公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

中国平安 金融·科技

平安证券 PING AN SECURITIES

煤炭

2019 年 07 月 23 日

盘江股份(600395)

产能逐步释放，受益区域发展

推荐（首次）

现价：5.8 元

主要数据

行业	煤炭
公司网址	www.pjgf.cn
大股东/持股	盘江投资控股集团/58.07%
实际控制人	贵州盘江国有资本运营有限公司
总股本(百万股)	1,655
流通 A 股(百万股)	1,655
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	95.99
流通 A 股市值(亿元)	95.99
每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	45.8

行情走势图

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号 S1060511020001 0755-22625476 CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

樊金璐 一般从业资格编号 S1060118040069 010-56800134 FANJINLU749@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **业务以煤为主，经营持续改善。**公司主要从事煤炭的开采、洗选加工和销售以及电力的生产和销售，主要产品为煤炭和电力，2018 年煤炭业务营收占 94%。供给侧改革下，17 年、18 年营业收入分别增长 55.36%、0.14%，19 Q1 同比增长 10.61%，毛利同样保持了较快增长。
- **利润稳健，分红可期。**2017 年以来，公司煤价和盈利水平回归高位。近五年，公司分红率维持 65%以上，18 年拟每 10 股派息数（含税）为 4.00 元，以 7 月 12 日收盘价 5.83 元计算，公司股息率为 6.86%，资本回报率约 12%。公司仍有新建产能，煤价高位稳定，未来业绩仍有增长，股息率和 ROIC 将保持高位。
- **公司资源丰富，产能相对优质。**公司所在盘县煤田主要赋存气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤和无烟煤。公司在产煤矿拥有 10.5 亿吨资源，产能 910 万吨/年，规模最小的为 115 万吨/年，其中火烧铺煤矿的煤种为低硫低灰优质肥煤。公司在建煤矿分别为马依煤业和恒普煤业煤矿，资源量 44.8 亿吨，产能 1500 万吨/年。未来产能增长空间较大。
- **供给侧改革优化区域产能，供需持续紧张。**贵州煤炭基础储量、产能分别占西南及周边地区的 43.9%、52.5%。区域去产能基本完成，占全国的 25.2%，而其煤炭产量占比不到 10%。同时区域 30 万吨以下产能占比高，去产能仍有较大空间。而西南及周边地区煤炭消费保持平稳，16 年同比增长 0.71%。区域煤炭供需持续偏紧。
- **西南经济快速发展，支撑能源需求增长。**西南 GDP 增长领跑全国，其中贵州连续三年位居全国首位。经济增长显著拉动煤炭需求增长，区域发电量和用电量保持较快增长，高于全国平均水平，火电占总发电量比例保持在 35%左右，是区域重要的电力来源。区域钢铁产量逐步增长，2018 年西南及周边地区粗钢产量达到 13024 万吨，同比增长 12.5%，拉动了焦煤需求。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,081	6,090	6,559	7,075	7,631
YoY(%)	55.4	0.1	7.7	7.9	7.9
净利润(百万元)	877	945	1,041	1,151	1,205
YoY(%)	347.5	7.7	10.2	10.6	4.6
毛利率(%)	35.7	33.9	33.5	33.5	34.1
净利率(%)	14.4	15.5	15.9	16.3	15.8
ROE(%)	12.8	13.7	14.3	14.9	14.8
EPS(摊薄/元)	0.53	0.57	0.63	0.70	0.73
P/E(倍)	10.9	10.2	9.2	8.3	8.0
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.63、0.70、0.73 元，同比分别增长 10.19%、10.57%、4.62%，对应 PE 分别为 9.2、8.3、8.0 倍。从煤炭行业看，未来几年将保持供需总体平衡，煤炭价格略有下降，但仍将维持高位。西南经济快速发展将支撑区域能源需求，公司作为区域煤炭龙头将显著受益。考虑公司焦煤资源优质，新增产能逐步投产，股息率维持高位，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

- **风险提示：**1）受宏观形势因素影响，可能出现区域经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。2）西南水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。3）公司大多数矿井属于瓦斯突出或高瓦斯矿井，如果发生安全事故，可能会产生较大影响。4）公司在建矿井可能会出现工程进度不及预期、产能释放滞后的情况，影响公司煤炭产量。

正文目录

一、 公司简介 5
1.1 发展历程 5
1.2 以煤为主，经营改善 6
1.3 利润稳健，分红可期 7
二、 供给侧改革优化区域产能，供需持续紧张 7
2.1 区域资源相对紧缺，贵州一枝独秀 7
2.2 区域去产能力度大，未来仍有空间 8
2.3 区域产量大幅下降，消费平稳，供需偏紧 9
三、 公司资源丰富，产能相对优质 10
3.1 炼焦煤资源丰富，产能仍有增长空间 10
3.2 受益于供给侧改革，公司产销量稳步回升 12
3.3 公司销售市场逐步转向省内，煤电比重提高 12
四、 西南经济快速发展，能源需求增长强劲 14
4.1 西南经济发展迅速，GDP 增长领跑全国 14
4.2 西南经济增长将拉动煤炭需求增长 14
五、 盈利预测与投资建议 17
5.1 核心假设与盈利预测 17
5.2 投资建议 17
六、 风险提示 17

