

平庄能源(000780.sz)

集团资产短期内难以注入，上市公司业绩靠提价拉动

谢军 分析师

电话：020-87555888-8690

eMail: ly19@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511020009

历史负担沉重，集团资产短期难以注入

平庄能源上市之初，母公司平庄煤业集团和实际控制人国电集团承诺过将注入白音华煤矿（可采储量 7.38 亿吨，核定产能 700 万吨/年）和元宝山煤矿（可采储量 3 亿吨，核定产能 800 万吨/年）。但由于目前白音华煤矿在处于建设期，而元宝山煤矿牵连到平煤投资公司的历史职工费用问题，无法短期内注入上市公司。

老矿产能难以提升，未来业绩依靠提价拉动

上市公司现拥有的煤矿出产老年褐煤，产量基本稳定，全部为发电用煤。客户除了国电集团所属附近电厂外，也销售给蒙东、辽西和河北地区的其他发电企业。去年由于国电集团多个电厂设备检修，公司的电煤销售比重大幅度降低，高价的市场煤和地销煤比重提升。我们预计今年电煤销售比重依旧保持偏低水平，但电煤价格稳定；市场煤和地销煤价格将有所上涨。在集团煤矿资产注入前，公司未来业绩提升主要依靠提价。

风险提示

经济下滑超预期压低蒙东、辽西、河北地区电厂发电量

投资评级

我们预计公司 11 年、12 年、13 年 EPS 分别为 0.74 元、0.8 元、0.83 元。考虑到集团资产注入预期，给予 20 倍 PE，目标价 14.8 元。按现股价来看上升空间不大，给予“持有”评级

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2687.84	3226.24	3602.73	3789.35	3951.64
增长率(%)	2.65%	20.03%	11.67%	5.18%	4.28%
EBITDA(百万元)	840.39	1030.19	1108.37	1163.50	1218.90
净利润(百万元)	468.61	647.75	748.83	808.46	845.03
增长率(%)	-9.40%	38.23%	15.60%	7.96%	4.52%
每股收益(元)	0.46	0.64	0.74	0.80	0.83
市盈率	32.94	24.00	19.07	17.67	16.90
市净率	5.77	4.78	3.57	2.97	2.53
EV/EBITDA	16.64	12.82	10.41	9.05	7.78

数据来源：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

持有

当前价格(元)	14.08
目标价格(元)	14.80
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-13.94%	6.10%	36.09%
沪深 300	-6.11%	1.43%	10.03%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,014.31/391.36

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%

财务比率

ROE	17.69%
ROA	15.32%
资产负债率	29.44%
每股净资产(元)	3.61

2010 年报数据

历史包袱拖累资产注入，现有煤矿产销稳定

平煤投资公司的费用问题短期难以解决

平庄能源上市之初，其大股东平煤集团和实际控制人国电集团均承诺将向上市公司注入白音华煤矿（可采储量 7.38 亿吨，核定产能 700 万吨/年）和元宝山煤矿（可采储量 3 亿吨，核定产能 800 万吨/年）。但上市至今依旧悬而未决，其主要原因在于目前平煤投资公司的费用问题短期难以解决。

2007 年 12 月，赤峰市政府与国电集团签署了《关于转让内蒙古平庄煤业（集团）有限责任公司股权的协议》，2008 年 4 月 28 日，国电集团以人民币现金 20.91 亿元完成了对赤峰市政府持有的平煤集团公司煤炭主业 48% 的国有股权收购。原平煤集团公司一分为二，煤炭生产主业资产、人员及相应的生产经营业务由国电集团控股管理；另外的非煤炭主业资产、人员、离退休人员等由赤峰市经委设立平煤投资公司代行政政府管理职能。而同时平煤集团公司表示，将继续支持平煤投资公司的发展，并承担相应费用。

由于平煤投资公司从事的非煤炭主业盈利能力不强，而相应的职工和离退休人员费用可观，导致平煤集团在这方面的支出较大。目前平煤集团独有的白音华一号露天矿尚在建设期内，只有元宝山露天矿是集团盈利支柱，但该矿相当一部分盈利不得不用来填补平煤投资公司的费用黑洞。简而言之，集团煤矿资产中，白音华没建成，而元宝山盈利能力被平煤投资公司拖累，短期内不适合注入上市公司。

