将扩建至300万吨。

香山矿之前产能为65万吨，技改之后将达到100万吨以上。

首山一矿为新建矿井，预计2010年产量为70—80万吨，预计2012年达产。

综合新建矿井及各矿技改情况，预计2010—2011年煤炭产量分别增加140万吨和675万吨。

2009年8月，公司以自有资金收购平煤集团下属二矿整体资产、负债及三环公司、七星公司、九矿公司、天力公司100%股权。

表2：2009年8月收购煤矿情况

煤矿	保有储量（万吨）	可采储量（万吨）	煤种	服务年限	08年产量（万吨）
二矿	1922.06	1040.16	1/3焦煤、肥煤	5.94	216
三环公司	1302.50	365.60	1/3焦煤	5.31	68
七星公司	3053.34	213.13	1/3焦煤、肥煤	3.04	107.78
九矿（香山）	243.00	125.90	1/3焦煤		53.8

先锋（天力）	414.46	124.36	1/3焦煤、肥煤	3.19	37.49
吴寨（天力）	562.87	112.71	1/3焦煤、肥煤	3.77	44.27

数据来源：广发证券发展研究中心

公司2009年收购的以上各矿未来产能稳定，提升空间有限。公司在2009年三季度中已将上述矿井盈利并表，因此2010年没有较大增量贡献。

综合公司各矿情况，预计2009—2010年公司煤炭产量分别为3654万吨、3794万吨和4469万吨。

公司炼焦煤价格上涨预期高

公司煤矿可采的三个煤层中，只有己组煤可作为炼焦原煤入洗，占煤炭产量的30—40%左右，其中，洗精煤洗出率约50%，中煤25%，煤泥15%。其中洗精煤中焦精煤占比稍高，1/3焦稍少。另外两个开采煤层主要作为动力煤销售，热值较低，在4300—4400大卡左右。

公司动力煤重点合同价格去年420元/吨左右，约每大卡0.09元。今年动力煤签订价格约470元/吨，上涨50元左右，每大卡0.1元以上。其中合同煤占比在80%以上。

炼焦精煤中，2009年1/3焦煤950元/吨，主焦煤1100元/吨，自2009年底调价后目前1/3焦煤的价格约1100元/吨，主焦煤1200元/吨。目前平顶山当地主焦煤价格为1300元/吨，1/3焦煤1200元/吨，公司煤价低于市场价格。

公司中煤热值约在3500大卡左右，目前售价120—130元/吨，煤泥售价为40—50元/吨左右。

预计公司2009—2011年炼焦精煤产量分别为652万吨、704万吨和829万吨，未来炼焦煤价格上涨预期强烈。

图1：国内外钢材价格指数走势

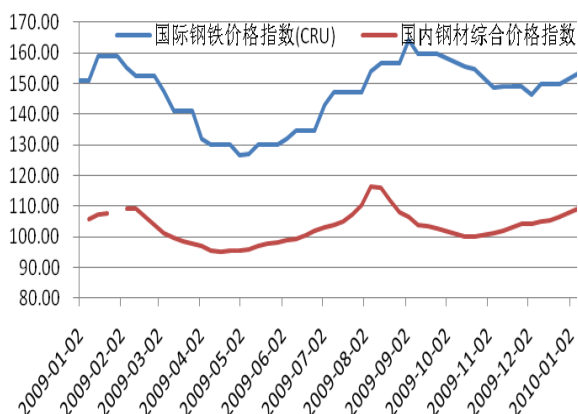
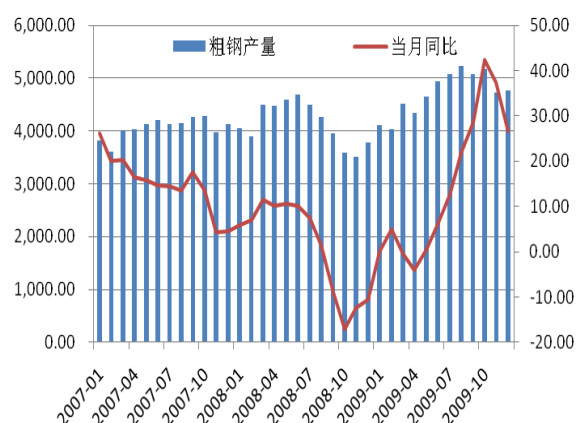


