



煤炭/能源

首次覆盖

平煤股份(601666)

降本提质增效，激励助推成长

平煤股份首次覆盖

翟堃(分析师)
021-38675862
zhaikun@gtjas.com
证书编号 S0880517100004

本报告导读:

公司为中南地区焦煤龙头，精煤战略降本增效提升成长性，股权激励、提高分红、回购保障股东高回报。

投资要点:

首次覆盖，给予“增持”评级。预测公司 2020~2022 年 EPS 为 0.53、0.72、0.85 元，公司具备资源和区位优势，综合焦煤行业可比公司估值和公司成长性，给予目标价 7.95 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

精煤战略树壁垒，降本增效促成长。市场大部分投资者对平煤股份的观点仍停留在公司无新建煤矿投产，缺乏成长性，但我们认为新管理层上任两年多对公司改革的深化，降本、增效将带动盈利的持续增长。公司 2019 年精煤产量 1072 万吨，2015~2019 年 CAGR11.4%，精煤产量占比由 2015 年的 19.8% 提升至 2019 年的 37.9%，且仍具备进一步提升空间。2017 至今公司持续优化员工成本，对比同行业公司来看未来存在 3~4 万人的优化空间，长期来看成本的下降带来的盈利增长潜力将超 20 亿元。

国内最大低硫优质主焦煤生产商，中南焦煤龙头。公司所有矿井均位于平顶山矿区，核定产能 3335 万吨，是国内优质低硫主焦煤第一大生产商和供应商、中南地区最大的煤炭上市公司。因地处中原，公司位于北煤南运货运线上的重要中转地，便捷的铁路网线和邻近市场保障了公司动力煤的销售，焦煤客户以股东及其他关联方为主具备黏性，煤价强于市场。

管理层充分激励，高分红保障股东回报。推出 2021~2023 限制性股权激励计划，考核要求 2023 相对 2019 年的四年复合增速 16.1%，对成长实现充分保障，承诺分红不低于 60%、回购股份注销后使得 2021、2022 年股息率分别不低于 7%、8%，在市场处于领先水平。

风险提示。煤价超预期下跌；公司员工优化力度不及预期。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,830	23,635	23,008	23,747	24,483
(+/-)%	0%	13%	-3%	3%	3%
经营利润(EBIT)	2,238	2,892	3,175	3,492	3,985
(+/-)%	-17%	29%	10%	10%	14%
净利润(归母)	715	1,155	1,226	1,670	1,975
(+/-)%	-48%	62%	6%	36%	18%
每股净收益(元)	0.31	0.50	0.53	0.72	0.85
每股股利(元)	0.00	0.30	0.31	0.42	0.50

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	10.7%	12.2%	13.8%	14.7%	16.3%
净资产收益率(%)	5.5%	8.1%	7.4%	9.6%	10.9%
投入资本回报率(%)	8.8%	9.9%	9.2%	10.2%	11.1%
EV/EBITDA	2.58	3.01	3.48	3.11	2.74
市盈率	20.00	12.37	11.66	8.56	7.24
股息率(%)	0.0%	4.9%	5.1%	6.9%	8.2%

评级:

增持

目标价格:

7.95

当前价格:

6.14

2020.11.25

交易数据

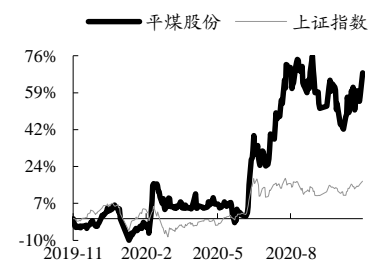
52 周内股价区间(元)	3.56-6.47
总市值(百万元)	14,385
总股本/流通 A 股(百万股)	2,328/2,328
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	24.04
日均成交值(百万元)	141.25

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	16,074
每股净资产	6.91
市净率	0.9
净负债率	52.94%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.14	0.13
Q2	0.12	0.18
Q3	0.13	0.15
Q4	0.11	0.07
全年	0.50	0.53

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-0%	∞%
相对指数	7%	-1%	∞%

模型更新时间: 2020.11.25

股票研究

能源
煤炭

平煤股份(601666)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 7.95

当前价格: 6.14

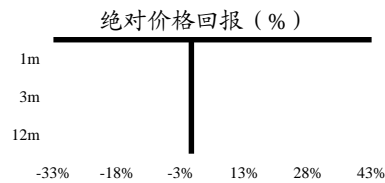
2020.11.25

公司网址

www.pmta.com.cn

公司简介

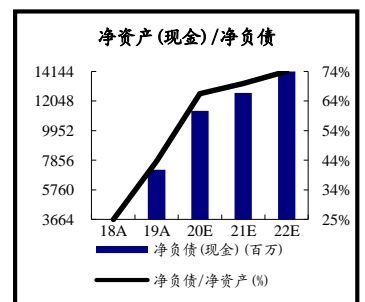
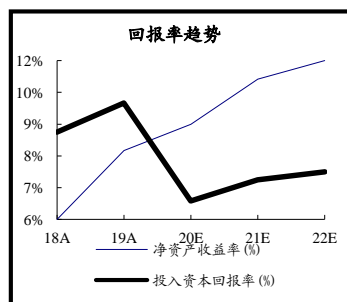
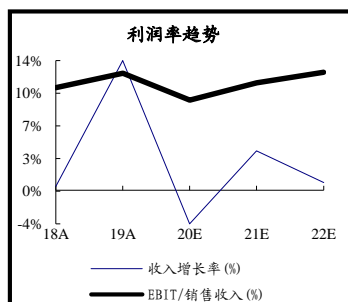
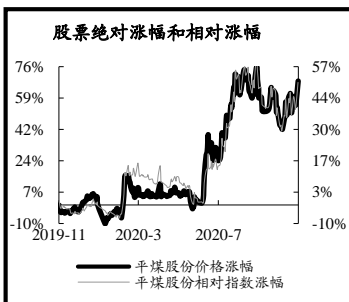
公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工、煤炭销售。下属生产单位包括十七个生产矿井和三个精煤选煤厂。



52周内价格范围 3.56-6.47
市值(百万) 14,385

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	20,830	23,635	23,008	23,747	24,483
营业成本	16,767	18,740	17,318	17,464	17,623
税金及附加	634	679	644	689	698
销售费用	182	219	874	950	1,053
管理费用	686	701	720	807	799
EBIT	2,238	2,892	3,175	3,492	3,985
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	36	69	80	80	80
财务费用	1,108	1,117	1,093	1,094	1,093
营业利润	1,198	1,671	1,925	2,488	2,981
所得税	358	385	504	608	751
少数股东损益	169	174	235	250	295
净利润	715	1,155	1,226	1,670	1,975
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	11,821	10,949	10,541	11,019	11,247
其他流动资产	4,958	5,940	5,886	5,637	5,958
长期投资	421	1,150	1,150	1,150	1,150
固定资产合计	29,025	31,763	32,676	33,080	33,479
无形及其他资产	3,569	4,459	4,758	5,109	5,426
资产合计	49,795	54,261	55,012	55,995	57,262
流动负债	22,015	23,467	21,663	21,729	21,910
非流动负债	12,886	14,495	14,495	14,495	14,495
股东权益	14,893	16,300	18,854	19,772	20,857
投入资本(IC)	18,085	22,602	25,564	26,004	26,861
现金流量表					
NOPLAT	1593	2242	2361	2652	2994
折旧与摊销	2,214	2,358	2,679	2,906	3,183
流动资金增量	-3,246	-677	1,750	-315	140
资本支出	-1,003	-2,326	-4,098	-3,621	-3,859
自由现金流	-442	1,597	2,692	1,621	2,458
经营现金流	2,867	1,770	3,644	6,148	6,321
投资现金流	-2,634	-3,267	-4,018	-3,541	-3,779
融资现金流	1,801	495	-34	-2,130	-2,313
现金流净增加额	2,034	-1,002	-408	478	228
财务指标					
成长性					
收入增长率	0.4%	13.5%	-2.7%	3.2%	3.1%
EBIT 增长率	-16.7%	29.2%	9.8%	10.0%	14.1%
净利润增长率	-48.1%	61.6%	6.1%	36.2%	18.3%
利润率					
毛利率	19.5%	20.7%	24.7%	26.5%	28.0%
EBIT 率	10.7%	12.2%	13.8%	14.7%	16.3%
净利润率	3.4%	4.9%	5.3%	7.0%	8.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.5%	8.1%	7.4%	9.6%	10.9%
总资产收益率(ROA)	1.4%	2.1%	2.2%	3.0%	3.4%
投入资本回报率(ROIC)	8.8%	9.9%	9.2%	10.2%	11.1%
运营能力					
存货周转天数	30	26	28	27	27
应收账款周转天数	66	48	57	52	55
总资产周转天数	814	803	867	853	844
净利润现金含量	401.2%	153.3%	297.3%	368.2%	320.0%
资本支出/收入	4.8%	9.8%	17.8%	15.2%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	70.1%	70.0%	65.7%	64.7%	63.6%
净负债率	24.6%	44.0%	40.3%	36.0%	33.2%
估值比率					
PE	20.00	12.37	11.66	8.56	7.24
PB	0.63	0.65	0.81	0.78	0.74
EV/EBITDA	2.58	3.01	3.48	3.11	2.74
P/S	0.70	0.61	0.63	0.61	0.59
股息率	0.0%	4.9%	5.1%	6.9%	8.2%



