

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

2010年3月17日

平煤股份(601666.SH)/25.81元

关注高业绩弹性和河南省的资源整合

投资评级: 强烈推荐-B

评级调整: 维持

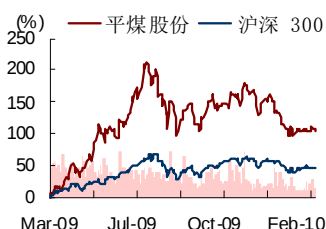
目标估值: 30元

基础数据

总股本(万股)	139714
流通股本(万股)	139714
总市值(亿元)	361
流通市值(亿元)	361
52周股价	17.4-39.6元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-14	100
相对表现	0	-14	53



相关报告

- 1、《平煤股份(601666)——资产注入预期强,业绩弹性大》2009/8/19
- 2、《平煤股份(601666)——关注钢铁—焦煤链条和集团资产注入》2009/5/21
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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
- 6、《棚户区改造支出影响业绩仅增长50%》2008/8/18
- 7、《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

近期我们调研了公司,通过不断的技改,公司10年煤炭产量小幅增长,煤价上涨是业绩的主要推动力,我们审慎测算10年业绩同比增长约46%。而且河南省即将进行以大矿为主体的资源整合和公司具有高业绩弹性,继续维持强烈推荐的投资评级。

- **预计10年煤炭产量小幅增长。**09年度公司煤炭产量达到3700多万吨。原上市公司煤炭产量3200万吨左右,09年9月30日,公司收购集团煤矿产量500多万吨。10年公司煤矿产量增长主要来自既有煤矿的技改增产以及首山矿投产新增100万吨产量,我们预计10-11年公司煤炭产量分别为4013万吨和4073万吨,同比增长8%和1%。
- **商品煤产出结构稳定:**公司可采煤层分为丁戊己三层,其中己组煤才是可入洗的炼焦煤,其他两个煤层作为动力煤直接销售,也就是说公司的煤炭产量的1/3作为炼焦煤入洗(09年大约1200万吨煤炭入洗),大约55%的精煤和35%的洗混煤洗出率,09年精煤产量大约660万吨,洗混煤产量大约400万吨。
- **10年综合煤价上涨约17%。**10年公司煤价上涨较多,10年初公司签订了各煤种的价格,目前动力煤含税价格大约440元/吨(动力煤发热量较低,大约平均4200-4300大卡),较09年均价上涨40元/吨,09年精煤两次上调价格,目前精煤最新含税价格为大约1410元/吨(焦煤和1/3焦产量各占50%,最新含税价格分别为1450元/吨和1370元/吨),较09年均价上涨300元/吨。我们测算10年公司综合煤价大约494元/吨,较09年的422元/吨上涨约70元/吨,涨幅17%。
- **09年吨煤净利较低,业绩弹性较高:**公司09年业绩快报显示:09年公司实现净利润14.1亿元,每股收益1.01元,按照产量和销量测算吨煤净利分别为38元/吨和40元/吨。在10年综合煤价上涨70元/吨的情况下,如果不考虑成本和费用的增量,10年业绩增长上限为129%。
- **10年成本增长约10%:**09年公司原煤成本大约310元/吨,其中可能增加和变动的主要是工资、原材料和迁村费用。我们估计,工资可能增加10%左右,吨煤成本增加15元,原材料由于价格上涨增加10%,吨煤成本增加约5元/吨,迁村费用可能增加10元/吨,即10年原煤开采成本增加30元/吨至340元/吨,增幅9.7%。考虑前述成本增量,大致测算10年业绩增长大约74%。
- **河南省的资源整合将有利于公司产能扩张:**
 - 河南省规划在2010年完成646座小煤矿兼并重组,不参加或者达不到条件的,年底前依法关闭退出。
 - 大力支持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。
 - 2009年,河南省煤炭产量2.3亿吨,其中国有重点煤矿1.29亿吨,占比58%,国有地方和乡镇煤矿产量分别为0.14和0.88亿吨,占比分别为6%和38%。

