

2011 年 8 月 10 日

平庄能源

业绩下滑，源自所得税率的暂时调整

A

持有

000780.SZ - 人民币 14.74

目标价格: 人民币 14.80

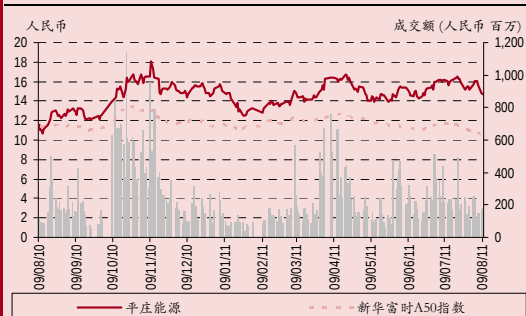
沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(4)	(9)	5	27
相对新华富时 A50 指数 (%)	6	2	16	37

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,014
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	5,829
3 个月日均交易额(人民币 百万)	218
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
平庄煤业集团	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

公司 2011 年 1-6 月每股收益 0.35 元, 同比下滑 4%, 主要是由于采用了 25% 的所得税率。我们预计公司全年将继续适用 15% 的优惠所得税率。按照优惠税率计算, 公司上半年净利润同比增长 10%。公司内生成长性一般, 上半年产量同比下滑 1%; 销售结构不稳定, 合同煤销量占比同比提高 7 个百分点。公司未来看点在于母公司的资产注入, 但 2011 年或难有进展。我们维持 14.80 元的目标价和持有评级。

支撑评级的要点

- 公司主营收入同比增长 17% 至 18.95 亿元, 主要受益于煤价同比上涨 13% 至 296 元/吨。公司成本控制较好, 吨煤开采成本仅同比增长 7%, 推动公司煤炭业务毛利率同比增长 4 个百分点至 40%。
- 归属于母公司的净利润 3.5 亿元, 同比下滑 4%, 折合每股收益 0.35 元。公司今年业绩下滑, 主要是由于 15% 的优惠所得税率在 2010 年底到期, 公司 2011 年半年报按 25% 的税率计提企业所得税。
- 2011 年 7 月 27 日, 多部委下发通知, 继续对西部地区的鼓励类产业减按 15% 的税率征收企业所得税。我们预计公司全年的所得税率为 15%。按照 15% 的所得税率计算, 公司上半年的每股收益为 0.39 元, 同比增长 10%, 相当于我们全年预测的 55%。
- 销售结构不稳定。公司销售的商品煤主要分为电煤、市场煤和地销煤。其中地销煤和市场煤的售价随行就市; 电煤价格为国家重点合同煤。今年上半年, 公司电煤占销量比重同比提高 7 个百分点, 而售价最高的地销煤占销量比重下降了 9 个百分点。
- 内生成长性一般。公司现有产能 885 万吨/年, 目前基本达产, 产能提升空间较小。公司上半年商品煤销量同比下降 1%。

评级面临的主要风险

- 母公司平庄煤业集团可注入资源较多。母公司现有元宝山露天矿、白音华露天矿和红庙矿三个在产矿井, 产能 2,500 万吨/年。此外, 母公司还有可能继续在蒙东获得煤炭资源。目前阻碍母公司资产注入的主要问题在于资产注入后的母公司存续问题。

估值

- 目前, 公司 2011 年的市盈率为 22 倍, 估值较高。我们维持 14.80 元的目标价和持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,688	3,226	3,579	3,977	4,209
变动(%)	3	20	11	11	6
净利润(人民币 百万)	469	648	719	800	843
全面摊薄每股收益(人民币)	0.462	0.639	0.709	0.788	0.831
变动(%)	(9.4)	38.2	11.0	11.2	5.4
全面摊薄市盈率(倍)	33.7	24.4	22.0	19.8	18.7
每股现金流量(人民币)	1.14	1.08	1.11	1.19	1.23
价格/每股现金流量(倍)	13.6	14.4	14.1	13.1	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.6	13.6	11.9	10.3	9.2
每股股息(人民币)	0.070	0.100	0.111	0.123	0.130
股息率(%)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年每股收益 0.35 元，符合预期

