信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

智能化新基建受益显著，新能源转型更值期待

—— 平煤股份（601666.SH）深度报告

2020 年 08 月 31 日

左前明　煤炭行业首席分析师
周　杰　煤炭行业分析师

证券研究报告

公司研究——深度研究

平煤股份（601666.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.8.11

平煤股份相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.8.28）

收盘价（元）	6.01
52 周内股价波动区间(元)	6.70-3.27
最近一月涨跌幅(%)	24.68%
总股本(亿股)	23.28
流通 A 股比例(%)	100%
总市值(亿元)	140

资料来源：信达证券研发中心

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

左前明　煤炭行业首席分析师
执业编号:S1500518070001
联系电话：+86 10 83326712
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

相关研究

《20200811 平煤股份：质增效业绩逆势大增，国企改革活力更值期待！》

《20200713 平煤股份：位争先与转型发展急先锋！》

《20200428 平煤股份：“精煤战略”成效显著，主业逆势量价齐升》

《20200324 平煤股份：大股东继续增持，公司进位争先信心十足》

《20200305 平煤股份：大股东增持，彰显公司发展信心》

《20200302 平煤股份：稳定高分红彰显公司投资价值》

智能化新基建受益显著，新能源转型更值期待

2019 年 08 月 31 日

本期内容提要：

◆ **公司地处中原腹地，兼具煤种、煤质和区位优势。**公司矿井主要位于河南平顶山矿区，中南地区最大的炼焦煤生产基地。公司主要煤种为焦煤、肥煤和 1/3 焦煤等，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，煤种优异；在炼焦过程中既可获得高强度焦炭，又可回收较多的焦油等化工副产品，是理想的炼焦化工原料。公司煤炭资源储量较丰富，截至 2020 年 3 月末，拥有煤炭资源储量 19.17 亿吨（远景储量超百亿吨），可采储量 9.47 亿吨，拥有全资和控股的生产矿井 14 对，核定产能为 3,047 万吨/年。2019 年公司原煤产量 2832.4 万吨，商品煤销量 2554 万吨，其中炼焦精煤销量 1046 万吨，占比 40.97%。公司营收利润主要来自煤炭业务。2019 年公司煤炭业务贡献 91.37%的营收和 98.58%的毛利；其中炼焦精煤营业收入占总营收比重 65.2%，毛利占比 78.64%。

◆ **公司大力实施精煤战略，精煤产量有望逐步提升。**大力推进产品结构优化，近年来矿井开采工作面逐步由目前以肥煤、1/3 焦煤为主的丁、戊组煤层转移至以主焦煤和肥煤为主的己组煤层，公司精煤煤质和洗出率有望进一步提升，精煤产量有望在未来三到五年持续增长。此外，当前集团仍有在产矿井 3 座，合计产能 535 万吨/年，2019 年产量 441 万吨，开采煤层为煤质较好的己组煤，此外还有 2 座在建煤矿梁北二井（120 万吨/年）和夏店矿（150 万吨/年），预计 2022 年逐步投产。煤炭下游方面，集团拥有 5 家焦化公司，产能超过 1000 万吨，尤其首山焦化（300 万吨/年）属于全国一流的焦化企业。基于公司作为集团煤焦产业链整合平台的考虑，以及集团关于“避免同业竞争”的承诺，集团的优质资产有望陆续注入上市公司。

◆ **公司大力推进煤矿智能化新基建，多措并举大幅度“提效减员”，生产成本有望显著下降。**截止去年底公司员工总计约 8.6 万人，人均工效偏低，是行业里提效减员空间最大的公司。自 2019 年起，公司在行业率先大力推进煤矿智能化升级改造，大幅减少井下作业用工数量。目前公司 14 座煤矿已建成智能化矿井 4 座，力争到 2023 年底实现全部矿山智能化升级。在效率大幅提升后的人员压减和分流方向方面，根据平煤集团规划，集团已规划 5 年内建设项目 120 个、计划总投资 800 亿元来推进新能源新材料产业园区发展，由此带来大量的用工需求，因此成为平煤股份提效减员，转岗分流的重要渠道之一。此外，参考平煤神马集团的员工年龄构成，公司 50 岁以上占比约 20%，未来 5 年将有较多数量人员自然退休（社保保障），成为提效减员的另一个重要渠道。公司提出，未来 5 年，人员计划从去年的 8.6 万人逐步大幅降低到 4 万人以内，预计直接压减成本约 40 亿元以上，进一步驱动公司业绩稳健大幅提升。

◆ **依托优质资源和集团产业布局优势，公司转型升级新能源、新材料领域可期。**目前平煤神马集团已经打通从煤炭开采到原料煤入洗、精煤炼焦、化产回收、煤气综合利用制取氢气，发展氢

能产业和氢气制高纯度硅烷；再到煤焦油深加工制取苯、酚、萘、蒽等多种化工原料，焦油沥青深加工生产针状焦、超高功率石墨电极、石墨负极等产品链条，并取得可观经济效益。集团董事长李毛接受公开采访表示力争实现煤焦、尼龙化工、新能源新材料三大核心产业整体上市，同时提出要“围绕煤、延伸煤、超越煤”，坚定不移推进平煤股份的转型升级。平煤股份作为集团煤焦产业整合平台，有望承接集团优质焦化产业，实现煤炭就地转化新能源、新材料和产业向高端化转型升级。

◆ **盈利预测与投资评级：**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，我们上调公司盈利预测，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 6.01 元对应 PE 分别为 10.5/8.6/7 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%/7%/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。考虑公司今后 3 年业绩高增长和转型新能源新材料的未来空间，给予 2020 年预期业绩 15 倍 PE 估值，6 个月目标价 8.6 元，对应明年业绩 PE 为 12 倍，预期涨幅空间约 40%。

◆ **股价催化剂：**经济增长和煤价修复超预期；国企改革相关举措落地；集团优质资产注入上市公司，公司新能源新材料产业链延伸进展顺利。

◆ **风险因素：**疫情影响下经济超预期再次出现下滑或恢复不及预期；公司减员不及预期；精煤入洗率受洗选能力限制，精煤产量提升不及预期；公司煤矿出现安全生产事故。

重要财务指标	2018A	2019A	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)	19.56	12.11	10.59	8.54	6.99
市净率 P/B(倍)	1.09	0.98	0.91	0.83	0.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2019 年 08 月 28 日收盘价

目 录

平煤股份：地处中原腹地，兼具煤种和区位优势 1
1、公司历史沿革和股权结构 1
2、煤炭业务贡献公司绝大多数营收和利润 1
3、公司煤炭资源丰富、煤种优，精煤产量占比逐年提升 3
4、 供改以来公司现金盈利能力明显好转，负债下降，分红提升 6
提质增效激发公司活力 8
1、大力实施“精煤战略”提效 8
2、多措并举“减员”提效 11
公司以煤为基，转型升级可期 16
1、公司定位为平煤神马集团的焦化产业整合平台 16
2、平煤神马集团旗下焦化产业链下游高附加值新兴产业已有布局 18
盈利预测 21
风险因素 22

表 目 录

表 1： 公司主要矿区煤炭资源储量情况（万吨、万吨/年） 4
表 2： 公司主要矿区煤炭资源储量情况（万吨、万吨/年） 9
表 3： 公司延伸工程情况（亿元） 9
表 4： 公司主要矿区煤层对应煤种情况 10
表 5： 集团体内在产煤矿资源储量及产能、产量情况（万吨/年、万吨、年） 10
表 6： 集团在建煤矿（亿元） 11
表 7： 可比公司盈利及估值对比（2020 年 8 月 28 日） 21

图 目 录

图 1： 平煤股份股权结构图 1
图 2： 2015-2020H1 公司营业收入（亿元） 2
图 3： 2015 年-2020H1 公司毛利润（亿元） 2
图 4： 2015-2019 年公司营业收入（亿元） 2
图 5： 2015 年-2019 年公司毛利润（亿元） 2
图 6： 2019 年公司营业收入构成 3
图 7： 2019 年公司毛利润构成 3
图 8： 2015-2019 年公司煤炭产量情况（万吨） 5
图 9： 2015 年-2019 年公司商品煤销售结构（万吨） 5
图 10： 2015-2019 年分煤种商品煤价格（元） 5
图 11： 2015 年-2019 年分煤种商品煤销售收入占比 5
图 12： 2015-2019 年吨煤生产成本（元/吨） 6
图 13： 2015-2019 年吨煤毛利和毛利率（元/吨） 6
图 14： 净利润扭亏为盈（亿元） 7
图 15： 经营活动净现金流稳定(亿元) 7
图 16： 负债率稳中有降 7
图 17： 长期偿债能力较强 7
图 18： 2019 年实现高额分红（亿元） 8
图 19： 公司煤炭入洗率 9
图 20： 公司人均工效低于可比公司 11
图 21： 2017 年以来职工薪酬占吨煤生产成本的 40%以上（元/吨） 11
图 22： 平煤神马集团智慧矿山共享平台 13
图 23： 平煤神马集团营业收入（亿元） 14
图 24： 集团营业收入构成 14
图 25： 平煤神马集团毛利润逐年改善（亿元） 15
图 26： 集团毛利构成 15
图 27： 上市公司员工学历构成 16
图 28： 平煤神马集团员工年龄构成 16
图 29： 首山化工公司产品和下游产业 17
图 30： 年产 300 万吨焦炭的循环经济示范企业——首山化工公司 17
图 31： 年产 700 万吨的平武焦化公司 17
图 32： 年产 260 万吨焦炭的京宝焦化公司 17
图 33： 年产 220 万吨焦炭的平鄂联合焦化公司 18
图 34： 年产 100 万吨焦炭的朝川焦化公司 18
图 35： 集团石墨电极及相关材料产销量 19
图 36： 集团石墨电极及相关材料盈利能力 19
图 37： 硅烷科技股权结构 19
图 38： 硅烷科技 2016 年以来营收及构成（万元） 20
图 39： 硅烷科技 2016 年以来净利润（万元） 20
图 40： 硅烷科技前 5 大供应商 20
图 41： 硅烷科技前 5 大客户 20

