

公司研究/首次覆盖

2020年07月09日

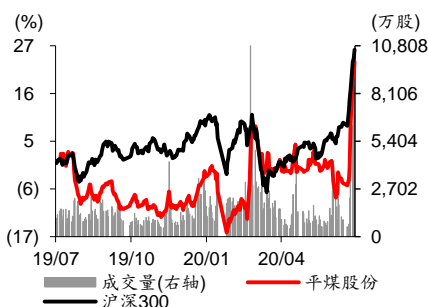
采掘/煤炭开采 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 4.84
合理价格区间(元): 4.89~5.38

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

精煤战略清晰，现金分红率高

平煤股份(601666)

河南地区焦煤企业，首次覆盖给予“增持”评级

公司系平煤神马集团旗下煤炭上市公司，现有煤炭年产能 3077 万吨，主要产品为焦煤，集中在中南地区销售，近年来公司实施精煤战略，不断提升产品附加值。“十三五”期间国内新增产能主要以动力煤为主，焦煤产量提升空间少，且今年国内基建投资较好，钢材、焦煤需求较强，焦煤价格有望保持坚挺。公司自 2019 年起加强现金分红，预计 2020-2022 年现金分红 60%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.38、12.29、13.77 亿元，EPS 分别为 0.49、0.53、0.59 元，对应 PE 分别为 9.9、9.2、8.2 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

焦煤整体供需好于动力煤，价格相对坚挺

2016 年来，公司实施精煤战略，通过掺配外购的高热值动力煤公司动力煤热值，并加大动力煤向冶炼精煤的转化力度，提升煤炭产品附加值。从《煤炭“十三五”规划》看，“十三五”期间新增产能以动力煤为主，焦煤产量提升空间少。内蒙古为国内焦煤生产大省，2020 年内蒙古“倒查 20 年涉煤腐败”，预计今年超产将减少、产量将下降。且国内基建投资较好，钢材、焦煤需求较强，今年焦煤价格或坚挺。公司焦煤主要供应中南地区，从历史数据看中南地区焦煤有缺口，供给紧张。按“十三五”规划导向，我们判断未来公司周边如河南、两淮、鲁西、冀中等基地煤炭产能以收缩为主。

平煤神马集团仍有焦煤产能，未来或注入公司

平煤神马集团旗下瑞平煤电、平禹煤电煤矿核定年产能分别为 235、210 万吨，产品主要为焦煤，此外，平煤神马集团另有 1600 万吨焦炭产能，与公司存在关联交易。平煤神马集团有解决同业竞争、关联交易的承诺，未来瑞平煤电、平禹煤电及焦炭产能有望注入公司。

公司内部有降本空间，未来三年加强现金分红

截至 2020 年 3 月 31 日，公司资产负债率高达 69.31%、融资成本高，我们认为公司可降低带息负债规模，并通过债务置换降低融资成本。2019 年公司恢复分红，当年现金分红比例 60%。2019 年 2 月 29 日公司发布《2019 年至 2021 年股东分红回报规划》，在公司盈利且累计未分配利润为正、现金流满足正常经营和可持续发展前提下，公司进行现金分红，分红比例不低于 60%且每股派息不低于 0.25 元。按每股现金分红 0.25 元、2020 年 7 月 8 日收盘价 4.84 元计算，公司股息率 5.17%。

公司精煤战略清晰，首次覆盖给予“增持”评级

我们选取煤炭龙头企业中国神华、陕西煤业及焦煤公司盘江股份、潞安环能、阳泉煤业、西山煤电作为可比公司，可比公司 Wind 一致预期 PE (2020E) 均值 9.5 倍。考虑公司精煤战略清晰，煤炭产品附加值不断提高，市场竞争力有望提升，故 2020 年 PE 取 10.0-11.0 倍，公司对应股价 4.89-5.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：公司产销量低于预期；钢铁短流程产能增长；煤炭进口超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,328
流通 A 股 (百万股)	2,328
52 周内股价区间 (元)	3.56-4.84
总市值 (百万元)	11,266
总资产 (百万元)	54,992
每股净资产 (元)	6.37

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	20,153	23,635	23,615	23,290	23,285
+/-%	(2.84)	17.28	(0.09)	(1.38)	(0.02)
归属母公司净利润 (百万元)	715.16	1,155	1,138	1,229	1,377
+/-%	(48.06)	61.51	(1.47)	8.00	12.03
EPS (元, 最新摊薄)	0.31	0.50	0.49	0.53	0.59
PE (倍)	15.75	9.75	9.90	9.17	8.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心逻辑	3
核心逻辑：公司焦煤面向中南市场，区位优势明显.....	3
有别于市场观点.....	3
精煤战略放大公司资源、区位优势.....	4
平煤神马集团旗下传统能源上市平台	4
大力推进精煤战略，提升产品附加值	4
近年现金流改善，19年恢复现金分红	5
焦煤竞争格局佳，动力煤供需或受冲击	9
从去产能向优化产能结构、布局过渡	9
新增产能动力煤居多，供给相对过剩	10
预计短期炼焦煤景气度好于动力煤	13
公司降本增效，集团仍有可注入产能	15
焦煤生产大户，未来仍有可注入产能	15
公司所在区域产能收缩、新增产能少	16
降本增效，未来三年计划裁员 2 万人	18
盈利预测及评级：给予公司“增持”评级.....	19
盈利预测：2020年净利润或小幅增长.....	19
估值评级：首次覆盖给予“增持”评级.....	21
PE/PB - Bands	22
风险提示.....	22

核心逻辑

核心逻辑：公司焦煤面向中南市场，区位优势明显

- 1) **大力推进精煤战略，提升产品附加值。**2016年来，公司实施精煤战略，通过掺配外购的高热值动力煤公司动力煤热值，并加大动力煤向冶炼精煤的转化力度，提升煤炭产品附加值，原煤入选率已从2015年的44%提升至2019年的87%。
- 2) **公司焦煤面向中南地区，该地区存焦煤缺口。**公司焦煤主要供应中南地区，从历史数据看，中南地区焦煤有缺口，供给相对紧张。此外，从《煤炭“十三五”规划》看，公司周边如河南、两淮、鲁西、冀中等基地煤炭产能以收缩为主。
- 3) **集团焦煤产能或注入公司。**平煤神马集团旗下瑞平煤电及平禹煤电拥有较大的煤矿，核定年产能分别为235、210万吨；此外，平煤神马集团另有1600万吨焦炭产能，与公司存在关联交易。平煤神马集团有解决同业竞争、关联交易的承诺，未来瑞平煤电、平禹煤电及焦炭产能有望注入公司。
- 4) **降本空间大，未来三年或高分红。**截止2020年一季报，公司资产负债率高达69.31%，下降空间较大，我们认为公司可通过债务置换降低融资成本。此外，公司计划2019-2021年在公司盈利且累计未分配利润为正、现金流满足正常经营和可持续发展前提下，公司进行现金分红比例不低于60%且每股派息不低于0.25元。按每股现金分红0.25元、2020年7月8日收盘价4.84元计算，公司股息率5.17%。

有别于市场观点

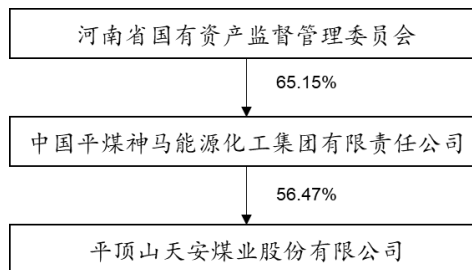
焦煤整体供需有望好于动力煤，价格相对坚挺。从《煤炭“十三五”规划》看，我们判断“十三五”期间新增产能或主要以动力煤为主，焦煤产量提升空间少。此外，我们认为内蒙古为国内焦煤生产大省，2020年内蒙古“倒查20年涉煤腐败”，预计今年超产将减少、产量将下降。且国内基建投资较好，钢材、焦煤需求较强，今年焦煤价格或坚挺。

精煤战略放大公司资源、区位优势

平煤神马集团旗下传统能源上市平台

1998年，平顶山天安煤业股份有限公司（以下简称“公司”）由原平顶山煤业（集团）有限责任公司（以下简称“平煤集团”）等共同发起成立。2006年，公司在上交所上市。

图表1：平煤神马集团系公司控股股东（截至2020年一季度）



资料来源：Wind，2020年一季度，华泰证券研究所

2008年，河南国资委以平煤集团65.81%股权和中国神马集团有限责任公司（以下简称“神马集团”）53.03%股权出资设立中国平煤神马能源化工集团有限责任公司（以下简称“平煤神马集团”）。2009年，平煤神马集团吸收合并平煤集团和神马集团。截止2020年4月1日，平煤神马集团持有公司56.47%股份，系公司控股股东；河南省国资委系公司实际控制人。截止2020年7月8日，公司共有23.28亿股，全部为流通股，其中自由流通股9.98亿股；公司总市值112.7亿元，其中自由流通市值48.30亿元。

平煤神马集团旗下有三家上市公司，分别为公司、神马股份及易成新能，对应主业分别为煤炭、化工化纤及光伏材料。

大力推进精煤战略，提升产品附加值

公司2019年末在产产能3077万吨。公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工和煤炭销售，矿井位于平顶山矿区，井田面积323.94Km²。截止2019年末，公司资源储量19.24亿吨、可采储量9.50亿吨，在产产能3077万吨，对应权益产能2956万吨。

图表2：2019年底公司核定年产能3077万吨

矿井名称	所属公司	持股比例	资源储备量	可采储备量	核定年产能	权益年产能	煤种	开采条件	现状
一矿	本部	100%	20,770	8,449	320	320	1/3焦煤、肥煤	井工开采	在产
二矿	本部	100%	1,063	548	170	170	1/3焦煤、贫煤	井工开采	在产
四矿	本部	100%	5,565	1,839	224	224	1/3焦煤	井工开采	在产
五矿	本部	100%	12,229	5,557	190	190	1/3焦煤	井工开采	在产
六矿	本部	100%	12,619	4,025	350	350	贫煤	井工开采	在产
八矿	本部	100%	27,099	13,077	405	405	焦煤、肥煤	井工开采	在产
九矿	平顶山天安煤业九矿有限责任公司	100%	241	56	90	90	1/3焦煤、贫煤	井工开采	在产
十矿	本部	100%	9,322	5,328	264	264	焦煤、肥煤	井工开采	在产
十一矿	本部	100%	13,426	8,122	240	240	1/3焦煤、气煤	井工开采	在产
十二矿	本部	100%	2,992	884	104	104	1/3焦煤	井工开采	在产
十三矿	本部	100%	33,910	18,494	210	210	1/3焦煤、瘦煤	井工开采	在产
香山矿	平顶山天安煤业香山矿有限公司	72%	2,737	809	90	65	气肥煤	井工开采	在产
朝川矿	本部	100%	8,328	3,358	180	180	焦煤、肥煤	井工开采	在产
首山一矿	河南平宝煤业有限公司	60%	38,504	24,416	240	144	焦煤、肥煤	井工开采	在产
牛庄井田	本部	100%	3,599						
合计			192,403	94,963	3,077	2,956			

