

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

3 季度业绩环比下滑, 未来受益于高弹性和资源整合

事件描述

近日我们调研了平煤股份, 就公司近期发展情况进行了交流。主要观点如下:

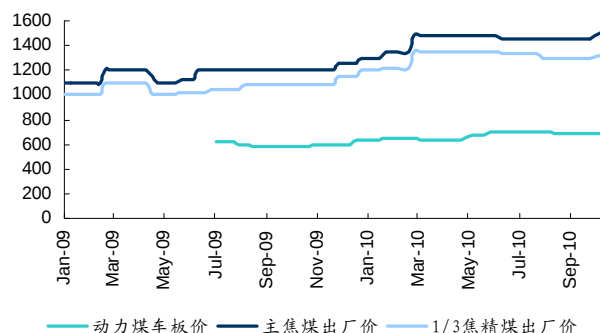
事件点评

第一, 3 季度公司销售量价可能出现下滑, 业绩环比有所下滑

受宏观调控的影响, 今年 6 月份开始钢铁市场走势持续低迷, 焦炭需求明显减弱, 山西、河北和贵州等地的炼焦煤价格较 2 季度均有所下滑。公司所在的河南地区虽然价格下跌并不明显, 但销量也受到一定的影响。

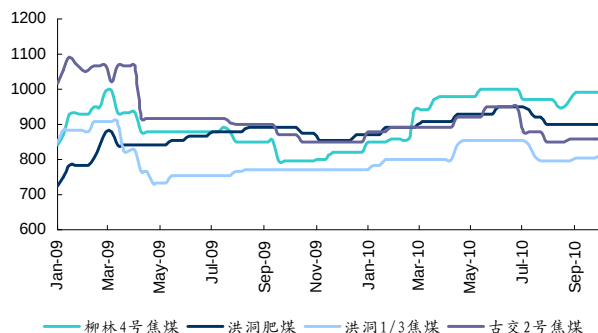
- 7 月开始, 平顶山主焦煤和 1/3 焦精煤较 6 月份分别下降 30 元/吨和 50 元/吨;
- 山西地区的炼焦煤价格下跌更为明显, 柳林 4 号焦煤、洪洞肥煤、洪洞 1/3 焦煤、古交 2 号焦煤等分别有 50 元/吨左右的下跌;
- 3 季度全国钢铁行业耗煤量环比下滑, 7, 8 月份分别为 4662.6 万吨和 4786.4 万吨, 平均较 2 季度环比下滑 5.9%, 同比下降 1.4%。

图 1: 河南地区动力煤和焦煤价格略有松动

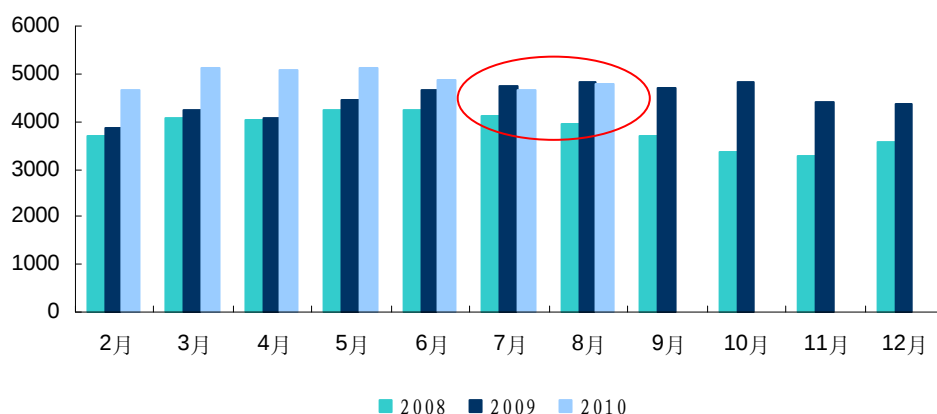


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 2: 山西地区炼焦煤价格下跌更为明显



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 3：3 季度全国钢铁行业耗煤量同比环比均出现下滑


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

第二，公司未来销量增长主要来源于改扩建和资源整合

2010 年-2012 年，公司自建矿产量增量主要来源于集团收购五矿，新建的首山矿（预计 2010 年产量约 100 万吨），以及对六矿、八矿、十一、十三矿进行改扩建的产能增量，预计 2010-2012 年公司商品煤产量 4010 万吨，4110 万吨和 4260 万吨，近三年产量的复合增长率为 5%（详细情况请见 8 月 30 日深度报告《平煤股份：关注资源整合和资产注入》）。

