

平庄能源(000780.sz)

产能稳定，未来看资产注入

陈亮 研究员
电话: 021-68817656
eMail: cl12@gf.com.cn

林红垒 研究员
电话: 010-68058790
eMail: lhl10@gf.com.cn

上半年营业收入、净利润分别增长 23.58%和 25.63% 价格调节基金的开征、原材料、人工等成本的增加，使公司煤炭单位成本增长明显。但公司销售结构中电煤占比下降、地销煤占比大幅上升，使上半年业绩显著增长。

各煤矿产能稳定，提升空间不大 公司五个在产矿井，煤种为褐煤，发热量为 3200—4800 大卡/千克。2010 年上半年销量 538.27 万吨，同比增长 3%。未来产能增长不大，基本维持现有的生产规模。

集团资产注入，外延增长空间广阔 集团现有元宝山露天矿、白音华露天矿和红庙矿三个在产矿井，资源量合产能分别是上市公司的 3.5 倍和 1.38 倍。除白音华矿外，煤炭产品均由本公司代销，按 10.00 元/吨收取代销手续费。2009 年此项为公司带来 1.07 亿元的收入，预计 2010 年代销收入达到 1.3 亿元左右。集团承诺在元宝山露天矿和白音华矿具备条件后，置入上市公司，届时公司无论储量还是产能将有迅速增长。

盈利预测及投资建议 不考虑集团资产注入，预计 2010—2012 年每股收益分别为 0.70 元、0.79 元和 0.87 元。估值水平与行业相当。集团优质资产注入预期下，我们看好公司良好的外延发展空间，给予“买入”评级。

风险提示 国际能源价格波动影响股价表现。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,618.57	2,687.84	3395	3585	3725
EBITDA(百万元)	945.11	818.34	829	1136	1225
净利润(百万元)	517.25	468.61	707	803	882
净利润增长率	315.09%	-30.89%	50.78%	13.60%	9.85%
每股收益(元)	0.510	0.462	0.70	0.79	0.87
市盈率	9.00	32.94	15.83	13.94	12.69
市净率	1.95	5.19	3.04	2.50	2.09
EV/EBITDA	4.37	17.08	11.18	7.55	5.82
每股红利(元)	0.00	0.07	0.28	0.32	0.35
股息率(%)	0.00	0.46	2.53	2.87	3.15

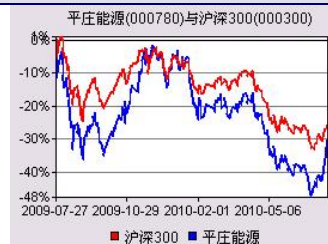
来源: 内蒙古平庄能源股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	11.04
目标价格(元)	13.50
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.97%	-10.19%	-28.59%
沪深 300	2.08%	-12.44%	-23.84%

股票数据

总股本(万股)	101,430.6
	3
流通 A 股(万股)	39,135.90
主要股东:	
内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	
主要股东持股比例	61.42%
流通 A 股比例	38.58%

财务比率

ROE	15.78%
ROA	13.40%
资产负债率	33.92%
每股净资产(元)	2.93

2009 年报数据。

销售结构调整，盈利大幅增长

上半年营业收入、净利润分别增长23.58%和25.63%

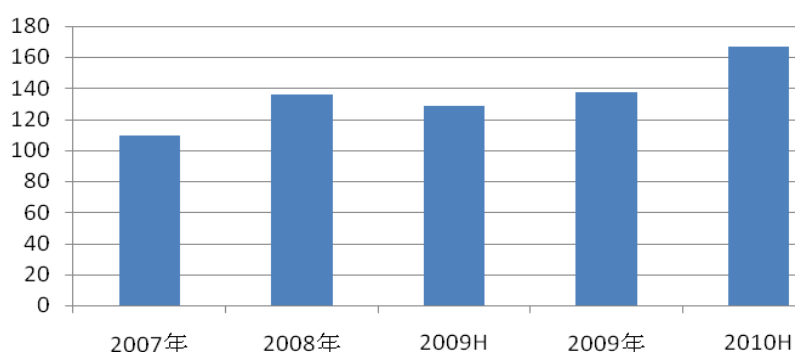
上半年公司营业收入、归属上市公司股东净利润分别为16.23亿元和3.64亿元，分别同比增长23.58%和25.63%。实现每股收益0.36元，同比增长24.14%，净资产收益率为11.35%，相比去年同期提高0.12个百分点。