资料来源：公司年报，国家安监总局，华泰证券研究所；单位：万吨

2019 年，公司无关停矿井情况，但下属 5 个矿井共核减产能 288 万吨/年。2020 年，公司计划退出产能为 30 万吨/年的六矿二井，预计 2020 年底公司合并产能 3047 万吨，对应权益产能 2026 万吨。六矿二井关停后，公司将完成河南省政府下达的去产能目标。

公司煤种覆盖 1/3 焦煤、焦煤、肥煤。公司矿区煤类有焦煤、1/3 焦煤、肥煤、气煤及瘦煤，以 1/3 焦煤、焦煤、肥煤为主，焦煤、肥煤为特殊和稀缺煤类。公司炼焦煤资源禀赋突出，具有低硫、低灰、低磷，碱金属含量低，热态指标好及有害元素低等优点，是国内最优质的炼焦煤之一。

公司推进精煤战略，提升产品附加值。目前，公司煤炭采掘 100% 实现综采，机械化水平达到 100%，均为国内先进水平。2017 年来，受超千米矿井产能核减以及部分矿井因地质条件问题开采受限等因素影响，公司原煤产量逐年下降。

2016 年来，公司实施精煤战略，通过掺配外购的高热值动力煤公司动力煤热值，并加大动力煤向冶炼精煤的转化力度，提升煤炭产品附加值，原煤入选率已从 2015 年的 44% 提升至 2019 年的 87%。公司现有选煤厂 4 座，焦煤洗选能力为 2,160 万吨，动力煤洗选能力为 1,125 万吨。

近年来，公司精煤产量有所波动，其中 2018 年精煤产量同比下降 12.12%，主要系开采深度增加导致煤质下降，及调整产品布局；2019 年及 2020 年 1-3 月，受益于公司加大己组煤层的开采力度且原煤入选率同比增长，精煤产量分别同比增加 21.87% 和 19.20%。

图表3：2013-2019 年公司原煤产量及商品煤产销量

产量		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
原煤	万吨	3,600	3,307	3,515	2,989	3,125	3,080	2,832
其中：入洗量	万吨			1,553	1,925	2,127	2,444	2,454
入洗率	%			44	64	68	79	87
混煤	万吨	2,147	1,879	2,028	1,262	1,264	1,273	932
精煤	万吨	817	833	697	918	1,001	880	1,072
其他洗选煤	万吨	443	442	430	438	446	386	556
商品煤产量合计	万吨	3,408	3,155	3,156	2,618	2,711	2,539	2,561
销量		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
混煤	万吨	2,129	1,869	2,066	1,232	1,261	1,322	947
精煤	万吨	821	833	687	923	986	899	1,046
其他洗选煤	万吨	458	453	424	440	443	382	561
商品煤销量合计	万吨	3,408	3,155	3,178	2,594	2,691	2,603	2,554

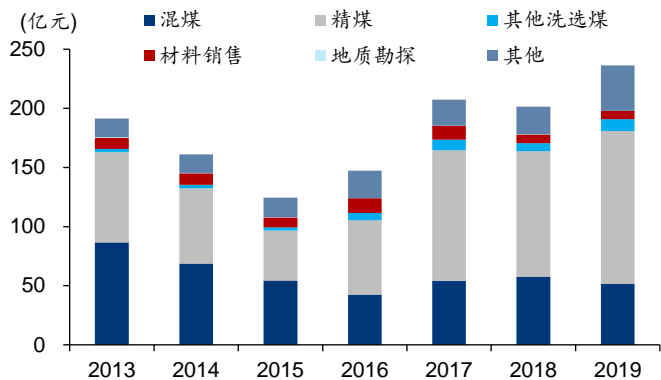
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

华中地区钢厂为公司冶炼精煤主要客户。公司主要生产动力煤和冶炼精煤，前者主要用于电力、石油化工和建材等行业，后者主要用于钢铁冶炼。公司动力煤主要销往华中、华东地区各大电厂，客户较稳定；冶炼精煤品质较好，主要供应公司控股股东下属焦化厂及宝武集团。公司销售区域主要在中南地区，2019 年，中南地区贡献的营业收入、毛利润分别占 81%、94%。

近年现金流改善，19 年恢复现金分红

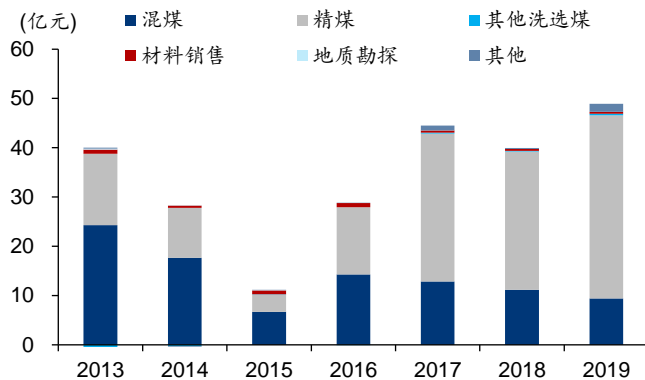
冶炼精煤系公司主要收入、毛利来源。自 2016 年公司实施精煤战略来，精煤销售收入占比从 2015 年的 34% 上升至 2017 年 53%，且 2017-2019 年稳定在 50% 以上；且精煤毛利润占比已从 2015 年的 31% 上升至 2017 年的 67%，2018、2019 年分别达到 70%、76%。

图表4：2013-2019年精煤、混煤是公司营收主要来源，精煤占比提高



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

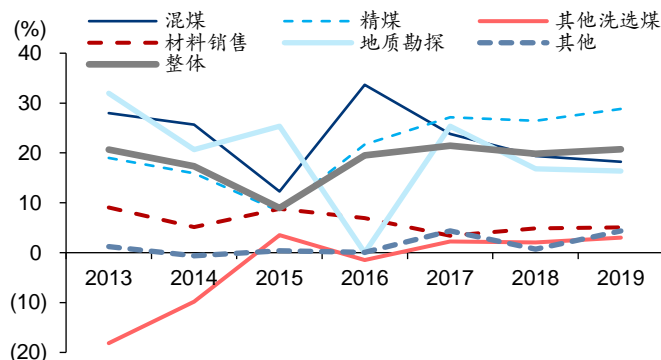
图表5：2013-2019年精煤、混煤是公司毛利主要来源，精煤占比提高



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

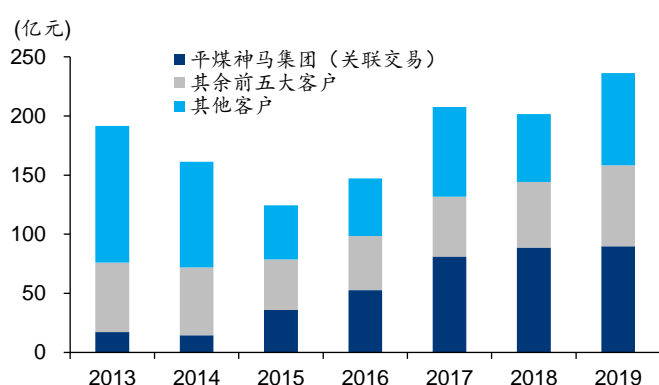
2017-2019年，公司吨煤生产成本逐年上行，混煤毛利率逐年下降；2015年后，受益于生铁产量及钢铁行业盈利上行，公司冶炼精煤毛利率基本呈上行趋势，仅2018年因精煤产、销量分别同比下行12%、9%导致单位成本上行，精煤毛利率小幅下行。

图表6：2015年后精煤毛利率不断提高



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

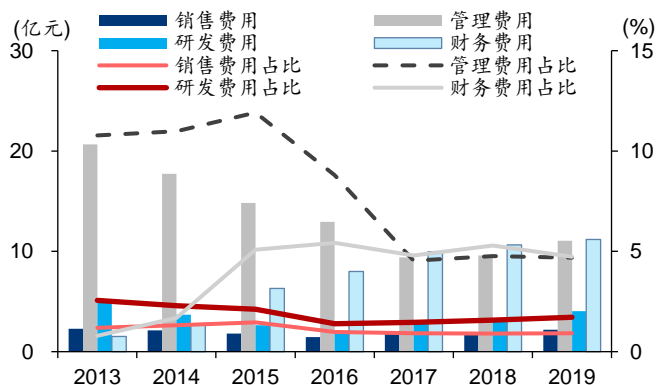
图表7：2013-2019年关联交易、前五大客户营收占比较高



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

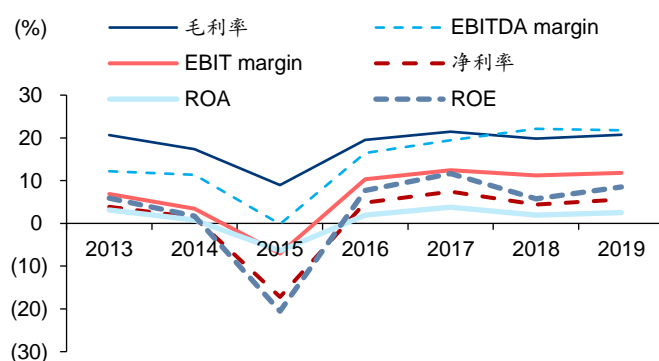
公司关联交易、大客户收入占比高。公司前五大客户占比相对较高、稳定，包括股东平煤神马集团（关联交易）及宝武集团子公司武钢。

图表8：公司四费整体稳定，财务费用有较大下行空间



资料来源：公司年报，华泰证券研究所；管理费用调整至2019年口径：①修理费自2017年列支营业成本，管理费用剔除修理费用；②税金及附加自2017年起单列，管理费用剔除税金及附加；③矿产资源补偿费自2016年7月1日起不再征收，改征资源税，资源税计入税金及附加，管理费用剔除矿产资源补偿费用

图表9：2015年后公司盈利能力上行



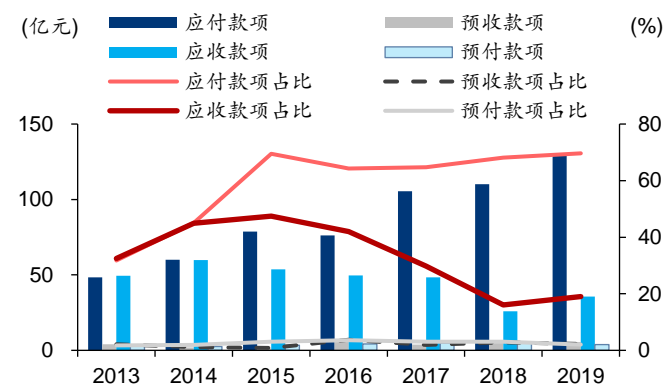
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

