

湘财证券研究所

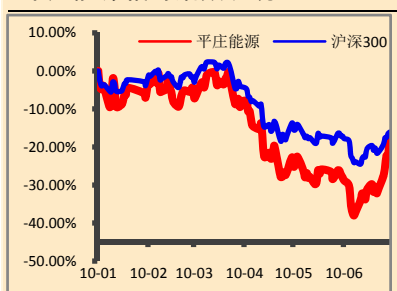
煤炭行业

研究员 王师

Tel: 021-68634518-8228

ws2978@xcsc.com

平庄能源相对指数表现



数据来源：Wind，湘财证券研究所

当前价格：11.04 元

目标价格：13 元

近期报告：

《内部挖潜效果有限 远期着眼整体上市--平庄能源 000780 调研报告
--增持评级》2010.7.1

平庄能源近日公布 2010 年半年度公告，报告期内，公司营业收入、利润总额和净利润增长明显。我们对平庄能源今年上半年经营情况的分析如下：

投资要点

- **经营数据基本符合预期：**2010 年上半年，平庄能源取得营业收入 16.23 亿元，同比增长 23.58%；取得归属于上市公司股东净利润 3.64 亿元，同比增长 25.63%；基本每股收益 0.36 元。公司上半年整体经营情况符合我们的预计，但是今年公司最大的变化是销售结果与往年明显不同
- **销售结构变化 电煤比例下降：**平庄能源以坑口销售老年褐煤为主。煤炭销售结构一般为电煤和市场煤相辅相成。今年上半年，公司销售煤炭 538 万吨，同比增长 3.01%。销售总量增幅并不显著，但结构变化较为明显：公司电煤比例下降至 26.6%，同比下降 21.6 个百分点；市场煤和地销煤比例分别达到 21.82% 和 50.02%，市场煤比例与去年同期相比变化不大，但地销煤同比增长 23.18 个百分点。销售结构的调整使得公司上半年煤炭销售均价由去年同期的 210 元/吨上升至 262.2 元/吨，同比增长 24.9%。
- **供应国电集团旗下电厂煤炭总量提升：**从重点客户用煤情况来看，往年电煤用量较大几家电厂电煤用量下滑，但供应给公司实际控制人国电集团旗下电厂的煤炭总量由去年的 162 吨上升至 480 万吨，销售平均价格也由去年的 176.6 元/吨上升至 222.5 元/吨。国电集团对公司销售结构的影响逐步显现，这一方面增加了公司与实际控制人的关联交易；另一方面，背靠需求庞大的国电集团，也给公司煤炭销售拓展出了一条康庄大道。
- **长期机会在于平煤集团的资产注入：**平庄能源下属生产矿井风水沟矿、西露天矿、古山矿、六家矿和老公营子矿均为成熟矿井，未来增产幅度较小。预计老公营子矿 2010 年将有 30-40 万吨新增产量，其他矿产量基本稳定，公司 2010 年煤炭产量将在 1040 万吨左右。公司控股股东平煤集团旗下现有 3 对生产矿，即元宝山矿、白音华矿和红庙矿，其中元宝山矿和白音华矿 2010 年产量有望分别达到 1000 万吨和 500 万吨，同比分别增长约 100 万吨。平煤集团巨大的待注入资产是公司未来煤炭产量增长的最主要来源。
- 在不考虑资产注入的前提下，我们预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.64 元、0.74 元和 0.89 元，分别对应 17.5X、14.9X 和 12.4X 市盈率，高于行业平均值。在平庄能源自有矿增产潜力有限的情况下，公司业绩增长将主要依靠煤炭价格上涨带来的整体性机会和成本控制。从长远的角度来看，平煤集团整体上市仍然值得期待，鉴于公司整体上市进度暂不明确，我们维持公司“增持”评级，建议投资者长期关注公司资产注入或整体上市进程。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2688	3072	3524	4052
收入同比(%)	3%	14%	15%	15%
归属母公司净利润	469	636	755	899
净利润同比(%)	-9%	36%	19%	19%
每股收益(元)	0.46	0.63	0.74	0.89
P/E	23.90	17.60	14.84	12.45

