

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

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

执业证书编号: S0490510120022

## 2 季度业绩环比小幅提升, 下半年成本压力不减

### 事件描述

平煤股份今日发布半年度业绩快报, 其主要内容为:

- 1-6 月, 公司实现营业收入和归属于母公司的净利润分别为 119.66 亿元和 11.37 亿元, 同比分别增长 0.83%和 -10.41%, 实现基本每股收益 0.4815 元; 加权平均净资产收益率 11.51%, 同比下滑 3.31 个百分点;
- 1-6 月, 公司原煤产量达 1914.24 万吨, 同比下滑 7.25%; 精煤产量 289.50 万吨, 同比下滑 6.57%。

### 事件评论

**第一, 上半年业绩同比下滑 10.41%, 基本符合预期, 主要原因是收入增速低于成本, 不过 2 季度环比小幅提升**

- 上半年公司 EPS 为 0.482 元, 其中 1、2 季度分别为 0.216 元和 0.265 元(均为摊薄 EPS), 2 季度环比增长 22.8%;
- 上半年业绩同比下滑的主要原因是收入的上涨幅度小于成本, 1-6 月份公司营业收入和营业总成本同比分别增长 0.83%和 3.13%, 因此营业利润、利润总额和实现归属于母公司的净利润分别下降 12.98%、11.37%和 10.41%
- 不过 2 季度环比小幅回升, 业绩基本符合预期, 其中, 营业收入和营业总成本环比分别增长 4.55%和 2.29%, 利润总额环比增长 22.30%, 公司 2 季度利润率水平达 13.46%, 同比下滑 1.79 个百分点, 环比上升 1.99 个百分点。

图 1: 2 季度公司营业收入同比下滑、环比略有上升

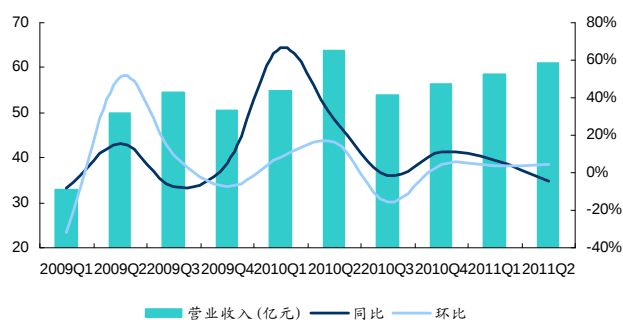
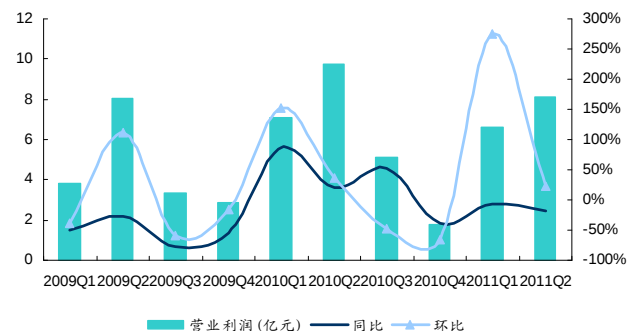
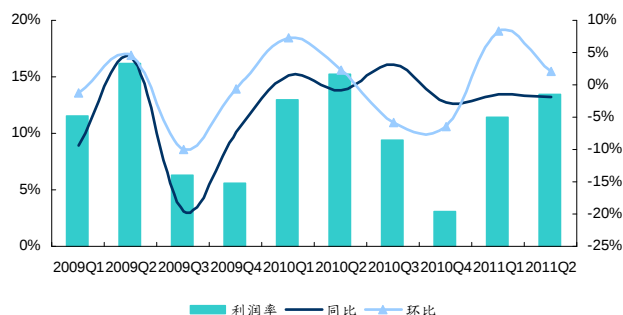