四费维持稳定，财务费用有下行空间。从2013年到2017年，公司管理费用（调整至2019年口径）从7.96亿下降至5.96亿，主要因期间职工薪酬下降1.37亿元。期间，财务费用上行较多，主要因2013-2016年煤价低位，公司大量举债且债务成本较高，随着公司净利润好转，我们认为公司可通过降低债务、低成本债置换等方式降低财务费用。公司销售费用、研发费用表现相对比较稳定。

2016-2019年公司盈利能力相对稳定。2016年供给侧改革后，公司净利率、ROE等指标反弹，2016-2019年表现稳定，仅2018年盈利能力小幅下行，主要因公司开采深度增加导致煤质下降，精煤产、销量均下行，2018年业绩同比下降6.62亿元，另公司2018年缩短部分固定资产折旧年限，影响2018年利润总额-4.87亿元，我们预计，若所得税税率按照25%计算，估算影响净利润-3.65亿元。

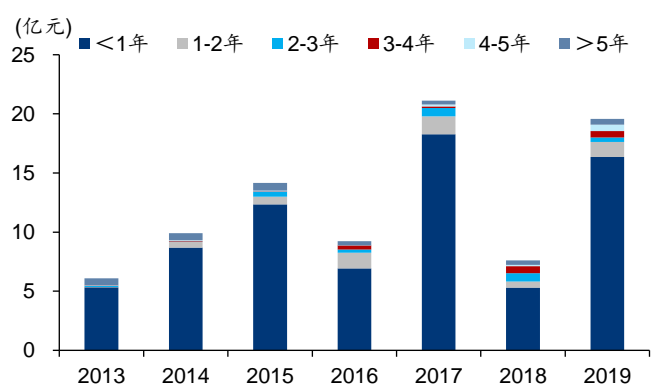
2018-2019年公司应收款项下降较多。公司销售煤炭主要采取直销模式，且关联方及大客户交易占比较高，因此应收款项较多。2018年，公司将平煤神马集团下属相关单位的12.70亿元应收账款转让给信达资管，应收账款同比大幅下降67.74%。从应收账款账龄上看，主要为1年内应收账款，结构较健康。

图表10：公司应收款项占比下行较多



资料来源：公司年报，华泰证券研究所；2020年应收款项中包括应收票据1.31亿元、应收款项融资17.21亿元及应收账款

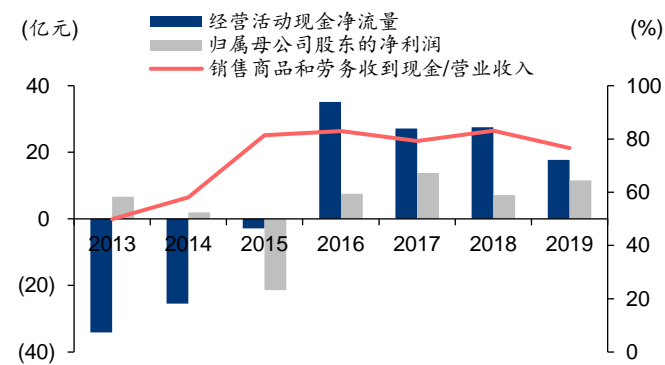
图表11：2013-2019年1年应收账款占比较多



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

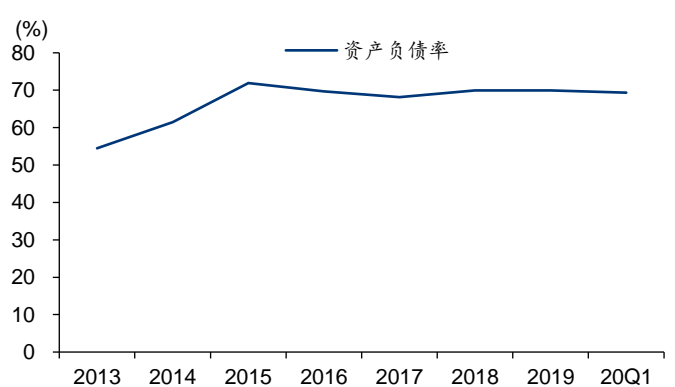
部分年份经营净现金流与业绩不匹配。2016年后，煤炭行业整体上行，公司净利润改善，经营性现金流同比好转。2017年，尽管业绩继续好转，但公司支付给职工以及为职工支付的现金大幅同比增加39亿元，因此经营性净现金流下行。2019年，受公司应收款项上升等因素影响，经营活动净现金流下降。

图表12：2015-2019年公司现金回款能力较稳定



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表13：2016年后公司资产负债率相对平稳



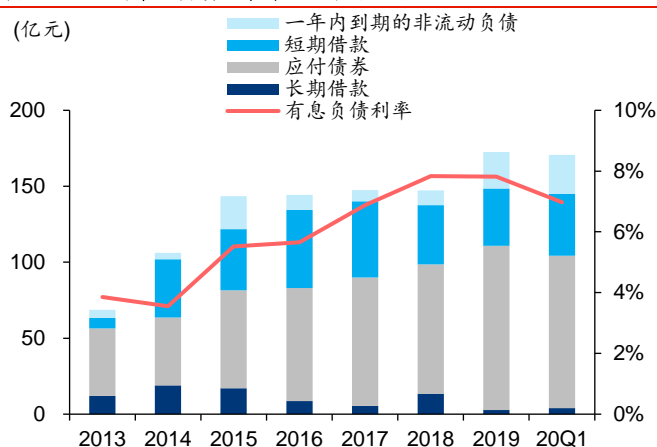
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

历史负债沉重，公司有较大优化空间。2013-2015年，动力煤、焦煤价格下行，公司经营净现金流为负数，公司负债上行，且有息负债利率上行。

2016年后，公司净利润、现金流好转，2016-2018年带息负债规模基本与2015年持平。近年来，公司部分矿井原有开采水平的采区和工作面已较难保障矿井的持续正常生产，为保障矿井产量的稳定，公司陆续启动采区水平接替和矿井升级改造工作，整体投资规模较大、周期较长，其中2018年及2019年分别投资50.33亿元和40.76亿元，2019年公司带息负债规模不降反升。截止2020年6月13日，公司在2020年需要兑付36亿债券，有一定偿债压力。

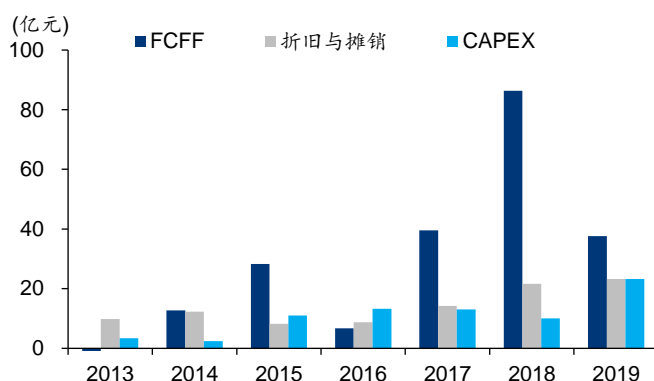
2020年以来，10年国债收益率降至3%以下，资金成本降低，公司或有望通过部分债务偿还、债务置换降低有息负债利率。

图表14： 公司带息负债利率有较大下行空间



资料来源：公司年报，华泰证券研究所；有息负债利率为测算值

图表15： 2017-2019年期间公司 capex 少于同年折旧与摊销



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2019年公司恢复分红，加强股东回报。尽管2015年后公司净利润、现金流好转，但公司仍面临较大的资金压力，公司2016-2018年盈利但未分红。2019年公司恢复分红，当年现金分红比例60%。

2019年2月29日公司发布《2019年至2021年股东分红回报规划》，在公司盈利且累计未分配利润为正、现金流满足正常经营和可持续发展前提下，公司进行现金分红，分红比例不低于60%且每股派息不低于0.25元。

图表16： 2019年公司恢复分红，全年总分红比例82%

	单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
归母净利润	亿元	6.67	1.99	-21.38	7.53	13.77	7.15	11.55
现金分红	亿元	2.01	0.61	-	-	-	-	6.93
现金分红比例	%	30.13	30.65	-	-	-	-	60.00
每股现金股利	元	0.09	0.03	-	-	-	-	0.30
增速	%	-40.56	-69.41	-100.00	-	-	-	-
回购金额	亿元	-	-	-	-	-	-	2.50
总分红	亿元	-	-	-	-	-	-	9.43
总分红比例	%	-	-	-	-	-	-	81.61

资料来源：公司年报、公司公告，华泰证券研究所

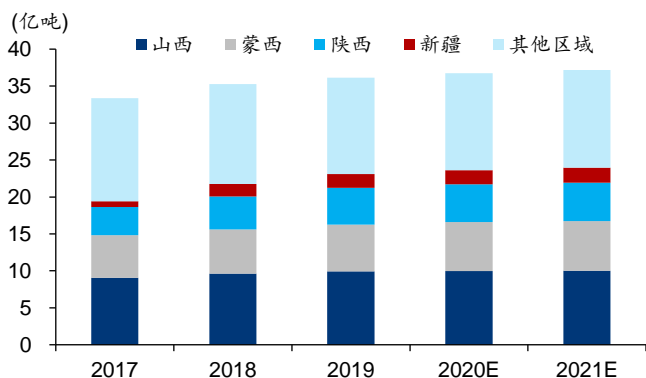
焦煤竞争格局佳，动力煤供需或受冲击 从去产能向优化产能结构、布局过渡

2016-2018年压减产能8.1亿吨。2016年2月《国务院关于化解煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见》发布，地方积极响应，全国25个地区计划压减煤炭产能8亿吨。2019年5月，发改委发布《中国煤炭行业“十三五”煤控中期评估及后期展望》，中国煤炭行业在2016-2018年间共退出产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”的阶段性目标。

18年后以优化产能结构为主线。2019年8月28日，国家发改委等六部门印发《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，提出力争到2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，华北、西北地区（不含南疆）30万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区30万吨/年以下煤矿数量原则上比2018年底减少50%以上。根据国家安监总局数据，2019年底，全国30万吨/年以下在产煤矿合计896处，产能合计10556万吨。预计2020-2021年合计将减少在产煤矿454处、在产产能3316-5380万吨。

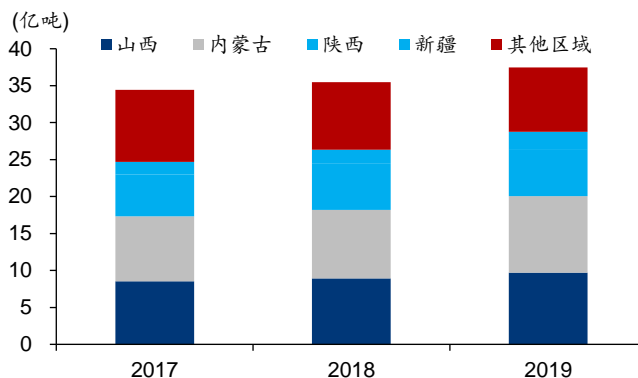
煤炭生产逐渐向三西地区集中。从近年来产能压减、新增产能情况，产能有向蒙西、山西、陕西及地区集中的趋势，2019年三西地区及新疆产能占比64%，较2017年提高6pct。