吨煤营业成本增长明显

2009年7月1日，内蒙古开征煤炭价格调节基金，征收标准按照煤种的不同分别确定为：褐煤每吨8元，无烟煤每吨20元，除此以外的其他煤种每吨15元。

从2009年7月1日开始，公司按原煤产量每吨8元标准计征。此外，随着原材料、人工等成本的增加，公司煤炭单位成本增长明显，由去年同期的128.92元/吨增加至166.54元/吨，同比增长37.62元/吨或29.18%。

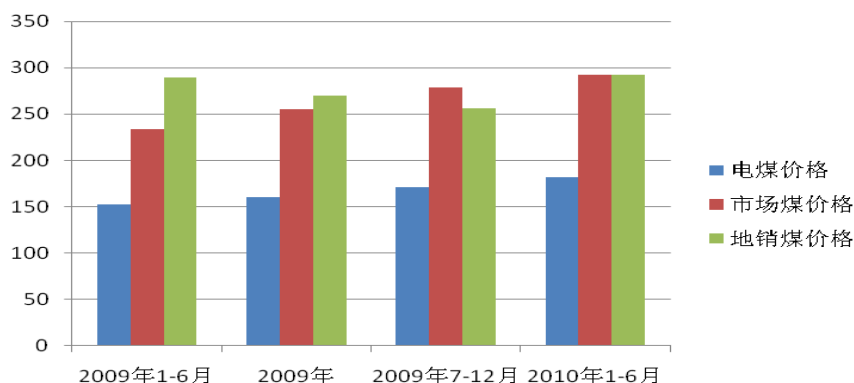
图1：公司吨煤营业成本变动（元/吨）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

煤价上涨+结构调整，带来业绩大幅增长

图2：公司各商品煤价格走势（元/吨）

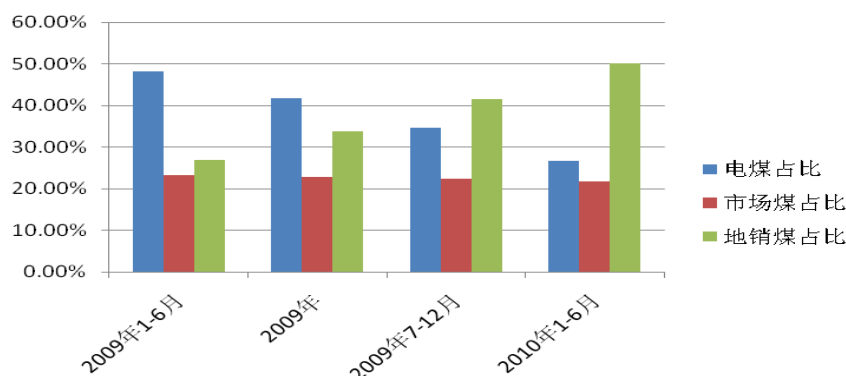


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司电煤价格从2008年至今稳步增长，市场煤和地销煤价格受市场波动有所变化。上半年公司电煤、市场煤和地销煤分别为181.67元/吨、292.05元/吨和291.84元/吨，分别同比增长19.05%、24.81%和0.94%。

从2009年以来，公司销售结构中的明显变化是电煤占比持续下降，而地销煤占比持续上升。2010年1-6月，电煤占比为26.60%，同比下降21.6个百分点；地销煤占比为50.02%，同比上升23.18个百分点。销售结构的变化是上半年业绩增长的主要因素。

图3：公司各商品煤销售结构占比（%）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

内生成长性不足，资产注入空间广阔

各煤矿产能稳定，提升空间不大

公司目前五个在产矿井，2009年实际产量为1052.04万吨，煤种为褐煤，发热量为3200—4800大卡/千克，主要做动力煤。

表1：公司目前煤矿情况（单位：万吨）

煤矿名称	保有储量	可采储量	2010年产量预测
风水沟	16057	11078	280.00
西露天	5899	3709	260.00
六家矿	13211	7157	160.00
古山	一井	666	383
	二井	1499	908
	三井	1395	593
	合计	3560	1884
老公营子	11200	8084	245.00
合计	49927	31912	1115.00