图 2: 2 季度公司营业利润同比下滑、环比略有上升

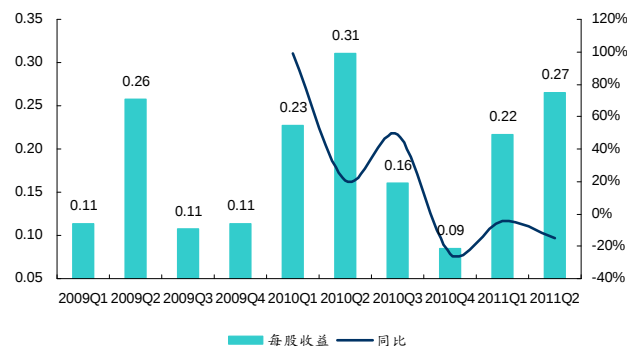


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

**图 3：2 季度公司利润率水平同比下滑、环比回升**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

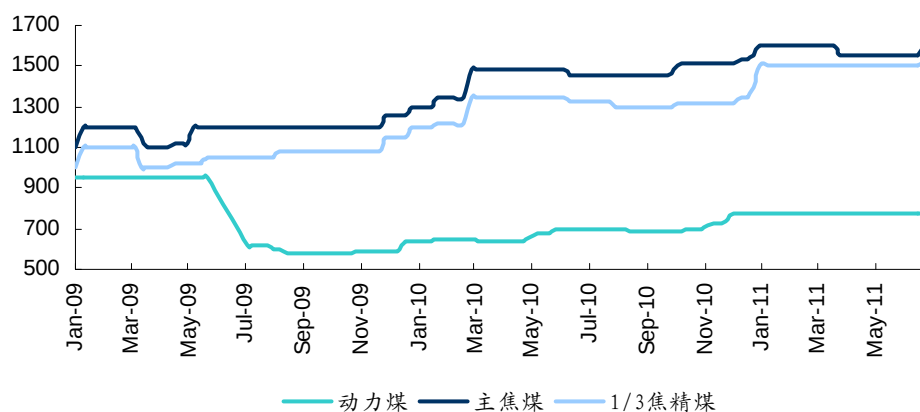
**图 4：2 季度摊薄 EPS 为 0.27 元，环比增长 0.05 元**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第二，测算上半年公司综合售价同比提升约 8%，下半年成本压力将加剧

公司销售结构中，精煤比例约 15%，其他主要为混煤，混煤中约 70% 为重点合同煤。预计 11 年综合煤价上涨来源于精煤和混煤现货煤价的上涨，平均涨幅约 6%，不过由于下半年新征收的煤炭价格调节基金，公司的成本压力较大。

- 公司重点合同煤 11 年下半年以来价格基本稳定，测算上半年精煤和混煤综合售价较去年同期均上涨约 8%；
- 从公司代表煤种市场价来看，平顶山地区动力煤、主焦煤和 1/3 焦煤价格 2 季度基本平稳，仅主焦煤价格略有下降。上半年三个煤种价格同比分别上涨 120 元/吨、135 元/吨和 187 元/吨，涨幅分别为 18.1%、9.4% 和 14.3%，高于公司的平均涨幅；
- 预计上半年公司吨煤成本涨幅约 15%，根据《河南省价格调节基金征收使用管理办法》，7 月 4 日起将对省内煤炭企业征收价格调节基金，其中原煤 20 元/吨，洗选煤 30 元/吨，焦炭 35 元/吨，下半年公司的成本压力将加剧，预计价格调节基金的征收对公司全年的负面影响约 10%。

**图 5：2 季度平顶山地区动力煤、1/3 焦价格保持稳定，主焦煤下跌约 50 元/吨**


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

### 第三，上半年煤炭产量同比下滑，近三年产能增长主要来自于整合矿与既有矿技改

1-6 月，公司原煤产量达 1914.24 万吨，同比下滑 7.25%；精煤产量 289.50 万吨，同比下滑 6.57%。近几年，公司产能内生增长将主要来自于首山一矿逐步达产、现有煤矿技改、周边小煤矿整合。预计 11-13 年产量分别为 3990 万吨、4190 万吨和 4390 万吨。

- 公司下属 5 家子公司：天力公司、三矿公司、七矿公司、九矿公司、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，共整合煤矿 31 家，整合和后产能约 300 万吨；
- 首山一矿逐步投产：子公司（平宝）下属首山一矿去年 7 月竣工，产能 240 万吨，未来 3 年产能将逐步释放，预计 2011-2013 年产量分别为 100 万吨、150 万吨和 200 万吨；
- 部分矿井的升级改造：五矿产能由 135 万吨提高到 190 万吨；吴寨矿产能由 45 万吨提高到 90 万吨；香川矿产能由 60 万吨提高到 90 万吨；另外 09 年推进的朝川矿的技术升级也在稳步进行。

