

证券研究报告

煤炭开采Ⅲ



平煤股份 (601666)

推荐 (维持)

业绩符合预期 期待催化剂

市场数据

报告日期	2011-8-16
收盘价 (元)	12.53
总股本 (百万股)	2361.16
流通股本 (百万股)	2361.16
总市值 (百万元)	29585.40
流通市值 (百万元)	29585.40
净资产 (百万元)	10229.19
总资产 (百万元)	17947.43
每股净资产	4.33

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	22905	25822	28572	30940
同比增长 (%)	21.5%	12.7%	10.7%	8.3%
净利润 (百万元)	1850	2428	2985	3513
同比增长 (%)	31.3%	31.2%	23.0%	17.7%
毛利率 (%)	20.5%	22.5%	24.1%	25.1%
净利润率 (%)	8.1%	9.4%	10.4%	11.4%
净资产收益率 (%)	19.8%	21.2%	21.4%	22.0%
每股收益 (元)	0.78	1.03	1.26	1.49
每股经营现金流 (元)	0.78	1.09	1.95	2.22

相关报告

《平煤股份-业绩基本理想,期待恢复性增长》2011-4-20

《平煤股份-成本上升令业绩低于预期 下调盈利预测及评级》2011-2-18

《平煤股份 (601666): 上半年煤炭量价齐升 关注小煤矿整合进程》2010-8-20

投资要点

事件：

平煤股份公布半年报,收入 120 亿元,同比增长 1%;净利润 11.3 亿元,同比下降 10%。EPS 为 0.48 元,一、二季度分别为 0.22 元和 0.27 元,环比改善明显。

点评：

我们认为,尽管平煤股份业绩呈现负增长,但主要是受客观环境变化影响,其估值水平已经下降至合理水平,故继续维持“推荐”评级。

- **煤炭产销量异常下降。**上半年,平煤股份原煤产量 1914 万吨,同比减少 150 万吨,降幅 7%。商品煤产量方面,精煤产量 290 万吨,同比减少 20 万吨,降幅 7%。商品煤销量 1714 万吨,同比减少 171 万吨,降幅 9%;混煤 129 万吨,同比减少 133 万吨,降幅 9%;冶金煤 286 万吨,同比减少 15 万吨,降幅 5%;其他洗煤 194 万吨,同比减少 22 万吨,降幅 10%。产销量下降主要为受 2010 年平顶山新华矿难后的安全整顿影响,但我们认为这一事件已经成为过去,产能环比已出现改善迹象。

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030007

- **吨煤价格上涨 58 元。**上半年，平煤股份综合煤价为 541 元/吨，上涨 58 元/吨，涨幅 12%。细分来看，混煤 419 元/吨，上涨 36 元/吨，涨幅 10%；冶金煤 1384 元/吨，同比上涨 149 元/吨，涨幅 12%；其他洗煤 115 元/吨，同比上涨 16 元/吨，涨幅 17%。
- **吨煤成本上涨 41 元。**平煤股份吨煤成本上涨 41 元至 343 元，涨幅 14%，我们认为主要是公司人员负担重且工资上涨所致，当然，另一原因在于煤炭产量下降的同时固定资产折旧依旧在计提。
- **吨煤毛利上涨 17 元，吨煤净利下降 2 元。**我们测算，平煤股份上半年吨煤毛利 198 元，上涨 17 元，涨幅超过 9%。但是，平煤股份吨煤净利 59 元，下降 2 元。不难看出，吨煤毛利涨幅小和吨煤净利下降都是成本上升较快所致。
- **增长点：内生性增长稍弱，但外延式扩张值得期待**
 - ✦ **内生性增长增厚 EPS 约 0.15 元。**平煤股份内生增长动力包括：本部矿井产能恢复性增长；首山一矿（焦煤，240 万吨，60%）产能释放；五矿、吴寨矿和香山矿改扩建加产能约 130 万吨；整合小煤矿（按 51%权益计算）增加权益储量 1721 万吨，增加权益产能约 232 万吨。整体来看，平煤股份权益产能可增长约 600 万吨，增幅 15%，尚属理想。按当前吨煤净利 60 元测算，可新增净利润 3.6 亿元，增厚 EPS 约 0.15 元。另外，田庄选煤厂技改后入洗能力增加 630 万吨，产品结构优化也将增厚 EPS。
 - ✦ **集团远期扩张能力较强。**一是收购集团杨家坪煤矿（60%，地质储量 9.78 亿吨，设计产能 600 万吨，拟建）；二是在平顶山、禹州和汝州等煤田未利用资源 107 亿吨，拟建首二、黄庄、夏甸、梁北二矿等煤矿，地质储量 19 亿吨，合计产能 1000 万吨；三是在内蒙等地区的新增资源及规划矿井。当然，因上述项目仍为矿权，短期无法贡献 EPS，但会提升估值。
- **维持评级：推荐。**预计平煤股份 2011-2013 年 EPS 分别为 1.03 元、1.26 元和 1.49 元，PE 估值仅为 12 倍、10 倍和 8 倍，估值吸引力开始显现。基于集团在平顶山矿区和彬长煤田拥有资源可观，未来资产注入预期较强，继续维持“推荐”评级，我们给予 2012 年 15-18 倍 PE，则合理估值为 19 元-22 元。
- **催化剂：重点合同煤提价；集团资产注入。**