目录

1. 中南焦煤龙头，最大低硫优质主焦煤生产商	5
1.1. 河南省属国企，拥有稀缺焦煤资源	5
1.2. 区位优势奠定公司区域龙头地位	6
2. 精煤战略树壁垒，降本增效促成长	9
2.1. 精煤战略提升公司核心竞争力	9
2.2. 降本增效赋予公司内生长性	11
3. 激励充分到位，股东回报提升	15
3.1. 股权激励为公司注入活力	15
3.2. 规划未来分红率不低于 60%，回购进一步增厚股息	15
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 截至 2020Q3 公司股权和业务结构	5
图 2: 2016-2019 年公司选煤厂洗选能力稳步提升	6
图 3: 2019 年公司四个焦煤洗选厂产能 2200 万吨	6
图 4: 国内炼焦煤矿区查明储量中平顶山为中南之最	7
图 5: 2015-2019 年全国各省炼焦精煤产量	7
图 6: 2019 年河南省主要煤炭企业产能占比, 平煤集团第二	7
图 7: 公司炼焦精煤产量占河南省炼焦精煤总产量比重较高	7
图 8: 2019 年中南地区各省份生铁、焦炭、原煤产量(万吨), 河南领先	8
图 9: 公司主要销售客户与公司的关联关系	9
图 10: 公司营业总收入及增速(亿元)	9
图 11: 公司归母净利润及增速(亿元)	9
图 12: 近年煤炭采选和其他业务营业收入(亿元)	10
图 13: 近年煤炭采选和其他业务毛利(亿元)	10
图 14: 公司冶炼精煤和混煤售价持续提升(元/吨)	10
图 15: 2016 至今动力煤和炼焦煤价格变化	10
图 16: 平顶山地区主焦煤价高且波动较小	11
图 17: 平顶山地区 1/3 焦煤价高且波动较小	11
图 18: 2015~2019 年公司精煤产量变化	11
图 19: 2015~2019 年公司精煤销量占比稳步提升	11
图 20: 公司吨煤毛利为同行业中等(元/吨)	11
图 21: 公司净资产收益率为同行业中等偏下	11
图 22: CS 炼焦煤板块单季 ROE 对比	12
图 23: CS 炼焦煤板块单季销售净利率对比	12
图 24: CS 炼焦煤板块单季权益乘数对比	12
图 25: CS 炼焦煤板块单季总资产周转率对比	12
图 26: CS 炼焦煤板块单季销售毛利率对比	13
图 27: CS 炼焦煤板块单季三费率对比	13
图 28: 人工和其他成本占平煤股份成本比重较高(元/吨)	13
图 29: 人工成本为平煤股份成本主要构成(元/吨)	13
图 30: 2017 年之后公司员工总人数持续优化	14
图 31: 2015-2019 年公司人均创收稳步提升	14
图 1: 2010 年至今公司现金分红及股利支付率	16
图 1: 2019 年公司股息率位于同板块前列	16
表 1: 公司矿井产能合计 3335 万吨	5
表 2: 集团及附属公司占主营业务收入比例高达 45%	8
表 3: 平煤神马集团近两年重点投产项目	15
表 4: 公司限制性股票激励方案, EPS 复合增长 16.1%	15
表 5: 结合股权激励和分红计划未来两年目标股息率 5.8%、7.2% ..	16
表 6: 平煤股份收入成本预测(单位: 百万元)	17
表 7: 可比公司 2021 年 PE 为 9.68 倍	18
表 8: 可比公司 2021 年 PB 为 0.97 倍	18

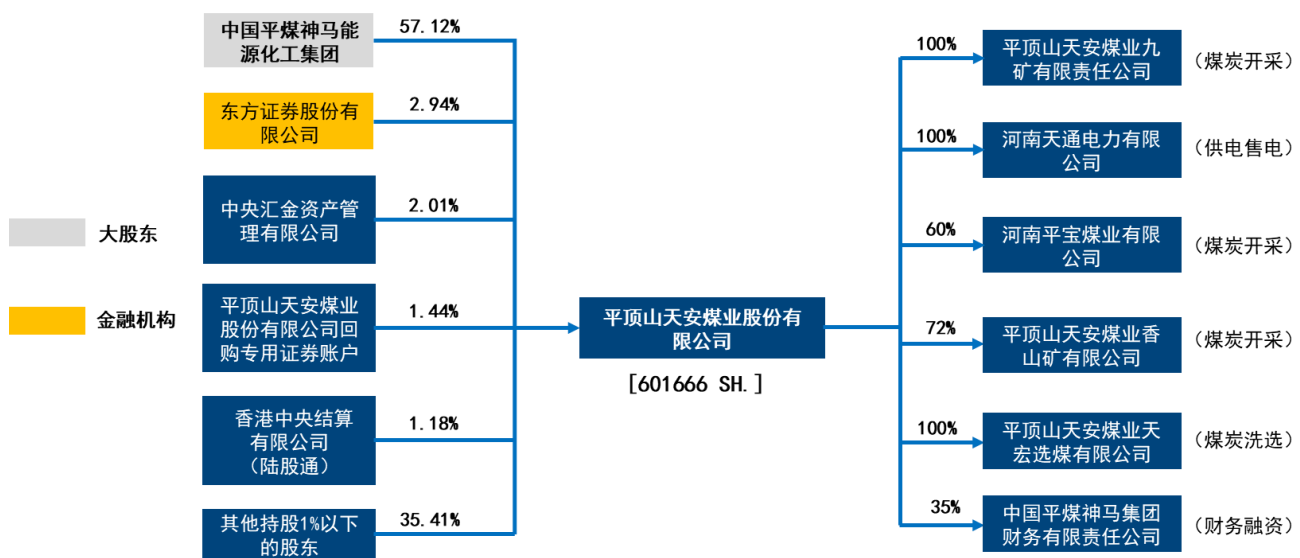
1. 中南焦煤龙头，最大低硫优质主焦煤生产商

1.1. 河南省属国企，拥有稀缺焦煤资源

平顶山天安煤业股份有限公司由原平煤集团联合河南省平顶山市中原(集团)有限公司、河南省平禹铁路有限责任公司、河南省朝川矿务局等共同发起设立的股份有限公司。公司于1998年注册成立，于2006年在上海证券交易所上市。

公司是河南省属国企，股权主要集中在中国平煤神马能源化工集团，持有公司57.12%的股权，实际控制人为河南省国资委。

图 1: 截至 2020Q3 公司股权和业务结构



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司是平顶山矿区最大的煤炭开采企业，产能退出压力较小。当下公司拥有在产矿井 14 对，煤炭核定产能 3,335 万吨，权益产能 3,214 万吨。公司煤炭矿井合计可采储量 18.9 亿吨，全部位于国内品种最全炼焦煤和电煤生产基地的平顶山矿区，煤种以焦煤、1/3 焦煤和肥煤为主，属低灰低硫稀缺炼焦煤。截至 2018 年末，公司已基本完成了河南省政府下达的矿井退出任务，据《河南省化解过剩产能领导小组办公室河南省 2020 年化解煤炭过剩产能关闭退出煤矿名单公示》的公告显示，公司六矿二号井，据公司 2019 年年报披露该矿井可能于 2020 年度关闭，预计计提减值准备约 2.47 亿元。未来产能退出压力较小。

表 1: 公司矿井产能合计 3335 万吨

矿井名称	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	权益占比	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
平顶山矿区						
一矿	20770	8449	100%	400	400	在产
二矿	1063	548	100%	170	170	在产

四矿	5565	1839	100%	280	280	在产
五矿	12229	5557	100%	190	190	在产
六矿	12619	4025	100%	290	290	在产
八矿	27099	13077	100%	405	405	在产
九矿	241	56	100%	90	90	在产
十矿	9322	5328	100%	330	330	在产
十一矿	13426	8122	100%	300	300	在产
十二矿	2992	884	100%	130	130	在产
十三矿	33910	18494	100%	210	210	在产
香山矿	2737	809	72%	90	65	在产
首山一矿	38504	24416	60%	240	144	在产
汝州矿区						
朝川矿	8328	3358	100%	210	210	在产
牛庄井田	3599	-	-	-	-	划定矿区范围
在产合计	188804	94963	96%	3335	3214	-