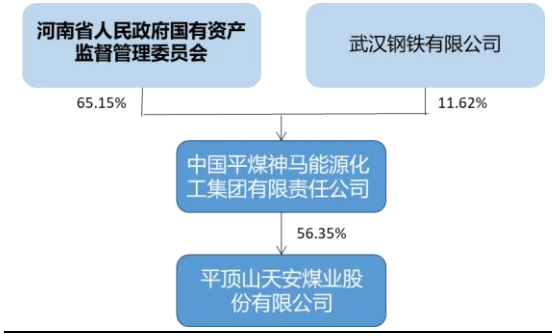
平煤股份：地处中原腹地，兼具煤种和区位优势

1、公司历史沿革和股权结构

平顶山天安煤业股份有限公司于 1998 年 3 月 17 日注册成立，于 2006 年 11 月 23 日在上海证券交易所上市，股票简称“平煤天安”（后更名为“平煤股份”）。截至 2020 年 6 月 30 日，公司注册资本 232,770.45 万元，总资产 5,499,156.99 万元，净资产 1,687,857.95 万元，员工 85906 人。公司自成立以来，通过收购不断扩大规模，目前旗下拥有 14 对生产矿井。

根据 2020 年中报，公司控股股东中国平煤神马能源化工集团持股占比 57.12%，公司前十大股东合计占比 67.03%，河南省人民政府国有资产监督管理委员会通过中国平煤神马能源化工集团持有平煤股份，为公司实际控制人。

图 1：平煤股份股权结构图

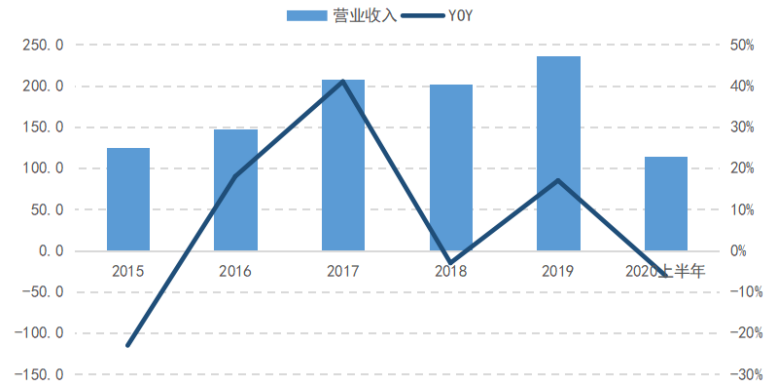


资料来源：万得，信达证券研发中心

2、现阶段煤炭业务贡献公司绝大多数营收和利润

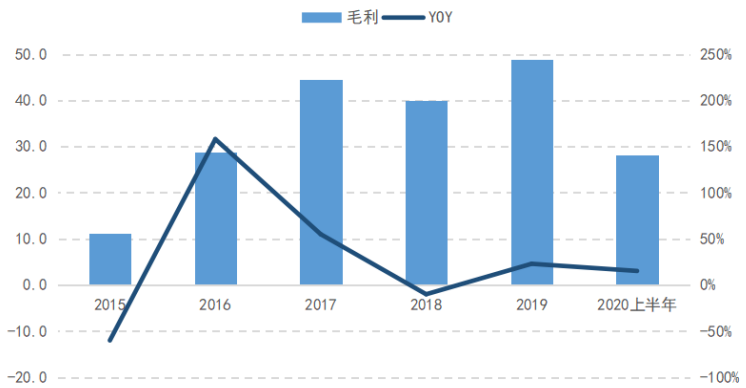
公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工和煤炭销售。2019、2020H1 公司营业收入分别为 236.35、114.74 亿元，同比增长 17%和-6%；毛利分别为 48.95、28.21 亿元，同比增长 23%、19%，业绩增长源于精煤营收毛利的增加。

图 2：2015-2020H1 公司营业收入（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：2015 年-2020H1 公司毛利润（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

聚焦煤炭采选，实现专业化经营。公司主营业务收入仍主要来自煤炭采选，产品主要为精煤和混煤（动力煤）。2019 年，精煤和混煤共实现营业收入 180.8 亿元，占总营收的 91.37%；毛利 46.62 亿元，占总毛利的 98.58%。其他洗煤、材料和地质勘探业务收入规模较小。

积极适应市场，大力实施精煤战略。为提升整体效益，近年来公司大力实施精煤战略，发挥资源优势，扬长避短，持续加大动力煤向冶炼精煤的转化力度。2015 年以来，精煤带来的营业收入和毛利润大幅增加，截至 2019 年，公司冶炼精煤的毛利占比已达 78.6%。

图 4：2015-2019 年公司营业收入（亿元）

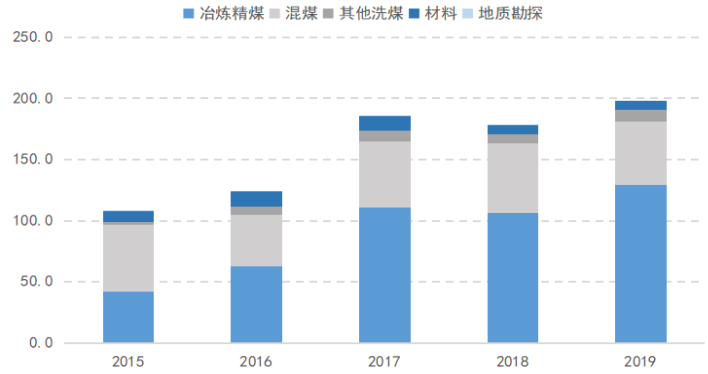
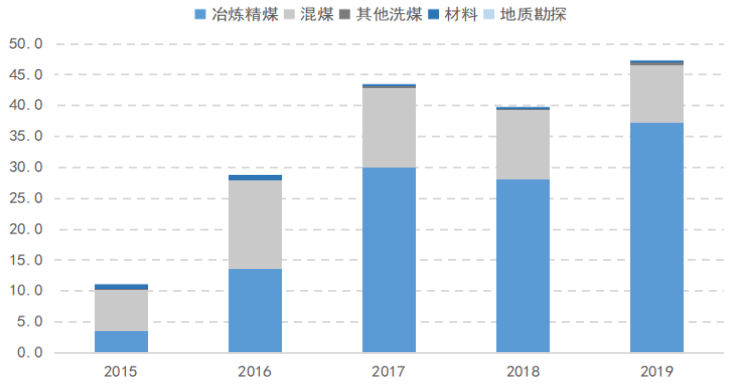


图 5：2015 年-2019 年公司毛利润（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：2019 年公司营业收入构成

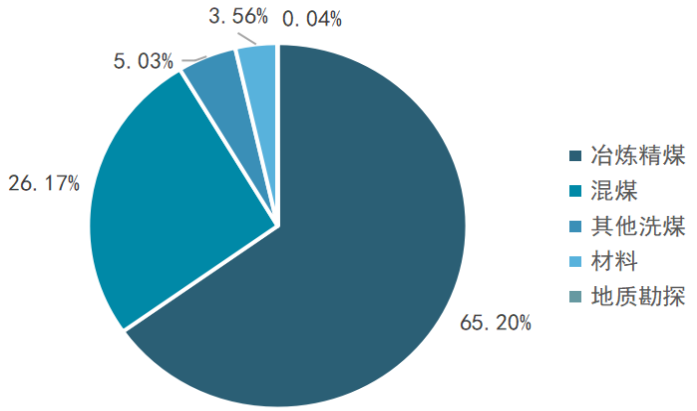
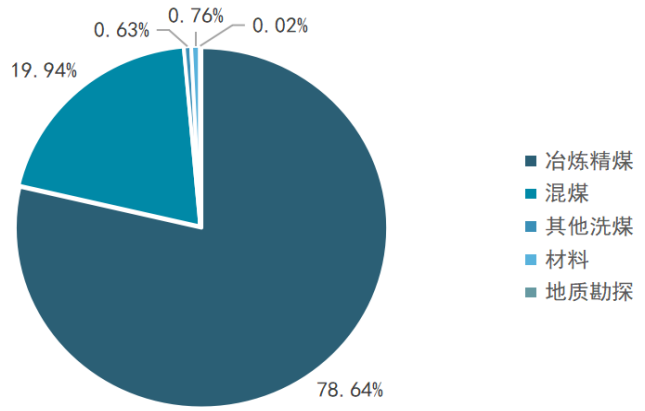


图 7：2019 年公司毛利润构成



资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

3、公司煤炭资源丰富、煤种优、煤质佳，精煤产量占比逐年提升

3.1、公司在产煤矿 14 对，核定产能 3047 万吨/年

公司矿井主要位于河南省平顶山矿区，矿区资源充足，是中南地区最大的炼焦煤生产基地。公司主要煤种为 1/3 焦煤、焦煤及肥煤等。根据中国焦煤品牌集群企业数据和山西地方焦煤企业产量数据，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。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，煤种优异，在炼焦过程中既可获得高强度焦炭，又可回收较多的焦油等化工副产品，是理想的炼焦化工原料，也是国内最为优质的炼焦煤。