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

老公营子矿于2007年投产，2009年生产原煤182.04万吨，2010年上半年生产原煤122.28万吨。目前平煤集团以矿采矿权为合作条件与上市公司共同开发老公营子矿，以该矿实际销售吨煤的数量每吨收取10元的合作收益。

公司五矿未来产能增长不大，基本维持现有的生产规模。

集团资产注入，外延增长空间广阔

集团现有元宝山露天矿、白音华露天矿和红庙矿三个在产矿井，资源

量合产能分别是上市公司的3.5倍和1.38倍。情况如下：

表 2：集团现有煤矿情况（单位：万吨）

	可采储量	设计产能	2009 年产量
元宝山露天	29953	800	892
白音华露天	78084	700	400
红 一井	/	18	/
庙 二井	/	180	/
合计	4000	198	160
合计	112037	1698	1452

数据来源：广发证券发展研究中心

注：集团另有五家矿，产能30万吨/年左右。

元宝山露天矿：原设计产能500万吨，2006年达产，后该矿改扩建至800万吨产能，预计2010年生产原煤1000万吨以上。元宝山电厂与该矿相邻，每年约采购原煤800多万吨，是公司最大的煤炭用户。

白音华露天矿：即白音华煤田一号露天矿。白音华煤田坐落在锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗东部，整个煤田510 平方公里，探明储量140.7 亿吨，煤属中灰低硫褐煤，低位发热量3500 千卡/千克。按《白音华矿区总体规划》，整个矿区规划为4 个露天矿，10 个井工矿和3 个后备矿，其中一号露天矿一期规划能力700 万吨/年，二号露天矿规划能力1000 万吨/年，三号露天矿规划能力1900 万吨/年、四号露天矿区规划能力2400 万吨/年。

白音华一号露天矿由平煤集团开发，储量78084.49 万吨，设计建设初期露天矿分为南北两个区，一期工程设计生产能力700 万吨/年，服务年限104 年，二期工程达到1500 万吨/年生产能力。

目前白音华产能为500万吨，目前集团白音华矿区运输条件制约产能的提高。

红庙煤矿：红庙矿属于元宝山煤田，有两个矿井，即红庙一井和红庙二井，两个矿井均为斜井开拓方式。红庙一井于1970年建成，核定产能18万吨/年，二井180 万吨/年。红庙矿原煤发热量较低，一般为3000 千卡/千克，主要供应赤峰煤矸石电厂热电联产工程项目。

为避免公司与平煤集团同业竞争，根据公司与平煤集团签署的《关联交易安排承诺函》，平煤集团元宝山露天矿、红庙矿和五家矿的煤炭产品由本公司代销，公司按10.00 元/吨向平煤集团收取代销手续费，2009年此项为公司带来1.07亿元的收入，预计2010年代销收入达到1.3亿元左右。

平煤集团承诺在元宝山露天矿和白音华矿具备条件后，平煤集团将在合适市场时机以合理方式将两个煤矿置入上市公司，尽快完成平煤集团整体上市。

盈利预测及投资建议

1、预测假设

表 3：煤炭产销量预测（万吨）

项 目	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
-----	--------	--------	-------	-------	-------

风水沟矿	267.00	280.00	280.00	280.00	280.00
西露天矿	230.00	260.00	260.00	260.00	260.00
六家矿	136.72	160.00	160.00	160.00	160.00
古山矿	140.00	170.00	170.00	170.00	170.00
老公营子矿	147.47	182.04	245.00	245.00	245.00
原煤产量合计	921.19	1,052.04	1,115.00	1,115.00	1,115.00
电煤销量	383.86	418.90	278.75	278.75	278.75
电煤销量占比	41.67%	41.67%	25.00%	25.00%	25.00%
市场煤销量	210.31	229.51	223.00	223.00	223.00
市场煤销量占比	22.83%	22.83%	20.00%	20.00%	20.00%
地销煤销量	311.91	340.39	596.53	596.53	596.53
地销煤销量占比	33.86%	33.86%	53.50%	53.50%	53.50%
其他煤炭销量	15.11	16.49	16.72	16.72	16.72

