

平煤股份 (601666)

推荐 (维持)

短期缺乏新的增长点 继续维持推荐评级

市场数据

报告日期	2011-11-16
收盘价(元)	13.50
总股本(百万股)	2361.16
流通股本(百万股)	2287.57
总市值(百万元)	31875.73
流通市值(百万元)	30882.16
净资产(百万元)	11057.35
总资产(百万元)	19248.47
每股净资产	4.68

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-收购哈密矿业再度开疆扩土》2011-10-11

《平煤股份-业绩符合预期期待催化剂》2011-8-16

《平煤股份-业绩基本理想,期待恢复性增长》2011-4-20

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC: S0190511030007

投资要点

我们近日拜访平煤股份,与公司高管进行深入沟通和交流,要点如下:

● 产销结构: 动力煤占比约 80%, 冶金煤占比约 20%

目前,平煤股份原煤产能约 3900 万吨左右,预计 2011 年商品煤销量 3700 万吨。从产品结构来看,平煤股份的冶金煤产销量约 650 余万吨,动力煤产销量约 3050 万吨。其中,平煤股份动力煤的 80% (约 2500 万吨) 为重点合同电煤,其余 550 万吨为市场煤,这就决定了平煤股份的业绩对重点合同电煤变化更为敏感

● 煤炭价格: 电煤明显强劲, 而冶金煤需求偏弱

下游钢厂采购意愿不强,典型表现为更多地以应收款或票据形式支付,虽然暂无降价要求,但对于煤质标准的要求提高显示其议价能力增强。相反,动力煤尤其是电煤需求十分旺盛,导致河南省对电煤出省进行限制,从侧面上显示了重点合同煤价格偏低,未来提价预期强烈,这与我们四季度“强烈推荐重点合同煤”的观点是一致的。因此,在冶金煤需求回落导致价格压力较大,而动力煤受限价下,平煤股份的业绩弹性更多在于重点合同煤的涨价。

整体来看,平煤股份的煤炭价格出现分化,即冶金煤价格压力大,而动力煤依然旺盛。

- **资产注入：看上去很美**

有别于市场其他观点，我们谨慎看好平煤股份的资产注入和收购整合：

- **集团产能：**除平煤股份外，集团旗下拥有瑞平煤电（280 万吨，60%）、平禹煤电（400 万吨，40%）和梨园矿（120 万吨，100%）等煤炭资产，权益产能约 448 万吨。受制于环保要求，我们预计上述产能短期注入可能性并不大。即使收购，我们估算上述 3 家子公司净利润约 3 亿元，权益净利润约 1.5 亿元。即使以现金收购，按现有总股本 23.6 亿股计算，增厚 EPS 仅 0.06 元；
- **整合产能：**按河南省规划，集团与股份合计整合小煤矿约 110 家，目前已经劝退 60 家，补偿每 1 家约 1000 万元，剩下的 50 家正在办理采矿权许可证，预计再关闭一半，但支付成本要高些。其中，平煤股份在平顶山矿区整合小煤矿 19 个，其中 10 个已经交钱关闭，仅保留 9 个，预计整合后产能为 30 万吨，若按 51%权益计算，仅新增权益产能约 135 万吨，增厚效应并不显著；
- **新疆产能：**受新疆地区短期资源政策变动影响，平煤股份的煤炭资源整合平台-哈密矿业（100%）短期无法获取新的资源和产能，即使获取新增产能，但因规模有限，对业绩的增厚效应也不显著。

- **维持评级：推荐**

整体来看，我们预计平煤股份短期业绩缺乏新的增长点，维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.03 元、1.26 元和 1.49 元的盈利预测，对应 PE 估值分别为 14 倍、11 倍和 10 倍。与此前一致，我们继续对平煤股份持谨慎态度。

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	6	-107	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	759	1114	-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	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	101.8	100.9	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	17.2	13.1	10.7	9.1
PB	3.4	2.8	2.3	2.0

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。