公司煤炭资源储量较丰富，截至 2020 年 3 月末，拥有煤炭资源储量 19.17 亿吨，剩余可采储量 9.47 亿吨，拥有全资和控股的生产矿井 14 对，均位于河南省内平顶山、汝州等矿区。截至 2020 年 3 月末，公司在产矿井核定产能为 3,047 万吨/年。在平煤矿区品范围内，集团体内拥有合规手续的地质储量 60 亿吨，可采储量 30 亿吨以上，全球稀缺的焦煤资源占比高达 50%，明显高于全国平均水平（27%）。

2017~2018 年公司将下属天晟煤业、天和煤业、福安煤业及广天煤业 4 家安全基础薄弱、资源储量小、产能低下的兼并重组矿井予以关停，涉及产能 90 万吨/年。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；其关停后，公司将完成河南省政府下达的去产能目标。目前，公司无在建的新矿井，未来将通过申请深部资源开发和外部收购等方式扩充资源。

表 1：公司主要矿区煤炭资源储量情况（万吨、万吨/年）

矿井名称	备案资源量	剩余可采储量	核定产能	目前在采煤层	煤种	2019 年原煤产量	2018 年原煤产量	2017 年原煤产量
生产矿井：								
一矿	20678.73	8371.77	320	丁、戊组煤层	1/3JM、FM	320.00	400.00	350.60
二矿	993.40	491.62	170	己、庚组煤层	1/3JM、PM	170.00	170.00	170.00
四矿	5529.52	1809.94	224	丁、戊、己组煤层	1/3JM	123.60	280.00	277.30
五矿	12189.97	5524.51	190	己组煤层	1/3JM	168.00	168.00	160.00
六矿	12506.50	3928.62	320	丁、戊组煤层	PM	347.97	350.00	320.00
八矿	27025.19	13016.06	405	丁、戊、己组煤层	JM、FM	365.37	370.63	360.00
九矿	244.63	49.28	90	己组煤层	1/3JM、PM	90.00	82.49	82.20
十矿	9249.54	5629.27	264	丁、戊、己组煤层	JM、FM	264.00	315.00	300.00
十一矿	13341.73	8053.37	240	丁、戊、己组煤层	1/3JM、QM	240.00	300.00	298.00
十二矿	2948.71	848.57	104	己组煤层	1/3JM	104.00	130.00	130.00
十三矿	33873.50	18465.94	210	己组煤层	1/3JM、SM	159.46	84.11	181.50
香山矿	2715.44	791.37	90	丁、戊组煤层	QFM	90.00	90.00	90.00
首山一矿	38442.79	24362.84	240	己组煤层	JM、FM	240.00	240.00	240.00
朝川矿	8327.83	3341.90	180	丁、戊、己组煤层	JM、FM	150.00	100.00	120.00
小计	188067.48	94685.06	3047			2832.40	3080.23	3079.60
划定矿区范围：								
牛庄井田	3599.0	--	--	--		--	--	--
合计	191666.48	94685.06	3047					

数据来源：公司年报、债券募集说明书、信达证券研发中心

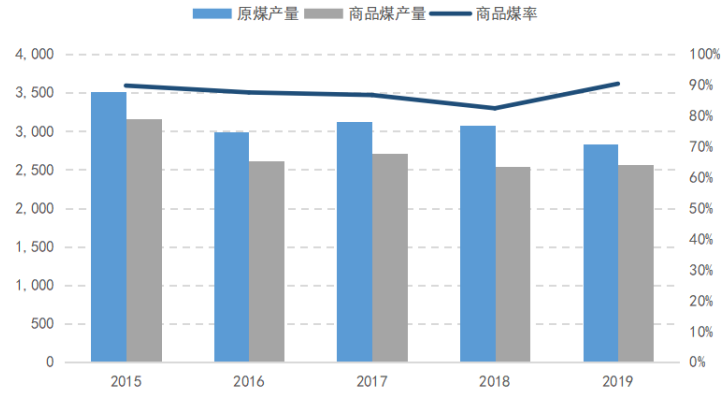
3.2、公司煤炭产销量基本稳定，精煤销占比逐年提升并超过动力煤

公司是河南省内煤炭生产销售的龙头企业。近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，公司原煤产量呈逐年下降趋势，2017-2019 年，公司原煤产量分别为 3125.1、3080.23、2832.4 万吨，商品煤产量分别为 2710.88、2539.18、2560.61 万吨，商品煤率达到 86.75%、82.43%、90.40%；同期商品煤销量分别为 2690.77、2602.59、2553.56 万吨。

截至目前，公司共有 4 个洗煤厂，焦煤洗选能力为 2,160 万吨/年，动力煤洗煤能力为 1,125 万吨/年。供给侧改革后，焦煤市

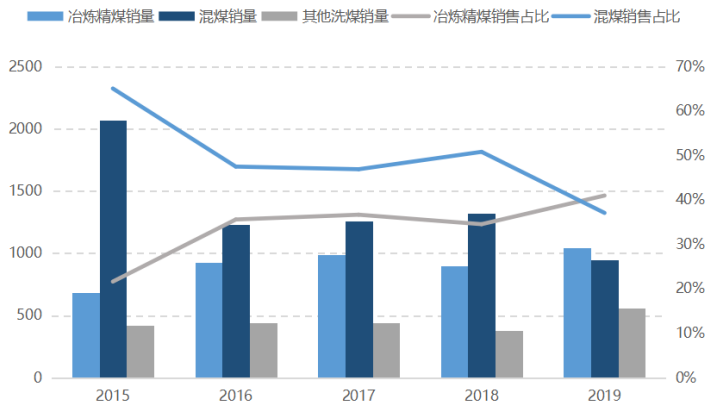
场价格上行，为应对市场变化，公司实施“精煤”战略，持续加大动力煤向冶炼精煤的转化力度，改进产品结构。2015 年-2019 年，公司动力煤销售占比从 65.03%下降到 21.97%，精煤销售占比从 21.62%提高到 40.97%

图 8：2015-2019 年公司煤炭产量情况（万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：2015 年-2019 年公司商品煤销售结构（万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3、受益行业景气度上行和精煤占比提升，公司煤炭售价和盈利能力逐年改善

公司商品煤价格在行业中属于较高水平。2015 年-2019 年，公司商品煤综合价格不断提高，分别为 312.43、409.38、644.59、698.05 和 747.02 元/吨。商品煤售价的提高一方面受益于行业景气度的上行，另一方面更重要的是因为精煤占比的提高。

图 10：2015-2019 年分煤种商品煤价格（元）

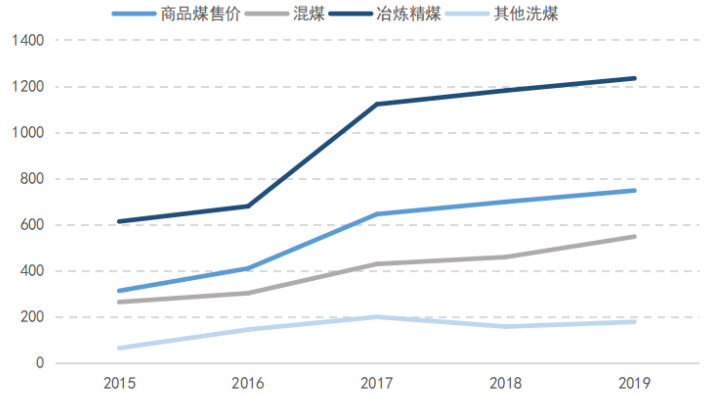
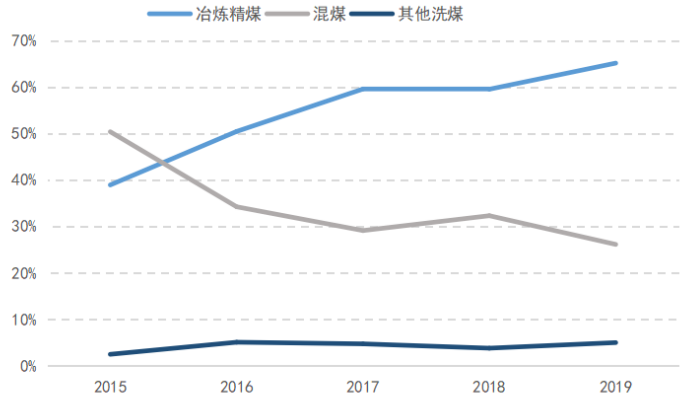


图 11：2015 年-2019 年分煤种商品煤销售收入占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

2017-2019 年，公司吨煤生产成本分别为 496.10、462.86、577.55 元/吨，同样处于较高水平，一方面受制于开采技术条件，另一方面，人员成本过高，2019 年，公司应付职工薪酬占成本比重超过 40%。

尽管生产成本和销售成本在不断增加，但在精煤战略推动下，公司的毛利润仍实现增加。2017-2019 年，公司吨煤毛利润分别为 160.16、151.30、183.74 元，同比+49.30%、-5.53%、+21.44%；2017-2019 年，公司吨煤毛利率为 24.85%、23.09%和 24.60%。