图表17：2019年三西及新疆地区煤炭产能占比达到64%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表18：2019年内蒙古、陕西、山西、新疆原煤产量占比77%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

推进陕北、神东煤炭基地建设。2016年12月，国家发改委、国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，提出压缩东部、限制中部和东北、优化西部，即：降低鲁西、冀中、河南、两淮四大基地生产规模，控制蒙东（东北）、冀北、晋中、晋东、云贵、宁东六大基地生产规模，有序推进陕北、神东、黄陇、新疆四大基地建设。

图表19: “十三五”煤炭行业规划之优化生产开发布局

各基地规划	各基地情况	2020年控制产量目标
加快大型煤炭基地外煤矿关闭退出	北京、吉林、江苏资源枯竭、产量下降，逐步关闭现有煤矿；福建、江西、湖北、湖南、广西、重庆、四川煤炭资源零星分布，开采条件差，矿井规模小，瓦斯灾害严重，水文地质条件复杂，加快煤矿关闭退出；青海做好重要水源地、高寒草甸和冻土层生态环境保护，加快矿区环境恢复治理，从严控制煤矿建设生产	大型煤炭基地外煤矿产量控制在2亿吨内
降低鲁西、冀中、河南、两淮煤炭基地规模	基地资源储量有限，地质条件复杂，煤矿开采深度大，部分矿井开采深度超千米、安全生产压力大；基地内人口稠密，地下煤炭资源开发与地面建设矛盾突出；重点做好资源枯竭、灾害严重煤矿退出，逐步关闭采深超过千米的矿井，合理划定煤炭禁采、限采、缓采区范围，压缩煤炭生产规模	鲁西1亿吨以内、冀中0.6亿吨、河南基地1.35亿吨、两淮1.3亿吨
控制蒙东（东北）、晋北、晋中、晋东、云贵、宁东大型煤炭基地生产规模	内蒙古东部生态环境脆弱，水资源短缺，控制褐煤生产规模，限制远距离外运，主要满足锡盟煤电基地用煤需要，通过锡盟-山东、锡盟-江苏输电通道，向华北、华东电网送电。东北地区煤质差，退出煤矿规模大，人员安置任务重，适度建设接续矿井，逐步降低生产规模 晋北、晋中、晋东基地尚未利用资源多在中深部，煤质下降，生态环境承载能力有限，做好资源枯竭煤矿关闭退出，加快处置资源整合煤矿，适度建设接续矿井。晋北基地坚持输煤输电并举，积极推进煤电一体化，通过晋北-江苏输电通道向华东地区供电；结合煤制天然气项目建设向华北地区供气。晋中基地做好炼焦煤资源保护性开发。晋东基地做好优质无烟煤资源保护性开发，结合煤制油项目建设，满足新增煤炭深加工用煤需求 云贵基地开采条件差，矿井多瓦斯，水文地质条件复杂，单井规模小，大力调整生产结构，淘汰落后采煤工艺，加快关闭灾害严重煤矿，适度建设大中型煤矿。结合煤制油项目建设，满足新增煤炭深加工用煤需求 宁东基地开发强度大，控制生产规模，就地转化为主，重点满足宁东-浙江输电通道和宁东煤制油等新增需求	蒙东（东北）产量4亿吨 晋北产量3.5亿吨、晋中3.1亿吨、晋东3.4亿吨 云贵基地产量2.6亿吨 宁东基地产量0.9亿吨
有序推进陕北、神东、黄陇、新疆大型煤炭基地建设	陕北、神东基地煤炭资源丰富、煤质好，煤层埋藏浅，地质构造简单，生产成本低，重点配套建设大型、特大型一体化煤矿。结合蒙西-天津南、上海庙-山东、神木-河北、榆横-潍坊四条外送电通道建设，配套建设一体化煤矿，变输煤为输电，向华北电网送电。结合榆林、鄂尔多斯等煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用（多联产）项目建设情况，有序建设配套煤矿，满足煤炭深加工用煤需要。增加外调规模，通过蒙西至华中等煤运通道向南方供煤，保障华中、华南地区淘汰小煤矿后的煤炭供应 黄陇基地适度建设大型煤矿，补充川渝等地缺口。黄陇基地渭北区域保有资源储量少，水文地质条件复杂，加快资源枯竭和灾害严重煤矿退出。黄陇基地陇东区域资源埋藏深，缺乏区位优势，煤炭开发仍需外输电力 新疆基地煤炭资源丰富，开采条件好，水资源短缺，生态环境脆弱，市场相对独立，以区内转化为主，少量外调。结合哈密-郑州和准东-华东等疆电外送通道建设，配套建设大型、特大型一体化煤矿，满足电力外送用煤需要。根据准东、伊犁煤炭深加工项目建设情况，适度开发配套煤矿，满足就地转化需求	陕北基地产量2.6亿吨，神东基地9亿吨 黄陇基地产量1.6亿吨 新疆基地产量2.5亿吨

资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，华泰证券研究所

陕北、神东、黄陇、新疆基地的政策定位有一定差异。新疆因远离内地市场，煤炭多本地消化、就地发电、远距离输电。黄陇基地因保有资源储量少、水文地质条件复杂，被要求“适度”建设大型煤矿，补充川渝缺口。而陕北和神东基地因为煤炭资源丰富、煤质好，煤层埋藏浅，地质构造简单，生产成本低，被定位为重点配套建设大型、特大型一体化煤矿。

新增产能动力煤居多，供给相对过剩

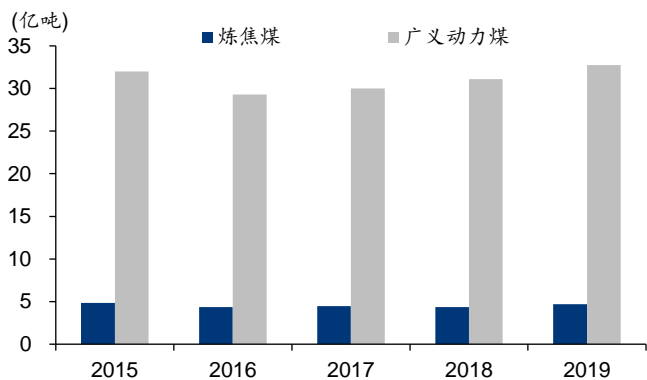
近年来新增产能以动力煤为主。从2018年来的新增产能情况看，新增产能主要分布在主要在三西（陕西、山西及内蒙古西部地区）及新疆地区。新疆煤炭以焦煤、动力煤为主，距离消费市场较远，就地消化为主。陕西及蒙西地区成煤时间较晚，多为早中侏罗世，以动力煤为主；山西地区成煤时间稍早，多在晚石炭世到早二叠世，以焦煤、动力煤为主。按国家对十三个煤炭基地的规划，神东、陕北适宜建设大型煤炭基地，该区域以动力煤为主。而焦煤主要分布在山西、山东、安徽、河南及云南、贵州。对于上述区域的煤炭基地，未来以压减、维持为主。

图表20: 各地区煤炭成煤时间

区域	省	基础储量		产煤基地	煤矿	成煤期	煤炭品种
		占比	占比				
西北	新、宁、青、陕、甘	16.1%		新疆基地	准东(五彩湾、大井、西黑山、将军庙)、伊犁、吐哈、库拜	早中侏罗世	焦煤, 低变质烟煤
				宁东基地	石嘴山、石炭笋、红墩子、灵武、鸳鸯湖、横城、韦州、马家滩、积家井、萌城	晚石炭世-早二叠世; 早中侏罗世	焦煤, 低变质烟煤
				黄陇基地	彬长(永陇)、黄陵、旬耀、铜川、蒲白、澄合、韩城、华亭	晚石炭世-早二叠世; 早中侏罗世	焦煤, 低变质烟煤
				陕北基地	榆神、榆横	晚石炭世-早二叠世; 早中侏罗世	焦煤, 无烟煤, 低变质烟煤
东北	黑、吉、辽	4.0%		鸡西-鹤岗	鸡西、七台河、双鸭山、鹤岗(阜新、铁法、沈阳、抚顺)	晚石炭世-早二叠世; 晚侏罗世-早白垩世	焦煤
华北	京、津、冀、晋、内蒙古	59.2%		蒙东基地	五九、准哈诺尔、查干淖儿、吉日嘎郎、哈日高毕、宝日希勒、伊敏、大雁、霍林河、平庄、白音华、胜利	晚侏罗世-早白垩世	褐煤, 低变质烟煤
				神东基地	神东、万利、准格尔、包头、乌海、府谷	晚石炭世-早二叠世	无烟煤, 焦煤, 低变质烟煤
				冀中基地	峰峰、邯郸、邢台、开滦、平原	晚石炭世-早二叠世	焦煤
				晋北基地	大同、平朔、朔南、轩岗、河保偏、岚县	晚石炭世-早二叠世	焦煤, 低变质烟煤
				晋中基地	西山、东山、汾西、霍州、离柳、乡宁、霍东、石隰	晚石炭世-早二叠世	焦煤
				晋东基地	晋城、潞安、阳泉、武夏	晚石炭世-早二叠世	无烟煤, 焦煤
华中	鄂、湘、豫、赣	4.0%		河南基地	鹤壁、焦作、义马、郑州、平顶山、永夏	晚石炭世-早二叠世	焦煤
西南	云、贵、川、渝、藏	9.7%		云贵基地	盘县、普兴、水城、六枝、织纳、黔北、庆云、老厂、小龙潭、昭通、镇雄、恩洪、跨竹、筠连、古叙	晚二叠世	焦煤, 无烟煤, 褐煤
华东	鲁、苏、皖、浙、闽、沪	6.9%		鲁西基地	兖州、济宁、新汶、枣滕、龙口、淄博、肥城、巨野、黄河北	晚石炭世-早二叠世	焦煤
				两淮基地	淮南、淮北	晚石炭世-早二叠世	焦煤

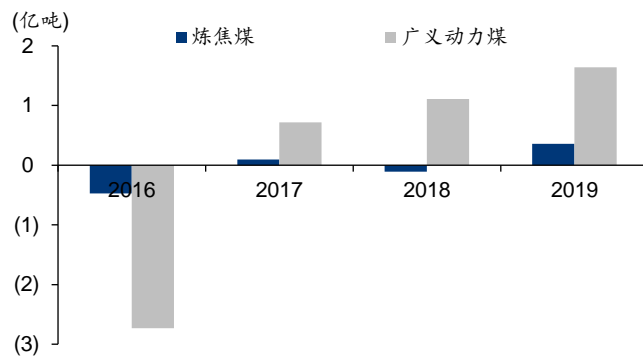
资料来源:《不同地质年代的煤灰成分及熔融特性规律》(2008年), 华泰证券研究所; 低变质烟煤包括长焰煤、不粘煤、弱粘煤、1/2中粘煤