公司 2011 年 1-6 月归属于母公司的净利润 3.5 亿元，同比下滑 4%，折合每股收益 0.35 元。公司今年业绩下滑，主要是由于其原来享受的 15% 的优惠所得税率在 2010 年底到期，因而公司 11 年半年报按 25% 的税率计提企业所得税。

2011 年 7 月 27 日财政部、海关总署、国家税务总局联合下发《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》中规定，自 2011 年至 2020 年，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。公司目前在申请新的优惠税率，我们预计公司全年的所得税率为 15%。按照 15% 的所得税率计算，公司 2011 年 1-6 月份的每股收益为 0.39 元，同比增长 10%，相当于我们全年预测的 55%。

公司第 1 季度和第 2 季度每股收益为 0.22 元和 0.13 元。2 季度环比 1 季度下滑 42%，主要是由于公司地处蒙东，冬季旺季特征明显。

公司主营收入 18.95 亿元，同比增长 17%，主要受益于煤价同比上涨 13% 至 296 元/吨。公司成本控制较好，吨煤开采成本仅同比增长 7%，推动公司煤炭业务毛利率同比增长 4 个百分点至 40%。

公司期间费用率同比提高 2 个百分点至 8%。其中管理费用同比增加 52% 或 0.43 亿元，增量的 50% 来自职工薪酬的增长，32% 来自税金的增长。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6	同比变动(%)
营业收入	1,623	1,895	17
营业成本	1,040	1,191	15
营业税及附加	46	52	13
毛利润	583	704	21
销售费用	4	4	16
管理费用	103	157	52
财务成本	(9)	(13)	54
资产减值	10	38	289
营业利润	429	466	9
营业外收入	1	2	255
营业外支出	3	2	(44)
税前利润	426	467	10
所得税	62	117	87
归属于母公司的净利润	364	350	(4)
每股收益 (人民币)	0.36	0.35	(4)
毛利率(%)	36	37	
经营利润率(%)	26	25	
净利率(%)	22	18	

资料来源：公司数据，中银国际研究

内生成长性一般，上半年产量下滑 1%

公司上半年商品煤销量同比下降 1%。公司下属 5 个生产矿井，核定产能 885 万吨/年，均为成熟矿井，未来增产幅度较小。

销售结构不稳定，上半年合同煤占比提高

公司销售结构主要分为电煤、市场煤和地销煤。其中地销煤和市场煤售价今年上半年的价格分别同比上涨 9% 和 28%；电煤价格为国家重点合同煤，价格基本不变。2011 年 1-6 月，公司电煤占销量比重同比提高 7 个百分点，而售价最高的地销煤占销量比重下降了 9 个百分点。公司综合煤炭售价仅同比增长了 13%。

图表 3. 2011 年 1-6 月经营数据

	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
商品煤销量 (万吨)	5.38	5.33	(1)
商品煤价格 (元/吨)	262	296	13
商品煤成本 (元/吨)	167	178	7
商品煤毛利润 (元/吨)	96	118	23
电煤占煤炭总销售量的比例(%)	27	34	
电煤平均价格 (元/吨)	182	185	2
市场煤占煤炭总销售量的比例(%)	22	25	
市场煤平均价格 (元/吨)	292	319	9
地销煤占煤炭总销售量的比例(%)	50	41	
地销煤平均价格 (元/吨)	292	373	28

资料来源：公司数据，中银国际研究

长期关注母公司资产注入，2011 年或难有进展

除上市公司拥有的 5 对煤矿外，母公司平庄煤业集团元宝山露天矿、白音华露天矿和红庙矿三个在产矿井，产能 2,500 万吨/年。目前阻碍母公司资产注入的主要问题在于资产注入后的母公司存续问题，2011 年或难有进展。

此外，母公司还拥有阿旗煤业、兴山矿业和瑞安矿业、尼勒克能源化工和伊犁能源化工等子公司。阿旗煤业是在建 120 万吨矿井，预计 2012 年投产；尼勒克能源化工和伊犁能源化工是母公司为开发新疆煤炭资源成立的新公司；兴山矿业和瑞安矿业是资源枯竭矿井破产重组的公司。

图表 4. 母公司和平庄能源比较 (2010)