图 12：2015-2019 年吨煤生产成本（元/吨）

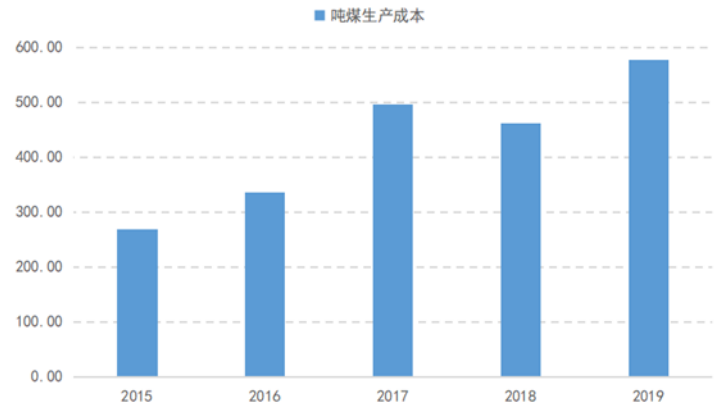
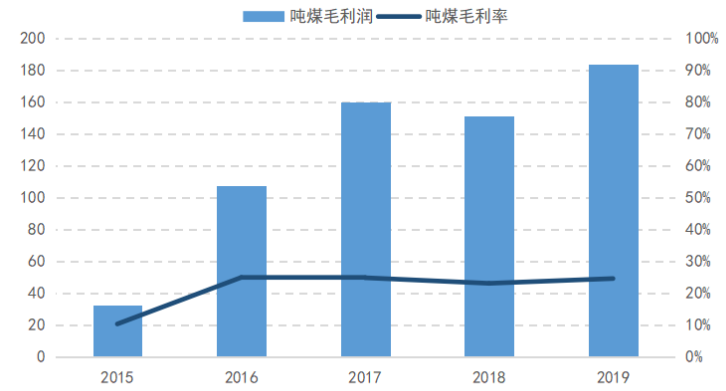


图 13：2015-2019 年吨煤毛利和毛利率（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

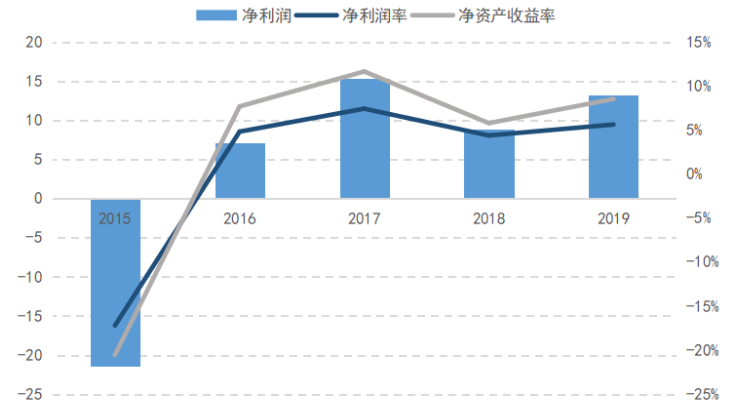
4、供改以来公司现金盈利能力明显好转，负债下降，分红提升

4.1、公司 2016 年扭亏为盈，盈利质量较高

随着供给侧改革不断推进，煤炭需求增加，公司扭亏为盈。此外，公司坚定推行长协煤机制，与河南省内电厂建立了稳定的合作关系，实现了相对稳定的盈利。2019 年公司实现营业收入 124.43 亿元，净利润 13.29 亿元。2017-2019 年净利润率分别 7.43%、4.38%和 5.62%，ROE 分别为 11.65%、5.78%和 8.53%。

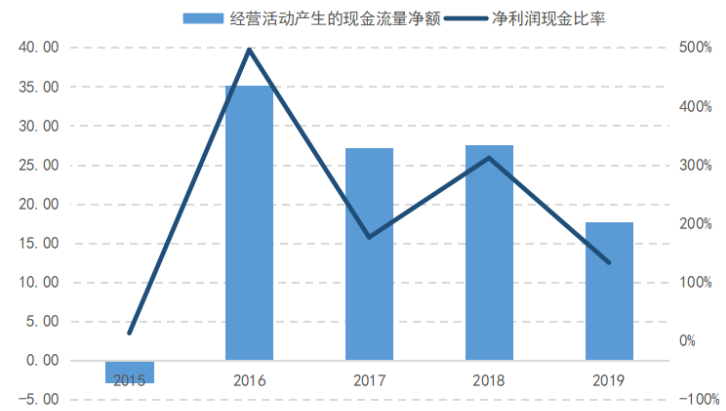
公司经营活动净现金流稳定，盈利质量较高。2017-2019 年经营活动净现金流量分别为 27.16、27.51 和 17.70 亿元，净利润现金比率分别为 176.35%、311.66%和 133.22%。

图 14：净利润扭亏为盈后震荡上行（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：经营活动净现金流稳定(亿元)



资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2、公司负债稳中有降，2019 年开启高额分红

去杠杆是供给侧改革的重点目标之一，也是行业的一大趋势。公司资产负债率和有息负债率稳中有降。2017-2019 年资产负债率分别为 68.16%、69.96%、69.96%，有息负债率分别为 54.15%、46.26%、49.86%。公司提出从 2020 年起要逐年降低负债率，今年目标从 69%以上降低至 67%左右。

公司短期偿债能力有待提高，长期偿债能力较强。2017-2019 年公司已获利息倍数分别为 2.81、2.21 和 2.59。

图 16：负债率稳中有降

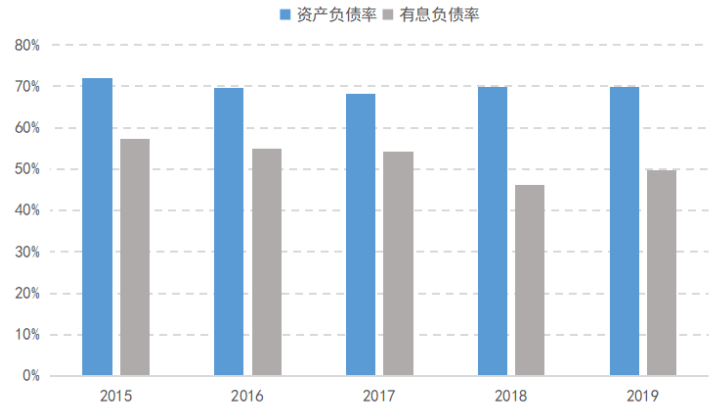
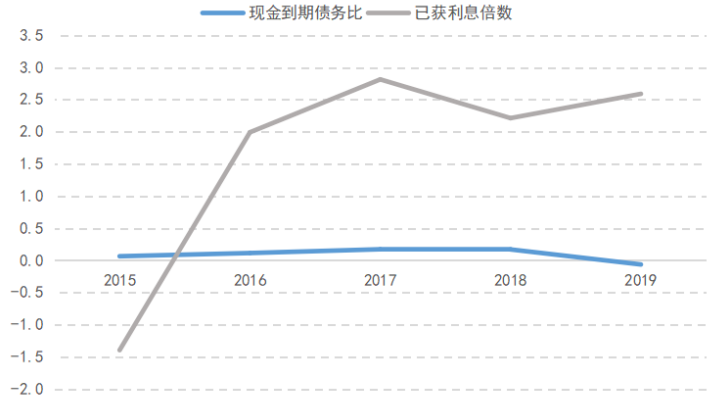


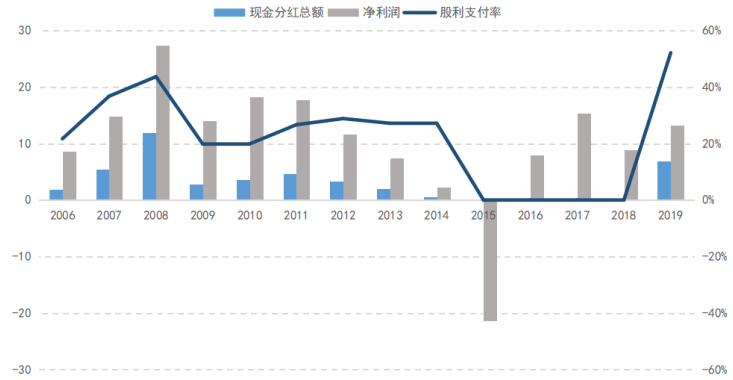
图 17：长期偿债能力较强



资料来源：万得，信达证券研发中心　　资料来源：万得，信达证券研发中心

分红方面，《公司章程》规定，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的母公司年均可供分配利润的 30%。公司自 2006-2018 年，累计分红 10 次，累计分红金额 433,879.06 万元，占累计利润的 29.64%。2020 年初，公司公告《平顶山天安煤业股份有限公司 2019 年至 2021 年股东分红回报规划》，规定在满足现金分红条件下，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60%且每股派息不低于 0.25 元人民币。2019 年，公司现金分红 6.93 亿元（每股 0.3 元），占当年净利润的 60%。

图 18：2019 年实现高额分红（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

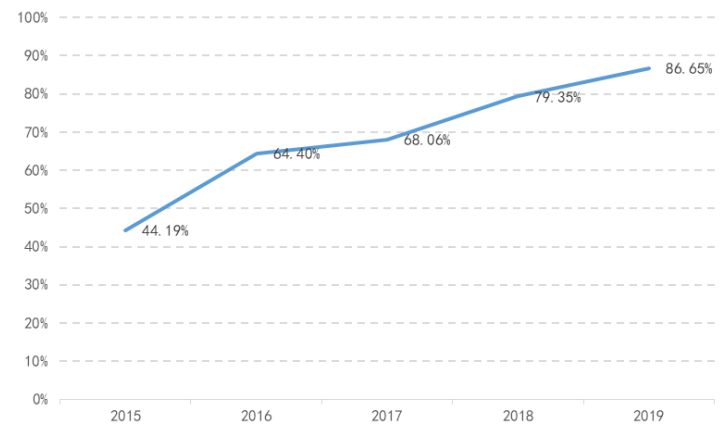
充分发掘资源优势，提质增效激发公司活力

1、大力实施“精煤战略”提效

1.1、公司炼焦煤入洗率逐年提升，后期仍有提升空间

截至目前，公司共有 4 个洗煤厂，焦煤洗选能力为 2160 万吨/年，动力煤洗煤能力为 1125 万吨/年。公司当前煤炭产能 3047 万吨/年，全部为炼焦煤矿，2019 原煤产量 2832 万吨。入洗量 2454 万吨，入洗率 86.65%。公司洗煤厂总的洗选能力虽超过煤炭产量，入洗率有提升空间。但炼焦煤洗选能力明显不足，缺口约 700 万吨/年，目前主焦煤洗煤厂正在进行升级改造，炼焦精煤产量有望增加 350 万吨/年。