- 到 10 年年底，河南省力争建成 3 个年产 5000 万吨特大煤炭企业，省骨干企业控制的煤炭资源量占全省占用煤炭资源量的 85%以上，产量占全省总产量的 75%以上（09 年为 58%），单个矿井的生产规模不低于每年 15 万吨。
- **划片整合：**公司的母公司中平能化集团（或者上市公司）作为兼并主体可以兼并平顶山矿区、韩梁矿区、临汝矿区、禹州矿区、郏县矿区的小煤矿。
- **简单测算权益产量增加 1000 万吨：**省骨干企业产量占比从 58%提高到 85%，净增加 27%，相当于兼并主体提升产量约 6000 万吨，作为三个 5000 万吨级的煤炭企业之一的中平能化应该能够兼并大约 2000 万吨的产能，考虑到兼并权益（可能 51%），也即是说权益产量增加大约 1000 万吨。
- 河南省煤炭整合政策正处于即将实施中，建议关注其进展情况。
- **盈利预测和投资建议：**考虑到公司可能进行的盈余管理，我们谨慎的预计 10-11 年每股收益分别为 1.46 元和 1.54 元，同比增长 46%和 5%。目前股价下 P/E 为 17 倍，稍高于行业平均的 15 倍 P/E，但考虑到河南省目前即将进行的以大矿为主体的资源整合和公司业绩高弹性（即业绩可能超预期），继续维持强烈推荐的投资评级。
- **风险因素：**炼焦煤价格调整、业绩低于预期，资源税政策出台、宏观调控更加严厉。

表 1: 公司煤炭产量预测

煤种		可采储量 (亿吨)	可采年限 (年)	2009E	2010E	2011E	2012E
既有煤矿							
一矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	1.41	25	500	500	500	500
四矿	1/3 焦煤	0.41	10	280	300	300	300
五矿	1/3 焦煤、肥煤	0.63	33	170	170	170	170
六矿	1/3 焦煤	0.91	20	350	400	400	500
八矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	1.88	45	500	500	500	500
十矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	0.76	19	330	330	330	330
十一矿	1/3 焦煤	1.15	27	400	450	500	500
十二矿	1/3 焦煤、焦煤和肥煤	0.2	11	130	130	130	130
十三矿	主焦煤	2.00	79	210	300	300	300
朝川矿	焦煤和肥煤	0.63	37	120	120	130	130
香山矿	1/3 焦煤、气煤和肥煤	0.22	27	150	150	150	150
小计		10.20	29	3140	3350	3410	3510
在建煤矿							
首山一矿 (持股 60%)	主焦煤、瘦煤和贫瘦煤	2.56	76		100	100	240
09 年收购煤矿							
二矿	1/3 焦煤和肥煤	1040.16	5.9	210	210	210	210
三环公司	1/3 焦煤	365.6	4.9	70	70	70	70
七星公司	1/3 焦煤和肥煤	213.13	2.0	108	108	108	108
九矿公司	1/3 焦煤	125.9	1.7	50	50	50	50
天力公司		237.07	3.2	125	125	125	125
其中: 吴寨矿	1/3 焦煤和肥煤	112.71	3.5	90	90	90	90
先锋矿	1/3 焦煤和肥煤	124.36	3.0	35	35	35	35
合计		1981.86	3.9	563	563	563	563
总计				3703	4013	4073	4313
产量增速				29%	8%	1%	6%