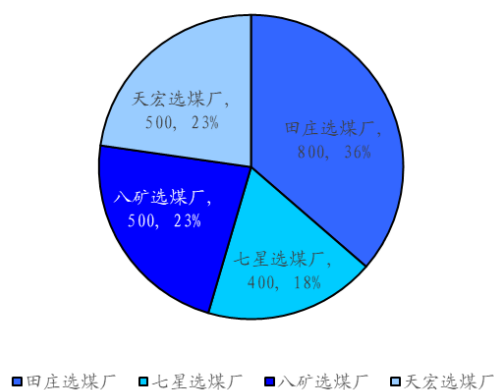
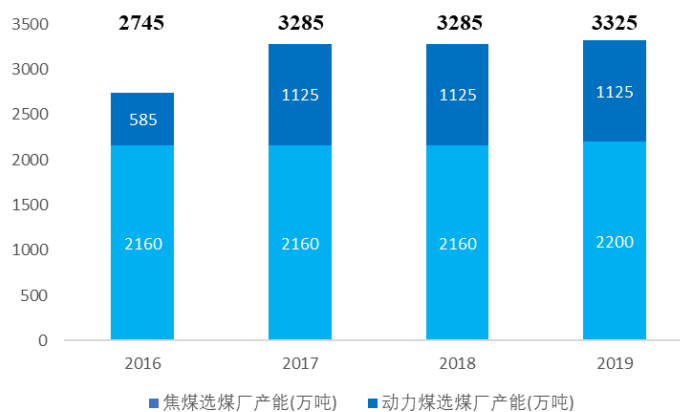
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

备注：可采储量信息截至 2019 年

公司煤矿配套设施良好，推行大精煤战略，洗选能力稳步提升。目前公司拥有炼焦煤选煤厂 4 座，入洗能力 2,200 万吨/年，其中田庄选煤厂年入洗能力达 800 万吨为河南省之最；动力煤入洗能力 1,125 万吨/年。公司自 2016 年以来不断通过自身洗选产能提升和收购集团洗选厂实现洗选能力提升，其中 2017 年公司收购平煤神马集团 1125 万吨产能的洗选厂资产。

图 2：2016-2019 年公司选煤厂洗选能力稳步提升

图 3：2019 年公司四个焦煤洗选厂产能 2200 万吨



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司官网、中国知网、国泰君安证券研究

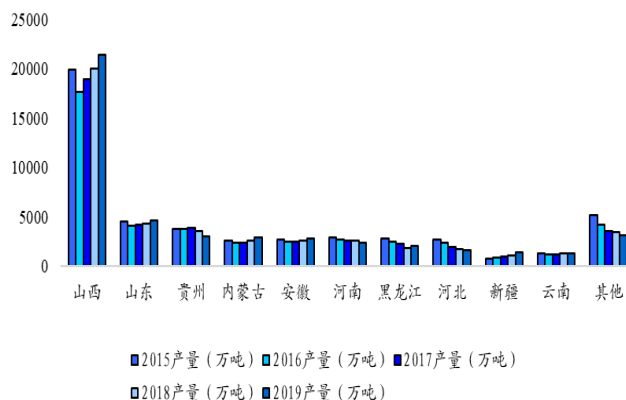
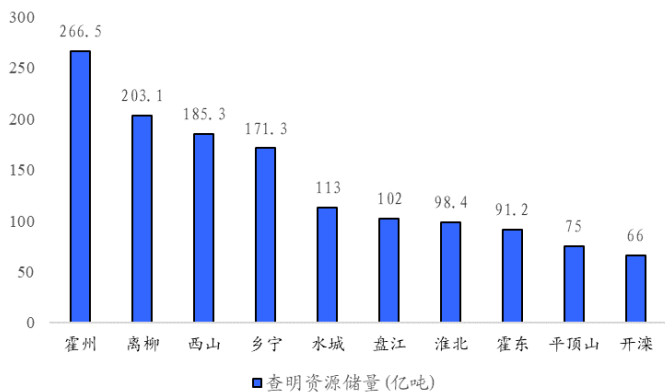
1.2. 区位优势奠定公司区域龙头地位

河南省是仅次于山西省和安徽省的第三大焦煤储量省份，是中南地区的主要焦煤供应地。2015~2019 年间，河南省是除山西省以外几个炼焦精煤主要生产省之一。河南省的焦煤资源主要分布在平顶山，平顶山矿区的查明资源储量约 75 亿吨，排在国内炼焦煤矿区的第 9 位。该矿区原煤灰分最低可达 8.72%、原煤硫分最低 0.24%，综合煤质为国内顶尖水平。

公司所有矿井均位于平顶山矿区中的优质煤田，生产煤种具有稀缺性，目前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。平顶山煤田的丰富储量对于公司未来的发展具备长期积极作用。

图 4: 国内炼焦煤矿区查明储量中平顶山为中南之最

图 5: 2015-2019 年全国各省炼焦精煤产量



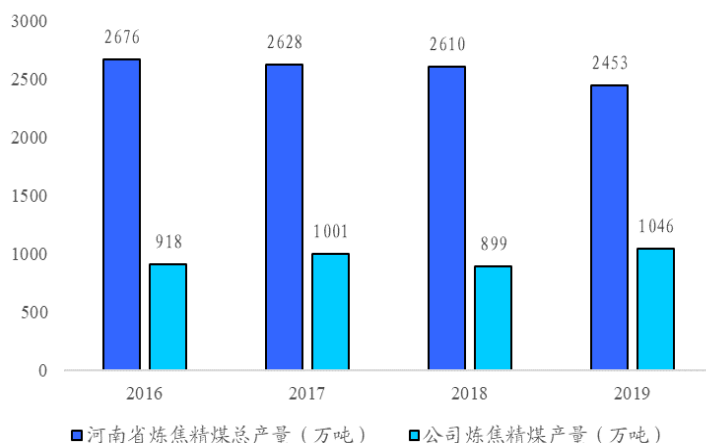
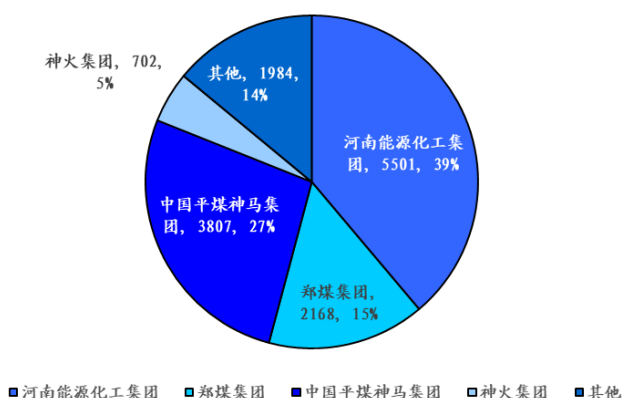
数据来源: 中国知网、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

公司是中南地区最大的煤炭上市公司，炼焦精煤产量占全省炼焦精煤总产量较高。中南地区的上市煤企全部集中在河南，包括平煤股份、大有能源和郑州煤电，公司现有资源储量 18.9 亿吨，远超大有能源和郑州煤电。2019 年公司在产煤矿产能超过河南省在产煤矿总产能的 1/5，占比 23.7%，此外公司炼焦精煤占全省精煤产量的比重不断提升，从 2016 年的 34.3% 提升至 2019 年的 42.6%，公司在省内焦精煤的龙头地位愈发巩固。此外，公司股东平煤神马集团煤矿产能位列省内第二。