图 19：公司煤炭入洗率



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2、公司矿井逐步向煤类煤质更优的已组煤延伸

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。2020 年，公司生产经营投资计划为 40.39 亿元，其中矿井生产水平接替工程预计投资 15.21 亿元，占比 37.66%，为资本开支中支出最多的一项。

表 2：公司主要矿区煤炭资源储量情况（万吨、万吨/年）

项目名称	投资金额	占比
矿井生产水平接替工程	15.21	37.66%
固定资产更新改造	13.33	33.00%
安全费用计划	9.23	22.85%
维持简单再生产投资	2.62	6.49%
合计	40.39	100.00%

资料来源：公司跟踪评级报告，信达证券研发中心

表 3：公司延伸工程情况（亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2019 年末已投资	未来计划投资金额			预计投产时间	发改委	土地	环评
			2020	2021	2022				
平宝公司主斜井井筒	6.75	1.11	3.5	2.1		2021.03	已备案	豫政土[2019]1201 号	正在办理中

六矿三水平工程	26.3	22.3	4	2021.12	不适用	不适用	平环审[2018]22 号
十三矿东翼通风系统改造	5.63	3.4	1.3	2021.12	豫许襄城能[2013]00041	办理中	许环然审[2015]02 号
一矿三水平下延工程	19.2	16.2	3	2021.12	豫平市域能[2008]00123 号	不适用	平环然表[2008]27 号

资料来源：平煤神马集团债券募集说明书，信达证券研发中心

当前公司煤矿主要开采丁、戊组煤层，随着水平向下延伸至己组煤，煤类煤质明显变好，公司精煤煤质和洗出率有望改善。

表 4：公司主要矿区煤层对应煤种情况

煤层	煤种
丙组	气煤
丁、戊组	1/3 焦煤、肥煤
己组	1/3 焦煤、肥煤、焦煤、瘦煤
庚组	肥煤、焦煤

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

1.3、集团仍有优质煤炭资产有望注入保障公司产能稳定

当前集团仍有在产矿井 3 座，合计产能 535 万吨/年，2019 年产量 441 万吨，开采煤层为煤质较好的己组煤。此外还有 2 座在建煤矿梁北二井（120 万吨/年）和夏店矿（150 万吨/年），合计产能 270 万吨/年，预计 2022 年逐步投产。

基于公司作为集团煤焦产业链整合平台的考虑，以及集团关于“避免同业竞争的承诺”，集团的优质矿井有望陆续注入上市公司，保障上市公司产能稳定。

表 5：集团体内在产煤矿资源储量及产能、产量情况（万吨/年、万吨、年）

矿井名称	核定产能	资源储量	可采储量	剩余可采年限	煤种	2019 原煤产量	2018 原煤产量	2017 原煤产量	目前在采煤层
瑞平公司	235	11412.72	8128.44	17.63	PSM、JM、PM	215	195	181	己组煤层
平禹煤电	210	11394	4024	44.21	PSM、JM、PM	143	93.7	239.9	己组煤层
天力公司	90	321.57	145.15	1.42	PSM、JM、PM	83	99	——	——
大庄矿	30	3293.19	1881.36	1.21	PSM、JM、PM	30	28.04	——	——

资料来源：平煤神马集团债券募集说明书，信达证券研发中心

表 6：集团在建煤矿（亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2019 年末已投资	未来计划投资金额			预计投产时间	发改委	土地	环评
			2020	2021	2022				
梁北二井建设项目	22	8.7	3	5	5	2022.03	发改能源[2011]1487 号	办理中，预计 2020 年末取得	豫环函[2015]383 号
夏店矿建设项目	23	13.1	4.8	5		2021.07	发改能源[2009]3011 号	办理中，预计 2020 年 10 月取得	环审[2009]308 号

资料来源：平煤神马集团债券募集说明书，信达证券研发中心

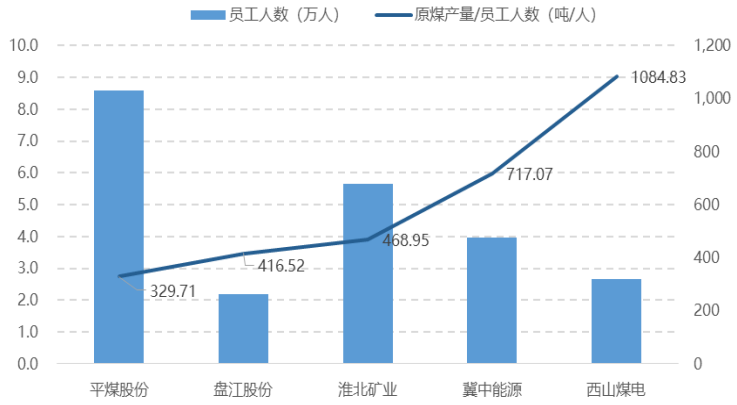
2、大力推进煤矿智能化改造，多措并举提效“减员”

2.1、公司人员负担重，人均工效落后于可比公司，是当前制约效率效益的最重要因素

截至 2019 年末，公司职工人数共计 8.6 万人，与 2018 年员工总数相比，已减少 2750 人，近三年公司员工人数总体呈现下降趋势，但仍高于同类可比公司。2019 年公司人均工效 329.71 吨/人，远低于同类可比公司，基于区域开采技术地质条件的相似性，在公司当前产能产量下，人员一定压减空间。

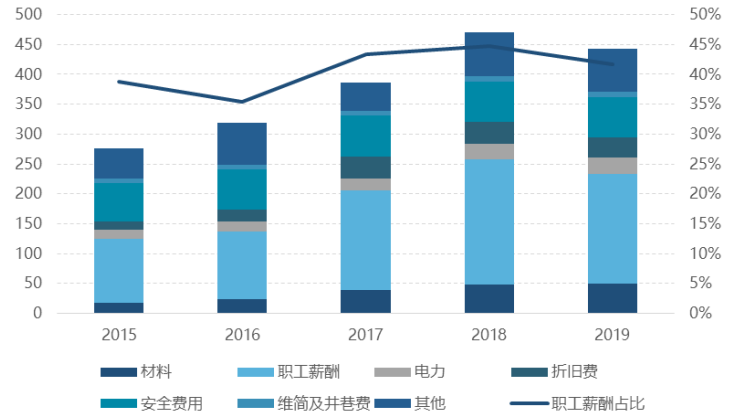
2017 年以来，公司职工薪酬占生产成本的 40%以上，人员压减将明显带来成本下降。

图 20：公司人均工效低于可比公司



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：2017 年以来职工薪酬占吨煤生产成本的 40%以上（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2、煤矿智能化的快速发展使得公司“减员”具备技术条件

2019 年 3 月，习近平总书记主持召开中央深改委第七次会议指出，促进人工智能和实体经济深度融合，要把握新一代人工智

能发展的特点，激发企业创新活力和内生动力，结合不同行业、不同区域特点，探索创新成果应用转化的路径和方法，构建数据驱动、人机协同、跨界融合的智能经济形态。在 2019 年的“两会”工作报告中，李克强总理提出推动传统产业改造提升。围绕推动制造业高质量发展，强化工业基础和技术创新能力，促进先进制造业和现代服务业融合发展，加快建设制造强国，打造工业互联网平台，拓展“智能＋”，为制造业转型升级赋能。

2020 年 3 月，由国家发展改革委、能源局、应急部、煤监局、工信部、财政部、科技部、教育部 8 部委联合印发了《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），首次从国家层面专门对煤矿智能化发展提出了具体目标，主要任务:

（1）到 2021 年，建成多种类型、不同模式的智能化示范煤矿，初步形成煤矿开拓设计、地质保障、生产、安全等主要环节的信息化传输、自动化运行技术体系，基本实现掘进工作面减人提效、综采工作面内少人或无人操作、井下和露天煤矿固定岗位的无人值守与远程监控。

（2）到 2025 年，大型煤矿和灾害严重煤矿基本实现智能化，形成煤矿智能化建设技术规范与标准体系，实现开拓设计、地质保障、采掘（剥）、运输、通风、洗选物流等系统的智能化决策和自动化协同运行，井下重点岗位机器人作业，露天煤矿实现智能连续作业和无人化运输。

