

审慎推荐-A (维持)

平煤股份 601666.SH

当前股价: 5.69 元  
2017 年 03 月 19 日

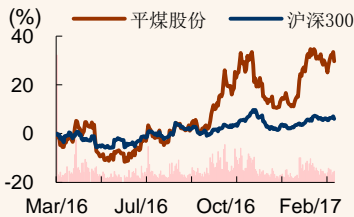
豫南焦煤龙头，估值渐具吸引力

基础数据

上证综指	3237
总股本(万股)	236116
已上市流通股(万股)	228757
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	130
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	-6.8
资产负债率	71.7%
主要股东	中国平煤神马能源化
主要股东持股比例	54.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	28	39
相对表现	-4	22	29



资料来源: 贝格数据、招商证券

卢平

021-68407841  
luping@cmschina.com.cn  
S1090511040008

沈菁

021-68407401  
shenjing3@cmschina.com.cn  
S1090516090003

研究助理

刘晓飞

021-68407539  
liuxiaofei@cmschina.com.cn

公司受益于煤价回暖业绩大幅改善，近期煤价有所回调但仍在高位，预计 2017 年原煤产量 3320 万吨，销量 3000 万吨。假设 17 年秦港 Q5500 动煤中枢在 550，预估 17 年归母净利 10 亿，对应 EPS 为 0.43 元/股，同比增加 44%，PE 为 13 倍；考虑到公司成本较高，业绩弹性稍弱，给以“审慎推荐-A”评级。

□ **产能：核定产能 3320 万吨，已无在建矿井。**公司目前有 14 对生产矿井，按照 330 天核定的产能有 3320 万吨，其中权益产能 3199 万吨，权益占比 96%。煤种以主焦煤和 1/3 焦煤为主，但只有一半产量的原煤能够洗选出主焦精煤和 1/3 焦精煤，精煤洗出率 50%-55%，按照 3300 万吨的原煤算，每年的炼焦精煤产量在 800-900 万吨之间，其中 55% 是主焦精煤，45% 是 1/3 焦精煤；此外洗选出 25% 以上的中煤，中煤发热量 4000 多大卡，当动力煤卖；还有一半不入洗的产量直接卖原煤。在建产能方面，公司没有在建矿井，整个河南地区资源开发已经很充分，几个大集团在省内基本都没有接续资源。目前公司 14 对矿井的可采储量还剩 10 亿吨。

□ **产量：预计 2017 年商品煤 3000 万吨，其中精煤 850 万吨。**公司近几年产量都维持在 3000 万吨以上，2016 年预计原煤产量 3400 万吨，同比下降约 3%，预计 2017 年原煤产量 3320 万吨，下降 2%，主要是由于 2016 年剥离了几个低效和资源枯竭矿井给集团。预计 2017 年精煤产销量 850 万吨，和 2016 年基本持平，整体商品煤销量 3000 万吨。

□ **价格：假定 2017 年秦皇岛 Q5500 均价在 550-570，测算 2017 年公司商品煤综合售价在 480-500 之间。**目前平顶山地区主焦精煤车板含税价在 1400 元/吨，较 12 月高点回撤了 180 元/吨，1/3 焦精煤当前车板含税价 1350 元/吨，较高点同样回撤 180 元/吨。2016 年平顶山主焦煤均价 902 元/吨，同比增加 12%，1/3 焦煤均价 852 元/吨，同比增加 13%。动力煤方面，平顶山地区 4000 大卡动力煤市场价目前在 530 元/吨，较前期高点回撤了 30 元/吨，去年的均价是 400 元/吨，去年四季度的均价是 536 元/吨。假定 2017 年秦皇岛 Q5500 均价在 550，京唐港主焦煤均价在 1300，测算公司综合售价 485 元/吨。

□ **风险提示：宏观经济复苏低于预期**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	16119	12443	12941	17471	16422
同比增长	-16%	-23%	4%	35%	-6%
营业利润(百万元)	214	(1525)	799	1284	1022
同比增长	-82%	-813%	-152%	61%	-20%
净利润(百万元)	199	(2138)	728	999	802
同比增长	-70%	-1176%	-134%	37%	-20%
每股收益(元)	0.08	(0.91)	0.31	0.42	0.34
PB	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

