

平煤股份(601666.SH)

集团授权整合 29 家小煤矿, 看好公司业绩

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **23.45-25.58**

分析师

刘昭亮

S0910210050002

021-58306416

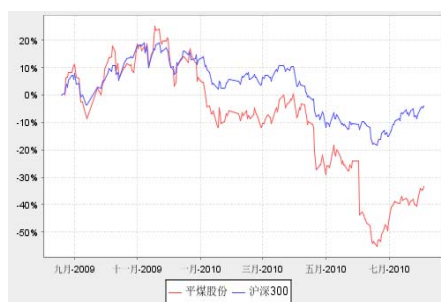
liuzl@qlzq.com.cn

2010 年 8 月 20 日

基本状况

总股本(百万股)	1816.28
流通股本(百万股)	1816.28
市价(元)	18.45
市值(百万元)	33510.38
流通市值(百万元)	33510.38

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	19,720.0	18,850.4	24,104.2	26,266.5	28,144.4
营业收入增速	78.29%	-4.41%	27.87%	8.97%	7.15%
净利润增长率	79.82%	-47.19%	83.12%	20.55%	20.41%
摊薄每股收益(元)	2.48	1.01	1.42	1.71	2.06
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	5.03	31.72	13.19	10.94	9.09
PEG	0.06	—	0.16	0.53	0.45
每股净资产(元)	7.55	5.48	5.43	6.85	8.51
每股现金流量	3.61	2.25	2.38	2.87	3.66
净资产收益率	32.89%	18.42%	26.15%	25.02%	24.24%
市净率	1.65	5.84	3.45	2.74	2.20
总股本(百万股)	1,074.72	1,397.14	1,816.28	1,816.28	1,816.28

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于2010年8月20日发布中期业绩: 营业收入118.68亿元, 同比增长43.32%; 实现净利润12.69亿元, 同比增长44.52%; 每股收益0.7元, 同比增长44.52%; 净资产收益率14.83%, 同比增加3.60%, 其中二季度利润环比增长37.19%。业绩增长的主要原因是煤炭价格同比大幅增长以及产销量上升。
- 量价配合齐升, 下半年仍然看好。2010年上半年, 煤炭产量2063.88万吨, 同比增长12.86%; 煤炭销量1945.21万吨, 同比增长12.44%; 其中精煤产量近310万吨, 同比下降7.25% (由于公司在2009年9月实施资产注入, 以上均为调整之后的数据)。煤炭销售均价上涨61元至484元/吨(其中精煤上涨171元至1068元/吨), 涨幅14.36%; 吨煤成本上涨11元至344元/吨, 因此煤炭毛利率增加4.42%至29%。另外, 上半年期间费用率保持平稳, 近年来基本维持在7%左右的水平。由于公司签订的下半年整体合同价价格高于上半年, 而且费用控制在合理水平, 在判断市场价格寻底后企稳反弹的逻辑背景下, 我们认为今年出现业绩前高后低的概率相对较小。
- 集团授权直接参与河南煤矿整合, 增加产能465万吨。公司于今日发布公告: 将直接参与河南省煤炭资源整合。目前, 河南煤炭资源整合正处于加速阶段, 整合进度超预期。控股股东中平能化集团作为整合六大主体之一, 主要重组平顶山煤田、韩梁煤田、汝州煤田、禹州煤田和郏县的小煤矿, 重组小煤矿118家 (其中4家主动退出), 实际拟重组114家, 涉及煤炭生产能力1,872万吨/年, 可采储量约2亿吨。

根据中平能化集团整合小煤矿的最新规划, 平煤股份下属5家子公司拟重组平顶山煤田的小煤矿和郏县的部分小煤矿29家, 涉及煤炭生产能力465万吨/年, 可采储量约3,442万吨。我们认为, 公司优势是产能较大, 弱点是采储比较低。本次直接参与小煤矿重组一方面反应了集团公司对资金的渴求, 同时也无疑为上市公司部分濒临枯竭的矿井接续资源, 预计这部分产能将成为2011~2012年的增长点之一。

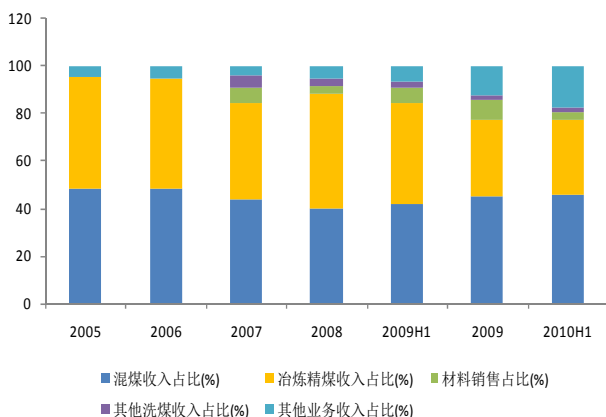
- 我们预测公司2010年~2012年净利润至25.81亿元、31.11亿元、37.46亿元。折合每股收益1.42元、1.71元和2.06元，同比增长83.12%、20.55%和20.41%。按照目前的价格对应PE分别为13.19、10.94、9.09倍，估值处于行业中低水平。我们认为，公司拥有的焦煤产能赋予了较高的业绩弹性——看好中长期炼焦煤价格。结合资源估值法和PE（18X）估值方法，未来6~12个月合理估值区间为23.45~25.58元，估值中枢24.52元。目前估值偏低，维持平煤股份“买入”评级。