我们认为，国电集团和平煤集团对于整体上市的决心没有改变，但元宝山露天矿只有在解决费用问题之后才是值得注入的优质资产，由于平煤投资公司涉及众多特困职工和离退休人员，社会敏感度高，国电集团和平煤集团预计不得不谨慎处理，短期内难以解决，因此相应的资产注入也将延后。

上市公司现有煤矿产销稳定

现在平庄能源拥有的煤矿出产老年褐煤，产量基本稳定，如下所示。

表 1 平庄能源煤矿产量基本稳定

	可采储量(亿吨)	核定产能（万吨）	实际产量与预计产量（万吨）					
			2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
风水沟	1.11	210	230.1	231.6	218.5	220	230	230
西露天	0.37	180	247.2	281.2	242.8	240	240	240
六家矿	0.72	120	139.5	151	150	150	150	150
古山	0.19	145	160.3	157.5	167.7	170	170	170
老公营子	0.81	200	143.9	182.1	204.5	210	210	210
总计	3.19	855	921	1002.4	983.5	990	1000	1000

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

按照终端客户分类，公司销售的褐煤分为电煤、市场煤和地销煤。2009 年和 2010 年三类煤炭的销售比重如下所示。

表 2 三类煤炭销售情况

	2009			2010		
	销量(万吨)	销量占比	销售价格(元/吨)	销量(万吨)	销量占比	销售价格(元/吨)
电煤	418.90	41.67%	161	256.08	26.62%	185
市场煤	229.51	22.83%	236	268.69	27.93%	307
地销煤	340.39	33.86%	277	437.23	45.45%	315

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司电煤以签订年度合同的形式销售给蒙东、辽西和河北的发电企业，特别是国电集团控制的电厂，因此价格比市场煤地销煤便宜许多。2010 年公司电煤比重明显下降，是因为当年周边数个主要客户电厂的发电机组更换，减少了对公司电煤的需求。根据目前发电机组情况，我们预计今明两年公司电煤比重将逐步回升。

盈利预测与风险提示

盈利预测

公司的煤炭运销，得到集团的大力支持，尽管蒙东地区褐煤呈现供过于求的状态，但集团将优先保证公司煤炭的销售。鉴于集团资产注入难以短期达成，本部老矿产能提升概率小，加上电煤合同的特殊性，我们认为未来公司业绩增长主要来自市场煤和地销煤提价。我们预计未来的产销量价如下：

表 3 平庄能源煤炭产销

销量(万吨)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电煤	418.90	256.08	316.8	360	400
市场煤	229.51	268.69	247.5	250	240
地销煤	340.39	437.23	425.7	390	360
总计	988.8	962	990	1000	1000
销售价格(不含增值税)(元/吨)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电煤	161	185	187	188	191
市场煤	236	307	320	352	387
地销煤	277	315	390	430	474
吨煤营业成本(元/吨)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
褐煤	137	166	180	195	210

数据来源：广发证券发展研究中心

依此假设，我们预测未来三年平庄能源盈利如下表所示：

表 4 平庄能源未来盈利预测表（单位：百万元）

	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,602.7	3,789.4	3,951.6
营业成本	2,227.6	2,336.8	2,432.4
营业税金及附加	96.5	103.2	106.4
销售费用	19.7	24.7	29.1
管理费用	358.0	395.8	414.3
财务费用	(25.4)	(32.4)	(42.7)
营业利润	932.4	967.3	1,018.1
净利润	748.8	808.5	845.0
归属于母公司净利润	748.8	808.5	845.0
EPS(元)	0.74	0.80	0.83

数据来源：广发证券发展研究中心

鉴于国电集团对公司煤炭销售方面的有力保证以及资产注入的预期，我们给予公司 2011 年 20 倍 PE，目标价 14.8 元。目前股价上升空间不大，给予“持有”评级。