- **成本:完全成本较高限制盈利空间。**公司地处河南,矿井地质条件不如晋陕蒙地区,开采难度较大,矿井地质灾害较多,吨煤安全费要到 70 元/吨,山西地区普遍在 30 以下,陕北地区不到 15;同时材料费也较高,吨煤要到 40-50 元/吨,山西地区普遍在 20 左右;此外公司人员负担较重也推高了吨煤成本,公司此前在册员工维持在 9 万人的水平,2016 年分流安置了约 1 万人,目前还剩 8 万人,对应 3320 万吨产能,每 1000 万吨产能对应 2.4 万人,远超全国 1 万人左右的平均水平,摊到吨煤成本上人工薪酬高达 200 元。虽然当前煤价回暖,公司也不会放松成本控制,预计 2017 年公司吨煤完全成本在 440 元左右。
- **国企改革:**河南省在去年就成立了深化国有工业企业改革领导小组,由省长陈润儿担任组长,旨在推进混合所有制改革、清产核资、化解债务、分离社会职能、安置富余人员以及推进兼并重组。平煤股份的股东是中国平煤神马能源化工集团,集团旗下有三个上市公司,平煤主要是煤炭资产,神马股份主要是化工资产,易成新能主要是新能源资产。此前有媒体报导平煤集团国企改革方案已经上报,方向是煤焦资产装入平煤股份,化工资产装入神马股份,新能源资产装入易成新能。煤焦资产方面,集团还有约 800 万吨产能的煤矿,其中有 400 多万吨将在供改中退出,剩余煤矿体量已经很小,焦炭方面,集团有 1000 多万吨的焦炭产能,目前焦炭和焦煤价格下盈利较为困难。
- **盈利预测及评级:给予“审慎推荐-A”评级。**假设 2017 年秦皇岛港 5500 大卡动力煤中枢在 550 元/吨,预估 2017 年公司可实现归母净利 10 亿,对应 EPS 为 0.43 元/股,同比增加 44%,PE 为 13 倍,如果 2017 年秦皇岛 Q5500 均价在 570 元/吨,测算 2017 年 EPS 为 0.51 元/股,PE 为 11 倍,估值已经渐具吸引力,考虑到公司成本较高,业绩弹性稍弱,给以“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:**宏观经济复苏低于预期

表 1:平煤煤矿明细

单位:万吨	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能	状态
一矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	21927	9218	400	400	在产
二矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	1381	777	170	170	在产
四矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	6387	2408	280	280	在产
五矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	11906	5900	190	190	在产
六矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	13605	4850	320	320	在产
八矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	28284	12526	360	360	在产
九矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	654	311	90	90	在产
十矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	10270	5934	330	330	在产
十一矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	14936	9251	300	300	在产
十二矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	3711	1158	130	130	在产
十三矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	34344	18760	210	210	在产
香山矿	1/3 焦煤、焦煤	72%	3296	1497	90	65	在产
首山一矿	1/3 焦煤、焦煤	60%	39444	25081	240	144	在产
朝川矿	1/3 焦煤、焦煤	100%	4022	2634	210	210	在产
合计		96%	194166	100305	3320	3199	

资料来源:wind、招商证券

表 2: 历年煤炭产销

单位: 万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017
原煤产量	3861	3839	3600	3307	3515	3400	3320
混煤					2028	1752	1740
冶炼精煤	636	702	817	833	697	900	850
其他洗煤	420	449	443	442	430	408	398
商品煤产量					3156	3060	2988
<b>商品煤销量</b>	<b>3724</b>	<b>3573</b>	<b>3408</b>	<b>3155</b>	<b>3178</b>	<b>3060</b>	<b>2988</b>
混煤	2670	2451	2129	1869	2066	1752	1740
冶炼精煤	633	693	821	833	687	900	850
其他洗煤	421	429	458	453	424	408	398
<b>精煤占比</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>24%</b>	<b>26%</b>	<b>22%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>