图 6: 2019 年河南省主要煤炭企业产能占比，平煤集团第二

图 7: 公司炼焦精煤产量占河南省炼焦精煤总产量比重较高



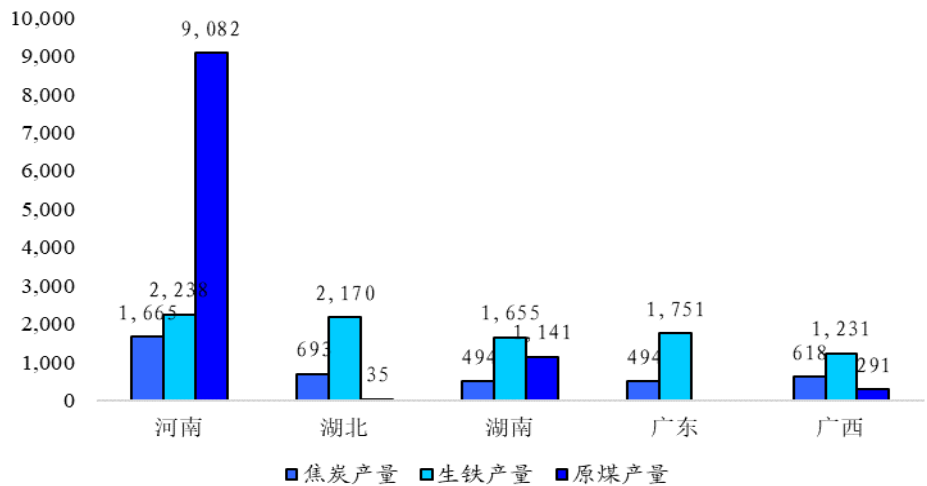
数据来源: 能源局、国泰君安证券研究

数据来源: 煤炭资源网、公司公告、国泰君安证券研究

公司地处中原地区，位于北煤南运货运线上的重要中转地，便捷的铁路网线和邻近市场保障了公司的竞争力。河南省是中南地区唯一煤炭输出省，公司是河南省主要焦精煤供应商。2019 年中南地区中，河南省原煤产量

远高于其他各省，河南省是中南地区最大的煤炭输出省。公司作为中南地区主要煤炭生产企业之一，地处中部，临近南方缺煤省份，矿区覆盖焦柳、京广、京九三大干线，背靠武汉、郑州两大铁路局，保供、救济能力强，海运煤则通过连云港装船出口，具备极佳的区位优势。

图 8: 2019 年中南地区各省份生铁、焦炭、原煤产量 (万吨), 河南领先



数据来源: wind、国泰君安证券研究

公司焦煤销售客户以股东及其他关联方为主，区位优势保障公司动力煤销售。2019 年，公司煤炭业务客户 CR5 占销售收入 80%，其中平煤神马集团及其附属公司、武汉钢铁有限公司、平煤(集团)运销公司劳动服务公司及武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司均为公司的关联方，销售额占主营业务收入达 75%。公司与关联方以市场价结算，关联方极大的焦煤需求保障了公司焦煤的销量，此外市场价结算也保障公司的权益。公司动力煤主要以长协为主销往华中、华东地区各大电厂，区位优势保障公司拥有稳定的客户群。

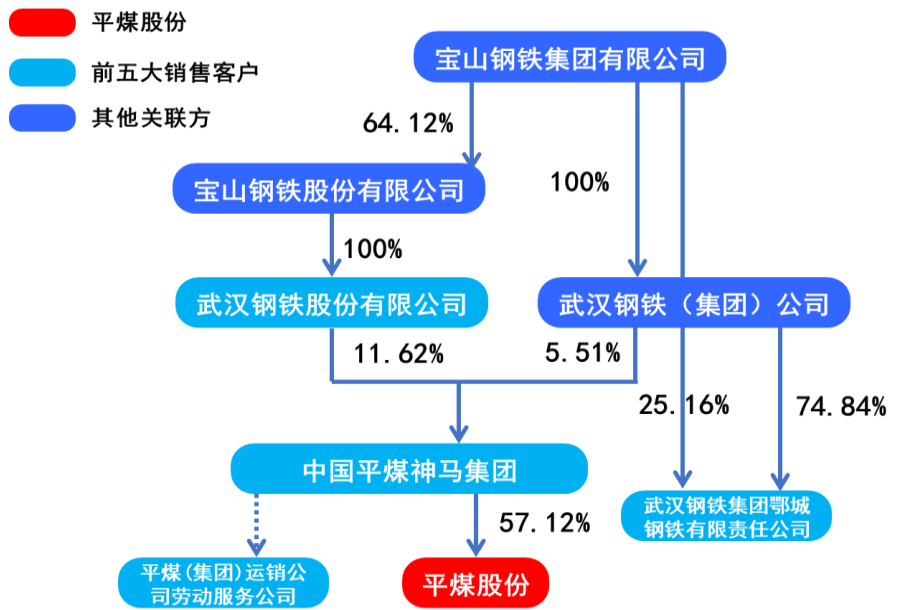
表 2: 集团及附属公司占主营业务收入比例高达 45%

客户名称	销售额 (亿元)	占营收比例	占主营业务收入比例
中国平煤神马集团及其附属公司	89.77	38%	45%
武汉钢铁有限公司	33.00	14%	17%
平煤(集团)运销公司劳动服务公司	18.94	8%	10%
武汉武铁物流发展有限公司	9.49	4%	5%
武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司	6.92	3%	4%
合计	141.71	67%	80%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

河南省属国企积极改革，公司未来有望受益。河南省省长尹弘于 2020 年 8 月 23 日在省国资委调研时强调加压负重奋发有为，推动国有资本做强做优，并指出要深化对产业结构调整 and 证券化、金融工具运用等资本市场问题研究。伴随河南省属国企改革证券化进度加速，公司股东平煤神马集团的相关优质资产有望加速注入，将利于公司产业多样化和产业链一体化发展。

图 9: 公司主要销售客户与公司的关联关系



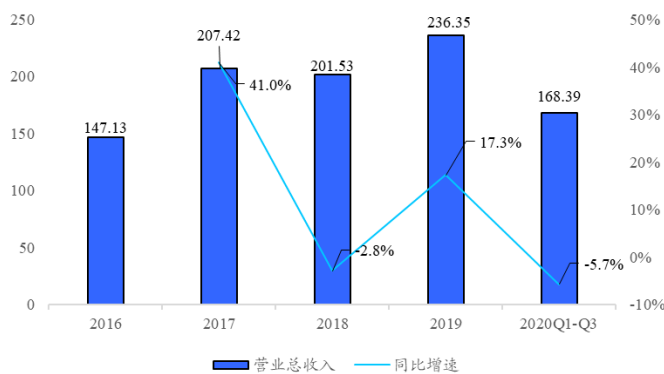
数据来源: wind、国泰君安证券研究

2. 精煤战略树壁垒，降本增效促成长

2.1. 精煤战略提升公司核心竞争力

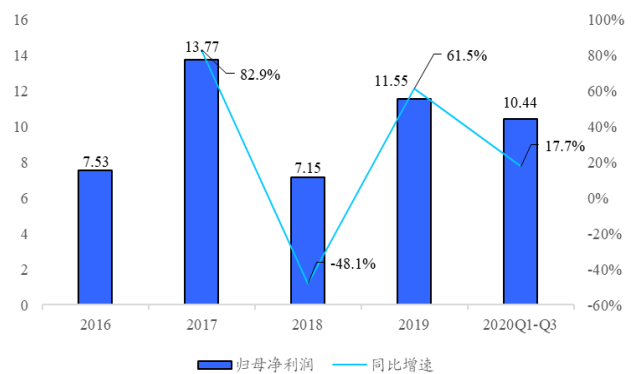
公司 2016~2019 年以来营收和利润呈现一定波动性，2018 年至今公司利润持续增长。伴随供给侧改革带来的煤价上涨，公司 2017 年业绩有较大幅度的提升。但由于 2016 年前公司盈利水平较低，公司矿井维护投入不足，导致 2018 年出现生产缺口，煤质及产量下降的情况，再叠加环境治理政策影响，2018 年业绩出现回落。2018 年之后不利因素消化基本完成，公司业绩开始稳步提升。2020 年前三季度公司商品煤量价企稳，吨煤成本下降使公司在营收略有收缩的情况下，实现 17.7% 的归母净利润增长。

图 10: 公司营业总收入及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 11: 公司归母净利润及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

煤炭采选构成了公司的主营收入，并贡献了 95% 以上的毛利，毛利弹性较大。公司主营煤炭业务除 2018 年因煤质及产量等原因收入和毛利回落外，2016 至今整体保持增长，期间销售毛利率较为稳定，维持在 22%~25%

的区间内。由于煤炭业务构成了公司绝大部分的毛利润，公司毛利对煤价较为敏感，对于2019年的业绩当综合煤价提升1%，公司毛利将提升4%，敏感系数为4。

图 12: 近年煤炭采选和其他业务营业收入(亿元)