图2：国内粗钢产量及增速（万吨、%）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

国内钢材需求总体向好。钢铁消费与宏观经济走势密切相关。随着宏观经济持续向好，钢铁下游的基建、汽车、家电、交通运输等行业快速走

出低迷，房地产、机械行业形势日趋好转，钢铁需求不断好转，尤其到二季度随基建的拉动，钢铁需求将迅速增长。

焦炭量价齐升。钢铁行业产量高位运行，对焦炭需求不断增加，国内焦炭差能利用率不断回升。近期山西、河北、山东等地焦化行业协会纷纷提高焦炭指导价，对炼焦煤价格上涨承受力进一步增强。

图3：唐山二级冶金焦价格走势（元/吨）

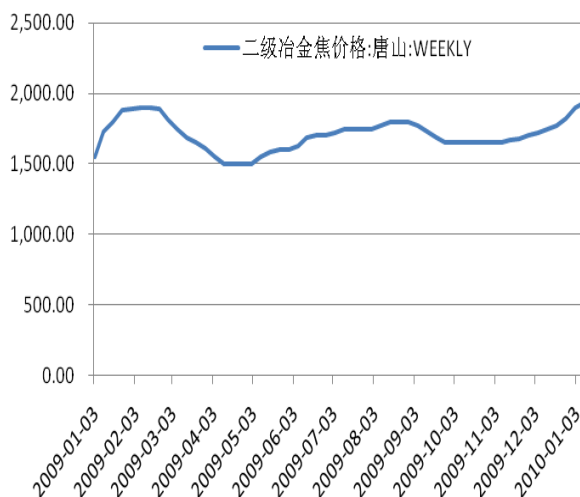
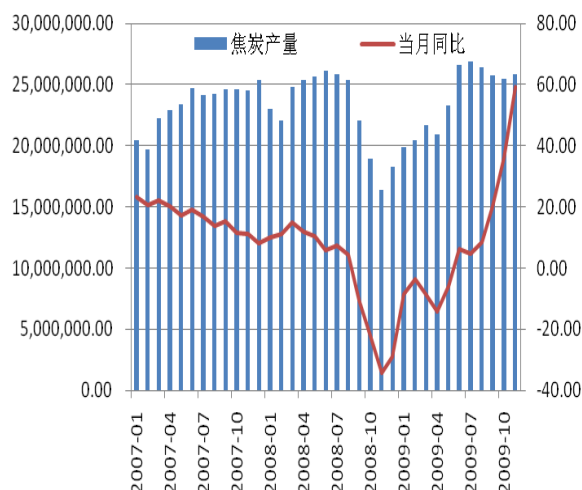


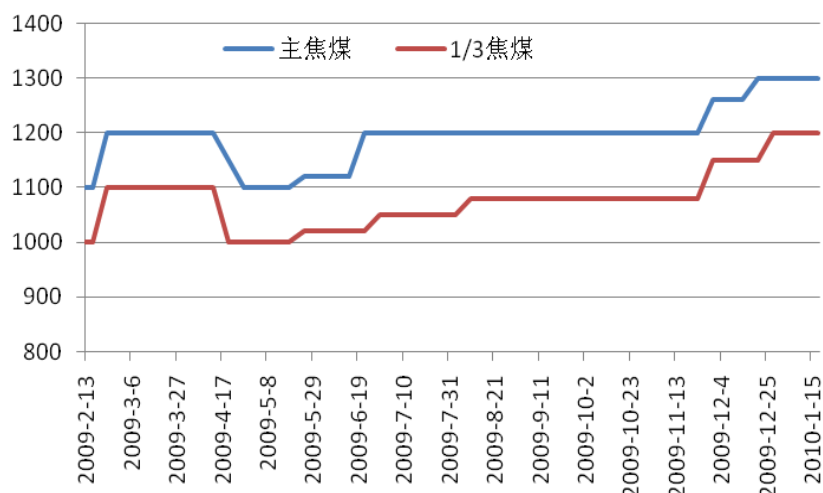
图4：焦炭产量及增速（万吨、%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

炼焦煤价格在2009年末结束近半年的盘整转入上升通道。我们判断未来随着二季度基建等需求拉动，钢铁行业对焦炭进而炼焦煤需求不断加大，预计炼焦煤价格仍有100元以上的上涨空间。

