

采掘

2017年03月21日

# 平煤股份 (601666)

## ——吐故纳新，中南焦煤之星冉冉升起

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2017年03月20日

收盘价(元)	5.83
一年内最高/最低(元)	5.99/3.85
市净率	1.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	13766
上证指数/深证成指	3250.81/10532.33

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.41
资产负债率%	71.75
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：



相关研究

《煤炭行业最新策略之四(论“转型与改革”)：煤价将入上涨通道 转型与改革将成为新的驱动力》 2014/10/08

证券分析师

周泰 A0230516020001  
zhoutai@swsresearch.com  
刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com

研究支持

孟祥文 A0230115070003  
mengqxw@swsresearch.com

联系人

孟祥文  
(8621)23297818×7410  
mengqxw@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 处带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 3290 万吨（按 330 工作日计算），权益产能 3169 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。

● 公司剥离亏损矿井，减少亏损增强盈利能力。公司将三矿、七矿、天力、朝川矿下属二井、三井整体资产及负债一并出售给控股股东中国平煤神马集团进行关停，剥离亏损矿井合计产能 356 万吨/年，占全部产能的 10.62%；但该部分资产 2015 年合计亏损 5.49 亿元；单单 2016 年一季度单季便亏损 3.73 亿元。通过剥离不良资产，增强公司整体盈利能力。

● 提高精煤产出率，增加盈利。2016 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，公司 2016 年前三季度精煤洗出率达到 31%，比 2015 年增加 11 个百分点，接近于行业主流公司水平，公司盈利能力得到有效提升。

● 煤价中枢上移，公司盈利能力持续改善。公司所在地 1/3 焦煤价格为 1400 元/吨，与 2011 年全年均价 1470 元/吨基本持平。但是公司在 2015 年吨煤生产成本已经降至 243 元/吨，较 2011 年 397 元/吨下滑 38.79%。预计公司短期内吨煤生产成本不会大幅上涨，但是在供给侧改革的背景下，焦煤价格保持高位盘整，价格中枢上移，公司可实现持续盈利改善。

● 聚焦主业，集团焦煤资产整体上市可期。公司已将与主业煤焦产业无关的新能源项目或转让或停止，公司将集中精力做强主业，另外截至 2016 年底，平煤神马集团在上市公司体外还有矿井 27 座，产能合计 889 万吨，预计未来在关停部分小矿井、落后矿井后将履行承诺注入上市公司。同时集团还有焦炭产能约 1500 万吨，部分为公司独资建立，部分为与武钢等下游客户合作建设，未来作为煤焦板块重要组成，注入上市公司概率较大。

● 投资建议：煤炭行业供给侧改革稳步推进，在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 分别为 0.30 元、0.77 元、0.80 元；对应 PE 分别为 20 倍、8 倍和 7 倍；以 A 股主要炼焦煤公司作为对标标的，主要公司 17 年、18 年平均估值 PE 为 19 倍和 16 倍，而公司 17 年、18 年 PE 分别为 8 倍和 7 倍，处于被低估状态，溢价 100% 以上，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

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,444	9,089	14,941	20,815	21,664
同比增长率(%)	-22.80	6.01	20.07	39.31	4.08
净利润(百万元)	-2,138	97	702	1,823	1,896
同比增长率(%)	-	-	-132.84	159.69	4.00
每股收益(元/股)	-0.91	0.04	0.30	0.77	0.80
毛利率(%)	9.0	17.2	17.6	30.4	28.5
ROE(%)	-22.9	0.9	7.0	15.4	14.2
市盈率	-6		19	8	7

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

煤炭行业供给侧改革稳步推进，在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 分别为 0.30 元、0.77 元、0.80 元；对应 PE 分别为 20 倍、8 倍和 7 倍；以 A 股主要炼焦煤公司作为对标标的，主要公司 17 年、18 年平均估值 PE 为 19 倍和 16 倍，而公司 17 年、18 年 PE 分别为 8 倍和 7 倍，处于被低估状态，溢价 100%以上，具备投资价值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 关键假设点