表 1：平煤股份煤矿资产及产量预测

矿井	权益	主要煤种	资源量	可采储量	设计能力	改扩建能力	2008A	2010E	2011E	2012E
一矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	24873	11527	400	500	520	500	500	500
四矿	100%	1/3 焦煤	8202	4049	280	280	340	300	300	300
五矿	100%	肥煤、1/3 焦煤	12748	6414	143	143	180	160	160	160
六矿	100%	1/3 焦煤	17623	8379	339	339	440	450	450	450
八矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	32338	13771	400	500	400	450	460	500
十矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	14619	9739	290	290	320	300	300	300
十一矿	100%	1/3 焦煤	17087	11295	300	500	380	420	450	500
十二矿	100%	1/3 焦、焦煤和肥煤	4762	1940	130	130	180	180	180	180
十三矿	100%	主焦煤	36087	19479	180	300	220	300	300	300
香山矿	60%	1/3 焦、肥煤、气煤	4075	2026	65	65	70	100	100	100
朝川矿	100%	主焦煤、肥煤	8977	5901	120	120	130	180	180	180
首山矿	100%	主焦煤、配焦煤	40220	25642	240	240	-	100	180	240
二矿		1/3 焦煤、肥煤	1922	1040	216		230	230	230	230
三环公司		1/3 焦煤	1303	366	68		70	80	70	70
七星公司		1/3 焦煤、肥煤	3053	213	108		110	120	110	110
九矿公司		1/3 焦煤	243	126	60		60	60	60	60

天力公司	1/3 焦煤、肥煤	977	237	82		80	80	80	80
合计		229108	122143	3414	3934	3410	4010	4110	4260

资料来源：公司公告、长江证券研究部

除此之外，公司直接参与省内小煤矿整合，下属 5 家子公司三环公司，七星公司，九矿公司，天力公司和香山矿公司负责重组其周边平顶山煤田的小煤矿和郟县的部分小煤矿，拟重组小煤矿 29 家，整合前产能为 465 万吨/吨，新增可采储量 3442 万吨，分别相当于公司产能和储量的 12%和 3%，我们预计明年年底前整合小矿的产量将全部释放。

表 2：收购资产及整合小矿

整合小煤矿主体	小煤矿家数	2008 年产量	整合产能	原有可采储量	新增可采储量
天力公司	6 家	82	120	579	1074
三环公司	10 家	68	150	366	1112
七星公司	4 家	108	60	213	328
九矿公司	5 家	54	75	126	587
香山公司	4 家	65	60	2026	340
合计	29 家	376	465	3310	3442

数据来源：公司公告、长江证券研究部

第三，集团资产注入成为重要看点

除上市公司煤炭资产外，中平能化集团还拥有梨园矿、瑞平煤电、长虹矿业、平禹煤电等公司，2009 年集团产量为 4580 万吨，除上市公司外的产量规模是 840 万吨，预计今年集团产量将达到 5000 万吨（除上市公司外 1000 万吨左右）。

公司也已承诺将通过定向增发、公开增发等方式，收购集团的梨园矿（包括新建的宁庄井）、长虹矿业股权、长安能源公司，力争在 2011 年 6 月底前基本解决潜在的同业竞争问题。预计若收购完成，则新增的煤炭产能约 900 万吨。

- 梨园矿宁庄井于 2010 年 4 月通过竣工验收，设计年生产能力 45 万吨；长虹井目前去年 6 月开始进行升级改造，改造完成后产能将由原设计能力 21 万吨提升到 60 万吨，预计明年下半年完工，两个矿井可能首先注入上市公司。
- 瑞平煤电和平禹煤电均为煤电配套项目，其中瑞平煤电在汝州地区拥有 120 万吨以上的煤炭产能（2009 年产量达到 230 万吨），平禹煤电拥有煤矿年生产能力 240 万吨，技改之后产能预计达到 500 万吨。配套电厂的盈利能力都较差。
- 长安能源杨家坪矿，资源储量 12.46 亿吨，规划产能为 600 万吨。矿井建设总工期约 40 个月，目前尚未开工。
- 集团还拥有勘探探矿权 4 处（夏店、牛庄、李村、葡萄寺），资源储量 4.89 亿吨，目前在勘探过程中，其中年产 150 万吨的夏店矿正在推进中；

表 3：中平能化集团煤矿资源

	权益	资源量	可采储量	产能	2009
梨园矿郭庄井	100%	523	308	120	139.26
梨园矿长虹井	51%	1,840	1,275	60	39.34
梨园矿宁庄井	100%	7,210	3,445	45	-

瑞平公司	60%	11,884	7,339	200	230.00
其中：庇山矿		3,298	2,062		
张村矿		8,586	5,277		
平禹煤电	40%	21,818	11,061	300	310.69
其中：平禹一矿		8,080	2,567		
平禹二矿		1,193	855		
平禹四矿		2,310	1,151		
平禹六矿		2,205	1,466		
平禹白庙矿		2,469	1,481		
平禹方山矿		3,444	2,175		
凤翅山矿		2,118	1,367		
长安能源（杨家坪矿）	60%			600	-
哈密矿业	100%			-	-
高庄矿	资源枯竭	138	58		42.00
大庄矿	资源枯竭	466	126		38.82
合计					840