图5：平顶山地区炼焦煤价格走势（元/吨）



数据来源：煤炭资源网、广发证券发展研究中心

集团积极开拓资源，公司有望受益

集团本部增产有限，未来陕西、新疆潜力大

连同上市公司，集团今年煤炭总产量约4500—4600万吨左右。除去上市公司外，集团还拥有高庄矿、大庄矿、平禹煤电等老矿井，合计产能约1000万吨左右。未来产能提升空间有限，预计未来集团河南本部产能达到5000万吨以后维持不变。

未来集团在陕西、新疆的煤炭煤矿的建设为上市公司外延式发展提供广阔空间：

集团在陕西彬长地区获得12 亿吨资源，预计2010年底开工建设千万吨级煤矿，3年后投产。未来条件成熟后将采区定向增发的形式注入上市公司。

此外，集团将在新疆哈密地区建设产能2000万吨/年的煤矿及相关电力、焦化、外运等项目，前景广阔。

资源整合的潜在受益者

河南是我国的煤炭资源大省，近几年，产量位居国内前三。2010年河南有望紧随山西进行煤炭资源整合，计划对省内的646座小煤矿进行兼并重组，不参加或者达不到条件的，年底前依法关闭退出。相关的主要措施包括新建矿井规模不低于45万吨/年，现有煤矿单井规模不低于30万吨/年的可以单独生产；大力支持特大型煤炭生产企业兼并重组中小煤矿；生产规模100万吨/年以上的骨干煤炭企业在不影响大型煤炭生产企业兼并重组的前提下，作为兼并重组主体，兼并重组相邻中小煤矿。

从调研的情况来看，河南煤炭资源整合与山西有几点不同之处：一是整合无地域划分，允许跨区域整合。二是一个井田不必一个整合主体。三是整合目前还没有期限，没有时间表。平顶山地区现有小煤矿约有158个，产量合计2000万吨左右，但目前河南省没有明确的计划，而且小煤矿因为安全问题公司整合非常慎重，主要对整装煤田兴趣较大，未来受益情况还要继续观察。

盈利预测及投资建议

1、预测假设

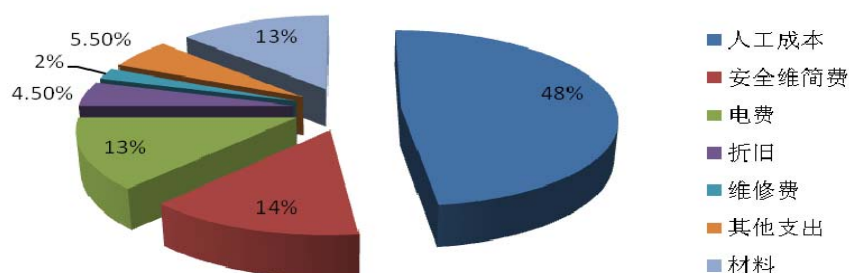
表 3：公司煤炭产销量预测（万吨）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
合计	3654	3794	4469	4669
入洗原煤量（万吨）	1279	1328	1564	1634
其中：混煤产量	2375	2466	2905	3035
精煤产量	652	704	829	866
中煤产量	320	305	360	376
煤泥产量	153	159	188	196
商品煤销量	3501	3635	4281	4473

数据来源：广发证券发展研究中心

平煤股份井下开采条件复杂，井深1000米左右。因此开采成本较高，约300—320元/吨左右。精煤加工费约80元/吨。

图6: 煤炭开采成本结构



数据来源：广发证券发展研究中心

考虑到2010年电费、水费等成本的增长，假设煤炭单位成本为361元/吨，2011年为378元/吨。

2、盈利预测

预计公司2009年—2011年公司每股收益分别为1.138元、1.489元和1.947元，对应2010—2011年动态市盈率分别为18.52倍和14.17倍，与行业水平相当，暂给予“持有评级”。我们测算公司2010年吨煤净利约64元左右，低于其他炼焦煤上市公司，因此公司业绩对煤价弹性较大，若精煤价格上涨10%，则公司业绩增长25%左右。未来若炼焦煤价格进一步上涨，公司业绩提升空间较大。