资料来源: 公司公告、招商整理

表 2: 公司产销量价格成本费用吨煤净利等情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
煤炭产量 (万吨)	1460	1478	2086	2048	2624	2870	3703	4013	4073
商品煤销售量 (万吨)	1784	1873	2133	2195	2674	2835	3555	3852	3910
其中: 混煤销售量 (万吨)	1259	1275	1368	1317	1679	2175	2469	2675	2715
精煤销售量 (万吨)	411	420	523	534	643	660	654	709	720
其他选煤销售量 (万吨)	114	178	242	197	352	0	432	468	475
商品煤平均售价 (元/吨)	175	253	322	321	370	563	423	494	495
混煤平均售价 (元/吨)	145	207	255	272	290	0	342	376	376
精煤平均售价 (元/吨)	315	496	644	649	703	1272	940	1199	1205
其他选煤平均售价 (元/吨)	72	111	133	189	149	0	100	100	100
商品煤平均成本 (元/吨)	134	172	221	223	273	367	335	374	374
吨煤毛利 (元/吨)	41	80	101	99	98	196	88	120	121
煤炭毛利率 (元/吨)	23%	32%	31%	31%	26%	35%	21%	24%	24%
吨煤税金 (元/吨)	3	4	5	6	7	8	7	8	8
吨煤三项费用 (元/吨)	24	27	34	41	33	40	28	37	37
吨煤利润 (元/吨)	14	50	62	51	58	147	53	75	76
按产量测算吨煤净利 (元/吨)	17	49	43	42	57	93	38	50	52
按销量测算吨煤净利 (元/吨)	14	39	42	39	56	94	40	52	54

资料来源: 公司公告、招商整理

表 3：河南省三类煤矿产量及比例

单位：万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
国有重点	6649	7677	8269	8470	9690	12339	12860
国有地方	2056	1781	1735	1848	1616	1486	1387
乡镇煤矿	3929	5962	4953	7994	7981	6642	8791
合计	12634	15420	14957	18312	19287	20468	23038
国有重点占比	53%	50%	55%	46%	50%	60%	56%
国有地方占比	16%	12%	12%	10%	8%	7%	6%
乡镇煤矿占比	31%	39%	33%	44%	41%	32%	38%

资料来源：招商整理

表 4：河南省五大集团兼并重组区域划分

兼并主体	兼并矿区划分
中平能化集团	平顶山矿区、韩梁矿区、临汝矿区、禹州矿区、郏县矿区
河南煤化集团	永夏矿区、鹤壁矿区、安阳矿区、焦作矿区、济源矿区、新乡矿区
郑煤集团	新密矿区、登封矿区、荥巩矿区、新郑矿区、三李矿区
神火集团	永夏矿区、禹州矿区
省煤层气开发公司	可利用自身技术力量优势，兼并重组中小煤矿

资料来源：招商整理

表 5：煤炭上市公司估值比较

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			每股净 资产 (元)	PB (×)
		09A	10E	11E	09A	10E	11E		
冀中能源	32.79	1.34	2.28	2.32	24.5	14.4	14.1	8.1	4.0
西山煤电	31.85	1.06	2.00	2.52	30.0	15.9	12.6	4.2	7.6
平煤股份	24.87	1.01	1.46	1.54	24.6	17.0	16.1	5.5	4.5
盘江股份	22.83	0.93	1.57	1.88	24.5	14.5	12.1	4.7	4.9
国阳新能	35.00	1.91	2.73	2.90	18.3	12.8	12.1	5.9	5.9
潞安环能	38.60	2.08	3.07	3.83	18.6	12.6	10.1	7.8	4.9
中国神华	28.14	1.52	1.80	1.90	18.5	15.6	14.8	8.3	3.4
国投新集	14.27	0.45	0.68	0.97	31.7	21.0	14.7	3.3	4.3
恒源煤电	27.14	1.28	1.84	1.64	21.2	14.8	16.5	7.7	3.5
中煤能源	11.31	0.52	0.69	0.84	21.8	16.3	13.4	5.1	2.2
兖州煤业	18.89	0.83	1.53	1.43	22.8	12.3	13.2	5.6	3.4
大同煤业	33.50	1.78	2.27	2.32	18.8	14.8	14.4	9.2	3.6
神火股份	27.32	0.76	1.84	2.29	35.9	14.8	11.9	4.4	6.2
兰花科创	37.26	2.13	3.15	3.77	17.5	11.8	9.9	8.8	4.2
开滦股份	21.85	0.70	0.89	0.94	31.2	24.6	23.2	3.9	5.6
A 股平均	27.04	1.22	1.85	2.07	22.2	14.6	13.0	6.2	4.6

资料来源：招商整理

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

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

免责声明

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。