

采掘

2019年04月25日

平煤股份 (601666)

——受益于国企改革的低估值中南区域焦煤龙头标的

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据： 2019年04月24日

收盘价(元)	4.65
一年内最高/最低(元)	4.73/3.39
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10979
上证指数/深证成指	3201.61/10236.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年12月31日

每股净资产(元)	5.45
资产负债率%	69.96
总股本/流通A股(百万)	2361/2361
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
mengxw@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818×转
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司是中南地区最大的炼焦煤生产基地。**公司主要为低灰、低硫、低磷、粘结性较强的焦煤资源。本部共拥有 14 处煤矿和 1 处待划定矿区范围的牛庄井田，目前本部矿井共计核定生产能力 3092 万吨，权益产能 2971 万吨。公司是中南地区最大的煤炭生产企业，地处河南南部，并邻近中南、华东缺煤省份，因河南为内陆交通枢纽而铁路、公路运输十分便利。且公司产品涵盖几乎炼焦所需全部煤种，因此公司在华东、华中地区市场同业竞争压力较小，垄断优势地位较为明显。
- **调整产品结构大幅提高精煤产出率，促公司盈利能力提升。**近年炼焦煤需求旺盛，公司根据市场情况，积极调整公司产品结构，适应市场需求。通过适当提高精煤灰份（降低质量标准）以及混洗来增加公司焦煤精煤产出率，近三年公司精煤洗出率由 2015 年的 20% 提升至 30% 左右，接近于行业主流公司水平，公司盈利能力得到有效提升。2017 年公司吨煤利润已超过 2011 年水平，达到约 190 元/吨，2018 年进一步上升，超过 200 元/吨，焦煤的稀缺性使得价格保持高位盘整，预计公司可实现盈利持续改善。
- **受益国企改革，集团煤焦资产上市可期。**公司战略定位转为集中精力做强主业，深化公司煤焦产业链。2016 年以来公司一方面将与主业煤焦产业无关的新能源项目或转让或停止，另一方面公司持续收购整合集团优质产业链资产，减少与母公司的关联交易的同时不断深化产业链经营，提高公司竞争力和抗风险能力。但是由于被收购企业的净利润占比不高，公司的产业链整合远远不够。随着国企改革的持续推进，一方面集团需履行解决集团和上市公司同业竞争的承诺，另一方面需要进一步深化发展公司煤焦产业链战略。因此预计集团 715 万吨/年煤炭产能资产和 1520 万吨/年焦炭产能有望注入上市公司。
- **公司回购股份，看好长期价值：**公司于 2019 年 4 月发布公告称，将按集中竞价的方式，以自有资金下限 2.7 亿元、上限 3.3 亿元，按不超过 5.45 元/股回购部分社会公众股份，回购股份的 50% 计划用于注销以减少公司注册资本；回购股份剩余 50% 为维护公司价值及股东权益所必需，计划按最新的回购规则在发布回购结果暨股份变动公告 12 个月后进行减少注册资本。大规模股份回购，充分表明了控股股东看好公司长期价值。
- **投资建议：**在焦煤价格保持高位的条件下，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 0.62 元、0.66 元和 0.61 元；对应 PE 分别为 7.5 倍、7 倍和 7.6 倍，而 A 股其他主要焦煤标的平均估值 PE 为 10 倍，公司 PE 估值折价幅度 40% 左右，另外焦煤公司平均 PB 为 1.1 倍，而公司为 0.8 倍，折价幅度 38%，公司价值被严重低估，具备投资价值，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,742	20,153	20,871	20,479	20,358
同比增长率(%)	41.0	-2.8	3.6	-1.9	-0.6
净利润(百万元)	1,377	715	1,455	1,551	1,451
同比增长率(%)	82.8	-48.1	103.4	6.6	-6.4
每股收益(元/股)	0.58	0.30	0.62	0.66	0.61
毛利率(%)	21.5	19.8	21.7	21.4	20.6
ROE(%)	11.5	5.6	10.2	9.8	8.5
市盈率	8	15	8	7	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

焦煤供给持续偏紧的局面将会持续，焦煤价格易涨难跌、维持高位。同时公司在中南区域内的焦煤龙头地位日渐凸显，具有先天优势，居于垄断地位，公司议价能力大幅提高，业绩具有可持续性特征。