- 1、供给侧改革如期推进，煤炭价格中枢上移。

### 有别于大众的认识

- 1、公司通过剥离亏损矿井，剩余矿井盈利能力增强，未来业绩弹性加大。
- 2、公司受市场关注度低预期差较大，持股机构仅为中金和汇金两家。由于公司地处地质条件复杂，成本相对较高的河南地区，该区域内煤炭公司基本处于亏损状态，因此在 2016 年供给侧改革背景下，市场更关注山西、陕西地区资源禀赋较好的地区，而对于集中南地区的区域龙头、矿藏优质炼焦煤、业绩反转的平煤股份关注度过低，因此公司主要持股人中并无大中型基金，主要持股机构仅有中国汇金和中证金融两家投资机构。

### 股价表现的催化剂

集团整体上市迈出实质步伐。

### 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

---

<b>1. 中南地区龙头煤企 .....</b>	<b>5</b>
1.1 无法被忽略的区域龙头 .....	5
1.2 中南地区主要炼焦煤生产基地.....	5
<b>2. 业绩反转，轻装前行.....</b>	<b>7</b>
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 .....	9
2.3 资本市场化处置营收账款，改善现金流 .....	9
2.4 焦精煤产出率提高，增强盈利能力 .....	10
2.5 产业链延伸，增强公司抗风险能力.....	11
<b>3. 聚焦主业，集团煤焦资产整体上市可期 .....</b>	<b>12</b>
3.1 集团两次承诺解决同业竞争，目前承诺时间已过.....	12
3.2 剥离新能源资产，未来煤焦入住可期.....	12
<b>4 业绩反转，低估值区域龙头.....</b>	<b>14</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截止 2016 年 Q3 数据).....	5
图 2: 铁路线路示意图.....	7
图 3: 公司主营收入构成 (2016 H1 数据) .....	7
图 4: 公司所在地区 1/3 焦煤价格走势 (单位: 元/吨) .....	8
图 5: 公司吨煤生产成本 (单位: 元/吨, %) .....	8
图 6: 公司 2007-2016H 营业收入 (单位: 亿元, %) .....	8
图 7: 公司 2007-2016 净利润 (单位: 亿元, %) .....	8
图 8: 2015 年主要焦煤公司精煤占比 (单位: 元/吨, %) .....	10
图 9: 公司炼焦精煤产出率 (单位: %) .....	11
图 10: 煤炭开采行业重点监测公司相对 PE 历史平均值.....	14
表 1: 平煤股份本部现有矿井储量及产能 (单位: 万吨) .....	6
表 2: 平煤股份剥离亏损矿井情况 .....	9
表 3: 应收账款处置 (单位: 亿元) .....	10
表 4: 公司原煤及精煤产量.....	11
表 5: 收购资产截至 2016 年一季度财务指标 (单位: 万元) .....	11
表 6: 平煤神马集团上市公司外矿井明细.....	13
表 7: 炼焦煤上市公司万德一致预测 PE (2017 年 03 月 20 日) .....	14
表 8: 利润表 .....	15

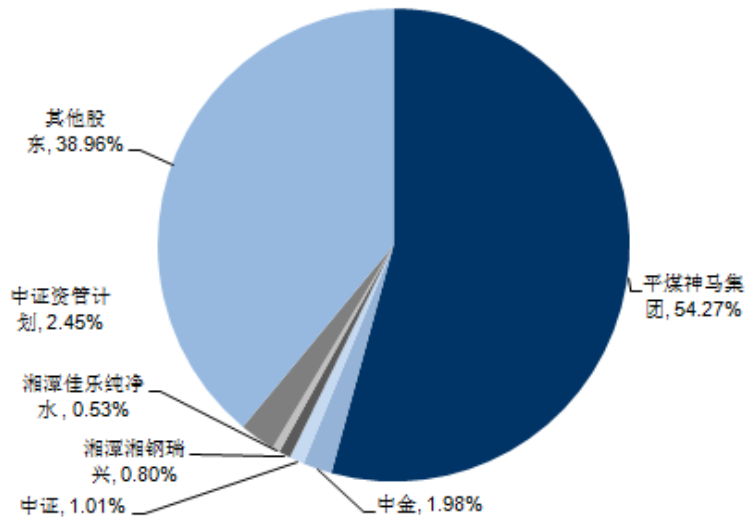
## 1. 中南地区龙头煤企

### 1.1 无法被忽略的区域龙头

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。

由于公司地处地质条件复杂，成本相对较高的河南地区，该区域内煤炭公司基本处于亏损状态，因此在 2016 年供给侧改革背景下，市场更关注山西、陕西地区资源禀赋较好的地区，而对于集中南地区的区域龙头、矿藏优质炼焦煤、业绩反转的平煤股份关注度过低，因此公司主要持股人中并无大中型基金，主要持股机构仅有中国汇金和中证金融两家投资机构。