表 1：公司各矿资源储量、产能、产量以及预期产能增长点

| 矿井   | 主要煤种        | 资源量    | 可采储量   | 设计能力 | 改扩建能力 | 2008A | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|------|-------------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一矿   | 1/3 焦、焦煤和肥煤 | 24873  | 11527  | 500  | 500   | 450   | 520   | 500   | 500   | 500   |
| 四矿   | 1/3 焦煤      | 8202   | 4049   | 280  | 280   | 320   | 320   | 300   | 300   | 300   |
| 五矿   | 肥煤、1/3 焦煤   | 12748  | 6414   | 135  | 180   | 170   | 180   | 180   | 180   | 180   |
| 六矿   | 1/3 焦煤      | 17623  | 8379   | 339  | 339   | 416   | 400   | 400   | 400   | 400   |
| 八矿   | 1/3 焦、焦煤和肥煤 | 32338  | 13771  | 400  | 500   | 366   | 450   | 480   | 480   | 480   |
| 十矿   | 1/3 焦、焦煤和肥煤 | 14619  | 9739   | 290  | 290   | 280   | 320   | 320   | 320   | 320   |
| 十一矿  | 1/3 焦煤      | 17087  | 11295  | 300  | 500   | 313   | 450   | 450   | 450   | 450   |
| 十二矿  | 1/3 焦、焦煤和肥煤 | 4762   | 1940   | 130  | 130   | 162   | 180   | 180   | 180   | 180   |
| 十三矿  | 主焦煤         | 36087  | 19479  | 180  | 300   | 211   | 250   | 250   | 250   | 250   |
| 香山矿  | 1/3 焦、肥煤、气煤 | 4075   | 2026   | 60   | 90    | 65    | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 朝川矿  | 主焦煤、肥煤      | 8977   | 5901   | 120  | 180   | 130   | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 首山矿  | 主焦煤、配焦煤     | 40220  | 25642  | 240  | 240   | -     | 70    | 100   | 150   | 200   |
| 二矿   | 1/3 焦煤、肥煤   | 1922   | 1040   | 216  | 216   | 216   | 230   | 220   | 220   | 220   |
| 三环公司 | 1/3 焦煤      | 1303   | 366    | 68   | 68    | 68    | 80    | 80    | 80    | 80    |
| 七星公司 | 1/3 焦煤、肥煤   | 3053   | 213    | 108  | 108   | 108   | 120   | 120   | 120   | 120   |
| 九矿公司 | 1/3 焦煤      | 243    | 126    | 60   | 60    | 54    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| 天力公司 | 1/3 焦煤、肥煤   | 977    | 237    | 82   | 127   | 82    | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 整合煤矿 |             |        | 3442   | 465  | 465   |       |       | -     | 150   | 300   |
| 合计   |             | 229108 | 125585 | 3973 | 4573  | 3410  | 3980  | 3990  | 4190  | 4390  |

资料来源：公司公告、长江证券研究部

### 第四，集团尚有产能 1000 万吨，资产注入预期仍强烈

除上市公司煤炭资产外，中平能化集团尚有产量约 1000 万吨，资产包括平禹煤电、瑞平煤电（约 550 万吨）、梨园矿

(约 240 万吨)和长安能源公司(陕西彬长矿 600 万吨,在建)和新疆哈密地区资源(勘探),集团还整合煤矿约 1200 万吨,权益产能 700 多万吨。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,解决潜在的同业竞争问题。资产注入的预期较强烈,但短期进展较慢。

**表 2: 中平能化集团煤矿资源**

|            | 权益   | 资源量    | 可采储量   | 产能  | 2005 | 2006 | 2008 | 2009   |
|------------|------|--------|--------|-----|------|------|------|--------|
| 梨园矿郭庄井     | 100% | 523    | 308    | 120 | 50   | 40   | 98   | 139.26 |
| 梨园矿长虹井     | 51%  | 1,840  | 1,275  | 60  | -    | 9    | 33   | 39.34  |
| 梨园矿宁庄井     | 100% | 7,210  | 3,445  | 45  | -    | -    | -    | -      |
| 瑞平公司       | 60%  | 11,884 | 7,339  | 200 | 3    | 28   | 173  | 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 | 182  | 189  | 280  | 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