	母公司	平庄能源
原煤产量 (万吨)	2,668	983
收入 (亿元)	56	32
利润 (亿元)	12	7.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,688	3,226	3,579	3,977	4,209
销售成本	(1,765)	(2,013)	(2,227)	(2,474)	(2,623)
经营费用	(90)	(194)	(250)	(303)	(332)
息税折旧前利润	833	1,019	1,102	1,200	1,254
折旧及摊销	(274)	(282)	(279)	(284)	(289)
经营利润(息税前利润)	559	736	823	916	965
净利息收入/(费用)	3	19	21	23	25
其他收益/(损失)	(14)	5	0	0	0
税前利润	548	761	844	939	990
所得税	(79)	(113)	(125)	(139)	(147)
净利润	0	0	0	0	0
核心净利润	469	648	719	800	843
每股收益(人民币)	470	648	719	800	843
核心每股收益(人民币)	0.462	0.639	0.709	0.788	0.831
每股股息(人民币)	0.070	0.100	0.111	0.123	0.130
收入增长(%)	3	20	11	11	6
息税前利润增长(%)	(27)	32	12	11	5
息税折旧前利润增长(%)	(12)	22	8	9	4
每股收益增长(%)	(9)	38	11	11	5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	548	761	844	939	990
折旧与摊销	274	282	279	284	289
净利息费用	(3)	(19)	(21)	(23)	(25)
运营资本变动	277	42	13	16	11
税金	(79)	(113)	(125)	(139)	(147)
其他经营现金流	143	145	132	132	132
经营活动产生的现金流	1,159	1,098	1,121	1,209	1,250
购买固定资产净值	(224)	(144)	(150)	(150)	(150)
投资减少/增加	6	4	4	4	4
投资活动产生的现金流	(218)	(141)	(146)	(146)	(146)
净增债务	(200)	0	(200)	(200)	(200)
其他融资现金流	(7)	(71)	(71)	(71)	(71)
融资活动产生的现金流	(207)	(71)	(271)	(271)	(271)
现金变动	734	886	704	792	833
期初现金	723	1,457	2,343	3,047	3,839
公司自由现金流	941	957	975	1,063	1,104
权益自由现金流	734	886	704	792	833

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,457	2,343	3,047	3,839	4,672
应收帐款	318	178	198	220	232
库存	47	85	94	104	110
其他流动资产	327	355	517	685	835
流动资产总计	2,149	2,961	3,855	4,848	5,849
固定资产	1,347	1,241	1,070	894	713
无形资产	923	865	806	748	690
其他长期资产	74	124	124	124	124
长期资产总计	2,344	2,229	2,000	1,766	1,527
总资产	4,493	5,190	5,856	6,614	7,376
应付帐款	188	225	249	277	294
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	904	871	920	977	1,011
流动负债总计	1,093	1,096	1,169	1,254	1,305
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	432	432	418	418	418
股本	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014
储备	1,661	2,238	2,844	3,518	4,229
股东权益	2,675	3,252	3,858	4,532	5,243
少数股东权益	294	411	411	411	411
总负债及权益	4,493	5,190	5,856	6,614	7,376
每股帐面价值(人民币)	2.64	3.21	3.80	4.47	5.17
每股有形资产(人民币)	1.73	2.35	3.01	3.73	4.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.44)	(2.31)	(3.00)	(3.78)	(4.61)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.0	31.6	30.8	30.2	29.8
息税前利润率(%)	20.8	22.8	23.0	23.0	22.9
税前利润率(%)	20.4	23.6	23.6	23.6	23.5
净利率(%)	17.4	20.1	20.1	20.1	20.0
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.7	3.3	3.9	4.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	2.6	3.2	3.8	4.4
估值					
市盈率(倍)	33.7	24.4	22.0	19.8	18.7
市净率(倍)	5.9	4.9	4.1	3.5	3.0
价格/现金流(倍)	13.6	14.4	14.1	13.1	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.6	13.6	11.9	10.3	9.2
周转率					
存货周转天数	9.4	11.9	14.6	14.6	14.9
应收帐款周转天数	43.2	20.2	20.2	20.2	20.2
应付帐款周转天数	25.6	25.5	25.4	25.4	25.5
回报率					
股息支付率(%)	15.2	15.7	15.7	15.7	15.7
净资产收益率(%)	17.5	19.9	18.6	17.6	16.1
资产收益率(%)	10.6	12.1	12.0	11.8	11.1
已运用资本收益率(%)	18.8	20.1	19.3	18.5	17.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371