图 1：公司股权结构（截止 2016 年 Q3 数据）



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 处带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 3290 万吨（按 330 工作日计算），权益产能 3169 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，公司焦煤产量基本全部来自于己组煤，现有矿井 1/3 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焦煤两大类产品。公司混煤具备“二低”属性（低硫、低磷），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；冶炼焦煤主要用于钢铁制造业，公司“天喜”牌焦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（单位：万吨）

煤矿	保有储量	可采储量	核定能力	权益产能	煤种
一矿	21,927.00	9,217.50	400	400	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
二矿	1,380.60	776.7	170	170	1/3 焦煤、肥煤
四矿	6,387.30	2,407.80	280	280	1/3 焦煤
五矿	11,905.80	5,900.30	190	190	肥煤、1/3 焦煤
六矿	13,604.50	4,850.30	320	320	1/3 焦煤
八矿	28,283.50	12,526.20	360	360	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
十矿	10,270.40	5,934.00	330	330	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
十一矿	14,936.10	9,250.80	300	300	1/3 焦煤
十二矿	3,711.40	1,158.10	130	130	1/3 焦煤、焦煤、肥煤
十三矿	34,344.20	18,760.20	210	210	主焦煤
香山矿（72%）	3,295.60	1,497.10	90	65	1/3 焦煤、气煤、肥煤
首山一矿（60%）	39,443.60	25,081.00	240	144	主焦煤、配焦煤
朝川矿	1,380.60	776.7	180	180	1/3 焦煤、肥煤
九矿公司	253.4	59.1	90	90	1/3 焦煤
合计	189,743.40	97,419.10	3290	3169	

资料来源：公司公告，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，地理位置优势明显优于山西、陕西等煤炭主产省份。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，较山西、陕西地区企业而言，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。2015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2：铁路线路示意图



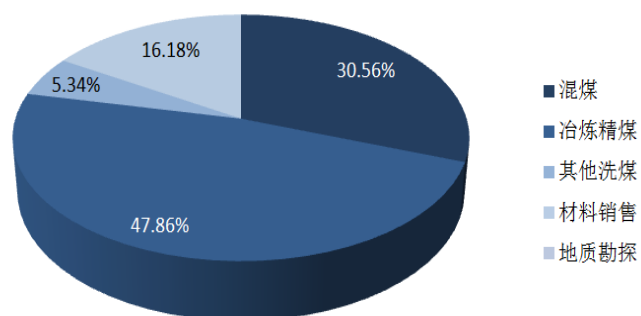
资料来源：公开资料，申万宏源研究

## 2. 业绩反转，轻装前行

### 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2016年半年报数据为例，公司主营业务收入合计45.51亿元，其中冶炼精煤业务营收在主营业务收入中占比47.86%，混煤业务营收占比30.56%。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，2016年上半年，公司材料销售业务营收7.37亿元，在主营收入构成中占比16.18%。

