

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

## 3 季度煤价上涨大幅提升业绩，期待资产注入

### 事件描述

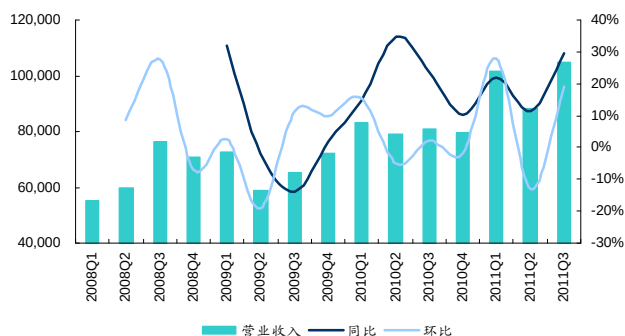
平庄能源今日发布 3 季报，其主要内容为：

- 2011 年前 3 季度公司实现营业收入 29.44 亿元，同比增长 21.03%；归属于母公司净利润 5.52 亿元，同比增长 3.58%；加权平均净资产收益率 13.79%，同比下降 2.51 个百分点；基本每股收益 0.55 元。
- 2011 年 3 季度公司实现营业收入 10.48 亿元，同比增长 29.53%；归属于母公司净利润 2.03 亿元，同比增长 19.26%，加权平均净资产收益率 4.91%，增加 0.01 个百分点；基本每股收益 0.20 元。

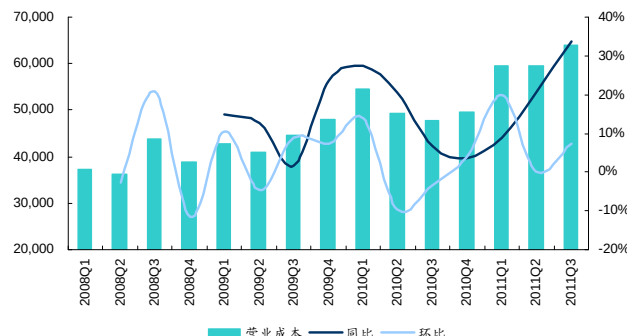
### 事件评论

**第一，3 季度营业收入和毛利率均有所提升，期间费用率略有上升，所得税率仍按 25%计提影响业绩**

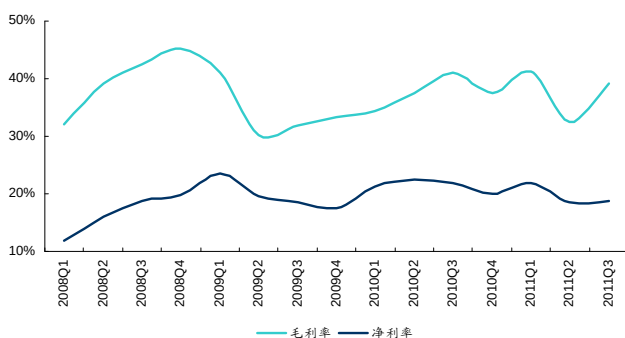
- 各季度 EPS：公司 1-3 季度 EPS 分别为 0.22 元、0.13 元和 0.22 元，其中，3 季度业绩环比 2 季度增长 69.2%；
- 营业收入、成本和现金流：1-3 季度公司营业收入和营业成本同比分别增长 21.0%和 20.6%，其中，3 季度同比分别增长 29.5%和 33.9%；环比 2 季度，公司营业收入和成本分别增长 19.0%和 7.2%，成本控制较好；3 季度现金流状况较上半年有所改善，其中收到销售商品、提供劳务收到的现金较 2 季度上涨 24.1%；
- 期间费用：1-3 季度公司期间费用率为 8.9%，较去年同期增长 0.3 个百分点；其中 3 季度期间费用 1.14 亿元，同比增长 3.68%，环比增长 54.66%，期间费用率为 10.88%，同比下降 2.71 个百分点，环比增长 2.51 个百分点；3 季度期间费用环比增长主要来自销售费用和管理费用，销售、管理、财务费用率分别达到 1.94%、9.94%和-1.00%，环比分别增加 1.62 个、增加 1.25 个和下降 0.36 个百分点；
- 所得税率：3 季度公司仍按照 25%所得税率进行业绩计算。根据财政部、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》，自 2011 年 1 月至 2020 年 12 月，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。预计公司全年所得税率为 15%；
- 毛利率和净利率：由于营业成本环比涨幅远低于营业收入，3 季度公司毛利率环比增长 6.69 个百分点至 39.09%；净利率为 19.36%，环比上升 4.80 个百分点。