在焦煤价格保持高位的条件下，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 0.62 元、0.66 元和 0.61 元；对应 PE 分别为 7.5 倍、7 倍和 7.6 倍，从估值角度分析，公司和其他可比炼焦煤公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。以 A 股主要五家焦煤公司作为对标标的，2019 年-2021 年平均估值 PE 为 10 倍，而公司 19 年、20 年 PE 折价幅度高达 37%和 43%；静态 PB 估值角度，焦煤公司平均 PB 为 1.1 倍，而公司 PB 仅为 0.8 倍，折价幅度 38%，极具投资价值。首次覆盖，给予公司“**买入**”评级。

关键假设点

国内焦煤供给持续偏紧，焦煤价格高位盘整。因公司所在区域焦煤稀缺更加明显，且公司为区域焦煤龙头，议价能力更强，因此预计 2019-2021 年公司炼焦煤售价增速分别为 3.2%、1%和 1%。

公司在产煤矿无列入煤炭去产能计划，公司无煤矿关停，无需计提减值。

有别于大众的认识

1、市场认为钢价下跌，将对上游原材料焦煤价格形成压力。但是我们分析认为，因废钢和电炉生产粗钢较焦煤焦炭生产粗钢成本高 200-300 元/吨，因此钢价下跌，将促使钢厂首先减少高成本的废钢和电炉使用，增加焦煤焦炭使用，在粗钢产量不大幅下跌的前提下，焦煤实际需求是增加的，且国内焦煤供给持续减少，因此焦煤价格易涨难跌。

2、市场认为随着“蒙华铁路”的通车，大量陕蒙地区低价煤进入河南，将对公司动力煤价格形成冲击。但是我们分析认为，公司动力煤主要供给省内电厂，一方面执行长协合同价格基本稳定，另外受河南省“煤电互保”政策保护，要求河南省内电厂优先采购省内煤炭，因此公司动力煤价格基本不受蒙华铁路通车后陕蒙地区低价煤冲击影响。

股价表现的催化剂

- 1、5-6 月煤价反弹，煤炭板块迎来估值修复投资机会
- 2、公司国企改革持续稳步推进。

核心假设风险

宏观经济下行，导致煤炭需求下滑，公司煤炭产品价格下滑。

目录

1. 中南地区龙头煤企	5
1.1 中南地区唯一焦煤上市公司标的.....	5
1.2 中南地区主要炼焦煤生产基地	5
2. 剥离亏损煤矿叠加煤价上涨，实现业绩反转	7
2.1 公司业绩随煤价上涨大幅反弹	7
2.2 亏损资产剥离，带来业绩有效减亏	8
2.3 提高焦精煤产出率，增强盈利能力	9
3. 公司持续并购集团产业链资产，国企改革可期	10
3.1 公司专注煤焦主业，持续注入集团产业链资产	10
3.2 集团尚存部分煤矿及优质焦炭资产亟待注入上市公司	10
4. 业绩持续释放，低估值区域焦煤龙头	12
4.1 公司回购股份，看好长期价值	12
4.2 被严重低估的区域焦煤龙头标的	12

图表目录

图 1：公司与实控人产权关系（截至 2018 年年底）	5
图 2：公司股权结构（截至 2018 年年底）	5
图 3：铁路线路示意图	6
图 4：公司主营收入构成（截止 2018 年年报数据）	7
图 5：公司所在地区 1/3 焦煤价格走势（元/吨）	8
图 6：公司吨煤生产成本（元/吨，%）	8
图 7：2015-2018 年主要焦煤公司精煤占比（%）	9
图 8：公司炼焦精煤产出率不断提升	9
表 1：平煤股份本部现有矿井储量及产能（万吨）	6
表 2：平煤股份剥离关停亏损矿井情况	8
表 3：近三年资产收购进程（百万元）	10
表 4：平煤神马集团上市公司外矿井明细（截止 2018 年 12 月）	11
表 5：近年来集团焦炭产销量（万吨）	11
表 6：焦煤 A 股上市公司万得一一致预测 PE、PB（2019 年 04 月 24 日）	12