报表预测						
表 4: 利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8197.96	11060.93	17380.60	16226.49	17939.03	22175.29
减: 营业成本	5966.35	8415.47	11802.59	12794.59	13698.42	16744.15
营业税金及附加	128.18	171.20	234.90	219.31	242.45	299.70
营业费用	114.95	122.05	165.01	154.05	170.31	210.52
管理费用	694.46	722.42	986.74	921.22	1018.45	1258.95
财务费用	33.57	12.38	3.59	11.16	26.59	23.02
资产减值损失	-23.11	3.15	18.65	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.70	1.04	1.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1284.25	1615.31	4170.71	2126.17	2782.82	3638.94
加: 其他非经营损益	-19.88	3.89	-617.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1264.38	1619.20	3552.95	2126.17	2782.82	3638.94
减: 所得税	402.09	516.30	883.75	531.54	695.70	909.73
净利润	862.29	1102.90	2669.20	1594.63	2087.11	2729.20
减: 少数股东损益	0.00	-0.08	8.34	4.98	6.52	8.53
归属母公司股东净利润	862.29	1102.98	2660.86	1589.64	2080.59	2720.68
每股收益	1.172	1.026	2.476	1.138	1.489	1.947

表 5: 资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1333.12	2577.46	3132.28	6220.79	7094.10	10982.01
应收和预付款项	487.53	1094.32	2703.54	-137.52	2961.84	524.13
存货	229.88	277.39	308.05	478.16	363.59	665.32
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9.29	6.09	6.95	6.95	6.95	6.95
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5277.45	6126.85	8312.12	7163.69	6015.25	4866.81
无形资产和开发支出	650.94	629.66	605.12	536.63	468.14	399.66
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	7988.20	10711.77	15068.07	14268.70	16909.88	17444.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2107.79	2809.68	3975.34	2563.00	4401.91	3887.82
长期借款	321.00	1058.00	1326.00	1326.00	1326.00	1326.00
其他负债	238.01	499.22	252.96	252.96	252.96	252.96
负债合计	2666.80	4366.90	5554.29	4141.96	5980.86	5466.77
股本	1074.72	1074.72	1074.72	1074.72	1074.72	1074.72
资本公积	3203.75	3272.84	3014.62	3014.62	3014.62	3014.62
留存收益	842.93	1758.91	5177.17	5785.15	6580.91	7621.47
盈余公积金	512.56	622.87	1023.94	1183.403	1392.114	1665.034
未分配利润	330.38	1136.04	4153.23	4601.747	5188.796	5956.436
归属母公司股东权益	5121.40	6106.47	9266.51	9874.50	10670.25	11710.81
少数股东权益	200.00	238.40	247.26	252.24	258.76	267.29
股东权益合计	5321.40	6344.87	9513.78	10126.74	10929.01	11978.10
负债和股东权益合计	7988.20	10711.77	15068.07	14268.70	16909.88	17444.87

表 6: 现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	2343.97	2402.35	3710.96	4041.33	2084.73	5441.04
投资性现金净流量	-3154.75	-2001.25	-1983.81	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1863.10	627.42	-228.19	-952.82	-1211.42	-1553.14
现金流量净额	1052.32	1028.53	1498.96	3088.51	873.31	3887.90
现金及现金等价物期初余额	830.98	1868.29	2896.22	4394.76	6220.79	7094.10
现金及现金等价物期末余额	1868.29	2896.22	4394.76	6220.79	7094.10	10982.01

表 7: 国内煤炭上市公司估值比较

	PE		EPS		PB	
	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年
神火股份	30.00	12.74	1.07	2.52	5.22	3.72
远兴能源	10.05	10.30	1.66	1.62	3.70	3.04
大同煤业	20.69	15.83	1.92	2.51	3.34	2.76
国阳新能	20.65	17.65	2.00	2.34	6.20	4.94
盘江股份	25.26	18.76	1.04	1.40	5.96	4.94

西山煤电	28.74	18.00	1.19	1.90	7.53	6.39
国投新集	27.78	19.51	0.59	0.84	4.83	4.09
露天煤业	30.71	18.88	0.83	1.35	9.62	7.72
开滦股份	27.19	21.15	0.84	1.08	5.44	4.76
恒源煤电	38.59	22.24	0.83	1.44	6.32	5.34
平庄能源	27.17	25.69	0.52	0.55	5.06	4.56
兖州煤业	24.52	20.46	0.89	1.06	3.67	3.30
平煤股份	24.24	18.53	1.14	1.49	3.90	3.61
平均	25.82	18.44			5.45	4.55

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、公司业绩对煤价敏感性强，煤价波动将放大业绩波动。
- 2、资源税改革推出将增加公司煤炭业务成本。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

平煤股份(601666)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。