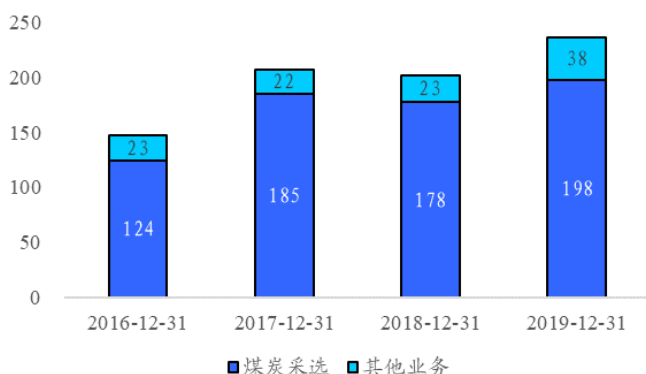
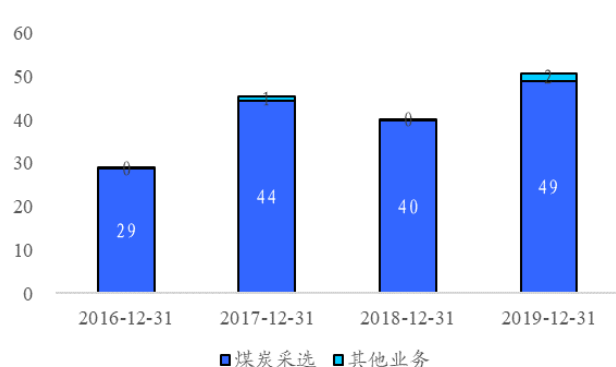


图 13: 近年煤炭采选和其他业务毛利(亿元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

精煤战略提升公司产品竞争力, 2016~2019年冶炼精煤和混煤售价持续提升, 2020年参考平顶山地区焦煤价格, 虽有回落但跌幅较小低于山西产焦煤。公司冶炼精煤自2016年起年均售价持续同比提升, 其中2017~2019年分别为1120.96元/吨(+65.2%)、1180.54元/吨(+5.3%)、1233.32元/吨(+4.5%), 高于同期国内主要港口国产炼焦煤的涨幅。此外, 公司通过技改提升洗混煤质量, 2017~2019年洗混煤售价分别为428.53元/吨(+41.8%)、458.58元/吨(+7.0%)、547.15元/吨(+19.3%), 而同期秦皇岛山西产动力煤年均价格同比变化为+34.8%、-2.0%、-6.5%。

平顶山矿区整体价高且稳定, 受疫情影响2020年全国焦煤价格面对较大压力, 平顶山地区主焦煤出厂均价为1468.30元/吨(-5.1%), 同期山西产主焦煤均价为1077.31元/吨(-15.2%); 平顶山地区1/3焦煤出场均价为1427.92元/吨(-5.3%); 同期山西产均价为1048.44元/吨(-15.8%), 表现好于市场。

图 14: 公司冶炼精煤和混煤售价持续提升(元/吨)

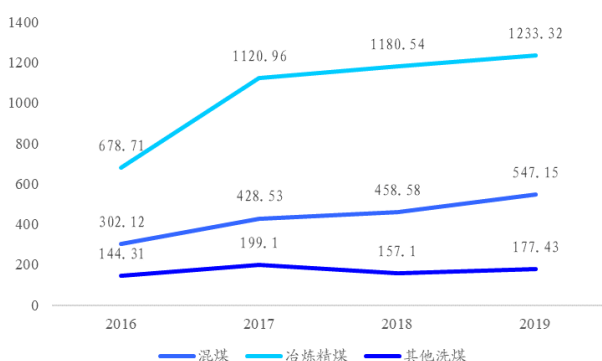
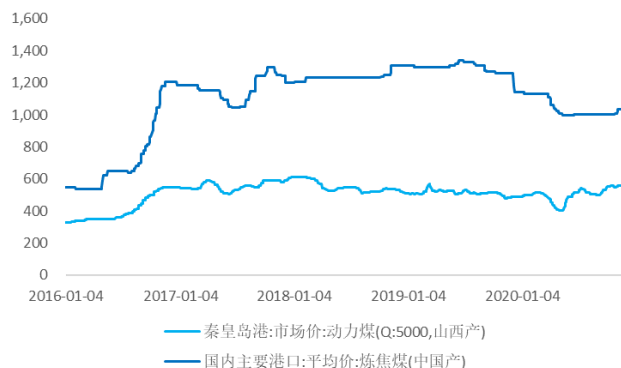


图 15: 2016至今动力煤和炼焦煤价格变化

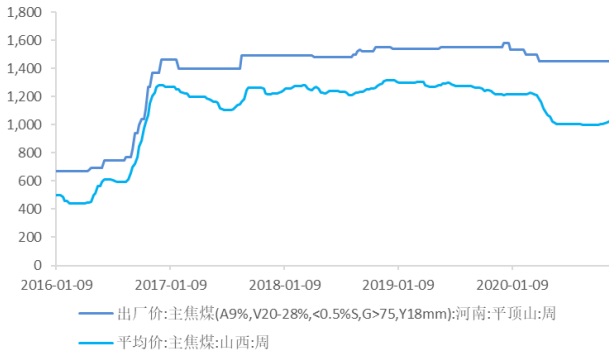


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

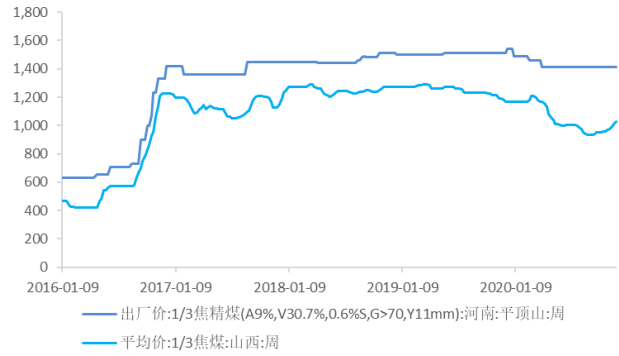
公司生产端持续提升精煤产量, 销售端优化售煤结构, 精煤销量占总销售量比重稳步提升。2015年时公司精煤产量为697万吨, 2019年产量提升

图 16: 平顶山地区主焦煤价高且波动较小



数据来源: wind、国泰君安证券研究

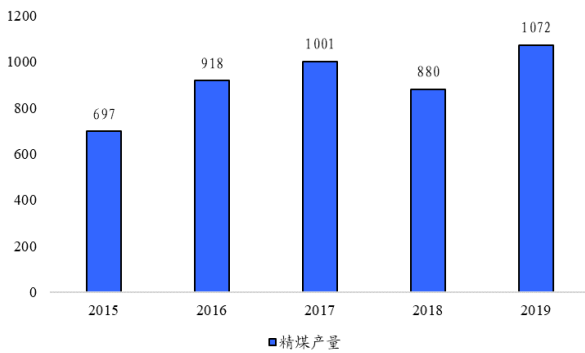
图 17: 平顶山地区 1/3 焦煤价高且波动较小



数据来源: wind、国泰君安证券研究

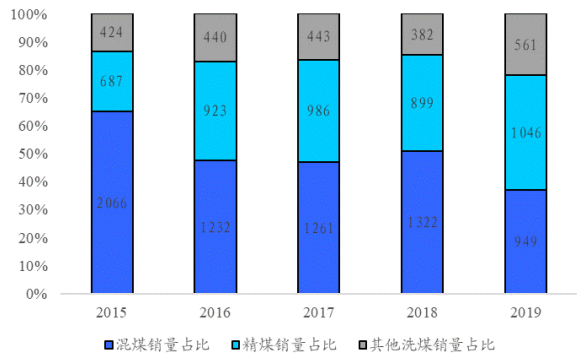
至 1072 万吨, CAGR11.4%; 2015 年公司精煤销量占比为 19.8%, 2019 年提升至 37.9%。伴随公司精煤战略的实施, 精煤产量的提升将具有可持续性, 我们认为公司未来有望将精煤产量提升至 1200 万吨以上。

图 18: 2015~2019 年公司精煤产量变化



数据来源: wind、国泰君安证券研究

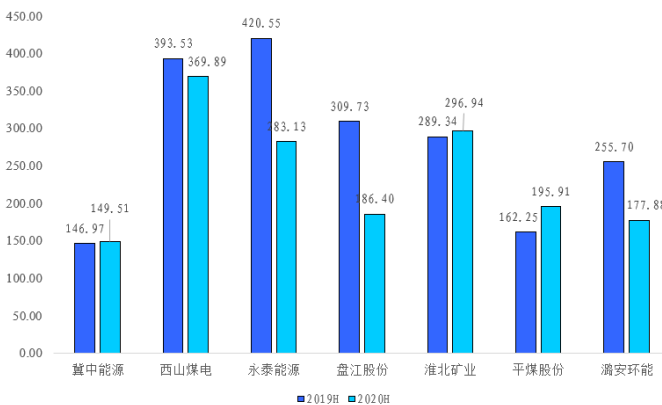
图 19: 2015~2019 年公司精煤销量占比稳步提升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

