证券研究报告

公司研究——事项点评

平煤股份（601666.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.10.22

左前明 煤炭行业首席分析师
执业编号:S1500518070001
联系电话：+86 10 83326795
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

周 杰 煤炭行业分析师
执业编号:S1500519110001
联系电话：+86 10 83326723
邮箱：zhoujie@cindasc.com

杜 冲 煤炭行业分析师
执业编号：S1500520100002
联系电话：+86 10 63080940
邮箱：duchong@cindasc.com

相关研究

《20201022 平煤股份（601666.SH）：三季度业绩保持高增，煤种煤质优势有待兑现！》

《20200811 平煤股份（601666.SH）：提质增效业绩逆势大增，国企改革活力更值期待》

《20200713 平煤股份（601666.SH）：位争先与转型发展急先锋！》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

股权激励草案验证公司提质增效和进位争先信心

2020 年 11 月 09 日

事件：11 月 6 日公司发布《2020 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》，拟向激励对象授予不超过本激励计划草案公告时公司股本总额 229424.3955 万股 1%(2294 万股)的限制性股票。本次授予为一次性授予激励对象限制性股票（限售期为授予日起 24 个月内），授予价格为 3.095 元/股，股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股。激励对象为 686 人，包括：公司董事、高级管理人员、公司中层管理人员、子公司高管以及公司认为应当激励的核心技术人员和管理骨干。

点评：

- **本激励计划授予限制性股票的业绩条件已满足。**本次股权激励授予限制性股票的业绩条件为：在确保安全生产、环保的前提下（一票否决），1）2019 年加权平均净资产收益率不低于 8.4%，每股收益不低于 0.485 元，且不低于同行业对标企业 50 分位值水平；2）2019 年净利润不低于近三年平均业绩水平且不低于上一年度业绩水平。2019 年 ROE（加权）和 EPS 分别为 8.53%、0.49，高于同行业对标企业 50 分位的 6.42%和 0.42；2019 年公司扣非后归母净利 11.33 亿元，高于近三年平均的 7.16 亿元和 2018 年的 7.08 亿元。本激励计划授予限制性股票的业绩条件均已满足，河南省国资委和公司股东大会审议通过后即可实施。3 名高管拟获授限制性股票 18 万股，其他激励对象 683 人拟获授限制性股票 2094.2 万股。

- **限制性股票分三期解除限售。**本计划授予的限制性股票解除限售期为授予日起 24 个月内，分三期解除限售，第一个解除限售期为“授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日至 36 个月内的最后一个交易日当日止”，可解除限售比例为 40%；第二、第三个解除限售期依次向后递延 12 个月，可解除限售股比例均为 30%。

- **解除限售条件之一为 2021-2023 年扣非后归母净利较 2019 年分别增长 40%、60%、80%。**三个解除限售期的业绩考核目标分别为：2021、2022、2023 年扣非后归母净利相比 2019 年增长分别不低于 40%、60%、80%，EPS 分别不低于 0.69、0.79、0.89 元，且以上指标不低于同行业对标企业 75 分位值水平；此外 2021、2022、2023ΔEVA 均为正值。除公司层面业绩业绩考核要求外，激励方案还设置二级单位业绩考核指标：评价结果为良好及以上、合格、不合格的可行权系数分别为 1.0、0.8、0；个人层面绩效考核要求：评价结果为良好及以上、合格、不合格的可行权系数分别为 1.0、0.8、0。激励对象个人当期实际解除限售额度 = 个人当期计划解除限售额度 × 单位考核可行权系数 × 个人考核可行权系数。

- **股权激励彰显提质增效信心，转型升级更加值得期待。**今年以来公司以煤矿“智能化”建设为抓手，抓住减少环节、减少人

员、提质增效的核心内涵；同时坚持“全预算管理”，围绕全年生产经营目标，以效率效益为导向，对标行业先进，秉承“市场价格降多少、成本挖潜保多少”的理念进行生产经营管理，取得良好效果。我们认为在股权激励后，公司进位争先和提质增效带来业绩持续改善更加确定。此外公司在集团的支持下，大力推进“大精煤战略”，把煤炭生产全面转向焦煤开发，将煤炭从传统燃料转变为化工原料。一方面把原煤升级为高附加值炼焦精煤，另一方面充分发掘煤炭资源价值，推动产业链不断向下游延伸，使煤炭资源从焦化初级产品，发展到高纯度的氢气、硅烷等高附加值产品。公司进军新能源领域可期。