图3：公司主营收入构成（2016 H1 数据）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

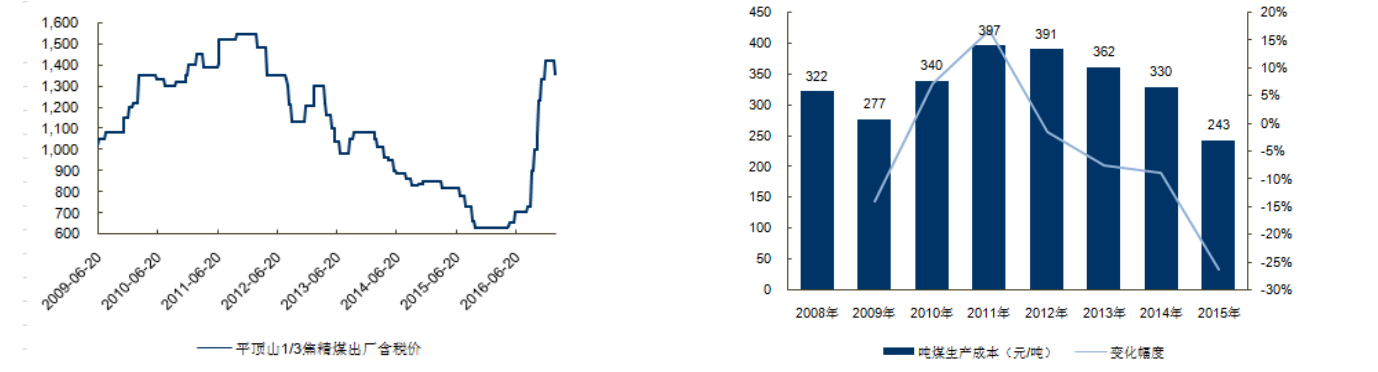
回顾公司的历史业绩，公司业绩和煤价高度相关。公司所在地区 1/3 焦煤价格在 2011 年年底达到阶段性高位 1545 元/吨后，持续下滑，至 2016 年 4 月跌至 630 元/吨，跌幅近 60%；因此公司自 2011 年起，营业收入与净利润持续下滑，公司归母净利润从 2011 年的 18.47 亿元连续下滑至 2015 年的-21.38 亿元。

但自 2016 年二季度煤价触底反弹后，业绩明显好转，16 年前三季度营业收入累计 90.90 亿元，归母净利润为 9680 万元，同比增幅 107.27%。根据业绩预盈公告的内容显示，公司在 2016 年将实现年度经营业绩的扭亏为盈，预计有望实现归母净利润 7 亿元。

公司所在地 1/3 焦煤价格为 1400 元/吨，与 2011 年全年均价 1470 元/吨基本持平。但是自 2011 年以来吨煤生产成本持续下滑。公司 2011 年吨煤生产成本 397 元/吨，其后随着煤价的下跌，公司生产成本持续下滑，至 2015 年降至上市以来最低水平 243 元/吨，距离 2011 年下滑 38.79%，成本大幅缩减。预计公司短期内吨煤生产成本不会大幅上涨，但是在供给侧改革的背景下，焦煤价格将保持当前价格的高位盘整，因此预计公司 2017 年吨煤净利将超过 2011 年水平。

随着供给侧改革继续深入推进，预期煤炭产品价格中枢继续上移，公司可实现持续盈利改善。

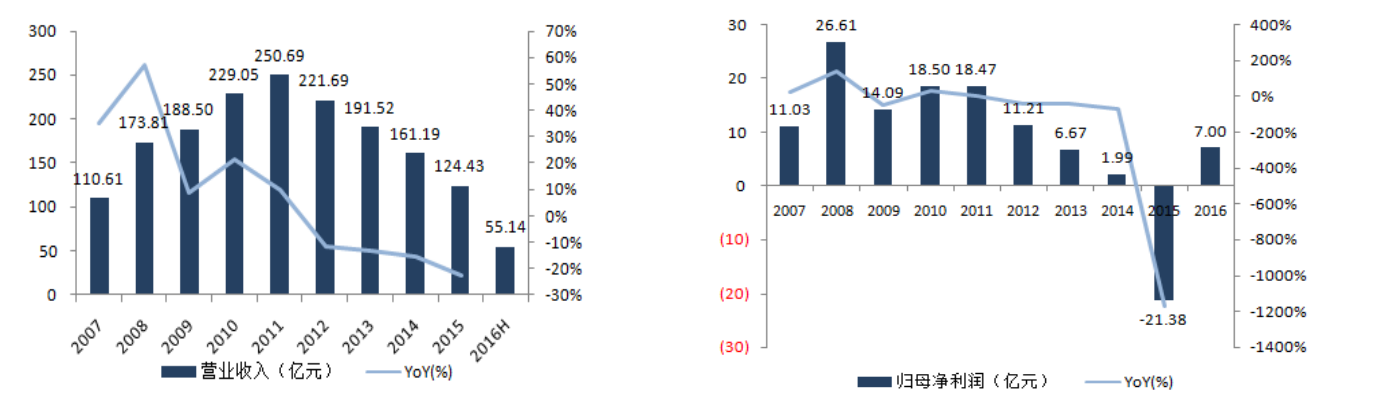
图 4：公司所在地区 1/3 焦煤价格走势（单位：元/吨） 图 5：公司吨煤生产成本（单位：元/吨，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：公司 2007-2016H 营业收入（单位：亿元，%） 图 7：公司 2007-2016 净利润（单位：亿元，%）