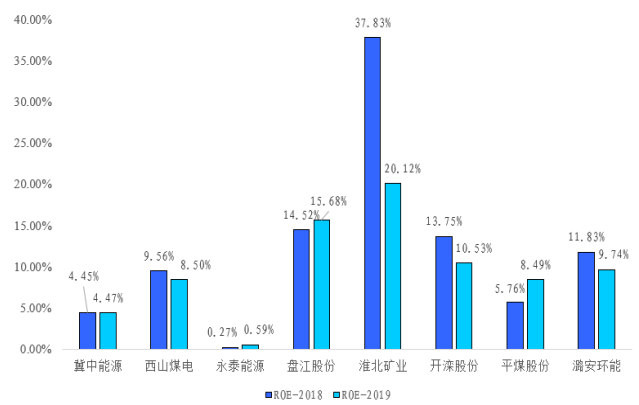
横向对比来看, 公司吨煤毛利和净资产收益率处于焦煤上市公司中等偏下水平, 吨煤毛利和净资产收益率存在较大提升空间。

图 20: 公司吨煤毛利为同行业中等 (元/吨)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 21: 公司净资产收益率为同行业中等偏下



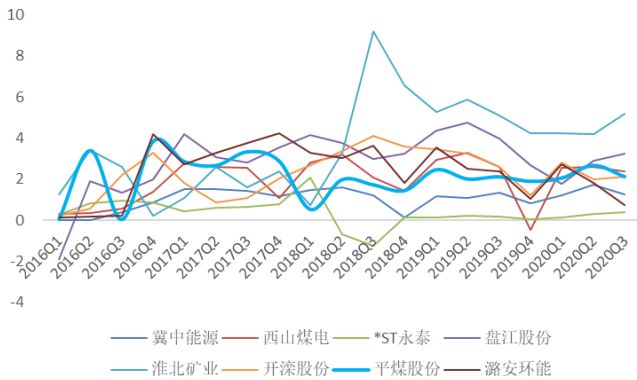
数据来源: wind、国泰君安证券研究

2.2. 降本增效赋予公司内生成长性

历史数据表明公司煤炭业务盈利能力处于行业中游水平, 未来提升盈利能力的主要方向是提升销售净利率。公司单季 ROE 于 2016、2017 年受行业剧烈变化影响而波动较大, 2018 年后逐渐稳定并处于可比公司第 3~5

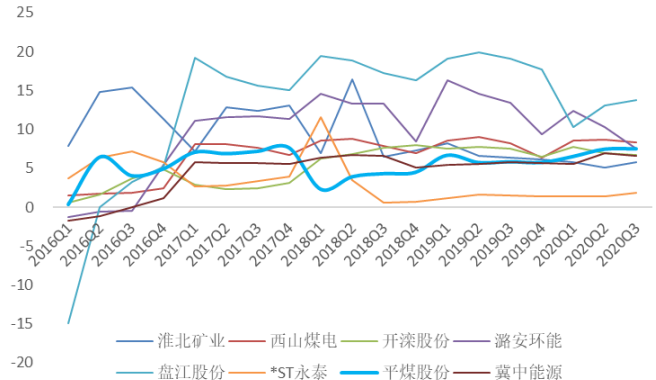
名水平。经杜邦分析拆解，公司权益乘数长期位于行业前 2 且总资产周转率稳定在 0.2~0.4 的区间，销售净利率一直处于行业中游下游水平。鉴于权益乘数提升空间较小、且总资产周转率较难改变，我们认为提升销售净利率是公司未来提升盈利能力的主要方向。

图 22: CS 炼焦煤板块单季 ROE 对比



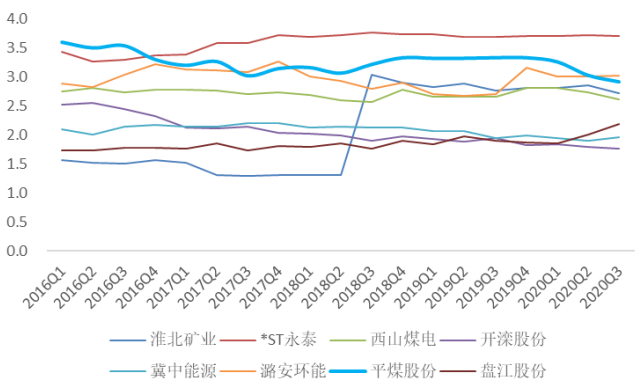
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 23: CS 炼焦煤板块单季销售净利率对比



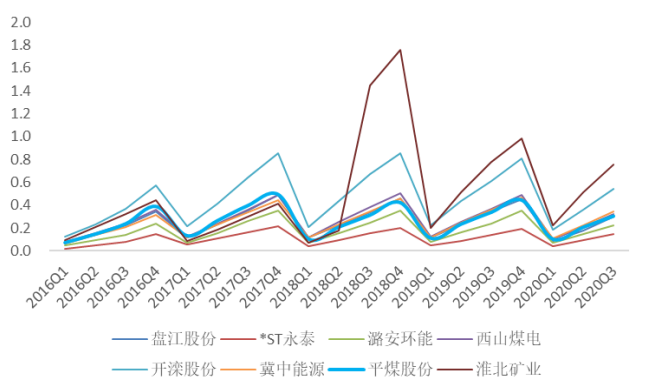
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 24: CS 炼焦煤板块单季权益乘数对比



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 25: CS 炼焦煤板块单季总资产周转率对比

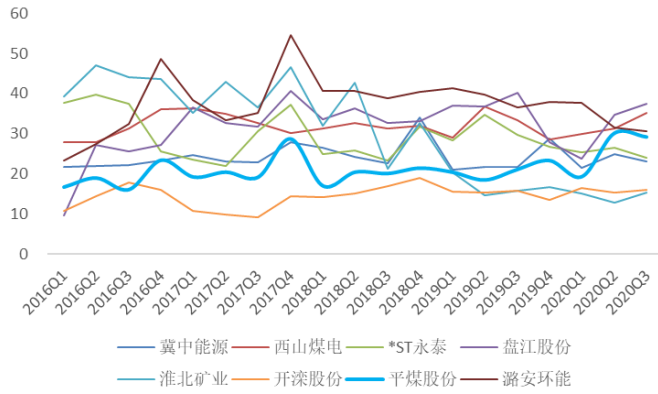


数据来源: wind、国泰君安证券研究

公司控制三费率水平行业领先，提升销售净利率的主要空间源于销售毛利率的提升。

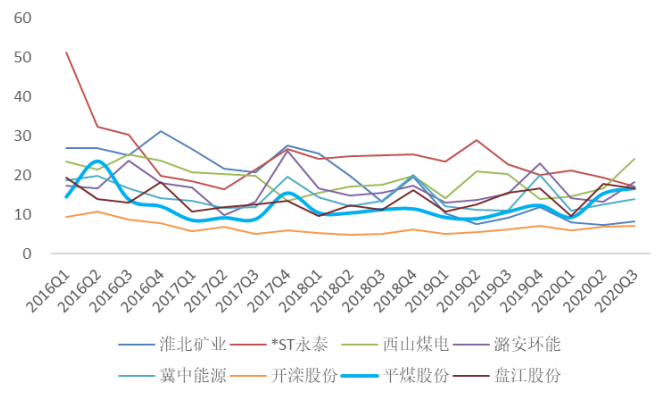
公司煤炭质优且价稳，提升销售毛利率的空间源于吨煤成本的控制，经拆解主要可通过降低人工成本来实现。对比 2019 年公司与可比公司盘江股份、西山煤电及淮北矿业的吨煤生产成本明细可知，公司吨煤生产成本较高的原因主要是人工成本（250 元/吨）和其他成本（208 元/吨）较高。其他成本主要包含安全生产费、维简费、地面补偿费、修理费等，其中安全

图 26: CS 炼焦煤板块单季销售毛利率对比



数据来源: wind、国泰君安证券研究

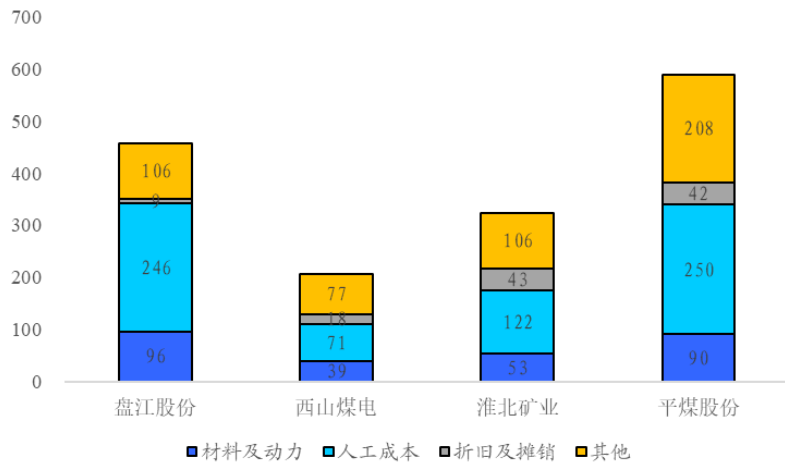
图 27: CS 炼焦煤板块单季三费率对比



数据来源: wind、国泰君安证券研究

生产费 68 元/吨占比最大, 该费用较多是因为公司煤矿采掘深度较深且多为瓦斯突出矿井, 费用较为刚性, 此外其他成本中的维简费也基本为统一的 8~9 元/吨, 地面补偿费和修理费都取决于矿井自身的条件, 其他成本整体优化空间较小。因而, 公司控制成本的主要空间在于提升人工效率降低吨煤人工成本。