图表21: 2015-2019年广义动力煤、焦煤产量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

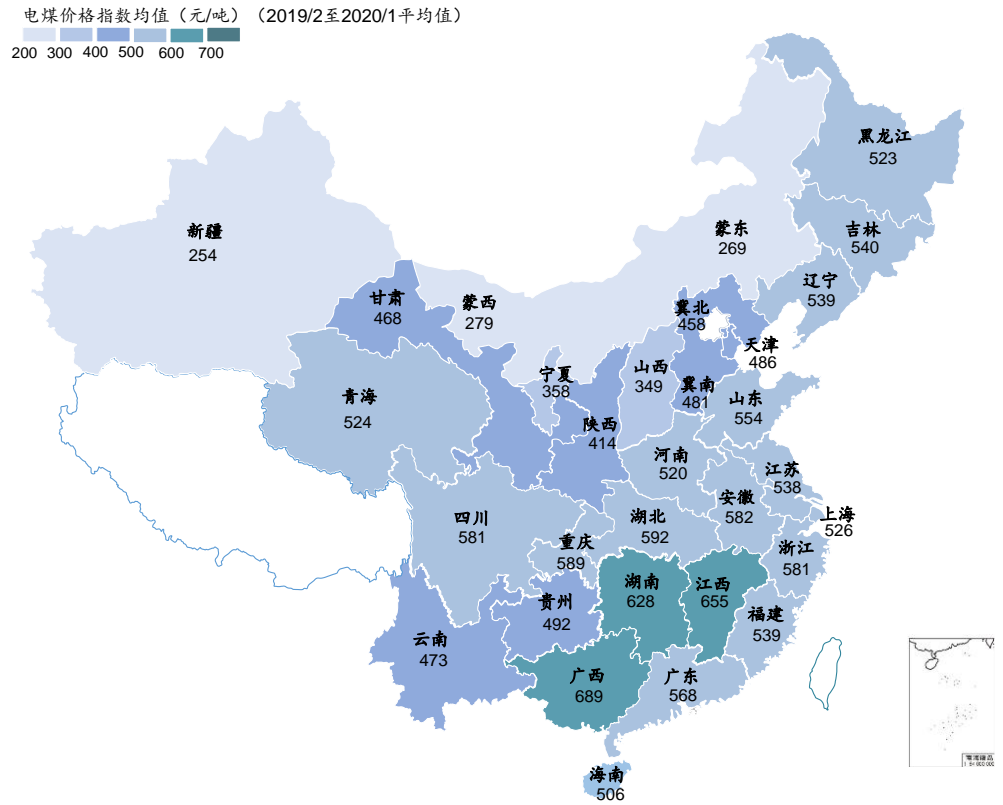
图表22: 2017-2019年新增产量以动力煤为主



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

浩吉铁路开通优化华中动力煤供应。据《大秦铁路可研报告》(2019.9.21; 大秦铁路, 601006 CH, 增持, 目标价 7.6-8.0 元), 三省 2010 年来煤炭年消费量约 3 亿吨, 2018 年产量仅 2305 万吨, 净调入量约 2.8 亿吨, 调出地区为晋陕豫等地区, 主要交通方式包括铁路、海进江及公路, 因交通不便、运输成本高, 三省电煤价格较周边高。

图表23： 2019年全国电煤价格指数分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24： 浩吉线地理位置示意图



资料来源：《大秦铁路股份有限公司出资蒙西华中铁路股份有限公司可行性研究报告》（2019.9.21），华泰证券研究所

我们此前在煤炭行业首次覆盖报告《行业长期有望向好，关注核心煤企》(2019.11.10)中提及过按浩吉线当前的运费，浩吉线到湖北仅较朔黄线贵，比大秦线、蒙冀线等划算，但到湖南则较大秦线、蒙冀线等无明显优势。浩吉线有望降低河南等地动力煤价格，有利于公司降低外购配煤成本。

短期新能源装机量冲击动力煤需求。动力煤价格未来面临三方面压力，一是后续新增产能主要以优质、低成本动力煤为主，二是浩吉线开通后，实际增加了对消费区域的动力煤供给，压低动力煤价格，三是新能源装机量增速高，替代燃煤发电，动力煤需求受冲击。因新冠疫情，2020年前5月全社会用电量同比下降2.85%，但前5月核电发电小时数同比上行、风电发电小时数跌幅收窄，故我们上调全年新能源发电小时数增速，电煤需求2020、2021年增速从-7.3%、-2.5%调整为-10.3%、+0.2%，2020年动力煤需求有下行压力。

图表25： 2011年后燃煤发电量增速低于总发电量增速

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总发电量	22,033	25,003	27,557	32,087	34,047	36,812	42,278	47,306	49,865	53,721	56,045	57,399	60,228	64,171	69,940	73,253
yoy,%	15.3	13.5	10.2	16.4	6.1	8.1	14.8	11.9	5.4	7.7	4.3	2.4	4.9	6.5	9.0	4.7
火电	17,702	20,473	23,189	27,013	27,857	30,117	34,166	39,003	39,255	42,216	42,274	42,307	43,273	45,877	49,249	50,450
yoy,%	14.8	15.7	13.3	16.5	3.1	8.1	13.4	14.2	0.6	7.5	0.1	0.1	2.3	6.0	7.4	2.4
其中：燃煤发电					26,717	28,348	32,247	36,961	37,104	39,776	39,449	38,948	39,441	41,772	44,821	
yoy,%					6.1	13.8	14.6	0.4	7.2	-0.8	-1.3	1.3	5.9	7.3		
水电	3,535	3,970	3,783	4,343	5,277	5,717	6,867	6,681	8,556	8,921	10,601	11,127	11,748	11,947	12,321	13,019
yoy,%	24.6	12.3	-4.7	14.8	21.5	8.3	20.1	-2.7	28.1	4.3	18.8	5.0	5.6	1.7	3.1	5.7
核电	500	531	534	621	684	701	747	872	983	1,115	1,332	1,714	2,132	2,481	2,950	3,487
yoy,%	15.4	6.2	0.7	16.3	10.1	2.5	6.6	16.7	12.7	13.4	19.5	28.7	24.4	16.4	18.9	18.2
风电						276	494	741	1,031	1,383	1,598	1,856	2,409	3,046	3,658	4,057
yoy,%						78.9	49.9	39.2	34.2	15.5	16.2	29.8	26.5	20.1	10.9	
太阳能							1	7	36	84	235	395	665	1,178	1,769	2,238
yoy,%							459.5	429.4	133.0	180.8	68.0	68.4	77.1	50.2	26.5	

资料来源：中电联，华泰证券研究所；注：单位：亿千瓦时；燃煤发电为6000千瓦以上数据

图表26： 2017-2030年动力煤供需平衡表

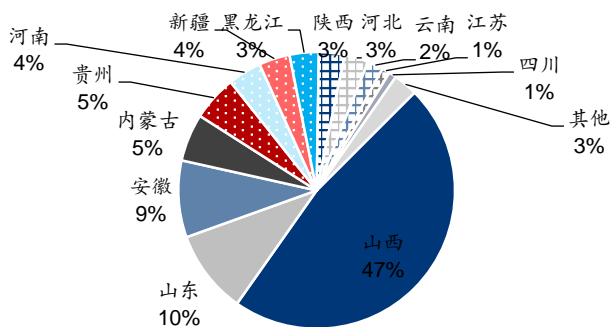
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
产量	30.8	32.5	32.8	32.0	32.8	33.6	34.3	34.8	35.3	35.8	36.3	36.8	37.2	37.7
yoy,%	3.5	5.5	0.9	-2.5	2.6	2.4	2.1	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
进口	2.0	2.2	2.3	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
yoy,%	2.7	7.3	4.1	-10.6	6.0	-2.8	1.4	-0.7	0.4	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
出口	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
yoy,%	-22.6	-34.4	20.2	-8.4	4.6	-2.2	1.1	-0.6	0.3	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
表观消费	32.7	34.6	35.0	33.9	34.9	35.6	36.4	36.9	37.4	37.8	38.3	38.8	39.3	39.8
yoy,%	3.5	5.7	1.0	-3.0	2.8	2.1	2.0	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
电力	17.9	19.7	18.3	16.4	16.4	16.9	17.7	18.5	19.4	19.6	20.0	20.3	20.7	21.1
冶金	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
建材	3.9	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6
供热	2.4	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9
化工	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.1
合计	27.9	30.1	29.1	27.4	27.7	28.3	29.3	30.2	31.3	31.7	32.2	32.7	33.2	33.8
yoy,%	-2.0	7.7	-3.3	-5.7	0.9	2.3	3.3	3.2	3.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7
其他	4.8	4.5	5.9	6.5	7.2	7.3	7.1	6.7	6.1	6.1	6.1	6.1	6.0	5.9
yoy,%	53.7	-6.0	29.9	10.5	10.9	1.3	-2.8	-6.0	-8.4	0.5	0.0	-0.6	-0.8	-1.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：亿吨；中煤能源首次覆盖报告《优化煤炭资源，煤化工成新盈利点》(2020.5.13)

预计短期炼焦煤景气度好于动力煤

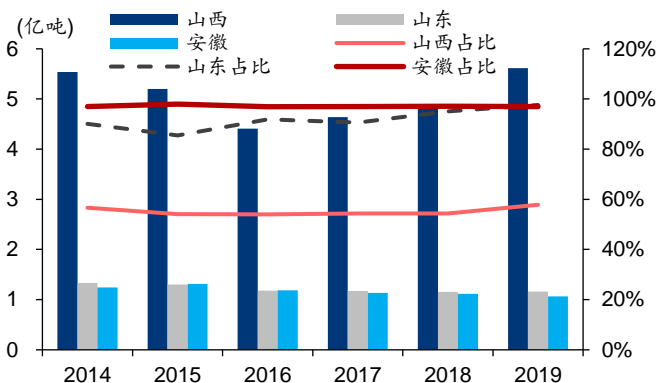
国内焦煤大省产量提升空间少。国内焦煤生产大省主要包括山西、山东、安徽、内蒙古、贵州、河南、黑龙江，按《煤炭工业发展“十三五”规划》，上述省份均非产能扩张省份。山西省为国内第一焦煤生产大省，按规划，山西的晋中、晋北、晋东基地尚未利用资源因多在中深部、煤质下降、生态环境承载能力有限，做好资源枯竭煤矿关闭退出，加快处置资源整合煤矿，适度建设接续矿井，晋中基地做好炼焦煤资源保护性开发。