资料来源：公司公告，申万宏源研究

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

2016 年上半年，公司将旗下的资源枯竭矿井进行有效剥离，纳入中国平煤神马集团化解过剩产能关停计划。在此过程中，公司将平顶山天安煤业三矿有限责任公司、平顶山天安煤业七矿有限责任公司、平顶山天安煤业天力有限责任公司 100% 股权及平顶山天安煤业股份有限公司朝川矿下属二井、三井整体资产及负债一并出售给控股股东中国平煤神马集团，资产评估价值为 77.57 万元。

此次剥离亏损矿井合计产能 356 万吨/年，占全部产能的 10.62%；但该部分资产 2015 年合计亏损 5.49 亿元。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，通过将这些资产转给集团，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：平煤股份剥离亏损矿井情况

矿井	产能（万吨/年）	净资产（万元）	
		截至 2016 年一季度	截至 2015 年年底
三矿	68	-14264	-16508.52
七矿	78	-41574.46	-6671.21
天力公司	120	21964.75	-10,144.02
朝川矿二井	60	-3,407.84	-21,624.39
朝川矿三井	30		
合计	356	-37281.55	-54948.14

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 资本市场化处置营收账款，改善现金流

受 2012 年以来煤炭市场持续低迷影响，公司回款能力大幅下滑。公司应收账款规模急剧攀升，由 2013 年的 5.16 亿元攀升至 2015 年第三季度的 36.13 亿元，占 2015 年前三季度营收的 42.14%。

为提高公司财报质量，公司开始开展应收账款资产证券化，分别于 2015 年 12 月和 2016 年 10 月，先后通过转让营收账款给中国信达河南分公司，处置营收账款 25.6 亿元；2015 年 12 月，通过安信乾盛财富管理（深圳）有限公司设立“平煤股份应收账款资产支持专项计划”，并通过专项计划发行资产支持证券进行融资，将公司 10.5 亿元应收账款进行处置。

经过三次妥善处置，减少公司应收账款 36.1 亿元，使得公司应收账款实现大幅减少，降至 2010 年水平。大幅改善公司现金流状况。

表 3: 应收账款处置 (单位: 亿元)

日期	金额	转让对象	方式	涉及公司
2015 年 12 月	12.56	信达资产河南省分公司	转让应收账款	朝川焦化、中鸿煤化、首山焦化、京宝焦化
2015 年 12 月	10.50	安信乾盛财富管理(深圳)有限公司	应收账款资产证券化	能信热电、中鸿集团煤化、朝川焦化、京宝焦化、天宏焦化、瑞平煤电公司德平热电厂、平煤神马集团坑口电厂
2016 年 10 月	13.04	信达资产河南省分公司	转让应收账款	平煤神马集团、平煤神马集团焦化公司、瑞平煤电、能信热电等公司
合计	36.10			

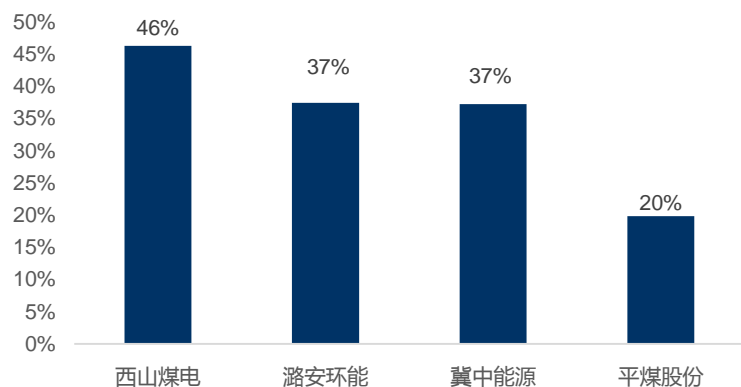
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 2.4 焦精煤产出率提高, 增强盈利能力