图表1：平煤股份主要盈利指标变化

主要盈利指标	2007A	2008A	2009H1	2009A	2010Q1	2010H1	上半年同比	二季度环比
营业总收入（亿元）	110.61	173.81	82.80	188.50	54.82	118.68	43.32%	16.48%
净利润（亿元）	11.03	26.61	8.78	14.09	5.35	12.69	44.52%	37.19%
每股收益（元）	1.03	2.48	0.48	0.78	0.29	0.70	44.52%	37.19%
净资产收益率	19.86%	32.83%	11.23%	17.71%	6.61%	14.83%	3.60%	1.61%
毛利率	23.92%	32.09%	21.56%	18.98%	20.43%	23.04%	1.48%	2.61%

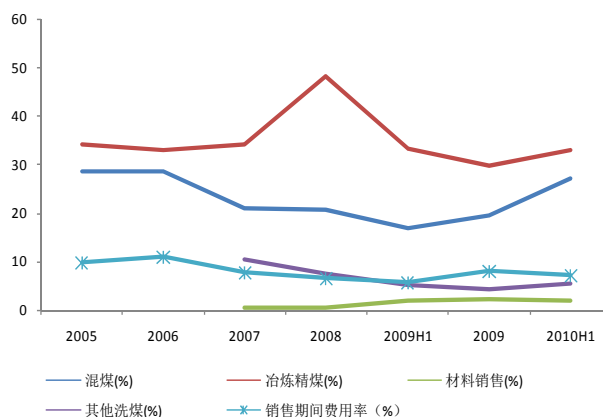
来源：齐鲁证券研究所；每股收益按照最新股本计算

图表2：平煤股份主要产品收入构成



来源：齐鲁证券研究所

图表3：煤炭产品毛利回升，期间费用平稳



来源：齐鲁证券研究所

图表4：平煤股份主要矿井产量预测

既有煤矿	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	采储年限 (年)	2005	2010E	2011E	2012E
一矿	1/3焦煤、焦煤和肥煤	25868	14055	400	27	389	500	500	500
四矿	1/3焦煤	8787	4110	280	11.3	282	300	300	300
五矿	肥煤、1/3焦煤	12743	6319	143	31.6	127	170	170	170
六矿	1/3焦煤	15626	9130	339	20.7	351	500	500	500
八矿	1/3焦煤、焦煤和肥煤	33045	15716	300	40.3	307	500	500	500
十矿	1/3焦煤、焦煤和肥煤	12580	7563	290	20.1	311	320	320	320
十一矿	1/3焦煤	17461	11495	180	49.1	176	500	500	500
十二矿	1/3焦煤、焦煤和肥煤	4777	2040	136	11.5	143	140	140	140
首山一矿（60%）	主焦煤、瘦煤和贫瘦煤	40220	25642	240	91.8	100	200	200	240
十三矿	主焦煤	36534	19998	180	79.4	185	300	300	300
朝川矿	焦煤和肥煤	9476	6289	128	35.1	110	130	130	130
香山矿	1/3焦煤、气煤和肥煤	4331	2244	65	24.7	60	100	100	100
09年收购集团矿井						2008			
二矿	1/3焦煤和肥煤	1922.06	1040.16	126	5.94	216	210	210	210
三环公司	1/3焦煤	1302.5	365.6	88	5.31	68	70	70	70
七星公司	1/3焦煤和肥煤	3053.34	213.13	92	3.04	107.78	100	100	100
九矿公司	1/3焦煤	243	125.9		3	53.8	50	50	50
天力公司									
其中：吴寨矿	1/3焦煤和肥煤	562.87	112.71	24	3.77	44.27	45	45	45
先锋矿	1/3焦煤和肥煤	414.46	124.36	32	3.19	37.49	35	35	35
合计		228945.23	126580.3	3043			4070	4170	4210
权益合计		212857.23	116323.5	2947			4030	4090	4114