图表27: 2019年山西、山东、安徽为国内主要焦煤生产大省



资料来源: 中国煤炭资源网, 华泰证券研究所

图表28: 山西、山东、安徽三省炼焦煤产量占比相对稳定



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2019年山西省炼焦煤产量5.62亿吨, 占原煤产量58%, 预计未来上行空间有限。山东、安徽也为焦煤生产大省, 近年来原煤、焦煤产量均出现下降。内蒙古2019年超产较为严重, 超产1.42亿吨。今年2月28日, 内蒙古召开煤炭资源领域违规违法问题专项整治工作动员部署会议, 提出“倒查20年涉煤腐败”, 向社会征集包括从2000年以来党政机关人员和国有企业领导干部违规显名或隐名投资入股煤矿等相关问题的线索, 我们预计全年超产将减少、产量将下降。2020年前4月, 国内原煤产量累计同比增速1.3%, 内蒙古原煤产量累计同比增速-7.5%, 其中炼焦煤同比增速-8.8%。

预计国内焦煤价格相对坚挺。华泰固收团队在《继续改善但未超预期——2020年5月经济数据点评》(2020.6.15)中认为, 节奏扰动不改基建提速趋势, 全年基建投资仍有望达到两位数同比增幅。考虑到基建对经济的托底作用, 我们认为短期内粗钢产量仍有望保持正增速。我们预计废钢每年增量有限, 短流程替代长流程进度缓慢, 生铁产量将跟随粗钢产量增长, 拉动焦炭、焦煤需求。此外, 后续新增产能以动力煤为主, 预计炼焦煤价格相对坚挺。考虑到焦煤新增产较少, 我们假设2020年及以后焦煤产量与2019年相同; 同时, 考虑到进口煤限制趋严, 我们假设2020年及以后进口焦煤数量维持2018年水平。此外, 据国家统计局, 2020年前5月生铁产量同比+1.5%, 考虑到高炉生产强度依然较大, 我们预计2020年生铁产量同比+2.0%, 2021年开始考虑废钢的替代作用, 假设生铁产量每年减少1000万吨, 则2021、2022年生铁产量增速分别为0.8%、-0.2%, 对应2020-2022年焦煤消费分别为5.57、5.62、5.61亿吨。

图表29: 2017-2030年炼焦煤消费供需平衡表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
产量	4.46	4.35	4.69	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66
yoy,%	2.3	-2.4	7.9	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
进口	0.69	0.65	0.75	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
yoy,%	17.1	-6.4	14.8	-12.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
出口	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy,%	91.0	-53.1	29.9	-11.5	6.5	-3.1	1.6	-0.8	0.4	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
消费	4.82	5.20	5.46	5.57	5.62	5.61	5.57	5.51	5.46	5.40	5.34	5.28	5.21	5.14
yoy,%	1.6	8.0	5.0	2.0	0.8	-0.2	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3
总供给	5.15	5.00	5.44	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30	5.30
yoy,%	4.0	-2.9	8.8	-2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总需求	4.84	5.22	5.48	5.58	5.63	5.62	5.58	5.53	5.48	5.41	5.35	5.29	5.22	5.16
yoy,%	1.8	7.8	5.0	2.0	0.8	-0.2	-0.7	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3
供给-需求	0.31	(0.22)	(0.04)	(0.28)	(0.33)	(0.31)	(0.27)	(0.22)	(0.17)	(0.11)	(0.05)	0.01	0.08	0.15

资料来源: Wind, 华泰证券研究; 单位: 亿吨; 总供给=产量+进口, 总需求=消费+出口

公司降本增效，集团仍有可注入产能 焦煤生产大户，未来仍有可注入产能

公司是国内焦煤主要生产企业。根据公司2019年年报，2019年，公司炼焦煤年产量位居全国第五位，主焦煤年产量位居国内优质低硫主焦煤年产量第一位，是国内优质低硫主焦煤第一大生产商和供应商。在全球范围内，公司低硫主焦煤产量位居同品质产量的第二位。

公司坚持实施“精煤”战略，积极调整产品结构，增加高端产品供给。由于开采时间较长，公司部分矿井原有开采水平的采区和工作面已较难保障矿井的持续正常生产，为保障矿井产量的稳定，近年来公司陆续启动采区水平接替和矿井升级改造工作，2018、2019年分别投资50.33、40.76亿元，2020年计划投资40.39亿元。

集团仍有优质焦煤、焦炭产能。平煤神马集团旗下平顶山瑞平煤电有限责任公司（以下简称“瑞平煤电”，未上市）及河南平禹煤电有限责任公司（以下简称“平禹煤电”，未上市）拥有较大的煤矿，核定产能分别为235、210万吨，主要生产贫瘦煤、焦煤、贫煤。

图表30：2019年底瑞平煤电、平禹煤电煤炭资源储量及产能

矿井名称	核定产能	资源储备量	可采储备量	剩余可采年限	采矿权证起止日期	煤种	开采条件	生产情况
瑞平煤电	235	11,412.72	8,128.44	17.63	2007.10-2025.06 2018.01-2020.01	贫瘦煤、焦煤、贫煤	井工开采	正常经营
平禹煤电	210	11,394.00	4,024.00	44.21	2011.03-2031.03 2013.08-2023.08	贫瘦煤、焦煤、贫煤	井工开采	正常经营

资料来源：平煤神马集团2020年债券募集说明书，华泰证券研究所；单位：万吨

图表31：2017-2019年平煤股份、平禹煤电、瑞平煤电部分财务数据

瑞平煤电	2017	2018	2019	平禹煤电	2017	2018	2019	平煤股份	2017	2018	2019
营业收入	21.49	21.53	22.33	营业收入	7.16	7.84	11.39	营业收入	207.42	201.53	236.35
净利润	2.71	1.73	2.27	净利润	-1.56	0.58	0.43	净利润	13.77	7.15	11.55
净利率	13%	8%	10%	净利率	-22%	7%	4%	净利率	7%	4%	5%
总资产	42.30	38.52	40.79	总资产	57	66	62	总资产	431	490	543
总负债	34.73	32.55	34.63	总负债	55	54	49	总负债	293	343	380
净资产	7.57	5.97	6.16	净资产	2	12	13	净资产	137	147	163
ROA	6%	5%	6%	ROA	-3%	1%	1%	ROA	3%	1%	2%
ROE	36%	29%	37%	ROE	-71%	5%	3%	ROE	10%	5%	7%
资产负债率	82%	84%	85%	资产负债率	96%	81%	79%	资产负债率	68%	70%	70%

资料来源：平煤神马集团2020年债券募集说明书，Wind，华泰证券研究所；单位：亿元

平煤神马集团除焦煤外，也向下游延伸并拥有焦化业务，煤焦化板块子公司主要包括首山焦化（未上市）、中鸿焦化（未上市）、京宝焦化（未上市）和朝川焦化（未上市），主要产品包括焦炭、甲醇、糖精钠、超高石墨电极等，2019年末对应产能分别为1600、20、0.99、5万吨。从营业收入看，超高石墨电极、焦炭贡献多，从毛利率看，超高石墨电极、糖精钠贡献多。平煤神马集团的焦炭产品原材料炼焦煤主要采购自公司，价格实行市场价格，形成关联交易。

图表32： 2017-2019年平煤神马集团焦化板块产品产销量及营业收入

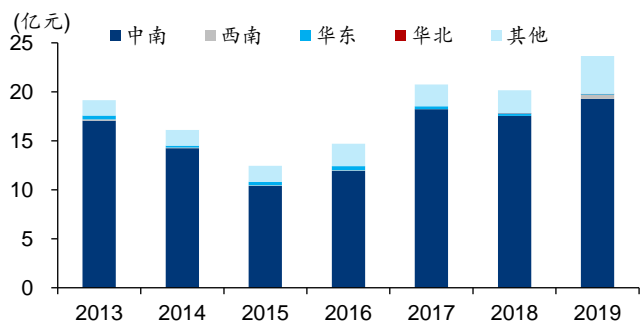
		产品	2017年	2018年	2019年
产量	万吨	焦炭	1,354.79	1,344.00	1,391.20
	万吨	甲醇	10.06	17.75	14.28
	万吨	糖精钠	0.96	1.06	1.05
	万吨	超高石墨电极	2.66	3.04	3.5
销量	万吨	焦炭	1,376.00	1,360.00	1,385.70
	万吨	甲醇	10.02	9.9	8.13
	万吨	糖精钠	0.96	1.12	0.99
	万吨	超高石墨电极	2.31	3.04	3.16
平均产品价格	元/吨	焦炭	1,608.95	1,991.30	1,744.90
	元/吨	甲醇	2,047.10	2,364.88	1,817.92
	元/吨	糖精钠	43,794.22	40,306.00	42,640.87
	元/吨	超高石墨电极	55,345.76	107,800.00	70,462.54
销售收入	亿元	焦炭	221.39	270.82	241.79
	亿元	甲醇	2.05	2.34	1.48
	亿元	糖精钠	4.2	4.51	4.22
	亿元	超高石墨电极	12.78	32.77	22.27
毛利率	%	焦炭	-3.24	6.41	-1.08
	%	甲醇	8.9	5.28	-15.31
	%	糖精钠	31.2	24.56	39.13
	%	超高石墨电极	44.32	76.07	146.93
平均生产成本	元/吨	焦炭	1,661.24	1,863.74	1,763.97
	元/吨	甲醇	1,864.85	2,239.93	2,146.52
	元/吨	糖精钠	30,131.25	30,406.82	30,649.27
	元/吨	超高石墨电极	30,814.29	25,800.00	28,535.93

资料来源：平煤神马集团2020年债券募集说明书，华泰证券研究所

公司所在区域产能收缩、新增产能少

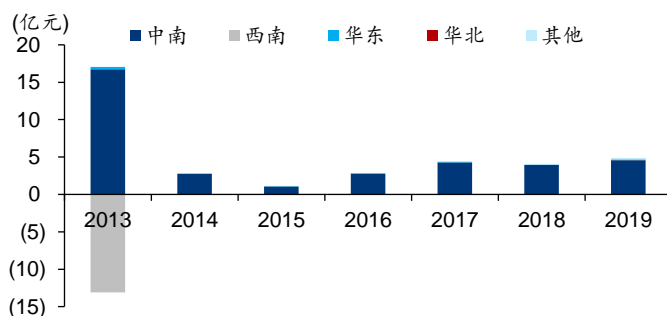
中南地区炼焦煤资源相对匮乏。公司焦煤主要供应中南地区（河南、湖南、湖北、广东、广西、海南），煤炭“十三五”规划已定调，公司周边如河南、两淮、鲁西、冀中等基地资源储量有限，且地质条件复杂、煤矿开采深度大，部分矿井开采深度超千米、安全生产压力大，未来有望重点做好资源枯竭、灾害严重煤矿退出，逐步关闭采深超过千米的矿井，合理划定煤炭禁采、限采、缓采区范围，压缩煤炭生产规模。