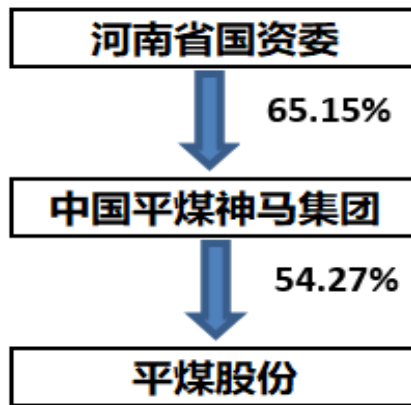
1. 中南地区龙头煤企

1.1 中南地区唯一焦煤上市公司标的

平顶山天安煤业股份有限公司于1998年3月17日在河南省工商行政管理局注册成立，并于2006年11月23日在上海证券交易所上市。公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工、煤炭销售。中国平煤神马集团作为公司目前唯一的国有法人，持有公司股份54.27%。中国平煤神马集团由河南省人民政府国有资产监督管理委员会控股65.15%，河南省国资委为公司实际控制人。

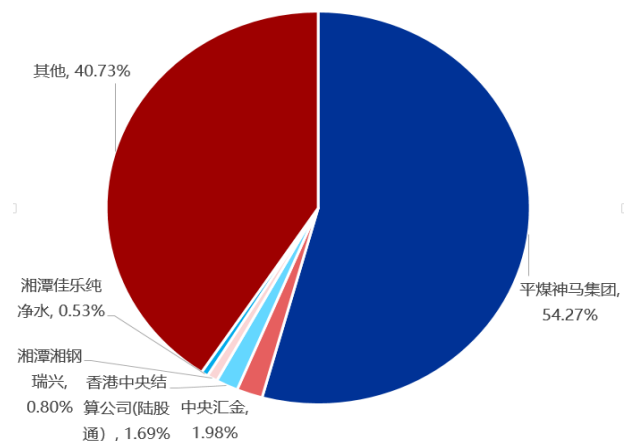
公司为中南地区唯一一家矿藏优质炼焦煤、业绩反转的区域焦煤龙头标的。

图 1：公司与实控人产权关系（截至 2018 年年底）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司股权结构（截至 2018 年年底）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 中南地区主要炼焦煤生产基地

公司地处平顶山矿区，主要为低灰、低硫、低磷、粘结性较强的焦煤资源，是中南地区最大的炼焦煤生产基地。公司本部共拥有 14 处煤矿和 1 处待划定矿区范围的牛庄井田。目前本部矿井共计核定生产能力 3092 万吨（按 330 工作日计算），权益产能 2971 万吨。

平顶山矿区目前可采煤层分为：丁、戊、己、庚，煤质最好的是己组煤，公司焦精煤产量基本全部来自于己组煤，现有矿井 70%左右产量为己组煤，公司当前矿井主要以 1/3 焦煤、焦煤为主。基于资源优势，公司主要开发了混煤和冶炼精煤两大类产品。

公司混煤具备“二低”（低硫、低磷）属性，符合国家环保政策要求，主要用于电力、石油化工和建材等行业；冶炼精煤主要用于钢铁制造业，公司“天喜”牌精煤是河南省免检产品。目前公司经营模式为自产自销，且主要采用直销模式。

表 1：平煤股份本部现有矿井储量及产能（万吨）

煤矿	保有储量	可采储量	核定能力	权益产能	煤种
一矿	21,004	8,607	320	320	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
二矿	1,096	572	170	170	1/3 焦煤、肥煤
四矿	5,678	1,916	224	224	1/3 焦煤
五矿	11,599	5,677	190	190	肥煤、1/3 焦煤
六矿	12,798	4,183	320	320	1/3 焦煤
八矿	27,416	13,468	405	405	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
九矿	255	63	90	90	1/3 焦煤
十矿	9,549	5,418	264	264	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
十一矿	13,669	8,261	240	240	1/3 焦煤
十二矿	3,095	973	104	104	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
十三矿	34,045	18,588	210	210	主焦煤
香山矿（72%）	3,179	1,107	90	65	1/3 焦煤、气煤、肥煤
首山一矿（60%）	38,668	24,577	240	144	主焦煤、配焦煤
朝川矿	8,444	3,431	180	180	1/3 焦煤、肥煤
牛庄井田	3,599		45	45	焦煤、肥煤
合计	194,094	96,840	3,092	2,971	

资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

公司是中南地区最大的煤炭生产企业，地处河南南部，临近长江中下游地区，并邻近中南、华东缺煤省份，且因河南省是我国内陆交通枢纽，铁路、公路运输十分便利。尤其铁路运力方面，河南境内京广线、焦柳线、京九线等铁路线路密布，因公司为河南省重点国有企业，铁路部门的运输大户，因此公司的铁路运力供给充足，不存在运输瓶颈。