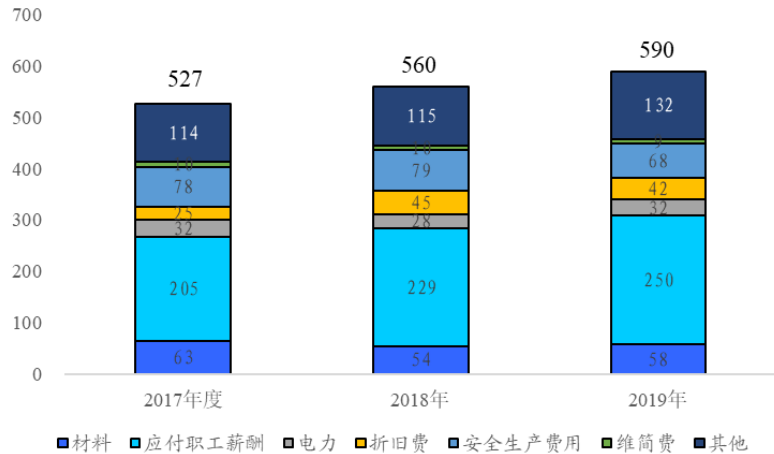
图 28: 人工和其他成本占平煤股份成本比重较高 (元/吨)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司吨煤成本的增加主要源于吨煤人工成本的提升。2018 年公司吨煤成本为 560 元/吨增加 33 元/吨, 其中人工成本增加 24 元/吨占比 72.7%; 2019 年公司吨煤成本为 590 元/吨增加 30 元/吨, 其中人工成本增加 21 元/吨、占比 70.0%。

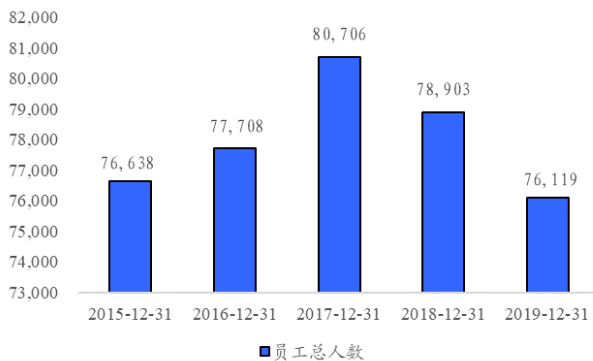
图 29: 人工成本为平煤股份成本主要构成(元/吨)



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

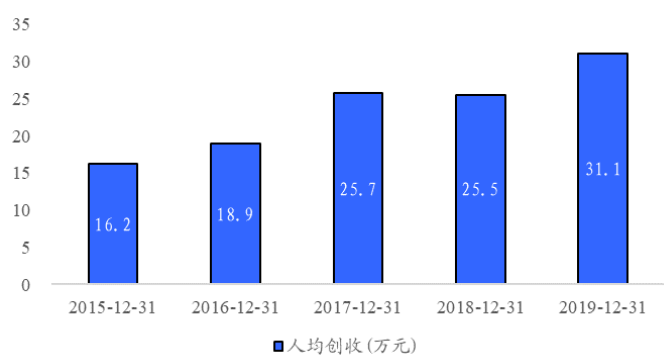
2017年以来公司持续控制人工成本且取得一定成绩，人均创收持续增长。2017年以来公司员工总人数持续下降，2015年以来公司人均创收稳步提升。公司管理层已经意识到降低人工成本是公司降本增效策略的核心，并多次表态将坚决贯彻持续优化员工的策略。

图 30：2017 年之后公司员工总人数持续优化



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 31：2015-2019 公司人均创收稳步提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司未来仍有能力和空间继续优化人工成本，我们认为公司员工优化空间 3~4 万人，每优化 1 万人将为公司增利约 7.5 亿元。对比与公司产能相近的淮北矿业（3,255 万吨），公司员工数 85,906 人远高于淮北矿业的 56,514 人，鉴于淮北矿业除了煤炭开采业务外还有贸易板块（2019 年营收占比 64.6%）和煤化工板块（2019 年营收占比 14.7%），我们认为公司员工优化空间将在 3~4 万人。公司优化人工成本具有可行性，主要可通过提升机械化水平、自然退休和集团分流三方面实现，以每年自然退休 3,000~4,000 人进行估算，平煤神马集团近两年有包括夏店矿、环己酮项目等多个能源化工项目投产预计将助公司员工实现有效分流。

若以退出员工平均每人 10.5 万元的成本估算（公司 2017~2019 年人均薪酬分别为 8.45、9.98、10.33 万元），每优化 10,000 人将为公司增加约 7.5 亿元的利润，相当于 2019 年归母净利的 20.7%。考虑到 2020 年是公司进行实质改革的元年，预计 2021 年员工数量和员工成本将会出现较大幅度下降。

表 3: 平煤神马集团近两年重点投产项目

项目名称	投产时间
平煤隆基 4GW 高效单晶硅电池项目二期 2GW	2020.6
六矿三水平工程	2021.12
一矿三水平下延工程	2021.12
夏店矿建设项目	2021.7
15 万吨环己酮项目	2020.9
首恒环己酮项目	2020.12
6 万吨/年延迟沥青焦项目	2020.6
帘子布发展 4 万吨尼龙 66 差异化工业丝(切片纺)项目	2019.9
己内酰胺二期暨升级改造项目	2020.9

数据来源: 债务评级报告、国泰君安证券研究

3. 激励充分到位, 股东回报提升

3.1. 股权激励为公司注入活力

公司实行限制性股权激励计划, 业绩目标为 2021~2023 年的 EPS 分别为 0.69、0.79、0.89 元, 相较于 2019 年 0.49 元的 EPS 四年复合增速为 16.1%。激励计划涉及的对象共计 686 人, 激励对象涵盖面广包含高管、中层干部以及核心技术人员和管理骨干。本期股权激励计划拟向激励对象授予不超过 2294.24 万股的限制性股票, 本期拟授予权益数量约 2112.2 万股。业绩考核指标为净利润增长率、每股收益、净资产收益率、 Δ EVA 四项指标。此次股票激励计划是公司上市以来的首次, 且激励力度较大, 例如公司高管 2019 年平均薪酬为 55 万元, 拟授予权益 6 万股, 当下价值约 34.6 万元, 占授予时薪酬总水平的 63%, 预计将会提升员工积极性为公司注入发展新动力。

表 4: 公司限制性股票激励方案, EPS 复合增长 16.1%

解除限售期	第 1 解除限售期	第 2 解除限售期	第 3 解除限售期
年份	2021	2022	2023
净利润(亿)	≥ 18.6	≥ 21.3	≥ 23.9
EPS(元)	≥ 0.69	≥ 0.79	≥ 0.89
ROE	$\geq 9.9\%$	$\geq 10.8\%$	$\geq 11.5\%$
Δ EVA	> 0	> 0	> 0
可解除限售数量占获授权益数量比例	40%	30%	30%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

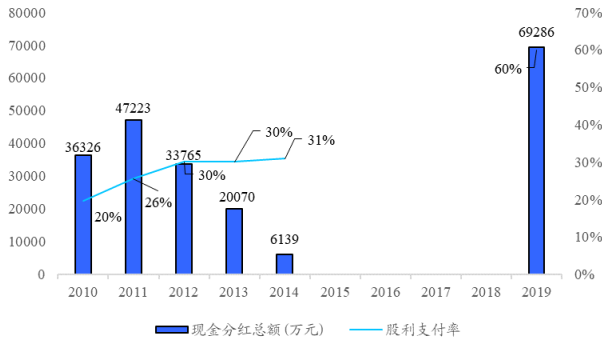
3.2. 规划未来分红率不低于 60%, 回购进一步增厚股息

公司 2019~2021 年分红率将达 60%, 彻底改变此前 4 年不分红的形象。公司 2010~2014 年在 30% 左右的股利支付率水平, 2015 年行业普遍出现亏损公司当期未分红, 至此连续 4 年不分红。至 2019 年公司未分配利润已连续三年创历史新高达 67 亿, 公司经营业绩愈发稳定, 于当年公司制