图表33： 中南地区是公司主要的营业收入来源



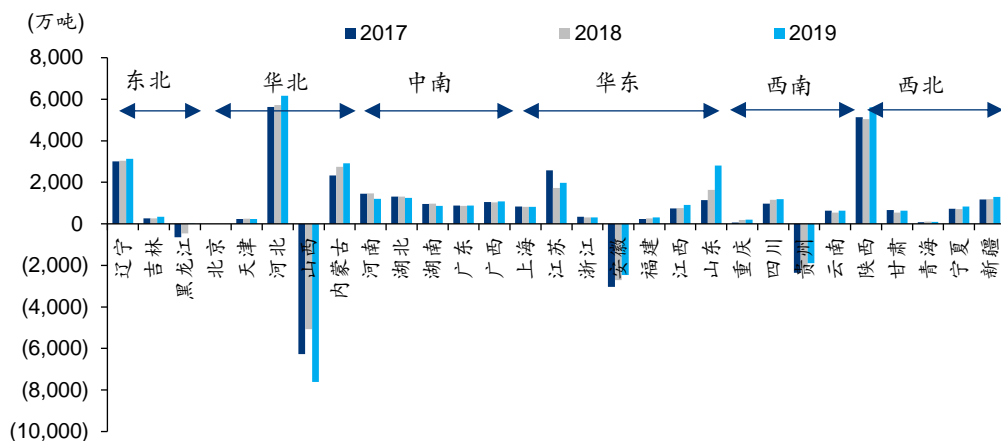
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 中南地区是公司主要的毛利润来源



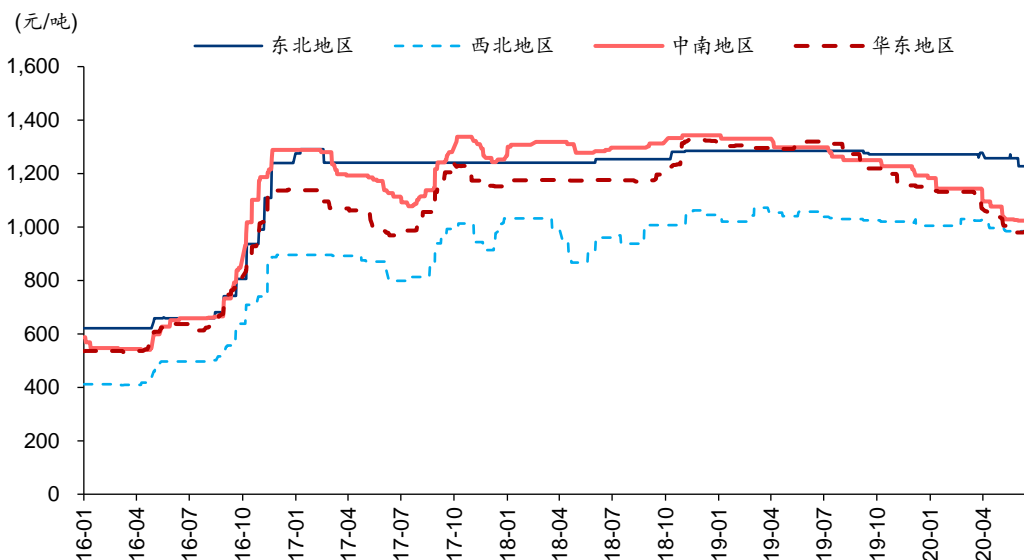
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35： 中南地区有炼焦煤缺口



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：炼焦煤缺口=焦炭产量*1.5-炼焦精煤产量；

图表36： 中南地区炼焦煤价格偏高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

交通便利，公司具备运输优势。公司地处中原腹地，铁路路网稠密，公司矿区所在的孟宝支线，东西联结京广、焦柳两大干线，海运煤则通过连云港装船出口，交通便利，市场辐射范围可达华东、华中、西南等地区。根据平煤神马集团 2020 年债券募集说明书，矿区内部铁路线正线长 126 公里，总延长 321 公里，日最大装运能力 1800 车，内部年运输能力 4000 万吨，年外运输能力 2400 万吨。随着铁道部规划的十大运煤通道建设方案的实施，作为煤运通道之一的本集团，年外运输能力将会大幅增加，远期输送能力可达到 4,000 万吨以上。

降本增效，未来三年计划裁员 2 万人

根据公司 2020 年跟踪评级报告（2020.6.15），公司计划通过内退、分流等方式在 3 年内减员 20000 人。截止 2019 年底，公司共有 85906 员工，若 3 年减员 20000 人，2022 年底员工数量将较 2019 年底下降 23%。

图表37： 预计公司 2020-2022 年裁员 2 万人

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	预计未来三年裁员
生产	73,745	78,180	77,072	71,026	76,362	74,806	71,992	16,761
销售	387	398	446	417	352	361	291	68
技术	4,225	4,674	4,839	4,680	4,805	4,893	4,810	1,120
财务	406	239	241	401	186	377	392	91
行政	8,627	8,679	8,713	8,469	8,711	8,219	8,421	1,961
合计	87,390	92,170	91,311	84,993	90,416	88,656	85,906	20,000

资料来源：Wind，华泰证券研究所：2017-2019 年，公司年报公布生产人员分别为 55976、54740、53006 人，其他人员分别为 20386、20066、18986 人；2017 年生产人员较 2016 年下降 21%，但煤炭开采人员 2017 年薪酬增长 64%，可见生产人员并未减员，故其他人员应为生产人员

盈利预测及评级：给予公司“增持”评级

盈利预测：2020年净利润或小幅增长

从历史数据看，公司毛利润主要来源是煤炭，2019年，煤炭毛利润占比95.84%，其中精煤毛利润占比75.975%。因此，我们主要对煤炭的营业收入、营业成本进行预测。

预测公司2020年营业收入小幅下降。公司计划2020年原煤产量3077万吨，较2019年原煤产量增长8.6%，我们据此假设2020年混煤、精煤、其他洗选煤产量增速为8.6%，考虑公司产能短期难有增量，因此假设2021-2022年产量与2020年持平。2013-2019年，公司产销率为99%-102%，故假设2020-2022年产销率100%。

图表38：2020-2022年公司产销量预测

产量		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
原煤	万吨	3,125	3,080	2,832	3,077	3,077	3,077
混煤	万吨	1,264	1,273	932	1,013	1,013	1,013
精煤	万吨	1,001	880	1,072	1,000	1,000	1,000
其他洗选煤	万吨	446	386	556	604	604	604
产量合计	万吨	2,711	2,539	2,561	2,617	2,617	2,617
销量		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
混煤	万吨	1,261	1,322	947	1,013	1,013	1,013
精煤	万吨	986	899	1,046	1,000	1,000	1,000
其他洗选煤	万吨	443	382	561	604	604	604
销量合计	万吨	2,691	2,603	2,554	2,617	2,617	2,617

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

根据我们对焦煤供需的预测，2020年焦煤供需偏紧，故假设2020年焦煤价格上行4%，2021-2022年炼焦煤供需变化较小，故假设价格变动0。2020-2022年，我们认为动力煤供需或受冲击，故假设2020-2022年混煤价格变动分别为-5%、-6%、-2%；考虑其他洗选煤价格波动较大，故假设2020-2022年其他洗选煤价格变动分别为-12%、-15%、-5%。受疫情影响，年初动力煤价下行较多，5月开始下游复工复产逐步恢复，用煤需求提高，煤价开始上行，后续动力煤价格或震荡，故我们假设今年动力煤价同比下行幅度有望收窄，2021年受新增产能增多，供给相对过剩、新能源冲击，跌幅或相对今年增加，2022年跌幅或缩小。

动力煤价格未来面临三方面压力，一是后续新增产能主要以优质、低成本动力煤为主，二是浩吉线开通后，实际增加了对消费区域的动力煤供给，压低动力煤价格，三是新能源装机容量增速高，替代燃煤发电，动力煤需求受冲击。

图表39：2020-2022年公司产品价格预测

价格		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
混煤	元/吨	429	436	547	521	489	478
精煤	元/吨	1,121	1,181	1,233	1,270	1,270	1,270
其他洗选煤	元/吨	199	178	177	160	141	135
商品煤均价	元/吨	645	655	747	724	707	702
价格变动		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
混煤		24%	2%	26%	-5%	-6%	-2%
精煤		65%	5%	4%	3%	0%	0%
其他洗选煤		38%	-10%	-1%	-12%	-15%	-5%
商品煤均价		50%	2%	14%	-3%	-2%	-1%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们根据煤炭销量、煤炭价格假设预测煤炭营业收入，预计2020-2022年，公司营业收入分别为236.15、232.90、232.85亿元，同比增速分别-0.09%、-1.38%、-0.02%。

图表40： 2020-2022年营业收入预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
混煤	百万元	5,406	5,761	5,179	5,274	4,951	4,844
精煤	百万元	11,057	10,608	12,901	12,703	12,703	12,703
其他洗选煤	百万元	882	682	995	942	798	755
材料销售	百万元	1,189	747	705	726	748	771
地质勘探	百万元	10	7	7	7	7	8
其他	百万元	2,198	2,349	3,848	3,963	4,082	4,204
营业收入合计	百万元	20,742	20,153	23,635	23,615	23,290	23,285
yoy	%	40.98	-2.84	17.28	-0.09	-1.38	-0.02

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

预测 2020 年公司毛利率小幅下降。煤炭营业成本可分为材料、人工成本、电力、折旧、安全生产费用、维检费及其他。我们假设吨煤材料、吨煤折旧、吨煤其他成本取近 2 年加权成本；安全生产费用、维检费按原煤产量提取，根据近年来单吨安全生产费用、单吨维检费，2020-2022 年单吨安全生产费用、单吨维检费分别取 62 元、8 元。公司 2020-2022 年计划裁员 2 万人，我们假设公司 3 年将每年裁员 2019 年底人数的 8%，同时假设公司将给予留任员工每年 6% 的薪酬涨幅用以弥补物价上涨、奖励生产效率提高。

图表41： 2020-2022年煤炭开采成本预测

煤炭开采成本拆分		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
材料	百万元	1,703	1,326	1,492	1,464	1,486	1,479
人工成本	百万元	5,511	5,531	6,374	6,216	6,016	5,769
电力	百万元	865	700	816	792	807	802
折旧	百万元	676	1,288	1,073	1,165	1,143	1,150
安全生产费用	百万元	2,111	2,098	1,724	1,908	1,908	1,908
维检费	百万元	264	262	218	262	262	262
其他	百万元	1,905	1,908	2,686	2,475	2,567	2,536
合计	百万元	13,035	13,113	14,384	14,281	14,188	13,906
单吨开采成本拆分		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
材料	元/吨	63	51	58	56	57	57
人工成本	元/吨	205	213	250	238	230	220
电力	元/吨	32	27	32	30	31	31
折旧	元/吨	25	49	42	45	44	44
安全生产费用	元/吨	68	68	61	62	62	62
维检费	元/吨	8	8	8	9	9	9
其他	元/吨	71	73	105	95	98	97
合计	元/吨	472	490	556	533	530	519