P/B	3.77	3.17	2.61	2.16
-----	------	------	------	------

表 1 公司上半年销售结构变化

	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	变动幅度
电煤占煤炭总销售量的比例	26.60%	48.20%	-21.60
电煤平均价格 (元/吨)	181.67	152.6	19.05%
市场煤占煤炭总销售量的比例	21.82%	23.21%	-1.39
市场煤平均价格 (元/吨)	292.05	234	24.81%
地销煤占煤炭总销售量的比例	50.02%	26.84%	23.18
地销煤平均价格 (元/吨)	291.84	289.12	0.94%

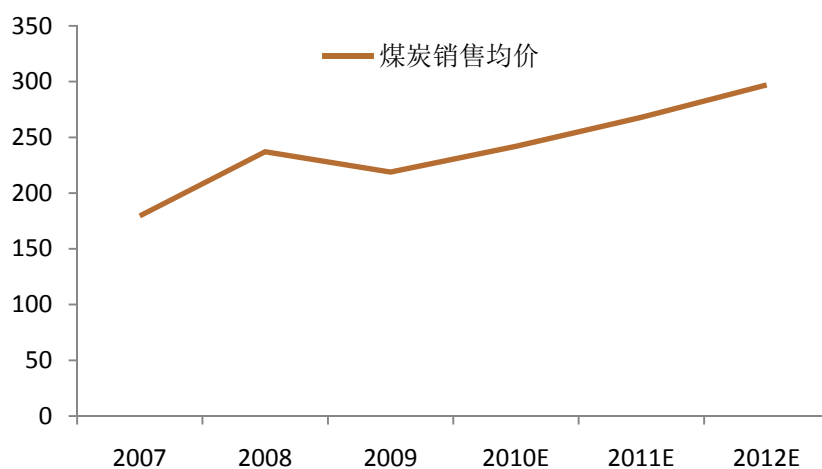
资料来源：公司公告 湘财证券研究所

表 2 公司与国电集团电厂供求关系明显加强

	2010 上半年销售总量 (万吨)	2009 上半年销售总量 (万吨)	2010 年上半年平均价格 (元/吨)	2009 上半年平均价格 (元/吨)
国电滦河发电厂	30	17	204	160
国电承德热电有限公司	90	38	204	159
国电电力朝阳发电厂	120	99.3	201.5	150
国电电力大连开发区热电厂	20	0.13	320	244
大连庄电晨龙国际贸易有限公司	120	7.4	212	170
天津国电津能热电有限公司	50		204	
赤峰集能煤炭经销有限公司	50		212	
总计	480	162	222.5	176.6

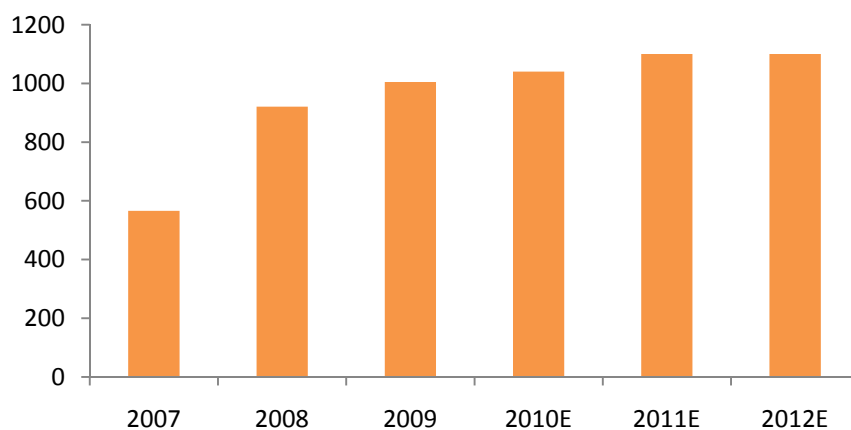
资料来源：公司公告 湘财证券研究所

图 1：公司煤炭销售均价与预测 元/吨



资料来源：公司公告 湘财证券研究所

图 2：平庄能源产量预测 万吨



资料来源：公司公告 湘财证券研究所

表 3 2008 年公司下辖煤矿储量与产能

名称	保有储量 万吨	可采储量 万吨	核定生产能力 万吨
风水沟	16056.6	11078.4	210
西露天	5899	3709	230
六家矿	13211.1	7157.3	120
古山矿区	3560.6	1884	145
老公营子	11200	8084	180