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：平煤股份分业务盈利预测

	2005	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
混煤										
混煤收入(万元)	349386	358844	486267	698334	309323	849176	546014	1123515	1216492	1291291
混煤(万元)	249097	256226	384701	553200	257208	683497	397703	801718	866893	889556
混煤销量(万吨)	1368	1317	1679	1786	912	2532	1381	2774	2842	2870
混煤价格(元/吨)	255	272	290	391	339	335	395	405	428	450
混煤成本(元/吨)	182	195	229	310	282	270	288	289	305	310
毛利率	28.70%	28.60%	20.89%	20.78%	16.85%	19.51%	27.16%	28.64%	28.74%	31.11%
冶炼精煤										
冶炼精煤收入(万元)	337077	346786	451566	839746	311465	612128	373830	750417	843074	923910
冶炼精煤成本(万元)	221889	232669	297519	434904	207792	430254	250990	503560	531785	559438
精煤销量(万吨)	523	534	643	680	347	640	350	703	721	727
精煤价格(元/吨)	645	649	702	1234	896	957	1068	1067	1170	1270
精煤成本(元/吨)	424	436	463	639	598	673	717	716	738	769
毛利率	34.17%	32.91%	34.11%	48.21%	33.29%	29.71%	32.86%	32.90%	36.92%	39.45%
其他洗煤										
其他洗煤(万元)			52565	57681	18289	40839	21232	45128	51081	57350
其他洗煤(万元)			47091	53329	17356	39050	20030	40400	45797	51571
其他洗煤销量(万吨)			352	369	188	432	214	430	440	445
其他洗煤价格(元/吨)			149	157	97	95	99	105	116	129
其他洗煤成本(元/吨)			134	145	92	90	94	94	104	116
毛利率			10.41%	7.55%	5.10%	4.38%	5.66%	10.48%	10.34%	10.08%
煤炭业务综合										
煤炭业务收入(万元)		705630	990398	1595761	639077	1502143	941076	1919060	2110647	2272551
煤炭业务成本(万元)		488895	729311	1041433	482356	1152801	668723	1345679	1444475	1500565
煤炭总销量(万吨)		2195	2674	2835	1448	3560	1945	3907	4003	4042
销售均价(元/吨)		321	370	563	441	422	484	491	527	562
生产成本(元/吨)		223	273	367	333	324	344	344	361	371
毛利率		30.72%	26.36%	34.74%	24.52%	23.26%	28.94%	29.88%	31.56%	33.97%
材料										
材料销售收入(万元)			69949	58032	45801	154745	39540	79080	83113	87352
材料销售成本(万元)			69647	57766	44849	151266	38778	77556	81356	85342
毛利率			0.43%	0.46%	2.08%	2.25%	1.93%	1.93%	2.11%	2.30%
合计										
营业总收入(万元)	719893	819796	1106093	1738060	733417	1885040	1186759	2410425	2626659	2814447
营业成本(万元)	502769	596635	841547	1180259	575295	1527303	913299	1834830	1958006	2039692
毛利率	30.16%	27.22%	23.92%	32.09%	21.56%	18.98%	23.04%	23.88%	25.46%	27.53%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：产销量与销售价格假设

	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
煤炭产量(万吨)	2048	2624	2870	1518	3740	2064	4070	4170	4210
精煤产量(万吨)			661	334	643	310	692	751	716
商品煤销售量(万吨)	2195	2674	2835	1448	3560	1945	3907	4003	4042
商品煤销售均价(元/吨)	321	370	563	441	422	484	491	527	562
其中：混煤销售量(万吨)	1317	1679	1786	912	2532	1381	2774	2842	2870
混煤销售价格(元/吨)	272	290	391	339	335	395	405	428	450
精煤销售量(万吨)	534	643	680	347	640	350	703	721	727
精煤售价(元/吨)	649	702	1234	896	957	1068	1067	1170	1270
其他选煤销售量(万吨)	197	352	369	188	432	214	430	440	445
其他选煤售价(元/吨)		149	157	97	95	99	105	116	129