- **澳煤进口受限凸显公司低硫主焦煤的稀缺性。**2019 年我国进口澳洲煤炭 7700 万吨，占进口总量 26%，其中进口炼焦煤 3084 万吨，占炼焦煤进口量 41%，且煤种优质：低硫、粘结性高，澳煤进口受限后，难以从其他渠道弥补低硫优质主焦煤的供给缺口。而公司是国内优质低硫主焦煤第一大生产商和供应商。公司炼焦煤具有先天资源禀赋优势：低硫、低灰、低磷，碱金属含量低，粘结性好、挥发分适中、热态指标好，是国内最为优质的炼焦煤。在当前澳煤进口受限以及“内循环为主，双循环相互促进”的战略下，公司煤种煤质稀缺性更为凸显。

- **盈利预测及评级：**受益于大力开展“智能化”新基建“提效减员”和精煤战略产品结构优化，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.2 亿、16.4 亿、20 亿，EPS 分别 0.57/0.70/0.86 元/股，3 年年化增速约 20%，当前股价 5.50 元对应 PE 分别为 10/8/6 倍。考虑到公司未来的业绩稳定高速增长，以及未来三年分红率 60%假设下，在当前股价下 2020-2022 年高达 6%/8%/9%的股息率，我们看好公司的收益空间和确定性，维持公司“买入”评级。

- **股价催化因素：**炼焦精煤价格维持高位；公司水平接替工作完成，盈利能力进一步提高。

- **风险因素：**国际疫情失控乃至引发国内二次爆发、煤价短期波动风险、安全生产风险、产量再次出现波动的风险。

公司报告首页财务数据

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	20,153.42	23,635.39	24,143.83	24,846.13	25,560.40
增长率 YoY %	-2.84%	17.28%	2.15%	2.91%	2.87%
归属母公司净利润(百万元)	715.16	1,155.03	1,320.68	1,637.45	2,000.16
增长率 YoY%	-48.06%	61.51%	14.34%	23.99%	22.15%
毛利率%	19.81%	20.71%	23.58%	24.64%	25.65%
净资产收益率 ROE%	5.76%	8.49%	8.89%	10.14%	11.17%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.50	0.57	0.70	0.86
市盈率 P/E(倍)	17.90	11.08	9.69	7.82	6.40
市净率 P/B(倍)	0.99	0.89	0.83	0.76	0.68

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 11 月 6 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,428.93	16,888.79	21,096.27	23,434.28	26,194.38
货币资金	11,628.08	10,938.14	12,761.38	15,018.58	17,696.50
应收票据	1,971.13	131.10	133.92	137.82	141.78
应收账款	622.17	1,718.92	1,755.90	1,806.97	1,858.92
预付账款	489.00	381.87	376.00	381.55	387.25
存货	1,111.33	1,455.43	1,433.05	1,454.21	1,475.95
其他	607.22	2,263.34	4,636.02	4,635.16	4,633.98
非流动资产	32,529.46	37,372.01	34,276.27	34,030.61	33,800.46
长期股权投资	421.35	1,150.29	1,150.29	1,150.29	1,150.29
固定资产（合计）	28,539.26	31,763.11	29,679.02	30,763.40	30,366.42
无形资产	616.97	810.27	662.17	730.32	826.76
其他	2,951.89	3,648.34	2,784.79	1,386.59	1,456.99
资产总计	48,958.39	54,260.80	55,372.54	57,464.89	59,994.84
流动负债	21,373.29	23,466.57	23,282.15	23,494.28	23,712.05
短期借款	3,892.30	3,784.00	3,784.00	3,784.00	3,784.00
应付票据	8,207.17	8,326.28	8,198.26	8,319.28	8,443.66
应付账款	2,805.85	4,724.29	4,651.65	4,720.32	4,790.89
其他	6,467.97	6,632.00	6,648.24	6,670.68	6,693.51
非流动负债	12,877.23	14,494.68	14,494.68	14,494.68	14,494.68
长期借款	1,338.60	262.40	262.40	262.40	262.40
其他	11,538.63	14,232.28	14,232.28	14,232.28	14,232.28
负债合计	34,250.53	37,961.25	37,776.83	37,988.96	38,206.74
少数股东权益	1,839.28	1,973.45	2,225.58	2,538.18	2,920.02
归属母公司股东权益	12,868.58	14,326.09	15,370.12	16,937.74	18,868.07
负债和股东权益	48,958.39	54,260.80	55,372.54	57,464.89	59,994.84