**图 1：3 季度公司营业收入环比增长 18.98%**


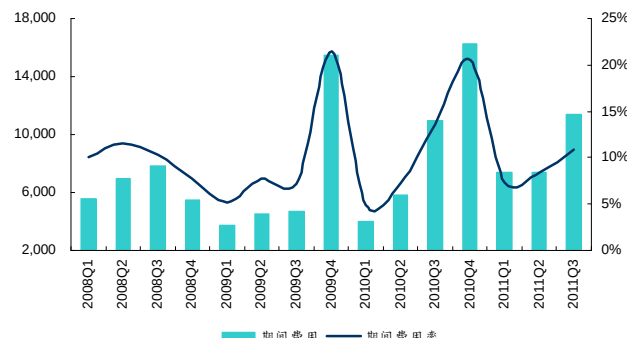
资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 2：3 季度营业成本环比增长 7.20%**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 3：3 季度公司毛利率、净利率均同比略降，环比略升**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 4：3 季度公司期间费用率同比下降，环比略升**


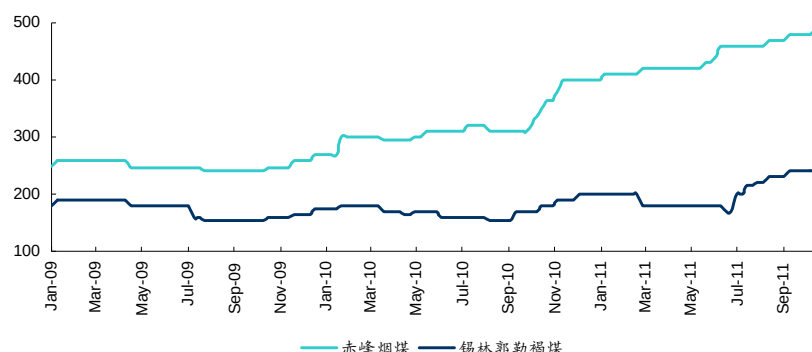
资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第二，3 季度蒙东地区烟煤价格环比 2 季度上涨约 40 元/吨，未来综合售价上涨主要来源于地销煤和市场煤

3 季度公司收入增长预计主要来源于价格上涨。上半年公司销售结构中地销煤占 41.45%，市场煤占 24.85%，电煤占 33.70%（同比分别下降 8.57 个、增加 3.03 个和增加 7.10 个百分点），其中，电煤为价格较低合同煤，地销煤均为公路销售，价格随市场价格上涨。

- 3 季度公司所在地煤价大幅上涨：赤峰地区烟煤均价约 468 元/吨，同比上涨 49.3%，环比上涨 8.19%；临近地区锡林郭勒褐煤均价 224 元/吨，同比上涨 39.5%，环比上涨 25.43%，环比平均涨幅达到 40 元/吨；
- 上半年，公司的吨煤价格和成本分别为 296.2 元和 178.5 元，同比分别增长 12.96%和 7.09%，吨煤毛利 117.8 元；预计 3 季度随着煤价的上涨，公司的平均吨煤毛利达到约 135 元/吨；
- 公司上半年价格相对稳定的地销煤和市场煤占比均有所提升，不过地销煤平均价格上涨 28.0%，涨幅较为显著，预计 11 年公司销售结构基本维持稳定，主要价格增长来源于地销煤和市场煤价格的上涨。11 年公司签订电煤合同约 450 万吨，平均价格为 204 元/吨，较去年持平。