华东地区的钢企较为集中，对炼焦煤需求极大，而当地煤企无法满足其需求，且因供给侧改革，属于去产能重点区域。公司作为中南地区最大的炼焦煤生产基地，公司产品涵盖几乎炼焦所需全部煤种，因此，公司在华东、华中地区市场同业竞争压力较小，垄断优势较为明显。由于公司煤质优越，地理位置好，所以公司煤炭在中南地区武钢等大型钢厂赢得了较好市场份额。2018 年武钢为仅次于集团的第二大采购方，采购金额占公司主营收入的 19%。

图 3：铁路线路示意图

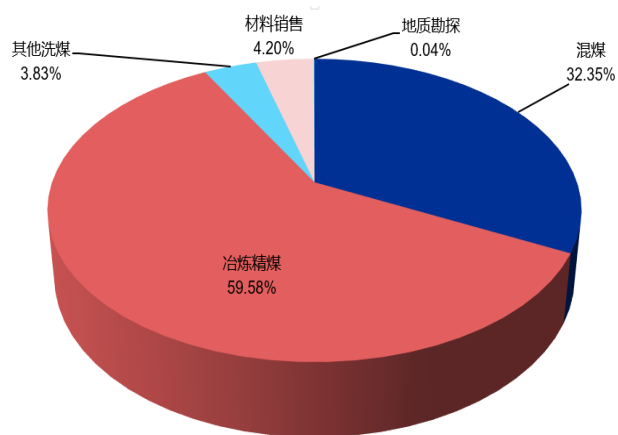

资料来源：郑州铁路局，申万宏源研究

2. 剥离亏损煤矿叠加煤价上涨，实现业绩反转

2.1 公司业绩随煤价上涨大幅反弹

自上市以来，公司主营业务构成未发生重大变化，主要收入仍来源于煤炭销售。以 2018 年年报数据为例，公司主营业务收入合计 178.05 亿元，其中冶炼精煤业务营收在主营业务收入中占比 59.58%，混煤业务营收占比 32.35%。除了煤炭开采、洗选及销售业务外，公司还销售钢材、设备小件、钢丝绳、电缆等相关材料产品，2018 年，公司材料销售业务营收 7.47 亿元，在主营收入构成中占比 4.2%。

图 4：公司主营收入构成（截止 2018 年年报数据）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

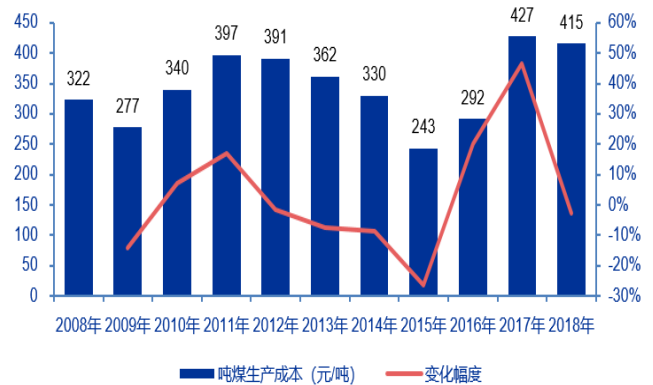
回顾公司的历史业绩，公司业绩和煤价高度相关。公司所在地区 1/3 焦煤价格在 2011 年年底达到阶段性高位 1545 元/吨后，持续下滑，至 2016 年 4 月跌至 630 元/吨，跌幅近 60%；因此公司自 2011 年起，营业收入与净利润持续下滑，公司归母净利润从 2011 年的 18.47 亿元连续下滑至 2015 年的 -21.38 亿元。

但自 2016 年二季度煤价触底反弹后，业绩明显好转，公司 2016 年扭亏为盈，2016 至 2018 年归母净利润分别为 8.40、13.77 和 7.15 亿元。

公司所在地 1/3 焦煤价格为 1500 元/吨，与 2015 年全年均价约 760 元/吨相比几乎翻倍。但是公司在 2018 年吨煤生产成本为 415 元/吨，较 2015 年 243 元/吨上涨约 70%。因此预计公司短期内吨煤生产成本不会大幅上涨。而供给侧改革将会持续推进，尤其是中南地区焦煤资源日益稀缺，预计焦煤价格将保持高位盘整，且价格中枢将缓慢上移。2017 年公司吨煤利润已超过 2011 年水平，达到约 190 元/吨，2018 年进一步上升，超过 200 元/吨，公司可实现持续盈利改善。