数据来源：公司公告、长江证券研究部

除此之外，集团在此次资源整合中收获颇丰，主要整合平顶山煤田、韩梁煤田、汝州煤田、禹州煤田和郏县的部分资源，重组小煤矿 114 家，涉及煤炭生产能力 1,872 万吨/年，可采储量约 2 亿吨。集团整合小煤矿后，资源量是上市公司的 1.38 倍。

表 4：集团及上市公司原有资源和整合资源对比

	集团	上市公司	集团除上市公司外	集团/上市公司
产量-2009A（万吨）	4580	4740	840	1.22
产量-2010E（万吨）	5000	4000	1000	1.25
资源量 E（亿吨）	27	23	4	1.17
可采储量 E（亿吨）	15	12	3	1.25
整合小矿家数	114	29	85	3.93
整合资源原有产能（万吨）	1872	485	1387	3.86
整合资源可采储量（亿吨）	2	0.34	1.7	5.88
整合后可采储量合计（亿吨）	17	12.34	4.7	1.38
整合后产能合计（万吨）	6452	4225	2227	1.53

数据来源：公司公告、长江证券研究部

第四，预计 2010 年 EPS 为 1.321 元，维持“推荐”评级

预计公司 2009 年，2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.321 元，1.567 元和 1.728 元，对应 PE 分别为 16.35，13.79 和 12.51 倍，维持公司“推荐”评级。

我们看好公司的理由在于：

- （1）公司虽然自建矿产销量的增长率略低于同行，但目前享有明显的估值优势；
- （2）由于公司地处消费地以及河南地区的资源整合，销售价格近两年可能超预期，同时公司业绩弹性较高（煤价上涨 1%，带来的净利润增长约 6%），业绩将充分受益于价格的上涨；
- （3）公司直接参与河南整合，尽管整合小矿的盈利能力难以估计，但规模的扩张以及集中度的提高将使公司提高议价能力和获取资源的能力；
- （4）公司承诺在 2011 年 6 月前进行集团资产注入，解决同业竞争问题，目前除股份公司外集团的产量约 1000 万吨，且盈利能力较好，为公司未来的扩张奠定基础。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18850	21544	23051	24976	货币资金	3575	6411	9820	13721
营业成本	15273	16305	17121	18497	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3577	5239	5930	6480	应收账款	256	322	345	374
% 营业收入	19.0%	24.3%	25.7%	25.9%	存货	529	570	598	646
营业税金及附加	272	311	333	361	预付账款	161	176	185	199
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	195	215	231	250	流动资产合计	5713	8836	12400	16514
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1293	1508	1614	1748	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	9	9	9	9
财务费用	19	66	48	35	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	固定资产合计	9266	8640	7947	7115
资产减值损失	-9	21	8	10	无形资产	660	627	596	566
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	递延所得税资产	167	5	2	2
营业利润	1810	3117	3697	4076	其他非流动资产	34	34	34	34
% 营业收入	9.6%	14.5%	16.0%	16.3%	资产总计	15849	18151	20987	24239
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	309	0	0	0
利润总额	1816	3117	3697	4076	应付款项	3381	3593	3772	4074
% 营业收入	9.6%	14.5%	16.0%	16.3%	预收账款	1336	1508	1614	1748
所得税费用	407	717	850	937	应付职工薪酬	501	480	504	544
净利润	1409	2400	2847	3139	应交税费	344	514	592	649
归属于母公司所有者					其他流动负债	547	585	615	664
的净利润	1409.4	2400.1	2846.7	3138.5	流动负债合计	6417	6680	7095	7680
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	1401	1401	1401	1401
EPS (元/股)	0.78	1.32	1.57	1.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	12	12	12	12
经营活动现金流净额	3139	4186	4514	4957	负债合计	7830	8093	8509	9094
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	7651	9691	12111	14778
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-1016	0	0	0	少数股东权益	367	367	367	367
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	8018	10058	12478	15146
固定资产投资	-2023	-615	-631	-550	负债及股东权益	15849	18151	20987	24239
其他	-694	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3732	-615	-631	-550		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.776	1.321	1.567	1.728
股权融资	126	0	0	0	BVPS	5.48	6.94	8.67	10.58
银行贷款增加 (减少)	174	-309	0	0	PE	27.85	16.35	13.79	12.51
筹资成本	1354	-426	-475	-505	PEG	0.91	0.53	0.45	0.41
其他	-2707	0	0	0	PB	3.95	3.12	2.49	2.04
筹资活动现金流净额	-1053	-735	-475	-505	EV/EBITDA	12.55	7.68	6.04	4.88
现金净流量	-1647	2836	3409	3901	ROE	18.4%	24.8%	23.5%	21.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。