公司原煤产量总体保持稳定, 在 3500 万吨左右, 2016 年由于剥离部分矿井, 加之 276 天工作日制度影响, 原煤产量预计下降到 3000 万吨左右。

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 37%, 而公司占比只有 20%。

图 8: 2015 年主要焦煤公司精煤占比 (单位: 元/吨, %)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

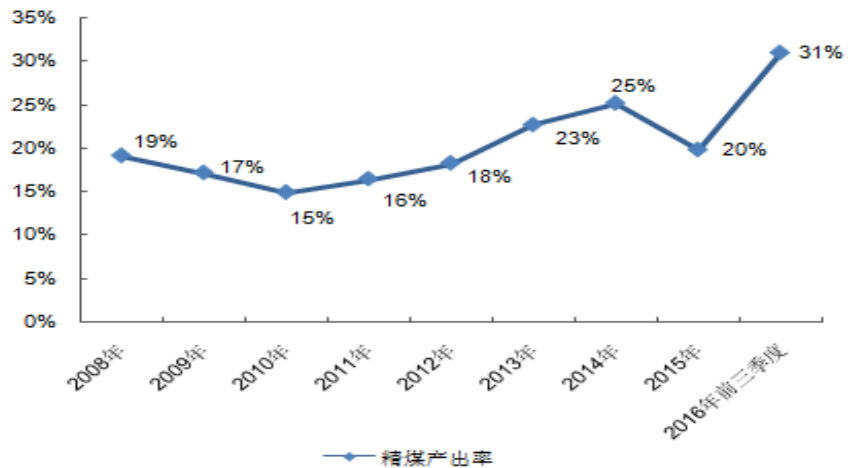
2016 年, 炼焦煤需求旺盛, 公司根据市场情况, 积极调整公司产品结构, 适应市场需求。通过适当提高精煤灰份(降低质量标准)以及混洗来增加公司焦煤精煤产率。根据 2016 年前三季度数据显示, 公司焦煤精煤产量为 669.2 万吨, 焦煤精煤产出率高达 31%, 产量直追 2015 年全年 697 万吨产量。受 276 天影响, 16 年产量预计比 15 年下滑, 预计为 3000 万吨左右, 根据前三季度 31%比例测算, 预计精煤产量 950 万吨。帮助公司实现了盈利的改善。预计 2017 年后, 公司精煤产率将保持在 32%左右。

表 4：公司原煤及精煤产量

	原煤产量（万吨）	精煤产量（万吨）	精煤产出率
2008 年	3451	661	19%
2009 年	3740	643	17%
2010 年	3981	594	15%
2011 年	3861	636	16%
2012 年	3839	702	18%
2013 年	3600	817	23%
2014 年	3307	833	25%
2015 年	3515	697	20%
2016 年前三季度	2136	669	31%
2016E	3000	950	32%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司炼焦精煤产出率（单位：%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.5 产业链延伸，增强公司抗风险能力

收购集团优质产业链资产，年化可贡献利润 1.64 亿元。

2016 年 8 月底公司公告称，收购中国平煤神马集团铁路运输处、电务厂和平顶山信息通信技术开发公司 100% 股权，该部分资产均为煤炭生产产业链资产，收购该部分资产有利于公司业务的开展，同时该部分资产为公司年化贡献利润约 1.64 亿元。

表 5：收购资产截至 2016 年一季度财务指标（单位：万元）

单位	总资产	总负债	净资产	营业收入	净利润
电务厂	31597.14	13897.01	17700.13	39929.66	1475.44
铁运处	100447.38	65656.23	34791.15	14269.71	1939.86
信通公司	17564.56	9333.85	8230.71	1697.66	404.52

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 聚焦主业，集团煤焦资产整体上市可期

#### 3.1 集团两次承诺解决同业竞争，目前承诺时间已过

公司上市以来一直存在与控股集团同业竞争问题。

**06 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。

**10 年平煤集团同神马集团战略合并后承诺 11 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 11 年 6 月时间节点已过，预计此次凭借国企改革，2017 年集团煤炭资产整体上市动力将更大。