图 5：公司所在地区 1/3 焦煤价格走势（元/吨）


资料来源：中国煤炭运销协会，申万宏源研究

图 6：公司吨煤生产成本（元/吨，%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 亏损资产剥离，带来业绩有效减亏

2017 年上半年，公司又将天晟、天和、福安、广天煤业四家小煤矿公司进行清算关闭。公司曾在 2016 年上半年将旗下的资源枯竭矿井进行有效剥离，纳入集团化解过剩产能关停计划。在此过程中，公司将三矿、七矿、天力公司 100% 股权及朝川矿下属二井、三井整体资产及负债一并出售给集团，资产评估价值为 77.57 万元。

2017 年关停的四家亏损矿井合计产能 90 万吨/年，加上 2016 年剥离的矿井，总退出产能合计 446 万吨/年，占全部产能的 14.42%；四家小煤矿公司截至 2016 年底合计亏损 1.41 亿元，而 2016 年剥离的资产单单 2016 年一季度单季便亏损 3.73 亿元。

通过剥离不良资产，一方面可以有效减少亏损，改善公司的财务状况；另一方面，通过将资产转给集团，公司可以最大程度地获得政府的支持优惠政策，进一步带来业绩的提振。

表 2：平煤股份剥离关停亏损矿井情况

矿井	产能 (万吨/年)	净资产 (万元)		净利润 (万元)		公告时间
		截至 2016 年一季度	截至 2016 年年底	截至 2015 年年底	截至 2016 年年底	
三矿	68	-14,264.00		-16,508.52		2016 年 4 月
七矿	78	-41,574.46		-6,671.21		
天力公司	120	21,964.75		-10,144.02		
朝川矿二井	60	-3,407.84		-21,624.39		
朝川矿三井	30					2017 年 6 月
天晟煤业	30		815.12		-2,671.71	
天和煤业	15		-243.29		-2,976.72	
福安煤业	30		-1,387.53		-3,838.56	
广天煤业	15		44.05		-4,592.72	
合计	446	-37,281.55	-771.65	-54,948.14	-14,079.71	

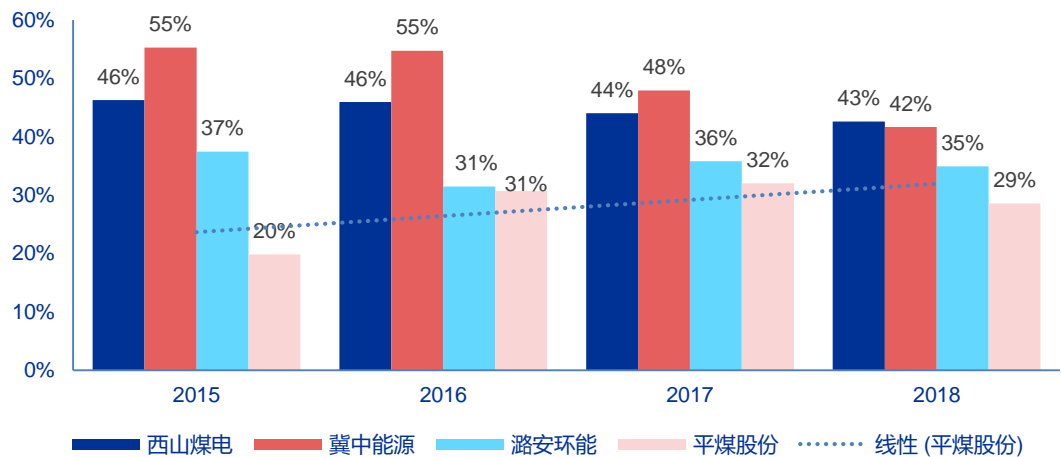
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 提高焦精煤产出率，增强盈利能力

近年来随着供给侧改革的推进，由于剥离、关停部分矿井，以及随着采挖深度增加对安全生产的要求更高，公司原煤产量稳定在 3000 万吨左右。2016 年至 2018 年公司原煤产量分别为 2989、3125、3080 万吨。