（3）到 2035 年，各类煤矿基本实现智能化，构建多产业链、多系统集成的煤矿智能化系统，建成智能感知、智能决策、自动执行的煤矿智能化体系。

2019 年 9 月 21 日河南省工业和信息化厅发布了《河南省煤矿智能化建设实施方案》（以下简称《实施方案》），方案提出了 2019-2021 三年分年度目标：2019 年重点示范试点，建成 8-10 个智能化采煤工作面、3-5 个智能化掘进工作面。2020 年开始全面推进，冲击地压、采深超千米的煤与瓦斯突出矿井所有采煤和掘进工作面要实现智能化，生产能力 120 万吨/年及以上煤矿的采煤和掘进工作面要基本实现自动化或智能化，生产能力 60-120 万吨/年的煤矿，具备条件的采煤和掘进工作面实现自动化或智能化，生产能力 60 万吨/年以下煤矿的装备水平大幅提升。2021 年底，生产能力 60 万吨/年及以上煤矿基本完成智能化建设，生产能力 60 万吨/年以下煤矿全面实现机械化生产。

2019 年 7 月平煤股份在十矿建成河南省首个智能化综采工作面，改造后与同等条件的非智能化综采工作面相比，单班减少 16 人，作业区域由 160 人减少到 59 人，月增产 3 万吨。

随后将智能化综采设备成功应用在了平宝公司（首山一矿）6.5 米大采高综采工作，通过一次采全高，实现中厚煤层的智能化开采，并在 2020 年 6 月通过验收成为河南省首个也是目前唯一一个一级智能化煤矿。

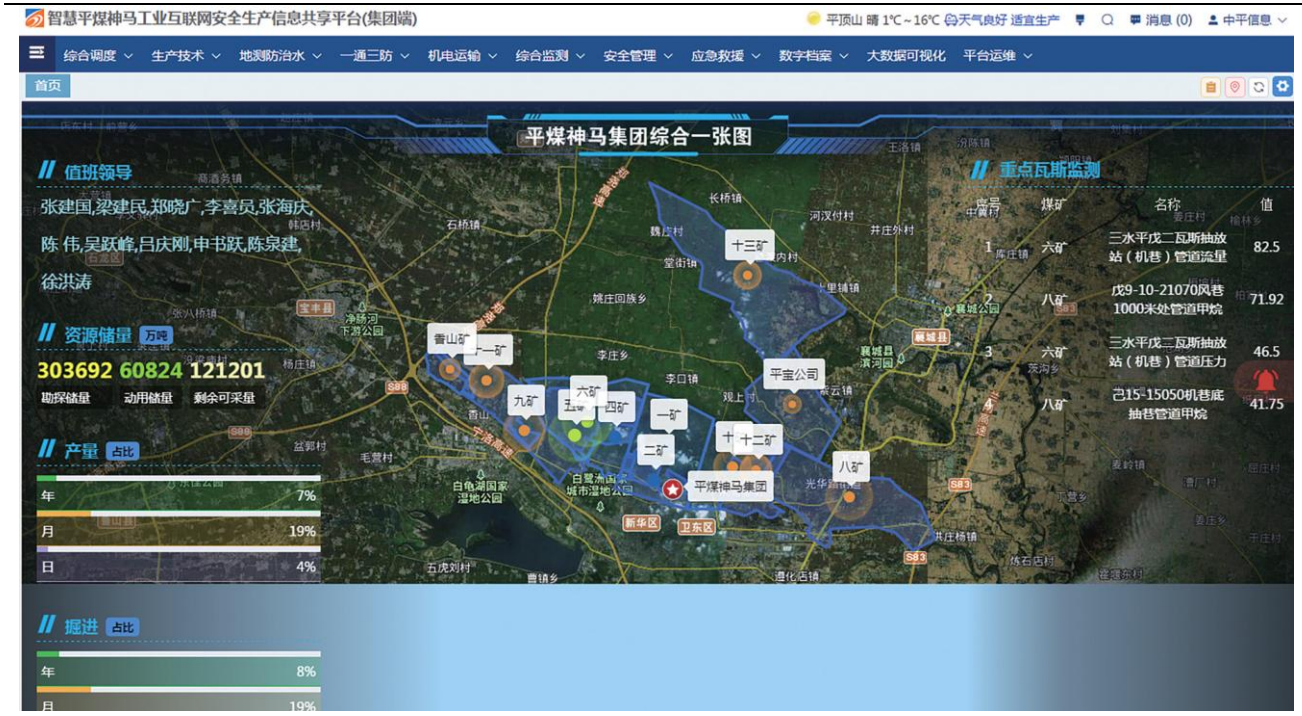
此外公司又在四矿、六矿建成 2 个薄煤层智能化综采工作面，在八矿建成 1 个中厚煤层智能化综采工作面，实现了采煤设备

一键启停、记忆切割，瓦斯含量、通风情况等生产信息实时监测和数据分析，设备运转、人员定位等生产要素在线可视化监管、智能化远程集控。

智能化矿井应用物联网、大数据、云计算、移动互联等先进的技术手段，实现智能感知、信息融合、数据挖掘和决策支持。安全生产信息共享平台通过智能综采工作面和“一张图”协同、生产可视化、数据分析、移动互联等新技术的协同集成应用，以分布式的网络应用为基础环境，实现煤矿地质、测量、水文、三量、通风、安全、机电、运营等相关数据与图形的一体化管理，依托大数据，建立地测防治水、一通三防、生产技术、安全管理、生产运营等一体化数据库，实现打造智能矿山，提高瓦斯、水害灾害治理和应急响应能力、促进职能变革和提升业务效率，实现集团协同调度、集中管理及科学决策，提高了矿区集中管理能力，生产预测预告能力，加强了安全生产保障水平，生产效率成倍提高，**单矿井井下工人减少 400 人以上。**

目前公司 14 座煤矿正在有序开展智能化建设，规划今年建成 4 座智能化矿井，力争到 2023 年底实现全部矿山网络化、数据化、可视化和智能化全覆盖。

图 22：平煤神马集团智慧矿山共享平台



资料来源：集团官网，信达证券研发中心

2.3、集团大力发展新型产业创造再就业机会是公司“减员提效”的现实条件

近 20 年来，平煤神马集团为彻底改变单一煤炭生产局面、破解“矿竭企衰”的发展难题，始终把转型发展作为第一要务，持之以恒调整产业结构，延伸产业链条，充分利用平顶山矿区煤种独特，基础稳固的优势，把煤炭生产全面转向焦煤开发，并充分发掘焦煤资源价值，推动焦化产业链由初级产品向尼龙、炭素系列产品，一直发展到改性工程塑料、高纯度硅烷、电子级多晶硅等高端产品。

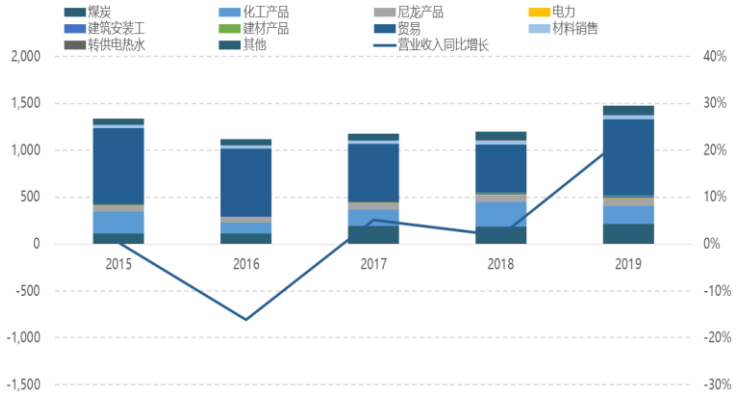
（1）集团煤基尼龙化工产业以炼焦副产品氢气、精苯、合成氨为原料，打通了全球独一无二的煤基尼龙化工产业链，是原煤等低端产品一直延伸到高铁组件、航空轮胎等高端装备制造领域。

（2）煤基硅材料产业链以焦炉煤气提取的氢气为主要原料，开发出高纯度、电子级多晶硅等高新技术产品，成为全球第二家硅烷法生产高纯电子级多晶硅的企业。

（3）煤基碳材料产业链以煤焦油为原料，进行针状焦、大规格超高功率石墨电极、石墨负极材料等高端产品研发和规模化生产。

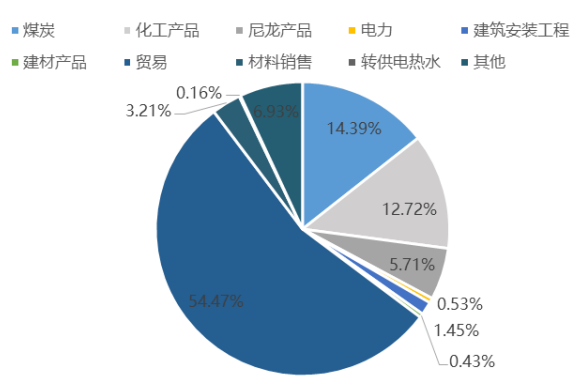
目前集团已经构建起较为完备的产业体系，形成煤焦、尼龙化工、新能源新材料三大核心产业；煤基尼龙化工、煤基硅材料、煤基碳材料三条特色煤基产业链。

图 23：平煤神马集团营业收入（亿元）



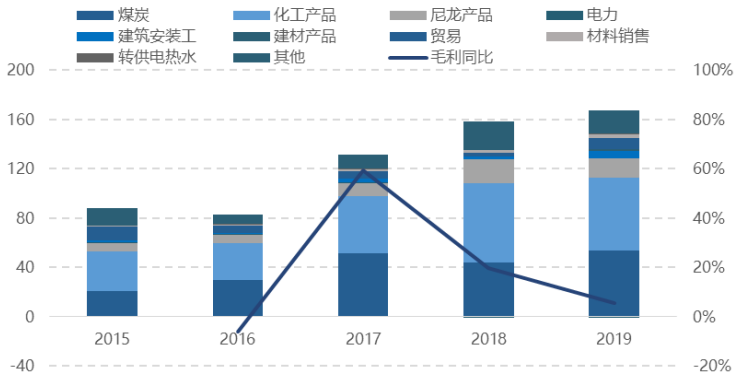
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：集团营业收入构成