第五,预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.916 元、1.015 元和 1.207 元,对应 PE 为 15.46 倍、13.94 倍和 11.73 倍,估值低于行业 18 倍左右的平均水平,公司的业绩增长受限于成本的提升和产能的增速,考虑到公司整体上市预期以及精煤混煤价格的上涨,维持“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)     |        |        |        |        | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入          | 22905  | 24345  | 26970  | 30050  | 货币资金        | 2857  | 17956 | 22857 | 28370 |
| 营业成本          | 18215  | 19089  | 21195  | 23408  | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利            | 4689   | 5256   | 5774   | 6642   | 应收账款        | 264   | 444   | 565   | 712   |
| % 营业收入        | 20.5%  | 21.6%  | 21.4%  | 22.1%  | 存货          | 542   | 0     | 57    | 126   |
| 营业税金及附加       | 335    | 356    | 394    | 439    | 预付账款        | 146   | 187   | 208   | 230   |
| % 营业收入        | 1.5%   | 1.5%   | 1.5%   | 1.5%   | 其他流动资产      | 2     | 2     | 2     | 3     |
| 销售费用          | 225    | 243    | 270    | 300    | 流动资产合计      | 6340  | 21267 | 26656 | 32745 |
| % 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          | 1725   | 1826   | 2023   | 2254   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 7.5%   | 7.5%   | 7.5%   | 7.5%   | 长期股权投资      | 12    | 12    | 12    | 12    |
| 财务费用          | 30     | 60     | 15     | -4     | 投资性房地产      | 2     | 2     | 2     | 2     |
| % 营业收入        | 0.1%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.0%   | 固定资产合计      | 11058 | 9904  | 8617  | 7167  |
| 资产减值损失        | 6      | 0      | 0      | 0      | 无形资产        | 681   | 647   | 615   | 584   |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 6      | 0      | 0      | 0      | 递延所得税资产     | 275   | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 2375   | 2771   | 3073   | 3653   | 其他非流动资产     | 53    | 53    | 53    | 53    |
| % 营业收入        | 10.4%  | 11.4%  | 11.4%  | 12.2%  | 资产总计        | 18421 | 31885 | 35954 | 40563 |
| 营业外收支         | -10    | 0      | 0      | 0      | 短期贷款        | 399   | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额          | 2365   | 2771   | 3073   | 3653   | 应付款项        | 3737  | 3849  | 4274  | 4720  |
| % 营业收入        | 10.3%  | 11.4%  | 11.4%  | 12.2%  | 预收账款        | 1417  | 1461  | 1618  | 1803  |
| 所得税费用         | 536    | 637    | 707    | 840    | 应付职工薪酬      | 550   | 562   | 624   | 689   |
| 净利润           | 1829   | 2134   | 2366   | 2813   | 应交税费        | 380   | 397   | 440   | 512   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1849.9 | 2161.7 | 2397.0 | 2849.1 | 其他流动负债      | 614   | 12482 | 13856 | 15314 |
| 少数股东损益        | -21    | -28    | -31    | -37    | 流动负债合计      | 7096  | 18751 | 20813 | 23037 |
| EPS (元/股)     | 0.78   | 0.92   | 1.02   | 1.21   | 长期借款        | 1600  | 1600  | 1600  | 1600  |
| 现金流量表 (百万元)   |        |        |        |        | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
|               | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 递延所得税负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额     | 1832   | 16525  | 5944   | 6536   | 其他非流动负债     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 取得投资收益        | 3      | 0      | 0      | 0      | 负债合计        | 8705  | 20360 | 22422 | 24646 |
| 收回现金          |        |        |        |        | 归属于母公司      | 9361  | 11199 | 13236 | 15658 |
| 长期股权投资        | 0      | 0      | 0      | 0      | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 无形资产投资        | 0      | 0      | 0      | 0      | 少数股东权益      | 354   | 326   | 296   | 259   |
| 固定资产投资        | -2563  | -643   | -670   | -600   | 股东权益        | 9716  | 11525 | 13532 | 15917 |
| 其他            | 52     | 0      | 0      | 0      | 负债及股东权益     | 18421 | 31885 | 35954 | 40563 |
| 投资活动现金流净额     | -2510  | -643   | -670   | -600   | 基本指标        |       |       |       |       |
| 债券融资          | 0      | 0      | 0      | 0      |             | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股权融资          | 6      | 0      | 0      | 0      | EPS         | 0.783 | 0.916 | 1.015 | 1.207 |
| 银行贷款增加 (减少)   | 331    | -399   | 0      | 0      | BVPS        | 5.15  | 6.17  | 7.29  | 8.62  |
| 筹资成本          | 368    | -384   | -374   | -423   | PE          | 18.06 | 15.46 | 13.94 | 11.73 |
| 其他            | -737   | 0      | 0      | 0      | PEG         | 1.17  | 1.00  | 0.90  | 0.76  |
| 筹资活动现金流净额     | -32    | -783   | -374   | -423   | PB          | 2.75  | 2.29  | 1.94  | 1.64  |
| 现金净流量         | -709   | 15099  | 4901   | 5513   | EV/EBITDA   | 7.75  | 3.66  | 2.39  | 1.16  |
|               |        |        |        |        | ROE         | 19.8% | 19.3% | 18.1% | 18.2% |

## 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      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (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  |

## 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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。