表 1 平煤股份分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	6385	5395	5642	5850	6116	-4.2%	11868	11966	0.8%	煤价上涨, 但产销量下降 工资和材料成本上涨较快
营业成本	4771	4294	4788	4703	4640	-2.7%	9133	9343	2.3%	
毛利	1615	1101	854	1147	1476	-8.6%	2735	2623	-4.1%	
销售费用	55	52	77	44	52	-5.4%	97	96	-0.4%	
管理费用	475	449	527	331	497	4.5%	748	827	10.6%	
财务费用	1	10	9	13	12	2131.3%	10	25	157.0%	
资产减值	11	-0	-5	-2	6	-49.3%	11	4	-64.6%	
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-	
投资收益	1	0	0	1	3	325.7%	6	4	-30.2%	
营业利润	977	509	176	661	809	-17.2%	1690	1470	-13.0%	
利润总额	974	508	171	671	823	-15.4%	1686	1494	-11.4%	
净利润	734	379	202	510	627	-14.6%	1269	1137	-10.4%	
EPS	0.31	0.16	0.09	0.22	0.27	-14.6%	0.54	0.48	-10.4%	
销售费用率	0.9%	1.0%	1.4%	0.8%	0.9%	0.0%	0.8%	0.8%	0.0%	
管理费用率	7.5%	8.3%	9.4%	5.7%	8.1%	0.7%	6.3%	6.9%	0.6%	
财务费用率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	
所得税率	25.2%	27.7%	-17.5%	27.7%	27.3%	2.0%	25.2%	27.4%	2.2%	
毛利率	25.3%	20.4%	15.1%	19.6%	24.1%	-1.2%	23.0%	21.9%	-1.1%	
净利润率	11.5%	7.0%	3.6%	8.7%	10.2%	-1.3%	10.7%	9.5%	-1.2%	

资料来源: 兴业证券研究所

附表 1 平煤股份上半年经营数据

项目	单位	2010H1	2011H1	YOY
原煤产量	万吨	2064	1914	-7.3%
精煤产量	万吨	310	290	-6.6%
营业收入	亿元	119	120	0.8%
营业利润	亿元	16.9	14.7	-13.0%
利润总额	亿元	16.9	14.9	-11.4%
净利润	亿元	12.7	11.4	-10.4%
EPS	元	0.54	0.48	-10.4%
加权平均 ROE	%	14.8%	11.5%	
总资产	亿元	184	179	-2.6%
净资产	亿元	94	102	9.3%
每股净资产	元	5.15	4.33	-16.0%

数据来源：兴业证券研究所

附表 2 平煤股份矿井概况

序号	煤矿	权益比例	可采储量 (万吨)	权益可采 (万吨)	核定产能 (万吨)	可采年限	主要煤种
1	一矿	100%	14055	14055	400	27	1/3 焦、焦煤、肥煤
2	四矿	100%	4110	4110	280	11	1/3 焦
3	五矿	100%	6319	6319	143	32	肥煤、1/3 焦
4	六矿	100%	9130	9130	339	21	1/3 焦
5	八矿	100%	15716	15716	300	40	1/3 焦、焦煤、肥煤
6	十矿	100%	7563	7563	290	20	1/3 焦、焦煤、肥煤
7	十一矿	100%	11495	11495	180	49	1/3 焦
8	十二矿	100%	2039	2039	136	12	1/3 焦、焦煤、肥煤
9	十三矿	100%	19998	19998	180	79	焦煤
10	朝川矿	100%	6289	6289	128	35	焦煤、肥煤
11	香山矿	100%	2244	2244	65	25	1/3 焦煤、气煤、肥煤
12	首山一矿	60%	25600	15360	240	92	主焦煤、配焦煤
13	八矿二号	100%	3116	3116	45	53	动力煤
14	二矿	100%	1040	1040	216	6	1/3 焦和肥煤
15	三环公司	100%	366	366	68	5	1/3 焦
16	香山公司	100%	126	126	54	3	1/3 焦
17	七星公司	100%	213	213	108	3	1/3 焦和肥煤
18	天力公司	100%	237	237	82	7	1/3 焦和肥煤
	--吴寨矿	100%	113	113	44	4	1/3 焦和肥煤
	--先锋矿	100%	124	124	37	3	1/3 焦和肥煤
合计		--	129654	119414	3253	-	-