合计	49927.3	31912.7	885
----	---------	---------	-----

资料来源：公司公告 湘财证券研究所

注：老公营子矿采矿权仍为集团公司控制，该矿煤炭销售由上市公司进行代销。

财务数据预测

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	2149	2830	3925	5101		营业收入	2688	3072	3524	4052	
现金	1457	2384	3437	4548		营业成本	1765	2000	2294	2638	
应收账款	318	0	0	0		营业税金及附加	76	84	96	111	
其他应收款	73	77	91	103		营业费用	11	12	13	15	
预付账款	29	59	64	70		管理费用	277	239	249	251	
存货	47	62	45	50		财务费用	-3	-7	-10	-14	
其他流动资产	224	248	288	330		资产减值损失	12	0	0	0	
非流动资产	2344	2140	1933	1730		公允价值变动收					
长期投资	0	0	0	0		益	0	0	0	0	
固定资产	1335	1245	1153	1058		投资净收益	0	0	0	0	
无形资产	923	818	707	599		营业利润	550	744	883	1052	
其他非流动资						营业外收入	6	0	0	0	
产	87	77	73	72		营业外支出	8	0	0	0	
资产总计	4493	4970	5858	6831		利润总额	548	744	883	1052	
流动负债	1093	1004	1138	1211		所得税	79	108	128	152	
短期借款	0	0	0	0		净利润	469	636	755	899	
应付账款	188	199	234	267		少数股东损益	0	0	0	0	
其他流动负债	904	805	904	944		归属母公司净利润	469	636	755	899	
非流动负债	432	432	432	432		EBITDA	828	891	1026	1192	
长期借款	0	0	0	0		EPS (元)	0.46	0.63	0.74	0.89	
其他非流动负											
债	432	432	432	432							
负债合计	1524	1435	1569	1642		主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0		会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
股本	1014	1014	1014	1014		成长能力					
资本公积	1476	1476	1476	1476		营业收入	2.6%	14.3%	14.7%	15.0%	
留存收益	184	750	1504	2404		营业利润	-25.1%	35.3%	18.6%	19.2%	
归属母公司股东权						归属于母公司净利					
益	2969	3534	4289	5188		润	-9.4%	35.8%	18.6%	19.2%	
负债和股东权益	4493	4970	5858	6831		获利能力					
						毛利率 (%)	34.3%	34.9%	34.9%	34.9%	

现金流量表		单位: 百万元				净利率 (%)	17.4%	20.7%	21.4%	22.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	15.8%	18.0%	17.6%	17.3%	
经营活动现金流	1159	944	989	1047	ROIC (%)	29.6%	51.7%	80.8%	124.9%	
净利润	469	636	755	899	偿债能力					
折旧摊销	281	153	154	154	资产负债率 (%)	33.9%	28.9%	26.8%	24.0%	
财务费用	-3	-7	-10	-14	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.97	2.82	3.45	4.21	
营运资金变动	237	178	91	7	速动比率	1.92	2.76	3.41	4.17	
其他经营现金流					营运能力					
流	176	-17	1	1	总资产周转率	0.65	0.65	0.65	0.64	
投资活动现金流	-218	47	53	50	应收账款周转率	10	18	-	-	
资本支出	224	0	0	0	应付账款周转率	10.95	10.32	10.59	10.53	
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流					每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.63	0.74	0.89	
流	6	47	53	50	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.14	0.93	0.98	1.03	
筹资活动现金流	-207	-64	10	14	每股净资产 (最新摊薄)	2.93	3.48	4.23	5.12	
短期借款	-200	0	0	0	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	P/E	23.90	17.60	14.84	12.45	
普通股增加	0	0	0	0	P/B	3.77	3.17	2.61	2.16	
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	12	11	9	8	
其他筹资现金流										
流	-7	-64	10	14						
现金净增加额	734	927	1052	1111						

资料来源：公司公告 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。