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,153.42	23,635.39	24,143.83	24,846.13	25,560.40
同比（%）	-2.84%	17.28%	2.15%	2.91%	2.87%
归属母公司净利润	715.16	1,155.03	1,320.68	1,637.45	2,000.16
同比（%）	-48.06%	61.51%	14.34%	23.99%	22.15%
毛利率（%）	19.81%	20.71%	23.58%	24.64%	25.65%
ROE%	5.76%	8.49%	8.89%	10.14%	11.17%
EPS (摊薄)(元)	0.31	0.50	0.57	0.70	0.86
P/E	17.90	11.08	9.69	7.82	6.40
P/B	0.99	0.89	0.83	0.76	0.68
EV/EBITDA	6.10	5.68	5.16	4.62	4.15

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,153.42	23,635.39	24,143.83	24,846.13	25,560.40
营业成本	16,161.04	18,739.94	18,451.80	18,724.18	19,004.12
营业税金及附加	630.98	679.18	603.60	621.15	639.01
销售费用	181.68	218.72	223.42	229.92	236.53
管理费用	642.69	701.26	579.45	596.31	613.45
研发费用	317.12	404.20	412.90	648.52	564.92
财务费用	1,065.35	1,116.92	1,226.57	1,209.48	1,192.29
减值损失合计	-25.97	-185.92	501.23	138.13	6.57
投资净收益	36.02	68.88	48.41	51.10	56.13
其他	6.53	-359.27	-110.20	-148.71	-202.51
营业利润	1,223.07	1,670.69	2,083.08	2,580.83	3,157.13
营业外收支	16.45	43.41	14.00	19.24	18.88
利润总额	1,239.52	1,714.11	2,097.08	2,600.07	3,176.01
所得税	356.81	385.27	524.27	650.02	794.00
净利润	882.71	1,328.83	1,572.81	1,950.05	2,382.01
少数股东损益	167.55	173.80	252.13	312.60	381.84
归属母公司净利润	715.16	1,155.03	1,320.68	1,637.45	2,000.16
EBITDA	4,543.01	5,322.98	5,825.02	6,504.36	7,239.43
EPS (当年)(元)	0.30	0.49	0.57	0.70	0.86

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,751.07	1,770.21	5,331.53	5,881.13	6,498.48
净利润	882.71	1,328.83	1,572.81	1,950.05	2,382.01
折旧摊销	2,194.37	2,357.90	2,450.91	2,627.27	2,786.40
财务费用	1,109.12	1,250.98	1,277.03	1,277.03	1,277.03
投资损失	-40.33	-36.02	-68.88	-48.41	-51.10
营运资金变动	-1,367.60	-3,254.53	-426.25	-86.42	22.85
其它	-31.51	155.91	505.44	164.30	86.33
投资活动现金流	-2,633.14	-3,266.99	-2,160.42	-2,277.07	-2,473.70
资本支出	-1,002.31	-2,326.38	-2,208.83	-2,328.17	-2,529.83
长期投资	49.48	40.04	48.41	51.10	56.13
其他	-1,680.31	-980.65	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,904.74	494.93	-1,347.86	-1,346.86	-1,346.86
吸收投资	0.00	504.84	0.00	0.00	0.00
借款	2,460.07	906.39	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,063.19	1,146.89	1,347.86	1,346.86	1,346.86
现金流净增加额	2,022.67	-999.87	1,823.25	2,257.20	2,677.92

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项， 2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019 年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院硕士，中国人民大学硕士，2017 年 5 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

杜冲，同济大学经济与管理学院硕士，曾任国泰君安证券研究所交通运输行业、煤炭开采行业分析师，擅长从行业基本面挖掘价值投资机会。2020 年 9 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售团队	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。