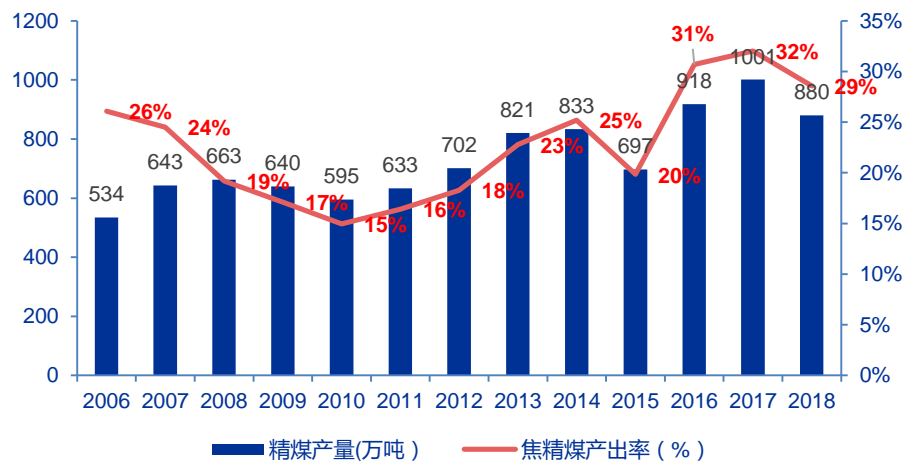
公司炼焦煤占比不断提升，促公司盈利能力增强。炼焦煤生产盈利状况好坏很重要的要素是精煤占原煤比重，与其他焦煤公司比较，公司精煤产出率偏低一直困扰公司盈利能力的提升。2015 年西山煤电、潞安环能、冀中能源三个主要焦煤公司精煤占原煤比重分别为 46%，37%和 55%，而公司占比只有 20%。2016 年以后，炼焦煤需求旺盛，公司根据市场情况，积极调整公司产品结构，适应市场需求。通过适当提高精煤灰份（降低质量标准）以及混洗来增加公司炼焦精煤产出率，公司精煤产量占比已经提高至 30%左右水平。

图 7：2015-2018 年主要焦煤公司精煤占比（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司炼焦精煤产出率不断提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 公司持续并购集团产业链资产，国企改革可期

3.1 公司专注煤焦主业，持续注入集团产业链资产

2017年3月公告，公司将旗下平襄新能源50.2%的股权转让给关联方易成新能源（集团新能源平台公司），并且终止了平顶山宝丰县年产2GW高效单晶硅项目。公司将与主业煤焦产业无关的新能源项目或转让或停止，公司战略定位转为集中精力做强主业，深化公司煤焦产业链。

公司持续收购整合集团优质产业链资产，减少与母公司的关联交易的同时不断深化产业链经营，提高公司竞争力和抗风险能力。自2016年以来，公司大刀阔斧地整合上下游资产，先后收购了煤炭采掘配套的包括洗煤厂、供水厂、设备公司、煤泥水处理公司、配煤公司等，意在提高公司的抗风险能力及提高整体市场竞争力，同时可减少与母公司的关联交易。但是由于被收购企业的净利润占比不高，公司的产业链整合远远不够。

表3：近三年资产收购进程（百万元）

公告时间	收购资产	总资产	净利润	当年公司净利润	年化净利润占比	数据截止时间
2016年8月底	电务厂	328	35	795	8.80%	2016年6月底
	铁运处	1037	39	795	9.81%	
	信通公司	173	8	795	2.01%	
2017年6月	一矿洗煤厂	153.93	2.21	1540.28	0.57%	2017年3月底
	供水总厂	184.54	-0.87	1540.28	-0.23%	2017年4月底
	天通电力	374.87	8.28	1540.28	2.15%	
	金鼎煤化	113.85				2017年3月底
	天泰选煤	29.50				
	双盛选煤	56.65				
	矿晟设备	38.18				
2017年11月	武汉平焦公司	105.59	0.46	1540.28	0.04%	2017年8月底
2019年2月	中平煤电	695.40	1.69	882.71	0.21%	2018年11月底
2019年3月	成立平煤健康公司（合资公司）					

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 集团尚存部分煤矿及优质焦炭资产亟待注入上市公司

公司上市以来一直存在与控股集团同业竞争问题。

2006年底上市时集团承诺3-5年内解决同业竞争。根据平煤集团于2006年6月2日形成的二届八次董事会决议，在公司上市3-5年内，除与电力发电配套以及资产资源枯竭矿井的煤炭开采业务外，平煤集团将选择合适时机，依据有关规定及法定程序，将平煤集团其所属与上市公司在煤质不同、销售区域不同以及销售客户不同的煤炭开采的业务与资产注入上市公司，使上市公司成为集团下属唯一经营煤炭开采及洗选业务的主体。

