

湘财证券研究所

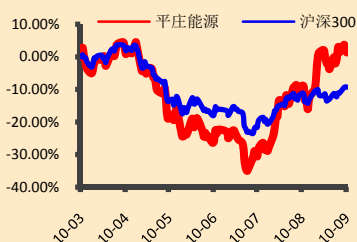
煤炭行业

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：12.62 元

目标价格：16 元

近期报告：

《销售结构调整效果显著 集团资产注入应受长期关注——平庄能源点评报告》2010 07 26

《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——》2010..7.1

投资要点

- **国电集团股权无偿划转和平煤集团董事会成员变更：**平庄能源的实际控制人国电集团将持有平煤集团的 51% 股权无偿划转给国电内蒙古电力有限公司；平煤集团股东方之一中国信达资产管理公司变更为信达资产股份有限公司；平煤集团股东赤峰市经济委员会（即我们通称的赤峰经委）更名为赤峰市经济和信息化委员会。内蒙国电是国有全资有限公司，为国电集团子公司，是由国电集团在内蒙古区域中所拥有的全部资产和股权所组建。信达资产管理公司变更为股份公司，此次平煤集团董事会同时更换了供职于信达资产管理公司的 3 名董事，但新董事仍来自信达资产。
- **加强在内蒙古和新疆地区的资源整合：**平煤集团从加强后续资源储备，维持自身经营能力的角度出发，于近日通过了关于整合内蒙及新疆部分煤炭资源的议案。具体涉及内蒙绍根煤田爱民温都煤矿、新疆尼勒克瑞安、金三角煤矿等资产，同时设立尼勒克能源化工公司和伊犁能源化工公司。
- **未来集团煤炭资产成倍扩张：**爱民温都煤矿隶属于平煤阿鲁科尔沁旗煤业有限公司，该公司为 2009 年 10 月组建，注册资本为 2 亿元。爱民温都煤矿设计年生产能力为 120 万吨，并于 2010 年 3 月取得了采矿权等相关证照，该矿可采储量约 5200 万吨，预计 2011 年末可投产。国电平煤尼勒克能源化工有限公司由平煤集团与国电新疆电力有限公司共同控制，该公司于今年六月收购了尼勒克瑞安煤矿全部股权。尼勒克瑞安煤矿原生产能力较低，设计年产量仅为 9 万吨，但地质储量可达 3.07 亿吨。国电平煤尼勒克能源化工公司准备进一步收购尼勒克县金三角煤炭公司，并进一步加强整个尼勒克地区 107 平方公里的资源勘测。在矿区整体规划完成后，尼勒克能源化工公司将具备 1500 万吨/年（一期工程）煤炭和 40 亿立方米/年煤制天然气的生产能力。
- **发展方向有利于平煤集团的资产注入：**平庄能源本部五矿均为成熟矿井，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，该二矿未来注入上市公司的可能性最强。在借壳 ST 兴发登陆 A 股市场时，平煤集团曾承诺逐步注入煤炭资产已到达整体上市目的。我们认为，平煤集团以前不具备整体上市条件的最主要原因就是资产注入后的自身存续问题难以解决。此次平煤集团明确在内蒙古及新疆的大跨度收购，对加强平煤集团的盈利能力大有裨益，也为集团公司把元宝山矿和白音华矿注入母公司提供了先决条件。
- **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 19.71X、17.05X 和 14.2X 市盈率，高于行业平均值。从长远的角度来看，我们认为其大股东平煤集团外延式发展目标明确，近期的资源收购也为未来资产注入铺平了道路，元宝山矿和白音华矿的注入非常值得期待，维持“买入”评级。

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	19.7	17.	14
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%

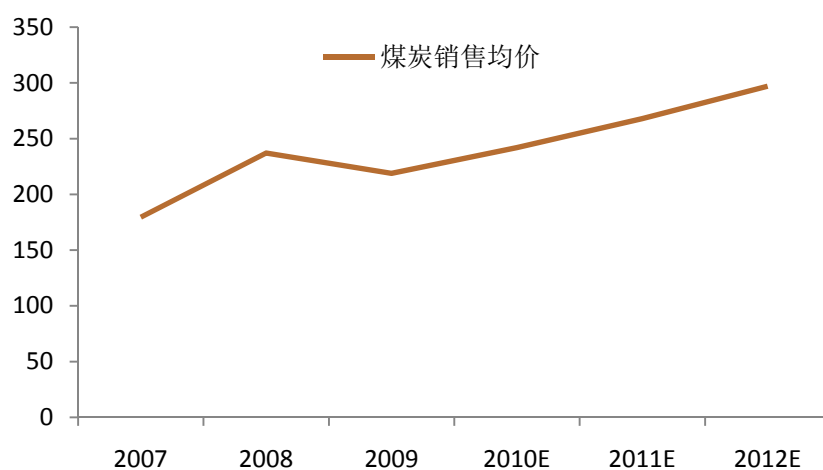
资料来源：公司公告 湘财证券研究所

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

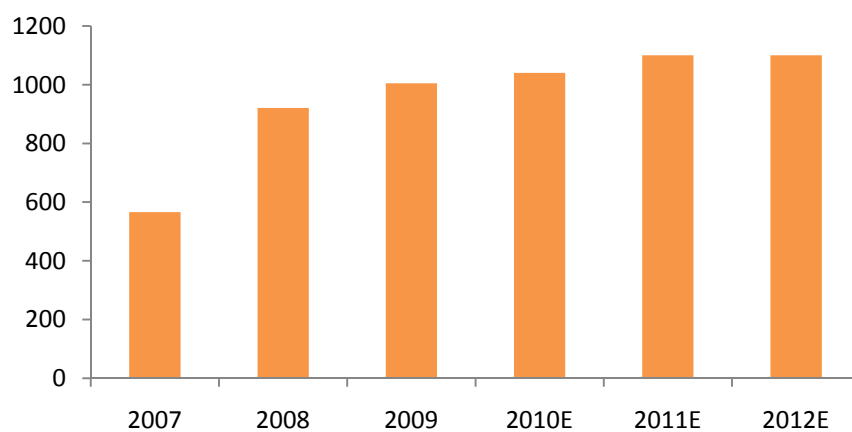
资料来源：公司公告 湘财证券研究所

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					利润表				
单位:百万元					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	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1335	1245	1153	1058	营业利润	550	744	883	1052
无形资产	923	818	707	599	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	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%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润				
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	6	47	53	50	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.63	0.74	0.89
筹资活动现金流	-207	-64	10	14	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.93	0.98	1.03
短期借款	-200	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.48	4.23	5.12
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	23.90	17.60	14.84	12.45
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.77	3.17	2.61	2.16
其他筹资现金流	-7	-64	10	14	EV/EBITDA	12	11	9	8
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。