风险提示

经济下滑超预期压低蒙东、辽西、河北地区电厂发电量。

资产负债表

单位：百万元

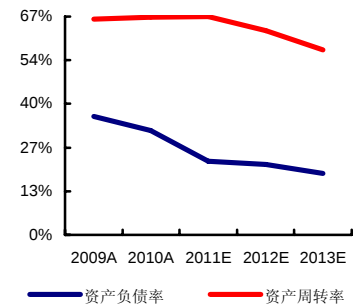
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,149.1	2,961.1	3,533.9	4,572.0	5,644.4
货币资金	1,456.9	2,343.1	2,740.9	3,746.0	4,793.8
应收及预付	645.3	533.3	732.2	759.1	778.7
存货	46.9	84.7	60.8	66.9	71.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产	2,344.1	2,229.2	2,045.2	1,971.5	1,739.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1,334.7	1,231.8	1,079.1	927.0	733.1
在建工程	12.6	9.2	4.6	0.0	(5.0)
无形资产	992.9	983.1	961.5	1,044.5	1,011.6
其他长期资产	3.9	5.1	0.0	(0.0)	0.0
资产总计	4,493.2	5,190.3	5,579.1	6,543.5	7,384.1
流动负债	1,092.7	1,096.4	1,167.9	1,323.8	1,319.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付及预收	1,092.7	1,096.4	1,167.9	1,323.8	1,319.4
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债	431.6	431.5	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	431.6	431.5	0.0	0.0	0.0
负债合计	1,524.3	1,527.9	1,167.9	1,323.8	1,319.4
股本	1,014.3	1,014.3	1,014.3	1,014.3	1,014.3
资本公积	1,476.3	1,476.3	1,476.3	1,476.3	1,476.3
留存收益	184.4	761.2	1,510.0	2,318.4	3,163.5
归属母公司股东权益	2,675.1	3,251.8	4,000.6	4,809.1	5,654.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债和股东权益	4,199.4	4,779.7	5,168.6	6,132.9	6,973.5

利润表

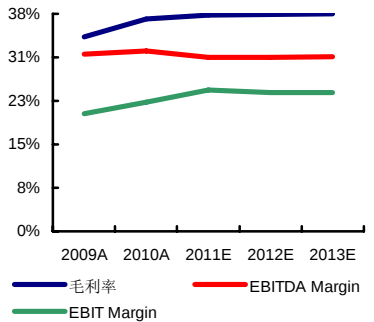
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,687.8	3,226.2	3,602.7	3,789.4	3,951.6
营业成本	1,765.1	2,013.4	2,227.6	2,336.8	2,432.4
营业税金及附加	75.7	86.4	96.5	103.2	106.4
销售费用	10.7	32.6	19.7	24.7	29.1
管理费用	277.4	357.3	358.0	395.8	414.3
财务费用	(3.3)	(19.0)	(25.4)	(32.4)	(42.7)
资产减值损失	12.2	(6.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	550.1	761.5	932.4	967.3	1,018.1
营业外收入	6.4	19.1	12.6	12.7	14.8
营业外支出	8.5	19.9	15.1	14.5	16.5
利润总额	548.0	760.7	929.9	965.6	1,016.4
所得税	79.4	113.0	181.0	157.1	171.4
净利润	468.6	647.8	748.8	808.5	845.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	468.6	647.8	748.8	808.5	845.0
EBITDA	840.4	1,030.2	1,108.4	1,163.5	1,218.9
EPS (元)	0.46	0.64	0.74	0.80	0.83

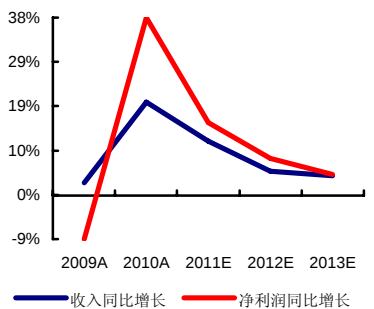
资产负债率趋势



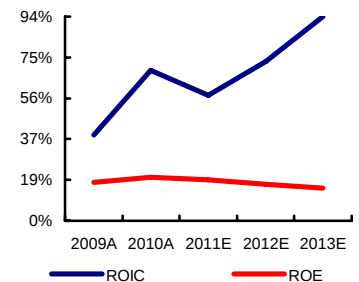
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