资料来源: wind、招商证券

表 3: 历史煤炭业绩分拆

单位: 万吨、元/吨	2011	2012	2013	2014	2015H	2015	2016H
综合售价	550	532	486	429	353	312	298
产量	3861	3839	3600	3307	1515	3515	1458
其中: 精煤产量	633	693	821	833	342	687	436
销量	3724	3573	3408	3155	1356	3178	1279
精煤产量占比	16%	18%	23%	25%	23%	20%	30%
成本测算:							
原材料	63	46	34	26	24	20	18
燃料及动力	23	23	24	21	18	16	17
职工薪酬	204	201	185	164	130	119	100
折旧摊销	21	23	15	14	15	15	16
维简及安全费用	40	60	78	77	77	81	73
其他	61	66	47	69	77	30	22
生产成本	412	420	382	372	342	280	245
三费及附加	72	72	70	51	65	80	48
完全成本	484	493	452	422	407	360	293
吨煤毛利	138	112	104	58	12	32	53
毛利率	25%	21%	21%	13%	3%	10%	18%
吨煤利润	66	40	34	7	(54)	(48)	5
所得税	14	8	13	2	(2)	20	1
吨煤净利	52	32	22	4	(52)	(68)	4
煤炭损益(亿元)	20	11	7	1	(7)	(22)	0
现金生产成本	391	397	367	357	327	265	229
现金完全成本	419	440	422	382	385	333	263

资料来源: wind、招商证券

表 4: 盈利弹性测算

单位: 元/吨、万元	盈利弹性测算					
秦港 Q5500	470	500	535	550	570	600
京唐港主焦煤	1300	1300	1300	1300	1300	1300
综合售价	449	463	479	485	494	508
完全成本	440	440	440	440	440	440
吨煤利润	9	23	39	45	54	68
所得税	2	6	10	11	14	17
吨煤净利	7	17	29	34	41	51
销量	3000	3000	3000	3000	3000	3000

单位: 元/吨、万元	盈利弹性测算					
煤炭净利	21313	51622	86983	102138	122344	152654
权益占比	96%	96%	96%	96%	96%	96%
权益净利	20460	49557	83504	98052	117451	146548
其他净利	3000	3000	3000	3000	3000	3000
归母净利	23460	52557	86504	101052	120451	149548
股本-万	236117	236117	236117	236117	236117	236117
EPS	0.10	0.22	0.37	0.43	0.51	0.63
股价	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69	5.69
PE	57	26	16	13	11	9

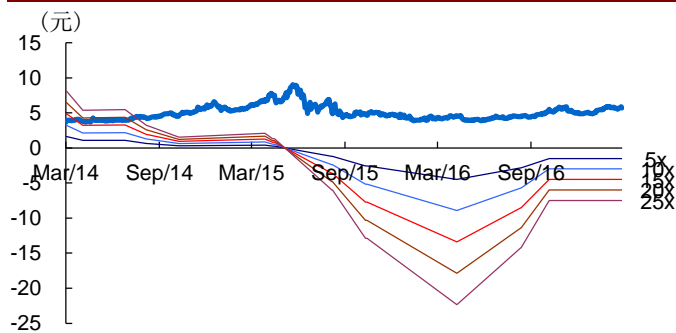
资料来源: wind、招商证券

表 5: EPS 敏感性分析

单位: 元/吨	秦皇岛 Q5500					
纵向—完全成本	470	500	535	550	570	600
420	0.28	0.41	0.55	0.61	0.69	0.82
430	0.19	0.31	0.46	0.52	0.60	0.72
440	0.10	0.22	0.37	0.43	0.51	0.63
450	0.01	0.13	0.27	0.34	0.42	0.54
460	-0.12	0.04	0.18	0.25	0.33	0.45