定 2019~2021 年以现金方式分配的利润不低于可供分配利润的 60%且每股派息不低于 0.25 元人民币。同时，公司股息率也保持较高水平，19 年为 5.2%，位于全部 A 股的约前 1%。

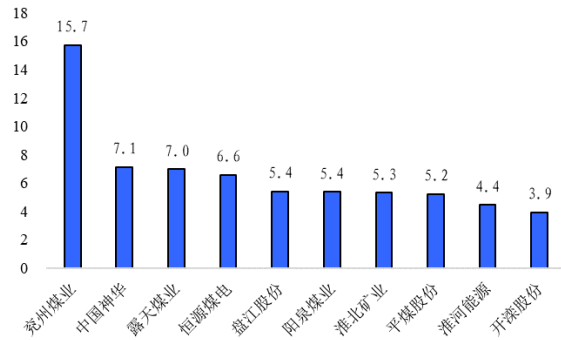
结合股权激励和分红计划，公司未来两年目标股息率分别不低于 7.2%、8.2%。公司 2019 年静态股息率为 5.2%，根据公司股权激励计划限制知公司 2020、2021 年的业绩目标为 EPS0.69、0.79 元。再结合公司未来两年不少于 60%的分红率可推知公司 2021 年的目标股息率将超过 8.2%。

图 32: 2010 年至今公司现金分红及股利支付率



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 33: 2019 年公司静态股息率位于同板块前列



数据来源: wind、国泰君安证券研究

注: 选择 2020.11.24 的收盘价计算

表 5: 结合股权激励和分红计划未来两年目标股息率 5.8%、7.2%

年份	2020	2021	2022
EPS(元)	≥ 0.56*	≥ 0.69	≥ 0.79
股利支付率	≥ 60%	≥ 60%	≥ 60%#
每股红利(元)	≥ 0.34	≥ 0.41	≥ 0.47
静态股息率	≥ 5.3%	≥ 6.5%	≥ 7.4%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

注: 选择 2020.11.24 的收盘价计算; “*” 2020 年 EPS 按公司修改前发布的股权激励业绩目标计算; “#” 2022 年股利支付率按 60% 计算。

公司通过回购销股的方式增厚 EPS，提升公司投资价值。公司于 2019 年 3 月 28 日通过了《关于回购部分社会公众股份的预案》，以 2.7 亿元为下限，3.3 亿元为上限的自有资金，按不超过 5.45 元/股的价格回购部分社会公众股份。截至 2020 年 3 月 18 日，公司已实际回购股份 66,921,027 股，占公司总股本的 2.834%，回购均价 4.17 元/股，使用资金总额 2.8 亿元，其中注销 33,460,513 股，公司总股本降至 2,327,704,469 股，同比下降 1.4%。公司回购的剩余 33,460,514 股，计划于回购结果暨股份变动公告 12 月后进行注销，注销后将进一步提升 EPS 和股息率约 1.4%。

4. 盈利预测与估值

盈利预测:

核心假设:

- 2020年及后续年份精煤价格维持稳定, 混煤价格2021年有所反弹; 精煤战略带动精煤产销量和销售占比逐年增长, 带来煤炭销售均价在2021年开始回升, 2020~2022年综合煤价757、774、788元/吨;
- 伴随公司降本增效策略的实施, 公司吨煤生产成本的增幅小于煤炭售价的上涨, 2020~2022年吨煤销售成本为510、508、504元/吨;
- 六矿二号井2020年末计提减值准备约2.47亿元;

根据假设, 我们预计公司2020-2022年收入230.1、237.5、244.8亿元, 归母净利润12.3、16.7、19.7亿元, EPS分别为0.53、0.72、0.85元。

表 6: 平煤股份收入成本预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入合计	20153	23635	23008	23747	24483
成本合计	16161	18740	17318	17463.5	17623
毛利率	19.81%	20.71%	24.73%	26.46%	28.02%
煤炭收入合计	17805	19788	19008	19747	20483
煤炭收入增速		11.14%	-3.94%	3.89%	3.73%
冶炼精煤收入	10608	12901	12720	13560	14400
冶炼精煤销量 (万吨)	899	1046	1060	1130	1200
冶炼精煤价格 (元/吨)	1180	1233	1200	1200	1200
混煤收入	5761	5179	4680	4524	4420
混煤销量 (万吨)	1322	949	900	870	850
混煤价格 (元/吨)	436	546	520	520	520
其他洗煤收入	682	995	908	963	963
其他洗煤销量 (万吨)	382	561	550	550	550
其他洗煤价格 (元/吨)	179	177	165	175	175
材料销售&地质勘探收入	754	712	700	700	700
煤炭销售均价 (元/吨)	655	746	757	774	788
其他收入	2349	3848	4000	4000	4000
其他收入增速		63.80%	3.96%	0.00%	0.00%
煤炭成本合计	13830	15059	13478	13624	13783
煤炭成本增速		8.89%	-10.50%	1.08%	1.17%
冶炼精煤成本	7803	9183	8268	8588	8880
冶炼精煤单位成本 (元/吨)	868	878	780	760	740
混煤成本	4643	4236	3600	3437	3315
混煤单位成本 (元/吨)	351	446	400	395	390
其他洗煤成本	668	965	935	924	913
其他洗煤单位成本 (元/吨)	175	172	170	168	166
材料销售&地质勘探成本	716	675	675	675	675
煤炭平均销售成本 (元/吨)	504	563	510	508	504
其他业务成本	2331	3681	3840	3840	3840
其他业务成本增速		57.91%	4.32%	0.00%	0.00%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

估值:

参考炼焦煤板块，平煤股份的可比公司 2021 年平均市盈率为 9.68 倍，以此作为比较标准，得到公司的对应估值为 6.97 元。可比公司 2021 年平均市净率为 0.97 倍，估值较低主要反映市场对公司资产进一步减值以及高成本下盈利冲击的担忧，而平煤股份由于具备资源和区位优势，且为中南地区焦煤龙头，改革落地后将迎来估值和业绩的双击，PB 估值可向盘江股份、淮北矿业这些高估值企业看齐，我们按照高 PB 公司的 1.2 倍 PB 估算得到公司对应估值 8.93 元。取 PE/PB 平均值给出目标价 7.95 元，对应 2021 年 PE 为 8.56 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7: 可比公司 2021 年 PE 为 9.68 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
盘江股份	7.74	128.1	0.66	0.57	0.77	11.75	13.57	10.01
冀中能源	4.05	143.1	0.26	0.31	0.35	15.88	12.94	11.56
潞安环能	6.77	202.5	0.80	0.68	0.76	8.46	9.93	8.88
开滦股份	5.88	93.4	0.72	0.65	0.70	8.17	9.06	8.37
淮北矿业	11.98	260.3	1.68	1.67	1.87	7.13	7.16	6.42
西山煤电	5.89	241.3	0.54	0.43	0.46	10.85	13.73	12.84
平均值						10.37	11.06	9.68
平煤股份	6.14	142.9	0.50	0.53	0.72	12.28	11.58	8.53

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2020 年 11 月 24 日, EPS、BPS 预测来自 wind 一致预期

表 8: 可比公司 2021 年 PB 为 0.97 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	BPS (元/股)			PB		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
盘江股份	7.74	128.1	4.44	4.58	4.96	1.74	1.69	1.56
冀中能源	4.05	143.1	5.79	6.03	6.26	0.70	0.67	0.65
潞安环能	6.77	202.5	8.34	8.47	9.02	0.81	0.80	0.75
开滦股份	5.88	93.4	7.13	7.33	7.63	0.82	0.80	0.77
淮北矿业	11.98	260.3	8.62	9.35	11.20	1.39	1.28	1.07
西山煤电	5.89	241.3	6.49	5.36	5.76	0.91	1.10	1.02
平均值						1.06	1.06	0.97
平煤股份	6.14	142.9	6.15	7.15	7.44	1.00	0.86	0.83

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2020 年 11 月 24 日, EPS、BPS 预测来自 wind 一致预期

5. 风险提示

煤价超预期下跌。我们预计后续炼焦煤市场受进口煤限制将表现出供需平衡的格局，且公司在所处的中南地区区位优势相对明显，后续精煤价格将稳中有增。倘若后期煤炭价格出现超预期下跌，则将对公司盈利形成较大压力。

公司员工优化力度不及预期。公司管理层持续贯彻降本增效的策略，且自 2017 年以来连续两年优化员工合计 4587 人，此外公司管理层曾多次表态将持续贯彻降本增效策略。我们预计后续公司将通过降本增效持续提升内

在成长性,但倘若后期公司员工优化力度不及预期,则将对公司的成长性形成影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		