#### 3.2 剥离新能源资产，未来煤焦入住可期

2017 年 1 月 23 日，河南省国资委召开全省国有企业改革发展暨国资监管工作会议，明确河南省三家省管煤炭巨头企业（河南能源化工集团有限公司、中国平煤神马能源化工集团有限责任公司、郑州煤炭工业有限责任公司）将改组为国有资本投资公司。

据《证券时报》3 月 13 日报道<sup>1</sup>，两会期间，平煤神马集团国改方案已经上报，集团煤焦、尼龙、新能源三个板块将分别装入平煤股份、神马股份、易成新能等三个上市公司。预计因此公司将受益国企改革，平煤神马集团将会注入部分优质资产。

3 月 21 日，上市公司公告，将子公司平襄新能源 50.2% 的股权转让给关联方易成新能（集团新能源平台公司），转让价不低于 3.012 亿元。同时公告，公司募投项目拟投资 30120 万元的平顶山宝丰县年产 2GW 高效单晶硅项目终止实施，拟投资 30120 万元的许昌市襄城县年产 2GW 高效单晶硅电池片项目随平襄新能源股权转让给易成新能。至此，公司已将与主业煤焦产业无关的新能源项目或转让或停止，公司将集中经历做强主业，平煤神马集团国改迈进重要一步。

截至 2016 年底，平煤神马集团在上市公司体外还有矿井 27 座，产能合计 889 万吨，预计未来在关停部分小矿井、落后矿井后将履行承诺注入上市公司。

<sup>1</sup> 《平煤神马集团国企改革方案已上报 预计 3 月中旬出台》<http://kuaixun.stcn.com/2017/0310/13102881.shtml>

同时集团还有焦炭产能约 1500 万吨，部分为公司独资建立，部分为与武钢等下游客户合作建设焦化。未来作为煤焦板块重要组成，未来注入上市公司概率较大。

表 6：平煤神马集团上市公司外矿井明细

矿井名称	产能	许可证编号
平顶山天安煤业天力有限责任公司吴寨矿	90	(豫)MK 安许证字〔2006〕042Y
平顶山天安煤业天力有限责任公司先锋矿	30	(豫)MK 安许证字〔2005〕000122Y
平顶山市天和煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕024039Y
平顶山天安煤业股份有限公司六矿二号井	30	(豫)MK 安许证字〔2014〕123035
平顶山市福安煤业有限公司	30	(豫)MK 安许证字〔2008〕024018Y
汝州市兴岭煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕027090Y
平顶山大安煤业有限公司	36	(豫)MK 安许证字〔2005〕000110Y
河南长虹矿业有限公司	60	(豫)MK 安许证字〔2016〕012203
河南平禹煤电有限责任公司一矿	100	(豫)MK 安许证字〔2008〕08070503Y
河南平禹煤电有限责任公司二矿	30	(豫)MK 安许证字〔2005〕000133Y
河南平禹煤电有限责任公司四矿	30	(豫)MK 安许证字〔2009〕05130304
河南平禹煤电有限责任公司凤翅山矿	28	(豫)MK 安许证字〔2008〕031210Y
河南平禹煤电有限责任公司方山矿二 1 煤新井	30	(豫)MK 安许证字〔2013〕042608
平顶山市瑞平煤电有限公司张村矿	115	(豫)MK 安许证字〔2008〕04250204Y
平顶山市瑞平煤电有限公司庇山煤矿	85	(豫)MK 安许证字〔2008〕02190106Y
平顶山裕隆宇龙煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕023079
平顶山裕隆天源煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕023080Y
平顶山裕隆鑫鑫煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕023082y
平顶山市韩庄煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕026058Y
平顶山裕隆天顺煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2009〕023091
平顶山裕隆泓鑫煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕026070Y
鲁山县兴安煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕025060Y
平顶山裕隆润达煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2008〕024030
汝州市瑞平孙店煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2009〕027095Y
河南平禹新阳煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2009〕031211Y
河南平禹祥华煤业有限公司	15	(豫)MK 安许证字〔2009〕031217Y