图 5：3 季度公司所在区域煤炭价格环比明显上涨



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

### 第三，公司产能基本平稳，业绩增长主要来源于煤价的上涨和销售结构的变化

公司现有矿井产量基本稳定，风水沟煤矿、西露天煤矿、六家煤矿、古山煤矿和老公营子煤矿合计核定产能 885 万吨，年产量基本稳定在 950-1000 万吨。未来内生性业绩增长主要来源于煤价上涨。

- 产能情况：风水沟煤矿、西露天煤矿、六家煤矿、古山煤矿和老公营子煤矿，核定产能分别为 210 万吨、230 万吨、120 万吨、145 万吨和 180 万吨，核定产能总计 885 万吨。10 年和 11 年上半年，公司煤炭产量分别为 962.2 万吨和 532.5 万吨，产销量基本保持稳定；
- 公司业绩增长主要依赖煤价的上涨。相对于蒙东地区其他煤炭企业，公司区位优势明显，同时积极开辟锦州港下水煤通道，公司未来将更充分受益于煤炭价格上涨。

### 第四，集团承诺注入元宝山和白音华矿，外延式扩张值得期待

大股东平庄煤业目前拥有元宝山露天矿、白音华露天矿、红庙矿和瑞安煤矿等 4 个在产矿，1 个在建矿，2010 年集团下属矿井煤炭产量超过 1600 万吨。公司资产重组时，集团公司承诺适当时候将元宝山、白音华矿注入到上市公司，两矿产能分别为 800 万吨和 700 万吨，未来均扩产至 1500 万吨，除此之外，集团未来将形成蒙东、蒙西、新疆等煤炭生产基地，到 2013 年煤炭产量达到 5000 万吨。