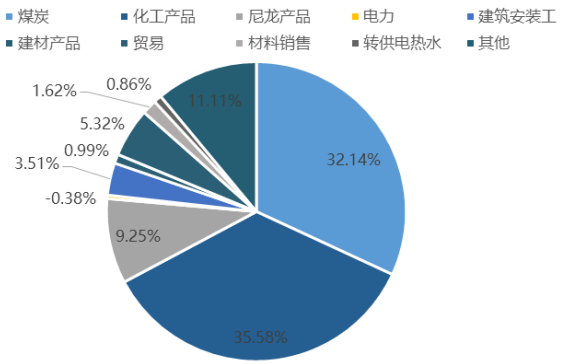
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：平煤神马集团毛利润逐年改善（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：集团毛利构成



资料来源：万得，信达证券研发中心

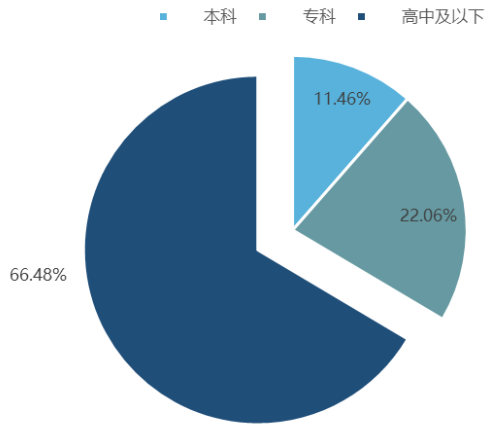
根据集团战略规划，未来 3-5 年力争实现营业收入超 2000 亿元，利润超百亿的目标，其中新能源新材料等战略性新兴产业收入占据集团 70%的份额，实现由传统能源化工企业向新能源企业的转变。

为此，集团在逐步收获产业链延伸带来的资产价值提升后，近年来大力强化产业链互联互通，以系统集成和多项目联产为依托，重点建设了平顶山尼龙化工、许昌硅基新材料、开封精细化工等产业园区。**通过推进产业园区化发展，集团已初步构建了工业长廊雏形，累计投入资金 300 多亿，建成投产项目 28 个，工业总产值 280 亿元。已规划 5 年内建设项目 120 个、计划总投资 800 亿元。随着新项目的落地，将解决大量煤矿转岗工人就业。**

2.4、公司“大龄员工”占比较高，自然退休也是公司减员的重要方面

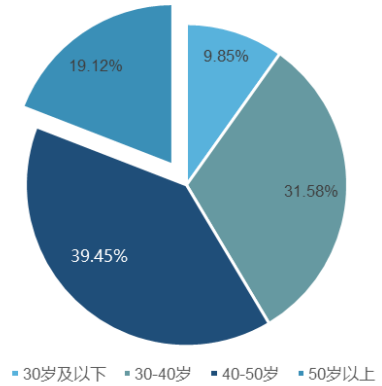
从上市公司员工学历构成来看，高中及以下学历占比 66.48%，低学历占比较高。因为上市公司没有披露员工年龄构成，参考平煤神马集团的员工年龄构成，公司 50 岁以上员工占比 19.12%，40-50 岁员工占比 39.45%，员工年龄偏大，近 5 年员工自然退休也是公司减员的重要方面。

图 27：上市公司员工学历构成



资料来源：公司募集说明书，信达证券研发中心

图 28：平煤神马集团员工年龄构成



资料来源：集团募集说明书，信达证券研发中心

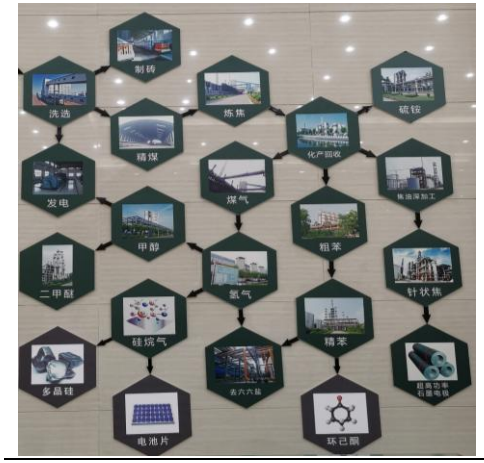
公司以煤为基，转型升级新能源新材料可期

1、公司定位为平煤神马集团的煤焦一体化产业整合升级平台

平煤神马集团李毛董事长在 2020 年 7 月 14 日接受“证券时报”采访时表示：“集团计划以煤基产业链为纽带，以旗下三家 A 股上市公司为平台，通过设立产业基金或者定向增发等形式，适时收购集团煤焦、尼龙化工、新能源新材料相关优质资产，力争实现三大核心产业整体上市”。

根据平煤股份作为集团煤焦产业链整合平台的定位，集团体内 5 家合计 1580 万吨/年焦炭产能有望陆续装入公司。基于公司“发展煤、延伸煤、超越煤”的发展理念，从煤炭开采到原料煤入洗、精煤炼焦、化工回收、煤气综合利用制取氢气，发展氢能产业和氢气制高纯度硅烷；再到煤焦油深加工制取苯、酚、萘、蒽等多种化工原料，焦油沥青深加工生产针状焦、超高功率石墨电极、石墨负极等产品，有望实现煤炭就地转化、循环利用、绿色发展，产业转型可期。

图 29：首山化工公司产品和下游产业



产品名称	产量	单位
焦炭	300	万吨
甲醇	10	万吨
二甲醚	20	万吨
焦油加工	30	万吨
苯加氢	10	万吨
洗精煤	210	万吨
建材砖	2	亿块
氢气	2.5	亿方
煤气发电	1.2	亿千瓦时

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：年产 300 万吨焦炭的循环经济示范企业——首山化工公司



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：年产 700 万吨的平武焦化公司



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：年产 260 万吨焦炭的京宝焦化公司



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 33：年产 220 万吨焦炭的平鄂联合焦化公司



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：年产 100 万吨焦炭的朝川焦化公司



资料来源：万得，信达证券研发中心

2、平煤神马集团旗下焦化产业链下游高附加值新兴产业已有布局

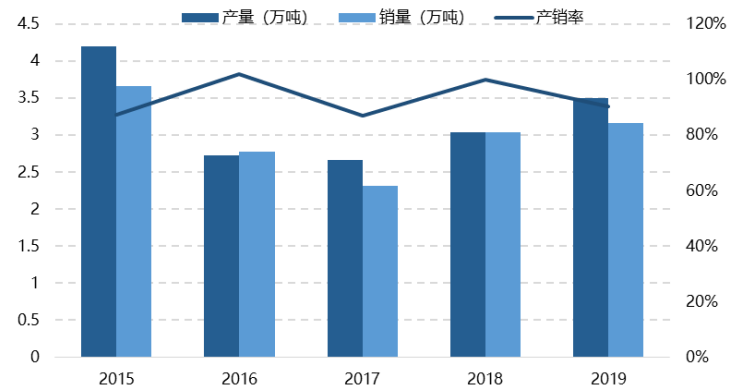
2.1、超高功率石墨电极、负极材料

石墨电极主要应用于钢铁电炉冶炼，是电炉炼钢或锂弧电炉使用的耐高温、耐氧化的导电材料。开封炭素（易成新能全资子公司），该公司是一家专注于生产和销售超高功率石墨电极的高新技术企业，产品主要用于电弧炉炼钢，也可用在工业硅炉、黄磷炉、刚玉炉等作导电电极。开封炭素 80%以上为大规格超高功率石墨电极（UHP700、UHP600），其生产工序繁多。石墨电极以针状焦为主要原料，煤沥青等为粘结剂，经原料破碎、配料、混捏、压制成型、焙烧、浸渍、二次焙烧、石墨化、机加工、质量检验、打包出厂等多道工序制备而成。

负极材料是决定电池寿命和储能性能的一个关键材料，目前发展相对成熟，该业务中平瀚博（易成新能持股 76%）运营，中平瀚博下属有 2 家全资子公司，共拥有年产锂电池石墨负极材料 14000 吨及特种细结构石墨制品 1000 吨项目，公司负极材料产品广泛用于航空航天、电动汽车、新能源、数码电子、有色冶金、化工、机械等行业高端领域。

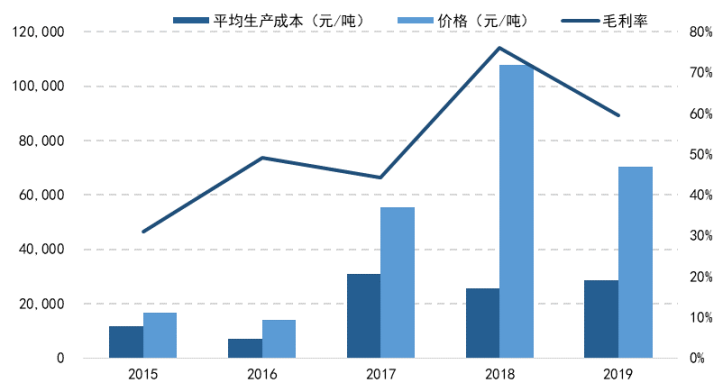
2019 年集团生产超高功率石墨电极和负极材料 3.5 万吨，销售 3.16 万吨，同比分别增 15.13%、3.95%，综合毛利率 59.5%，盈利能力较强。