2010年平煤集团同神马集团战略合并后承诺2011年6月底解决同业竞争。中平能化集团（平煤集团同神马集团合并后公司名称）承诺上市公司将通过定向增发、公开增发等方式，收购中平能化集团的梨园矿（包括新建的宁庄井）、长虹矿业股权、长安能源公司，力争在2011年6月底前基本解决潜在的同业竞争问题。**但是2011年6月时间节点已过，尚未解决该问题。**

部分优质煤炭产能有望集团履行承诺解决同业竞争问题。截至2018年底，平煤神马集团在上市公司体外还有矿井14座，产能合计715万吨/年。其中单矿井产能规模60万吨及以上矿井合计产能535万吨/年。随着供给侧改革的推进，部分落后产能关闭后，剩余该部分535万吨相对优质产能，预计未来有望集团履行承诺注入上市公司。

表4：平煤神马集团上市公司外矿井明细（截止2018年12月）

矿井名称	产能规模（万吨/年）
河南平禹煤电有限责任公司一矿	150
平顶山市瑞平煤电有限公司张村矿	150
平顶山天安煤业天力有限责任公司吴寨矿	90
平顶山市瑞平煤电有限公司庇山煤矿	85
河南长虹矿业有限公司	60
平顶山天安煤业股份有限公司六矿二号井	30
河南平禹煤电有限责任公司四矿	30
河南平禹煤电有限责任公司方山矿二1煤新井	30
汝州市兴岭煤业有限公司	15
平顶山裕隆宇龙煤业有限公司	15
平顶山裕隆鑫鑫煤业有限公司	15
平顶山裕隆润达煤业有限公司	15
汝州市瑞平孙店煤业有限公司	15
河南平禹祥华煤业有限公司	15
合计	715

资料来源：国家能源局，申万宏源研究

公司煤焦化板块子公司主要包括首山焦化、中鸿焦化、京宝焦化和朝川焦化，合计产能约1520万吨/年，煤焦油深加工能力30万吨/年，甲醇产能10万吨/年。公司焦炭产能在行业中属于大型企业，在中南地区有较强的影响力，已初步形成炼焦、焦油加工、精细化工、煤气发电产品链。公司煤焦化工规模效应显著，焦煤生产规模居行业前列，是中南地区最大的炼焦生产基地。公司充分利用煤炭资源，较好地实现了可持续发展的循环经济产业。基于上市公司产业链拓展的战略，焦炭板块作为煤焦产业链重要板块有望注入上市公司。

表5：近年来集团焦炭产销量（万吨）

	2015	2016	2017	2018E
产量	1374	1374	1355	1340
销量	1376	1373	1376	1332

资料来源：平煤神马集团主体评级报告，申万宏源研究

4. 业绩持续释放，低估值区域焦煤龙头

4.1 公司回购股份，看好长期价值

公司于 2019 年 4 月发布公告称，将按集中竞价的方式，以自有资金下限 2.7 亿元、上限 3.3 亿元，按不超过 5.45 元/股回购部分社会公众股份。由于公司股价持续低于最近一期每股净资产，为提振公司股价，保护投资者利益，公司计划进行本次回购。回购股份的 50% 计划用于注销以减少公司注册资本；回购股份剩余 50% 为维护公司价值及股东权益所必需，计划按最新的回购规则在发布回购结果暨股份变动公告 12 个月后进行减少注册资本。

若根据回购资金总额上限 3.3 亿元、回购价格上限 5.45 元/股进行测算，本次公司将回购 6055 万股股票。若回购股份 50% 全部用于注销，控股股东平煤神马集团持股比例从 54.27% 提升至 54.98%，充分表明了控股股东对公司的信心。

4.2 被严重低估的区域焦煤龙头标的

因国内焦煤主产省份焦精煤资源日益减少，产量逐年下滑；而山西整合矿井技改释放产能有限，叠加澳洲进口焦煤频繁受到进口政策影响，导致国内焦煤供给大幅下降；而需求端因钢价承压，钢厂减少废钢和电炉使用增加焦煤使用促吨钢成本下降，从而导致焦煤需求持续增长。**供给持续偏紧的局面将会持续，导致焦煤价格易涨难跌、维持高位。同时公司在中南区域内的焦煤龙头地位日渐凸显，具有先天优势，居于垄断地位，公司议价能力大幅提高，业绩具有可持续性特征。**