表 4：煤炭价格及假设（元/吨）

	2009 年	2010E	2011E	2012E
电煤价格	160.00	185.00	205.00	225.00
市场煤价	255.00	295.00	310.00	320.00
地销煤价	270.00	295.00	310.00	320.00
综合煤价	218.93	266.83	283.00	295.50

表 5：公司吨煤成本预测及假设（元/吨）

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
煤炭单位成本（元/吨）	135.88	137.20	165.00	170.00	173.00
吨煤毛利（元/吨）	101.29	81.73	101.83	113.00	122.50
煤炭毛利率	42.71%	37.33%	38.16%	39.93%	41.46%

2、盈利预测及投资建议

不考虑集团资产注入，预计公司2010—2012年每股收益分别为0.70元、0.79元和0.87元。对应2010—2012年市盈率分别为15.76倍、13.96倍和12.69倍，估值水平与行业相当。集团优质资产注入预期下，我们看好公司良好的外延发展空间，给予“买入”评级。

风险提示

国际能源价格波动影响股价表现。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1331	2042	3482	4344	
应收账款	542	554	604	599	
预付款项	29	96	33	98	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	73	87	82	93	
存货	47	88	50	90	
流动资产合计	2024	2867	4252	5225	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	1335	1152	956	760	
在建工程	13	0	0	0	
无形资产	923	811	699	587	
长期待摊费用	70	35	0	0	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	2340	1998	1655	1348	
资产总计	4364	4865	5907	6572	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	188	259	200	266	
预收款项	0	0	0	0	
应付职工薪酬	0	0	0	0	
应交税费	0	0	0	0	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	439	439	439	439	
流动负债合计	963	758	997	781	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	408	408	408	408	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	432	432	432	432	
负债合计	1395	1189	1429	1212	
股本	1014	1014	1014	1014	
资本公积	1476	1476	1476	1476	
盈余公积	478	1185	1987	2869	
未分配利润	469	707	803	882	
少数股东权益	0	0	0	0	
负债股东权益总计	4364	4865	5907	6572	
每股净资产(元)	2.93	3.62	4.41	5.28	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2009	2009	2009	
营业收入	2688	3395	3585	3725	
营业成本	1765	2123	2179	2212	
营业税金及附加	76	96	101	105	
销售费用	11	15	16	16	
管理费用	277	349	368	383	
财务费用	-3	-18	-22	-28	
资产减值损失	12	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	550	831	944	1037	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	548	831	944	1037	
所得税费用	79	125	142	156	
净利润	469	707	803	882	
归属于母公司净利润	469	707	803	882	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS(元)	0.46	0.70	0.79	0.87	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	1156	673	1378	774	
投资活动现金流量	-218	0	0	0	
筹资活动现金流量	-207	38	62	88	
现金及现金等价物净增加额	731	711	1440	862	
期末现金余额	1331	2042	3482	4344	
每股经营活动现金流(元)	1.14	0.66	1.36	0.76	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	2.65%	26.31%	5.61%	3.89%	
营业利润增长率	-9.40%	50.78%	13.60%	9.85%	
毛利率	34.33%	37.48%	39.24%	40.62%	
营业利润率	20.47%	24.48%	26.34%	27.85%	
净利率	17.43%	20.81%	22.39%	23.67%	
净资产收益率	15.78%	19.22%	17.92%	16.45%	
总资产收益率	12.56%	16.31%	14.93%	14.44%	
流动比率	2.10	3.78	4.26	6.69	
资产负债率	31.96%	24.45%	24.19%	18.45%	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

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。

平庄能源(000780)行情走势



相关研究报告

西山煤电(000983.sz)	林红垒	2010-07-16
潞安环能(601699.sh)	林红垒	2010-07-14
兖州煤业(600188.sh)	林红垒	2010-05-12
神火股份(000933.sz)	林红垒	2010-04-21
山煤国际(600546.sh)	林红垒	2010-04-21

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。