资料来源: wind、招商证券

图 1: 平煤股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 平煤股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	9800	10761	8887	11278	11874
现金	2105	3849	2000	2000	3135
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4774	4111	4275	5771	5425
应收款项	1214	1263	1259	1700	1598
其它应收款	95	118	122	165	155
存货	1280	953	808	1076	1025
其他	332	467	422	565	536
<b>非流动资产</b>	21652	24652	24021	23428	22871
长期股权投资	384	398	398	398	398
固定资产	10685	19333	18782	18261	17768
无形资产	791	790	711	640	576
其他	9793	4132	4131	4130	4130
<b>资产总计</b>	<b>31452</b>	<b>35413</b>	<b>32909</b>	<b>34706</b>	<b>34745</b>
<b>流动负债</b>	12885	16990	11957	11978	11513
短期借款	3827	4012	4699	3171	3000
应付账款	4547	5382	3312	4412	4203
预收账款	180	105	90	120	114
其他	4331	7491	3856	4276	4196
<b>长期负债</b>	6446	8476	10276	11076	11076
长期借款	1904	1713	3513	4313	4313
其他	4542	6764	6764	6764	6764
<b>负债合计</b>	<b>19331</b>	<b>25467</b>	<b>22233</b>	<b>23054</b>	<b>22589</b>
股本	2361	2361	2361	2361	2361
资本公积金	2722	2722	2722	2722	2722
留存收益	6411	4251	4978	5954	6456
少数股东权益	628	613	614	615	617
归属于母公司所有者权益	11493	9333	10061	11037	11539
<b>负债及权益合计</b>	<b>31452</b>	<b>35413</b>	<b>32909</b>	<b>34706</b>	<b>34745</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	(2543)	(282)	(1340)	1922	2755
净利润	199	(2138)	728	999	802
折旧摊销	1273	858	1134	1096	1060
财务费用	293	665	720	700	680
投资收益	6	(33)	(400)	(30)	(30)
营运资金变动	(4445)	(275)	(3518)	(864)	249
其它	133	640	(3)	21	(6)
<b>投资活动现金流</b>	(233)	(2196)	(500)	(500)	(500)
资本支出	(242)	(1106)	(500)	(500)	(500)
其他投资	9	(1090)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	3173	3113	(9)	(1422)	(1121)
借款变动	4007	1726	311	(728)	(171)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
股利分配	(590)	(236)	0	(24)	(300)
其他	(244)	1623	(320)	(670)	(650)
<b>现金净增加额</b>	<b>397</b>	<b>636</b>	<b>(1849)</b>	<b>0</b>	<b>1135</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	16119	12443	12941	17471	16422
营业成本	13326	11328	9706	12928	12317
营业税金及附加	290	333	194	262	246
营业费用	211	182	170	210	197
管理费用	1771	1482	1553	2096	1971
财务费用	271	632	720	700	680
资产减值损失	30	44	200	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(6)	33	400	30	30
<b>营业利润</b>	214	(1525)	799	1284	1022
营业外收入	94	30	70	70	70
营业外支出	10	12	30	30	30
<b>利润总额</b>	298	(1507)	839	1324	1062
所得税	73	634	110	324	258
<b>净利润</b>	226	(2141)	729	1001	804
少数股东损益	27	(3)	1	2	1
<b>归属于母公司净利润</b>	199	(2138)	728	999	802
<b>EPS (元)</b>	0.08	(0.91)	0.31	0.42	0.34

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-16%	-23%	4%	35%	-6%
营业利润	-82%	-813%	-152%	61%	-20%
净利润	-70%	-1176%	-134%	37%	-20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.3%	9.0%	25.0%	26.0%	25.0%
净利率	1.2%	-17.2%	5.6%	5.7%	4.9%
ROE	1.7%	-22.9%	7.2%	9.1%	7.0%
ROIC	2.0%	-7.1%	6.0%	7.8%	6.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.5%	71.9%	67.6%	66.4%	65.0%
净负债比率	19.6%	22.3%	25.0%	21.6%	21.0%
流动比率	0.8	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	11.2	10.1	11.0	13.7	11.7
应收帐款周转率	18.6	10.0	10.3	11.8	10.0
应付帐款周转率	2.9	2.3	2.2	3.3	2.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.08	-0.91	0.31	0.42	0.34
每股经营现金	-1.08	-0.12	-0.57	0.81	1.17
每股净资产	4.87	3.95	4.26	4.67	4.89
每股股利	0.10	0.10	0.01	0.13	0.10
<b>估值比率</b>					
PE	67.6	-6.3	18.5	13.4	16.7
PB	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	12.4	-288.0	8.0	6.9	7.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**卢平：**毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**沈菁：**毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

**刘晓飞：**毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**强烈推荐：**公司股价涨幅超基准指数20%以上

**审慎推荐：**公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

**中性：**公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：**公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

**A：**公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：**公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：**公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**推荐：**行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：**行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。