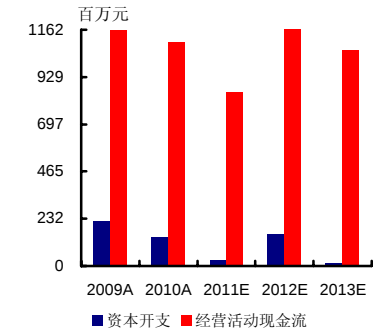
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,159.5	1,097.8	854.3	1,161.7	1,061.2
净利润	468.6	647.8	748.8	808.5	845.0
折旧摊销	281.4	293.7	207.4	234.6	249.5
营运资金变动	345.1	160.0	(103.5)	122.9	(29.0)
其它	64.4	(3.7)	1.6	(4.2)	(4.3)
投资活动现金流	(218.2)	(140.5)	(25.0)	(156.7)	(13.3)
资本支出	(218.2)	(140.5)	(25.0)	(156.7)	(13.3)
投资变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	(207.2)	(71.0)	(431.5)	0.0	0.0
银行借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
债券融资	(200.0)	0.0	(431.5)	0.0	0.0
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(7.2)	(71.0)	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	734.0	886.2	397.8	1,005.0	1,047.8
期初现金余额	722.9	1,456.9	2,343.1	2,740.9	3,746.0
期末现金余额	1,456.9	2,343.1	2,740.9	3,746.0	4,793.8

主要财务比率

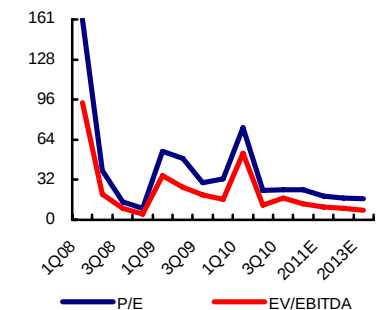
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	2.6%	20.0%	11.7%	5.2%	4.3%
营业利润	-25.1%	38.4%	22.4%	3.7%	5.3%
归属于母公司净利润	-9.4%	38.2%	15.6%	8.0%	4.5%
获利能力					
毛利率	34.3%	37.6%	38.2%	38.3%	38.4%
净利率	17.4%	20.1%	20.8%	21.3%	21.4%
ROE	17.5%	19.9%	18.7%	16.8%	14.9%
ROIC	39.2%	69.0%	57.6%	73.2%	93.7%
偿债能力					
资产负债率	36.3%	32.0%	22.6%	21.6%	18.9%
净负债比率	-54.5%	-72.1%	-68.5%	-77.9%	-84.8%
流动比率	1.97	2.70	3.03	3.45	4.28
速动比率	1.90	2.59	2.92	3.37	4.19
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.67	0.67	0.63	0.57
应收账款周转率	10.78	13.00	11.37	11.64	11.96
存货周转率	38.63	30.60	36.64	34.94	33.87
每股指标 (元)					
每股收益	0.46	0.64	0.74	0.80	0.83
每股经营现金流	1.14	1.08	0.84	1.15	1.05
每股净资产	2.64	3.21	3.94	4.74	5.57
估值比率					
P/E	32.9	24.0	19.1	17.7	16.9
P/B	5.8	4.8	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	16.6	12.8	10.4	9.1	7.8

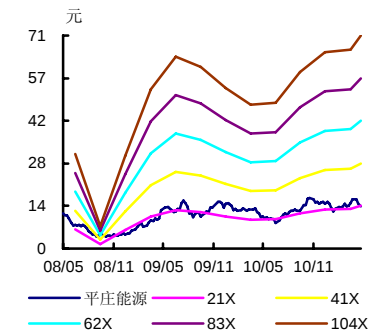
资本支出与经营活动现金流



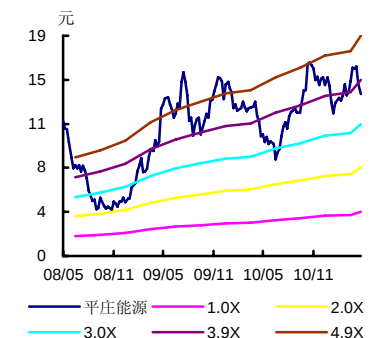
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发造纸轻工行业研究小组

谢军，分析师，2006 年进入广发证券发展研究中心。

李音临，研究助理，伦敦政治经济学院（LSE）管理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lyl9@gf.com.cn，020-87555888-690。

相关研究报告

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。

	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	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。