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表42： 2020-2022年营业成本合计

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
煤炭	百万元	13,035	13,113	14,384	14,281	14,188	13,906
材料销售	百万元	1,149	711	670	690	710	732
地质勘探	百万元	7	5	6	6	6	6
其他	百万元	2,102	2,332	3,681	3,791	3,905	4,022
营业成本合计	百万元	16,293	16,161	18,740	18,768	18,810	18,666
yoy	%	37.60	-0.81	15.96	0.15	0.22	-0.76

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们通过对拆分后的煤炭成本进行预测，预计 2020-2022 年煤炭成本分别为 142.81、141.88、139.06 亿元，预计 2020-2022 年营业成本分别为 187.68、188.10、186.66 亿元，对应增速分别为 0.15%、0.22%、-0.76%；预计 2020-2022 年毛利润分别为 48.48、44.80、46.19 亿元，对应增速分别为 -0.98%、-7.57%、3.08%。

图表43： 2020-2022年毛利润合计

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
煤炭	百万元	4,309	3,938	4,692	4,638	4,264	4,396
材料销售	百万元	40	37	36	37	38	39
产品代销收入	百万元	-	-	-	-	-	-
地质勘探	百万元	2	1	1	1	1	1
其他	百万元	96	17	167	172	177	182
毛利润合计	百万元	4,448	3,992	4,895	4,848	4,480	4,619
yoy	%	54.89	-10.25	22.62	-0.98	-7.57	3.08

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

预测 2020 年公司净利润或小幅改善。销售费用、管理费用、研发费用中除职工薪酬参照煤炭营业成本中的人工成本计算外，其余均取近 2 年加权成本。公司财务费用则根据带息负债、借款利率等勾稽计算。2020 年以来，10 年国债收益率降至 3% 以下，资金成本降低，公司或有望通过部分债务偿还、债务置换降低有息负债利率。2020Q1 公司有息负债利率为 6.97%，我们假设 2020 年有息负债利率为 6.7%，且 2021、2022 年公司长期、短期借款利率同比下降 0.85、0.12pct。此外，近几年公司债务规模下行，故我们取近三年平均水平，2020-2022 年短债规模分别为 34.4、32.1、29.2 亿元，长债规模分别为 76.6、53.3、66.7 亿元。

图表44： 2020-2022年营业费用、管理费用、财务费用及研发费用预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用	百万元	190	182	219	204	203	196
管理费用	百万元	940	643	701	696	678	659
研发费用	百万元	0	317	404	383	384	376
财务费用	百万元	996	1065	1117	1003	756	687
营业费用率		0.92%	0.90%	0.93%	0.86%	0.87%	0.84%
管理费用率		4.53%	3.19%	2.97%	2.95%	2.91%	2.83%
研发费用率			1.57%	1.71%	1.62%	1.65%	1.62%
财务费用率		4.80%	5.29%	4.73%	4.25%	3.25%	2.95%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.36、12.29、13.77 亿元，EPS 分别为 0.49、0.53、0.59 元，对应 PE 分别为 9.9、9.2、8.2（2020 年 7 月 8 日收盘价）。根据公司 2019 年年报，公司六矿二号井可能于 2020 年，预计形成 2.47 亿元的减值损失，故对 2020 年净利润有所冲击。

估值评级：首次覆盖给予“增持”评级

我们选取煤炭龙头企业中国神华、陕西煤业及焦煤公司盘江股份、潞安环能、阳泉煤业、西山煤电作为可比公司，可比公司 Wind 一致预期 PE（2020E）均值 9.5 倍。考虑公司精煤战略清晰，煤炭产品附加值不断提高，市场竞争力有望提升，故 2020 年取 10.0-11.0 倍 PE 估值，公司对应股价 4.89-5.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

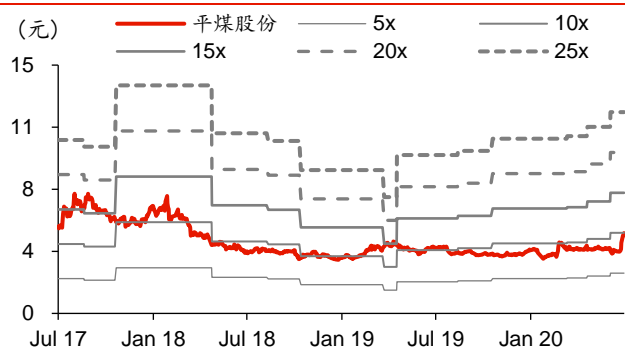
图表45： 可比公司预测

		PE (2020E)
600395	盘江股份	10.9
601699	潞安环能	9.4
600348	阳泉煤业	8.8
000983	西山煤电	11.4
601225	陕西煤业	8.2
601088	中国神华	8.3
	均值	9.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所；可比公司 PE 均为 Wind 一致预期，数据截至 2020 年 7 月 8 日

PE/PB - Bands

图表46: 平煤股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表47: 平煤股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

产销量低于预期

公司部分生产矿井服务年限较长,且接续资源尚处于勘探期,未来或面临一定资源接续风险。

短流程产能增长

若废钢进口放开,废钢供应增加,废钢或替代生铁,造成焦炭、焦煤需求下降;若短流程产能增长,替代长流程,或造成焦炭、焦煤需求下行。

煤炭进口超预期

若进口煤炭超预期,或对焦煤价格造成较冲击。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,429	16,889	18,433	19,184	20,570
现金	11,628	10,938	12,613	13,484	14,755
应收账款	622.17	1,719	1,388	1,477	1,441
其他应收账款	119.07	108.71	136.97	99.07	138.97
预付账款	489.00	381.87	565.87	341.83	574.48
存货	1,111	1,455	1,271	1,408	1,268
其他流动资产	2,459	2,286	2,459	2,374	2,393
非流动资产	32,529	37,372	36,265	35,219	33,994
长期投资	421.35	1,150	1,226	1,298	1,372
固定投资	28,539	31,763	31,978	31,380	30,343
无形资产	616.97	810.27	894.91	997.71	1,087
其他非流动资产	2,952	3,648	2,166	1,543	1,191
资产总计	48,958	54,261	54,698	54,402	54,563
流动负债	21,373	23,467	26,905	28,194	26,202
短期借款	3,892	3,784	3,438	3,211	2,925
应付账款	2,806	4,724	5,002	4,923	4,915
其他流动负债	14,675	14,958	18,465	20,060	18,362
非流动负债	12,877	14,495	10,942	8,659	9,986
长期借款	9,870	11,075	7,660	5,331	6,673
其他非流动负债	3,007	3,420	3,282	3,328	3,313
负债合计	34,251	37,961	37,847	36,853	36,187
少数股东权益	1,839	1,973	2,100	2,252	2,440
股本	2,361	2,361	2,361	2,361	2,361
资本公积	2,945	3,079	3,079	3,079	3,079
留存公积	7,307	8,465	8,971	9,523	10,149
归属母公司股东权益	12,869	14,326	14,751	15,297	15,937
负债和股东权益	48,958	54,261	54,698	54,402	54,563

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,751	1,770	5,634	4,216	4,687
净利润	882.71	1,329	1,264	1,381	1,565
折旧摊销	2,194	2,358	2,221	2,363	2,472
财务费用	1,065	1,117	1,003	757.13	688.36
投资损失	(36.02)	(68.88)	(66.26)	(66.65)	(67.06)
营运资金变动	(1,368)	(3,255)	1,200	(214.30)	28.77
其他经营现金	12.25	289.96	11.15	(4.46)	0.74
投资活动现金	(2,633)	(3,267)	(1,059)	(1,246)	(1,180)
资本支出	1,002	2,328	1,128	1,214	1,183
长期投资	0.00	(700.00)	(75.79)	(72.27)	(73.44)
其他投资现金	(1,631)	(1,639)	(5.87)	(103.63)	(70.50)
筹资活动现金	1,905	494.93	(2,901)	(2,098)	(2,236)
短期借款	(1,113)	(108.30)	(345.85)	(227.08)	(286.46)
长期借款	866.00	1,205	(3,415)	(2,329)	1,342
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	152.02	133.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,000	(734.84)	859.81	457.67	(3,291)
现金净增加额	2,023	(999.87)	1,674	871.58	1,271

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,153	23,635	23,615	23,290	23,285
营业成本	16,161	18,740	18,768	18,810	18,666
营业税金及附加	630.98	679.18	745.31	737.31	732.12
营业费用	181.68	218.72	203.54	202.68	195.64
管理费用	642.69	701.26	695.69	677.68	659.07
财务费用	1,065	1,117	1,003	757.13	688.36
资产减值损失	(25.97)	0.00	246.78	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.02	68.88	66.26	66.65	67.06
营业利润	1,223	1,671	1,652	1,804	2,050
营业外收入	48.81	72.70	64.74	67.39	66.51
营业外支出	32.36	29.29	30.31	29.97	30.08
利润总额	1,240	1,714	1,686	1,841	2,086
所得税	356.81	385.27	421.49	460.31	521.56
净利润	882.71	1,329	1,264	1,381	1,565
少数股东损益	167.55	173.80	126.45	151.90	187.76
归属母公司净利润	715.16	1,155	1,138	1,229	1,377
EBITDA	4,458	5,151	4,871	4,923	5,208
EPS (元, 基本)	0.31	0.50	0.49	0.53	0.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(2.84)	17.28	(0.09)	(1.38)	(0.02)
营业利润	(27.21)	36.60	(1.15)	9.22	13.64
归属母公司净利润	(48.06)	61.51	(1.47)	8.00	12.03
获利能力 (%)					
毛利率	19.81	20.71	20.53	19.24	19.84
净利率	3.55	4.89	4.82	5.28	5.91
ROE	6.00	8.15	7.50	7.87	8.51
ROIC	9.54	10.31	10.70	10.98	12.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.96	69.96	69.19	67.74	66.32
净负债比率 (%)	30.79	51.02	32.07	22.18	9.83
流动比率	0.77	0.72	0.69	0.68	0.79
速动比率	0.67	0.55	0.53	0.54	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.46	0.43	0.43	0.43
应收账款周转率	5.42	10.64	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	1.50	1.56	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.50	0.49	0.53	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	4.14	1.86	2.42	1.81	2.01
每股净资产(最新摊薄)	5.53	5.94	6.12	6.36	6.63
估值比率					
PE (倍)	15.75	9.75	9.90	9.17	8.18
PB (倍)	0.88	0.81	0.79	0.76	0.73
EV_EBITDA (倍)	3.99	4.21	3.88	3.57	3.01

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司