图 35：集团石墨电极及相关材料产销量



资料来源：集团募集说明书，信达证券研发中心

图 36：集团石墨电极及相关材料盈利能力



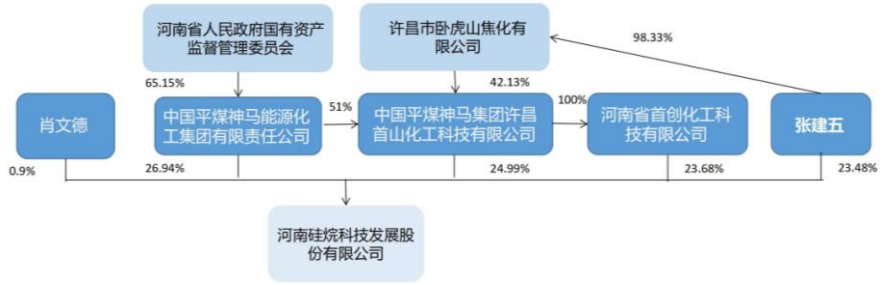
资料来源：集团募集说明书，信达证券研发中心

2.2、硅烷科技

集团旗下“硅烷科技”通过采购焦炉煤气、硅粉等原材料，依托核心生产技术和先进的工艺设备，在特定温度压力下进行气固相反应，生产并向客户销售高纯度、满足各领域应用的特种电子工业气体（硅烷气、氢气）来实现。

公司一期年产 600 吨硅烷气生产线运行平稳，且已达产，二期年产 2000 吨硅烷已于 2019 年 1 月正式投产，2018 年底公司收购一条氢气生产线。公司的生产主要是利用焦炉煤气生产氢气；利用硅粉、氢气、四氯化硅等生产高纯硅烷，公司根据生产需要定期采购硅粉，四氯化硅在生产过程中可以循环利用。公司的高纯硅烷生产线技术含量较高，建造过程国内没有同类装置可以参考，生产线工程设计、工艺参数控制等核心环节均由公司掌握。

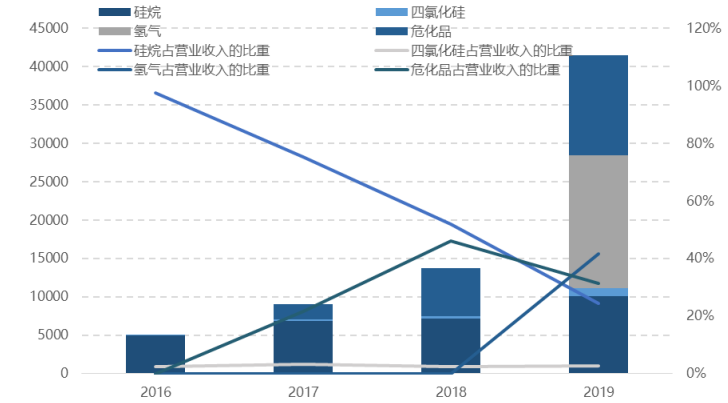
图 37：硅烷科技股权结构



资料来源：集团官网，信达证券研发中心

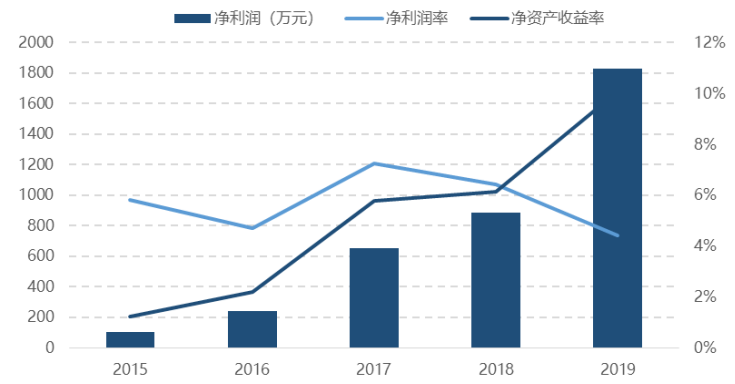
硅烷科技公司 2016 年以来高速发展，近三年营收增速分别为 76.86%、52.58%、201.03%；净利润增速分别为 132.56%、173.25%、35.39%、106.02%。随着二期硅烷产能利用率和氢气产量的提升，公司盈利能力有望进一步提升。

图 38：硅烷科技 2016 年以来营收及构成（万元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

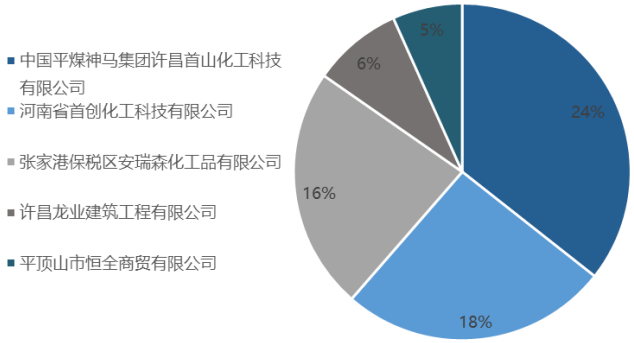
图 39：硅烷科技 2016 年以来净利润（万元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

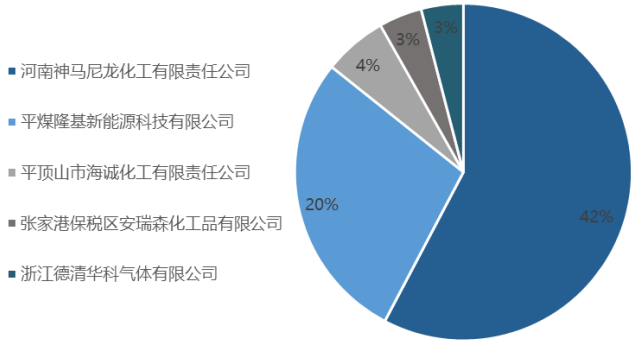
公司前两大供应商分别为首山化工和首创化工均为平煤神马集团旗下企业，硅烷科技从上述 2 家企业采购焦炉煤气用于提纯氢气直接销售或合成硅烷气销售。公司前两大客户分别为神马尼龙和平煤隆基，同样为平煤神马集团旗下企业，公司主要为其供应氢气和硅烷气。硅烷科技充分利用集团焦炉煤气原料，完成焦化产品向氢气和硅烷气等高附加值新能源新材料的产品延伸。

图 40：硅烷科技前 5 大供应商



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：硅烷科技前 5 大客户



资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利预测

综合以上对平煤股份公司经营现状以及“精煤战略”和“提效减员”落实的空间和可能性分析，我们对公司未来盈利预测中使用假设如下：

（1）我们预计 2020-2022 年，公司原煤产量 2800/2800/2800 万吨，同比分别+0%/+0%/+0%；商品煤销量 2550/2550/2550 万吨，同比 0%/0%/0%；其中精煤销量分别为 1150/1250/1350 万吨，同比分别+10%/+9%/+8%；混煤销量分别为 848/748/648 万吨，同比分别-9%/-12%/-13%。

（2）预计 2020-2022 年，公司煤炭销售均价分别为 765/791/817 元/吨，同比分别+2%/+3%/+3%，主要源于产品结构优化；其中精煤售价分别为 1209/1209/1209 元/吨，同比-2%/+0%/+0%；混煤售价分别为 542/542/542 元/吨，同比-1%/+0%/+0%。

（3）吨煤销售毛利分别为 208/237/239 元/吨，同比+13%/8%/7%；其中精煤毛利分别为 370/379/387 元/吨，同比+4%/+2%/+2%；混煤毛利分别为 114/119/123 元/吨，同比+15%/+4%/+4%。

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，我们上调公司盈利预测，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 6.01 元对应 PE 分别为 10.5/8.6/7 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%/7%/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。考虑公司今后 3 年业绩高增长和转型新能源新材料的未来空间，给予 2020 年预期业绩 15 倍 PE 估值，6 个月目标价 8.6 元，对应明年业绩 PE 为 12 倍，预期涨幅空间约 40%。

表 7：可比公司盈利及估值对比（2020 年 8 月 28 日）

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600985.SH	淮北矿业	9.68	210.29	6	6	6	5	1.68	1.52	1.68	1.79
600997.SH	开滦股份	5.34	84.79	7	9	8	8	0.72	0.57	0.64	0.69
000983.SZ	西山煤电	4.25	174.10	8	8	8	7	0.54	0.53	0.55	0.57
601699.SH	潞安环能	6.33	189.36	8	9	8	8	0.80	0.72	0.78	0.83
600395.SH	盘江股份	5.98	98.97	9	9	6	5	0.66	0.66	1.00	1.22
	平均值			8	8	7	7	0.88	0.80	0.93	1.02
601666.SH	平煤股份	6.01	139.90	12	11	9	7	0.50	0.57	0.70	0.86

资料来源：万得，信达证券研发中心 *注：西山煤电、盘江股份为信达预测，其余为 Wind 一致预期。*

风险因素

（1）疫情影响下经济超预期再次出现下滑或恢复不及预期;

（2）公司减员不及预期;

（3）精煤入洗率受洗选能力限制，精煤产量提升不及预期;

（4）公司煤矿出现安全生产事故。

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	19.56	12.11	10.59	8.54	6.99
P/B	1.09	0.98	0.91	0.83	0.74
EV/EBITDA	6.36	5.91	5.36	4.80	4.32

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	-36.02	-68.88	-48.41	-51.10	-56.13
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，煤炭科学研究总院矿业工程硕士，中国人民大学工商管理硕士，5 年煤炭产业研究经验。 2017 年 5 月正式加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@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。