来源：齐鲁证券研究所

附录1：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	11,061	19,720	18,850	24,104	26,267	28,144
增长率	34.92%	78.3%	-4.4%	27.9%	9.0%	7.1%
营业成本	-7,866	-13,667	-15,273	-18,348	-19,580	-20,397
% 销售收入	71.1%	69.3%	81.0%	76.1%	74.5%	72.5%
毛利	3,195	6,053	3,577	5,756	6,687	7,748
% 销售收入	28.9%	30.7%	19.0%	23.9%	25.5%	27.5%
营业税金及附加	-171	-284	-272	-376	-420	-450
% 销售收入	1.5%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-122	-189	-195	-195	-213	-228
% 销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-722	-1,257	-1,293	-1,545	-1,684	-1,804
% 销售收入	6.5%	6.4%	6.9%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	2,179	4,323	1,816	3,640	4,370	5,265
% 销售收入	19.7%	21.9%	9.6%	15.1%	16.6%	18.7%
财务费用	-12	-23	-19	-35	-23	-21
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-3	-25	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	3	2	2	2
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,165	4,277	1,810	3,606	4,349	5,246
营业利润率	19.6%	21.7%	9.6%	15.0%	16.6%	18.6%
营业外收支	4	-611	6	-155	-189	-237
税前利润	2,168	3,665	1,816	3,450	4,159	5,008
利润率	19.6%	18.6%	9.6%	14.3%	15.8%	17.8%
所得税	-684	-922	-407	-863	-1,040	-1,252
所得税率	31.5%	25.2%	22.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,485	2,743	1,409	2,588	3,120	3,756
少数股东损益	0	75	-1	7	8	10
归属于母公司的净利润	1,484	2,669	1,409	2,581	3,111	3,746
净利率	13.4%	13.5%	7.5%	10.7%	11.8%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,485	2,743	1,409	2,588	3,120	3,756
少数股东损益	0	0	0	7	8	10
非现金支出	618	1,481	1,140	1,512	1,900	2,319
非经营收益	173	23	-132	240	290	374
营运资金变动	127	-370	722	-23	-95	190
经营活动现金净流	2,402	3,877	3,139	4,323	5,223	6,650
资本开支	1,719	2,135	2,023	2,215	2,347	2,662
投资	3	0	-1,016	0	0	0
其他	-285	54	-694	2	2	2
投资活动现金净流	-2,001	-2,081	-3,732	-2,213	-2,345	-2,660
股权募资	38	57	126	0	0	0
债权募资	820	395	174	300	300	1,000
其他	-231	-667	-1,354	-86	-466	-683
筹资活动现金净流	627	-215	-1,053	214	-166	317
现金流量	1,028	1,582	-1,647	2,324	2,712	4,307

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,896	4,487	3,575	5,892	8,596	12,893
应收款项	968	3,093	1,448	2,195	2,666	2,982
存货	274	366	529	582	574	584
其他流动资产	126	133	161	246	244	235
流动资产	4,265	8,080	5,713	8,916	12,079	16,694
% 总资产	35.5%	50.5%	36.0%	45.5%	52.5%	60.2%
长期投资	6	7	9	9	9	9
固定资产	7,085	7,214	9,293	9,790	10,056	10,161
% 总资产	59.0%	45.1%	58.6%	50.0%	43.7%	36.6%
无形资产	630	673	667	718	709	710
非流动资产	7,737	7,911	10,136	10,683	10,941	11,046
% 总资产	64.5%	49.5%	64.0%	54.5%	47.5%	39.8%
资产总计	12,002	15,991	15,849	19,600	23,020	27,740
短期借款	83	210	309	309	309	309
应付款项	2,672	4,957	5,263	5,794	6,208	6,573
其他流动负债	335	944	845	1,540	1,672	1,997
流动负债	3,090	6,111	6,417	7,644	8,189	8,879
长期贷款	1,058	1,326	1,401	1,701	2,001	3,001
其他长期负债	501	43	12	12	12	12
负债	4,648	7,480	7,830	9,357	10,202	11,892
普通股股东权益	7,115	8,114	7,651	9,869	12,435	15,455
少数股东权益	239	397	367	374	383	393
负债股东权益合计	12,002	15,991	15,849	19,600	23,020	27,740

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	1.381	2.483	1.009	1.421	1.713	2.063
每股净资产 (元)	6.620	7.550	5.476	5.433	6.846	8.509
每股经营现金净流 (元)	2.235	3.607	2.247	2.376	2.871	3.656
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	20.86%	32.89%	18.42%	26.15%	25.02%	24.24%
总资产收益率	12.37%	16.69%	8.89%	13.17%	13.52%	13.51%
投入资本收益率	24.91%	58.27%	22.94%	42.97%	50.24%	63.12%
增长率						
营业总收入增长率	34.92%	78.29%	-4.41%	27.87%	9.97%	7.15%
EBIT增长率	68.40%	98.38%	-57.98%	100.37%	20.06%	20.49%
净利润增长率	72.11%	79.82%	-47.19%	83.12%	20.55%	20.41%
总资产增长率	40.45%	33.23%	-0.89%	23.67%	17.45%	20.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.2	3.8	4.9	3.0	3.2	3.7
存货周转天数	11.7	8.6	10.7	11.5	10.6	10.3
应付账款周转天数	62.4	63.7	78.5	65.3	67.5	68.7
固定资产周转天数	154.9	96.4	128.3	121.8	107.3	90.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.87%	-34.67%	-23.26%	-37.90%	-49.04%	-60.47%
EBIT利息保障倍数	176.0	187.5	97.6	102.8	190.1	248.7
资产负债率	38.73%	46.78%	49.41%	47.74%	44.32%	42.87%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501