在焦煤价格保持高位的条件下，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 0.62 元、0.66 元和 0.61 元；对应 PE 分别为 7.5 倍、7 倍和 7.6 倍，从估值角度分析，公司和其他可比炼焦煤公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。以 A 股主要五家焦煤公司作为对标标的，2019 年-2021 年平均估值 PE 为 10 倍，而公司 19 年、20 年 PE 折价幅度高达 37% 和 43%；静态 PB 估值角度，焦煤公司平均 PB 为 1.1 倍，而公司 PB 仅为 0.8 倍，折价幅度 38%，极具投资价值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 6：焦煤 A 股上市公司万得一致预测 PE、PB（2019 年 04 月 24 日）

代码	简称	2019/4/24	2019E	2020E	2021E	静态
		收盘价	P/E	P/E	P/E	PB
600348.SH	阳泉煤业	6.63	7.5	7.3	7.4	1.0
000983.SZ	西山煤电	7.37	10.5	10.1	10.2	1.1
600740.SH	山西焦化	10.63	8.9	9.0	9.0	1.6
601699.SH	潞安环能	8.64	8.1	8.2	8.4	1.1
000937.SZ	冀中能源	4.61	16.5	15.9	15.4	0.8
	平均		10.3	10.1	10.1	1.1
601666.SH	平煤股份	4.65	7.5	7.0	7.6	0.8
	折价幅度		37.23%	43.18%	32.14%	37.56%

资料来源：WIND 资讯，申万宏源研究

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,742	20,153	20,871	20,479	20,358
营业总成本	19,121	18,973	18,891	18,367	18,385
营业成本	16,293	16,161	16,344	16,096	16,161
营业税金及附加	632	631	647	655	631
销售费用	190	182	188	184	183
管理费用	637	643	668	635	631
财务费用	996	1,065	903	777	770
资产减值损失	69	-26	142	19	8
投资收益	40	36	5	5	5
营业利润	1,680	1,223	1,984	2,117	1,977
营业外收支	-18	16	13	12	14
利润总额	1,662	1,240	1,997	2,129	1,991
所得税	122	357	398	425	397
净利润	1,540	883	1,599	1,704	1,594
少数股东损益	163	168	144	153	143
归属于母公司所有者的净利润	1,377	715	1,455	1,551	1,451

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,138	16,429	18,787	19,079	22,218
现金及等价物	7,924	11,628	13,746	13,903	16,946
应收款项	5,472	3,201	3,386	3,495	3,541
存货净额	1,559	1,111	1,167	1,192	1,243
其他流动资产	182	488	488	488	488
长期投资	426	421	421	421	421
固定资产	26,589	31,216	29,727	28,141	26,459
无形资产及其他资产	901	892	871	849	827
资产总计	43,054	48,958	49,806	48,490	49,926
流动负债	19,139	21,373	20,555	17,469	17,520
短期借款	5,745	4,853	3,892	999	1,000
应付款项	11,831	12,635	12,777	12,584	12,635
其它流动负债	12	2,815	2,815	2,815	2,815
非流动负债	10,208	12,877	12,944	13,011	13,111
负债合计	29,347	34,251	33,499	30,480	30,632
股本	2,361	2,361	2,361	2,361	2,361
资本公积	2,793	2,945	2,945	2,945	2,945
盈余公积	1,619	1,664	1,754	1,851	1,942
未分配利润	4,973	5,644	7,008	8,461	9,511
少数股东权益	1,737	1,839	1,983	2,136	2,280
股东权益	13,707	14,708	16,306	18,010	19,294
负债和股东权益合计	43,054	48,958	49,806	48,490	49,926

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,540	883	1,599	1,704	1,594
加：折旧摊销减值	1,517	2,168	3,123	3,177	3,412
财务费用	991	1,109	903	777	770
非经营损失	-117	-41	-5	-5	-5
营运资本变动	-1,221	-1,368	-240	-347	-53
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	2,716	2,751	5,379	5,305	5,718
资本开支	1,302	1,002	1,470	1,550	1,700
其它投资现金流	26	49	5	5	5
投资活动现金流	-1,635	-2,633	-1,465	-1,545	-1,695
吸收投资	1,447	0	0	0	0
负债净变化	106	2,460	-894	-2,826	101
支付股利、利息	993	1,063	903	777	1,080
其它融资现金流	295	508	0	0	0
融资活动现金流	856	1,905	-1,796	-3,603	-979
净现金流	1,938	2,023	2,118	157	3,043

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。