数据来源：兴业证券研究所

附表 3 平煤股份整合的 29 座小煤矿

整合主体	序号	小煤矿名称	生产能力 (万吨/年)	可采储量 (万吨)
天力公司（ ）	1	吕庄煤矿	30	129
	2	何庄煤矿	15	66
	3	科迈顺达煤矿	15	44
	4	天焜煤业	15	190
	5	广达煤业	15	143
	6	襄城县万益煤业	30	502
	小计		120	1074
三环公司	7	富国煤业	15	79
	8	凤凰岭煤业	15	73
	9	永富强煤矿	15	115
	10	锋达煤业	15	239
	11	龙祥煤业	15	229
	12	顺利煤矿	15	44
	13	杏树口二矿	15	73
	14	长安煤业	15	115
	15	富通煤业	15	100
	16	金兴煤矿	15	46
	小计		150	1112
七星公司	17	新华新源煤业	15	84
	18	新华区一矿	15	59
	19	明旺煤业	15	135
	20	平顶山能源开发一矿	15	50
	小计		60	328
九矿公司	21	杨官营煤业	15	124
	22	新华德慧煤业	15	124
	23	豫顺达煤矿	15	109
	24	新华容升煤业	15	77
	25	连庄三矿	15	153
	小计		75	587
香山矿公司	26	东方煤矿	15	45
	27	宏九煤业	15	102
	28	运通煤业	15	87
	29	德源煤业	15	106
	小计		60	340
合计			465	3442

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6340	9889	14189	18311
货币资金	2857	4486	8258	11924
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	180	258	286	309
其他应收款	84	103	114	124
存货	542	600	651	696
非流动资产	12080	11557	10681	9542
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	12	13	13	13
投资性房地产	2	0	0	0
固定资产	8685	9247	8955	8137
在建工程	2367	1309	754	452
油气资产	0	0	0	0
无形资产	681	660	639	618
资产总计	18421	21446	24870	27853
流动负债	7096	7822	8383	8937
短期借款	38	38	38	38
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3737	4201	4557	4869
其他	3321	3583	3789	4031
非流动负债	1609	1812	2053	2334
长期借款	1600	1800	2040	2320
其他	9	12	13	14
负债合计	8705	9634	10436	11271
股本	1816	2361	2361	2361
资本公积	2595	2595	2595	2595
未分配利润	3220	4497	6712	8381
少数股东权益	354	386	495	622
股东权益合计	9716	11812	14434	16582
负债及权益合计	18421	21446	24870	27853

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1850	2428	2985	3513
折旧和摊销	1796	1295	1488	1613
资产减值准备	-92	-9	0	0
无形资产摊销	43	42	42	42
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	42	-6	-74
投资损失	-6	-7	-8	-9
少数股东损益	-21	32	108	128
营运资金的变动	661	1212	-14	-77
经营活动产生现金流量	2763	2577	4593	5247
投资活动产生现金流量	-1857	-762	-614	-463
融资活动产生现金流量	8	-186	-206	-1119
现金净变动	915	1629	3772	3665
现金的期初余额	3575	2857	4486	8258
现金的期末余额	4490	4486	8258	11924

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	22905	25822	28572	30940
营业成本	18215	20003	21700	23184
营业税金及附加	335	374	414	449
销售费用	225	258	286	309
管理费用	1725	1937	2143	2320
财务费用	30	42	-6	-74
资产减值损失	6	10	11	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	7	8	9
营业利润	2375	3205	4033	4748
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	21	10	15	20
利润总额	2365	3195	4018	4728
所得税	536	735	924	1087
净利润	1829	2460	3094	3641
少数股东损益	-21	32	108	128
归属母公司净利润	1850	2428	2985	3513
EPS (元)	0.78	1.03	1.26	1.49

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.5%	12.7%	10.7%	8.3%
营业利润增长率	31.2%	34.9%	25.8%	17.7%
净利润增长率	31.3%	31.2%	23.0%	17.7%
盈利能力(%)				
毛利率	20.5%	22.5%	24.1%	25.1%
净利率	8.1%	9.4%	10.4%	11.4%
ROE	19.8%	21.2%	21.4%	22.0%

偿债能力(%)

资产负债率	47.3%	44.9%	42.0%	40.5%
流动比率	0.89	1.26	1.69	2.05
速动比率	0.82	1.19	1.61	1.97

营运能力(次)

资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.2
应收帐款周转率	121.5	117.7	105.1	104.0

每股资料 (元)

每股收益	0.78	1.03	1.26	1.49
每股经营现金	0.78	1.09	1.95	2.22
每股净资产	3.96	4.84	5.90	6.76

估值比率 (倍)

PE	16.0	12.2	9.9	8.4
PB	3.2	2.6	2.1	1.9

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为：

推 荐：相对表现优于市场

中 性：相对表现与市场持平

回 避：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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议

的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%

推 荐：相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性：相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编：200135

传真：021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编：100140

传真：010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编：518048

传真：0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。