资料来源：能源局、申万宏源研究

## 4 业绩反转，低估值区域龙头

未来几年，煤炭行业供需结构逐步改善，焦煤价格将保持高位盘整状态。随着华东华中地区煤炭行业去产能，公司在该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。

从行业历史平均估值角度分析，煤炭采掘行业重点监测上市公司 2003 年至今历史平均 PE（剔除掉 2015 年异常值后）为 20.3 倍，而公司 2017 年、2018 年公司 PE 仅为 8 倍和 7 倍，低于历史平均值，处于历史估值底部。因受益于供给侧改革，煤价上涨且中长期保持高位，因此公司盈利持续改善，可以给予公司估值行业历史平均估值水平，公司估值将溢价 100% 以上。

从个股角度分析，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 股主要炼焦煤公司永泰能源、潞安环能、阳泉煤业、冀中能源、西山煤电和兖州煤业六家公司作为对标标的，六家公司 17 年、18 年平均估值 PE 为 19 倍和 16 倍，而公司 17 年、18 年 PE 分别为 8 倍和 7 倍，处于被低估状态，溢价 100% 以上，具备投资价值。

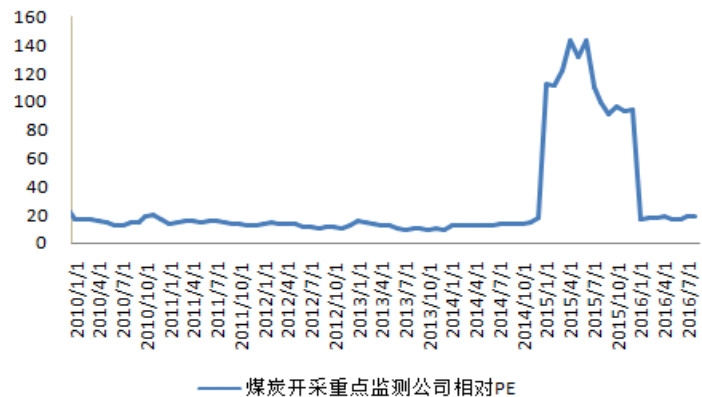
煤炭行业供给侧改革稳步推进，在炼焦煤价格保持高位盘整的条件下，预计 2016 年、2017 年、2018 年公司 EPS 分别为 0.30 元、0.77 元、0.80 元；对应 PE 分别为 20 倍、8 倍和 7 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 7：炼焦煤上市公司万德一致预测 PE（2017 年 03 月 20 日）

证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
600157.SH	永泰能源	65	23	19
601699.SH	潞安环能	29	12	8
600348.SH	阳泉煤业	49	20	19
000937.SZ	冀中能源	66	20	17
000983.SZ	西山煤电	57	23	20
600188.SH	兖州煤业	31	16	12
平均值		50	19	16
601666.SH	平煤股份	19	8	7

资料来源：申万宏源研究

图 10：煤炭开采行业重点监测公司相对 PE 历史平均值



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：利润表

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	19,152	16,119	12,443	14,941	20,815	21,664
二、营业总成本	18,002	15,900	14,001	14,122	18,390	19,258
其中：营业成本	15,200	13,326	11,328	12,305	14,487	15,481
营业税金及附加	337	290	333	239	479	498
销售费用	229	211	182	134	312	325
管理费用	2,065	1,771	1,482	1,106	2,456	2,556
财务费用	152	271	632	482	408	393
资产减值损失	19	30	44	(144)	248	4
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	(6)	33	5	5	5
三、营业利润	1,162	214	(1,525)	824	2,429	2,411
加：营业外收入	33	94	30	72	32	56
减：营业外支出	29	10	12	5	12	8
四、利润总额	1,167	298	(1,507)	891	2,449	2,459
减：所得税	428	73	634	159	611	547
五、净利润	738	226	(2,141)	731	1,838	1,911
少数股东损益	72	27	(3)	29	15	15
归属于母公司所有者的净利润	667	199	(2,138)	702	1,823	1,896
六、基本每股收益	0.28	0.08	(0.91)	0.30	0.77	0.80
全面摊薄每股收益	0.28	0.08	(0.91)	0.30	0.77	0.80

资料来源：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，资格证书编号为：ZX0065。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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.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。