表 1：集团目前主要矿井情况

| 煤矿名称   | 核定产能 | 扩产产能 | 剩余可采量 | 剩余可采年限 | 2009 年 | 2010 年 |
|--------|------|------|-------|--------|--------|--------|
| 元宝山露天矿 | 800  | 1500 | 29953 | 48     | 870    | 950    |
| 白音华露天矿 | 700  | 1500 | 78084 | 33     | 300    | 500    |
| 红庙煤矿   | 135  | -    | 4000  | 35     | 170    | 187    |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，预计 2011-2013 年 EPS 分别 0.767 元、0.792 元和 0.831 元（按照所得税率 15% 测算，11 年按照 25% 税率测算为 0.677 元），对应 PE 为 18.04 倍、17.48 倍和 16.66 倍，看好公司资产注入前景，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       |
| <b>营业收入</b>        | <b>3226</b>  | <b>3812</b>  | <b>3907</b>  | <b>4069</b>  | 货币资金           | 2343        | 2788        | 3669        | 4590        |
| 营业成本               | 2013         | 2354         | 2408         | 2503         | 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>毛利</b>          | <b>1213</b>  | <b>1458</b>  | <b>1499</b>  | <b>1566</b>  | 应收账款           | 246         | 285         | 292         | 304         |
| % 营业收入             | 37.6%        | 38.2%        | 38.4%        | 38.5%        | 存货             | 85          | 99          | 101         | 105         |
| 营业税金及附加            | 86           | 102          | 105          | 109          | 预付账款           | 31          | 34          | 35          | 36          |
| % 营业收入             | 2.7%         | 2.7%         | 2.7%         | 2.7%         | 其他流动资产         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 销售费用               | 33           | 38           | 39           | 41           | <b>流动资产合计</b>  | <b>2961</b> | <b>3511</b> | <b>4409</b> | <b>5361</b> |
| % 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               | 357          | 412          | 422          | 439          | 持有至到期投资        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | 11.1%        | 10.8%        | 10.8%        | 10.8%        | 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用               | -19          | -9           | -12          | -15          | 投资性房地产         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| % 营业收入             | -0.6%        | -0.2%        | -0.3%        | -0.4%        | 固定资产合计         | 1893        | 1744        | 1588        | 1425        |
| 资产减值损失             | -6           | 0            | 0            | 0            | 无形资产           | 865         | 821         | 780         | 741         |
| 公允价值变动收益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 商誉             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益               | 0            | 0            | 0            | 0            | 递延所得税资产        | 5           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>        | <b>761</b>   | <b>915</b>   | <b>945</b>   | <b>991</b>   | 其他非流动资产        | -533        | -533        | -533        | -533        |
| % 营业收入             | 23.6%        | 24.0%        | 24.2%        | 24.4%        | <b>资产总计</b>    | <b>5190</b> | <b>5542</b> | <b>6244</b> | <b>6994</b> |
| 营业外收支              | -1           | 0            | 0            | 0            | 短期贷款           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>        | <b>761</b>   | <b>915</b>   | <b>945</b>   | <b>991</b>   | 应付款项           | 225         | 247         | 252         | 262         |
| % 营业收入             | 23.6%        | 24.0%        | 24.2%        | 24.4%        | 预收账款           | 462         | 38          | 39          | 41          |
| 所得税费用              | 113          | 137          | 142          | 149          | 应付职工薪酬         | 29          | 68          | 69          | 72          |
| 净利润                | 648          | 778          | 803          | 843          | 应交税费           | 157         | 192         | 197         | 206         |
| <b>归属于母公司所有者</b>   |              |              |              |              | 其他流动负债         | 224         | 243         | 249         | 259         |
| <b>的净利润</b>        | <b>647.8</b> | <b>778.1</b> | <b>803.0</b> | <b>842.7</b> | <b>流动负债合计</b>  | <b>1096</b> | <b>787</b>  | <b>807</b>  | <b>840</b>  |
| 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            | 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>EPS (元/股)</b>   | <b>0.64</b>  | <b>0.77</b>  | <b>0.79</b>  | <b>0.83</b>  | 应付债券           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |              |              |              | 递延所得税负债        | 0           | 0           | 0           | 0           |
|                    | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 其他非流动负债        | 432         | 432         | 432         | 432         |
| <b>经营活动现金流净额</b>   | <b>1098</b>  | <b>630</b>   | <b>1069</b>  | <b>1113</b>  | <b>负债合计</b>    | <b>1528</b> | <b>1219</b> | <b>1238</b> | <b>1271</b> |
| 取得投资收益             | 0            | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司         | 3662        | 4324        | 5006        | 5723        |
| 收回现金               |              |              |              |              | 所有者权益          |             |             |             |             |
| 长期股权投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 无形资产投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>股东权益</b>    | <b>3662</b> | <b>4324</b> | <b>5006</b> | <b>5723</b> |
| 固定资产投资             | -141         | -78          | -79          | -81          | <b>负债及股东权益</b> | <b>5190</b> | <b>5542</b> | <b>6244</b> | <b>6994</b> |
| 其他                 | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>基本指标</b>    |             |             |             |             |
| <b>投资活动现金流净额</b>   | <b>-141</b>  | <b>-78</b>   | <b>-79</b>   | <b>-81</b>   |                | 2010A       | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
| 债券融资               | 0            | 0            | 0            | 0            | EPS            | 0.639       | 0.767       | 0.792       | 0.831       |
| 股权融资               | 0            | 0            | 0            | 0            | BVPS           | 3.61        | 4.26        | 4.94        | 5.64        |
| 银行贷款增加 (减少)        | 0            | 0            | 0            | 0            | PE             | 21.67       | 18.04       | 17.48       | 16.66       |
| 筹资成本               | 71           | -107         | -109         | -112         | PEG            | 2.36        | 1.97        | 1.91        | 1.82        |
| 其他                 | -142         | 0            | 0            | 0            | PB             | 3.83        | 3.25        | 2.80        | 2.45        |
| <b>筹资活动现金流净额</b>   | <b>-71</b>   | <b>-107</b>  | <b>-109</b>  | <b>-112</b>  | EV/EBITDA      | 11.41       | 9.56        | 8.58        | 7.50        |
| <b>现金净流量</b>       | <b>886</b>   | <b>445</b>   | <b>881</b>   | <b>921</b>   | ROE            | 17.7%       | 18.0%       | 16.0%       | 14.7%       |

## 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。