图表目录

图表 1 公司发展历程 5
图表 2 股权结构图 5
图表 3 公司经营模式 6
图表 4 2017 年以来公司营业收入平稳增长（亿元） 6
图表 5 2017 年以来公司毛利保持高位（亿元） 6
图表 6 2015 年以来归母净利润和分红保持增长（亿元） 7
图表 7 2014 年以来公司股息支付率保持 66%以上 7
图表 8 本文研究的西南及周边地区范围 7
图表 9 西南及周边地区煤炭基础储量分布 8
图表 10 西南地区煤炭产能分布 8
图表 11 西南及周边地区三年去产能情况及“十三五”去产能目标 9
图表 12 西南及周边地区不同规模煤矿产能占比（万吨/年） 9
图表 13 2014 年至 2018 年区域煤炭产量(万吨) 10
图表 14 2015 年、2016 年区域煤炭消费量（万吨） 10
图表 15 区域煤炭净调入量（万吨） 10
图表 16 公司在产煤矿储量及产能（万吨，万吨/年） 11
图表 17 盘县煤田煤种煤质情况 11
图表 18 公司部分煤矿煤种煤质情况 11
图表 19 公司在建煤矿储量及产能（万吨，万吨/年） 12
图表 20 2010-2018 年公司产销量情况 12
图表 21 2018 年营业结构变化 13
图表 22 公司在四川地区营收占比提高 13
图表 23 2018 年各地区营业收入占比 13
图表 24 保障省内电煤，精煤占比由升转降 13
图表 25 西南及周边地区省份 2016、2017 和 2018 年 GDP 增速较快（%） 14
图表 26 2018 年西南及周边地区 GDP 增速较高 14
图表 27 西南地区及周边地区发电量和用电量（亿千瓦时） 15
图表 28 西南地区用电量增速高于全国平均水平 15
图表 29 西南及周边地区与东部地区的月度人均用电量对比 16
图表 30 近三年西南及周边地区粗钢产量逐年增长（万吨） 16
图表 31 公司业绩预测 17

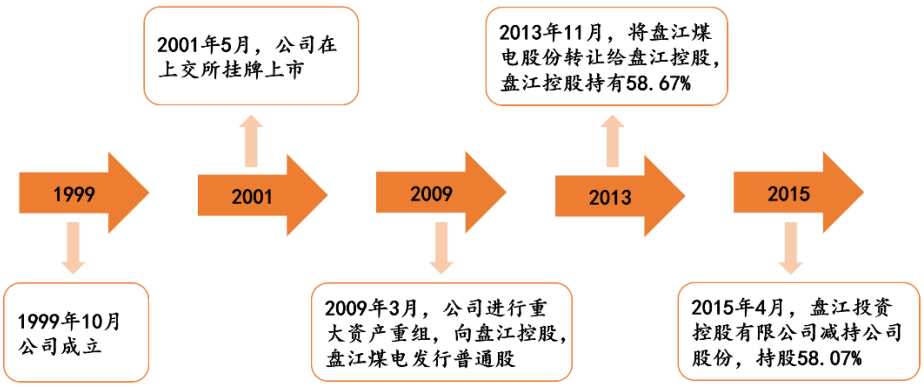
一、 公司简介

1.1 发展历程

贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“公司”）是经贵州省人民政府【1999】140 号文批准，由贵州盘江投资控股（集团）有限公司（以下简称“集团”）、中国煤炭工业进出口集团公司、贵阳特殊钢有限责任公司、福建省煤炭工业（集团）有限责任公司、贵州省煤矿设计研究院、中煤工程设计咨询集团重庆设计研究院、防城港务局和贵州煤炭实业总公司等八家法人共同发起设立。

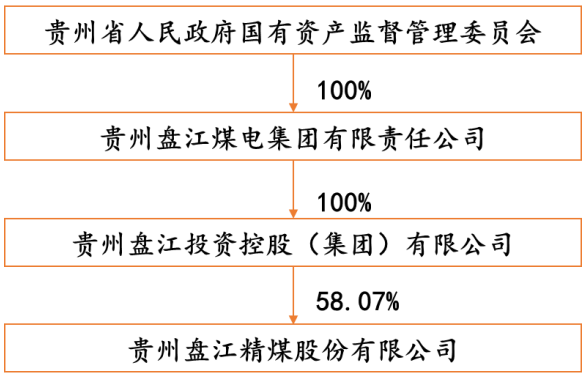
公司于 1999 年 10 月 29 日登记注册，2001 年 5 月 31 日在上海证券交易所挂牌上市。公司 2009 年向盘江控股、盘江煤电定向增发普通股；2012 年，盘江煤电将部分股份转让给兖矿集团有限公司、中国建设银行股份有限公司贵州省分行、中国华融资产管理公司等，其中兖矿集团所获股数最大，持股 11.6%；2013 年，盘江煤电将持有所有股份转让给了盘江控股，盘江控股持股比例达到 58.07%，实际控制人为贵州省国资委。

图表1　公司发展历程



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2　股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

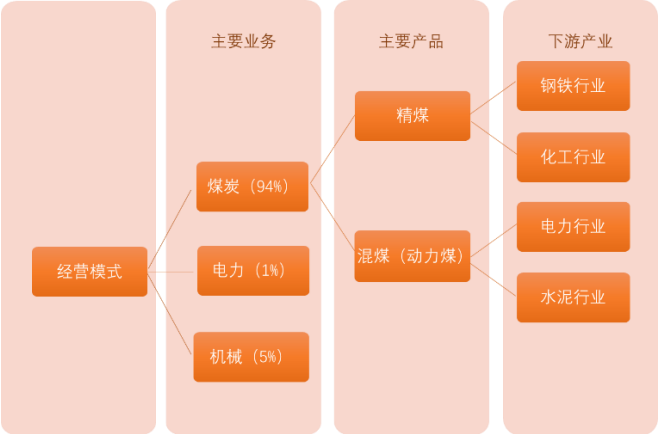
公司母公司贵州盘江煤电集团有限责任公司是以资源能源为基础，集产业发展、集团管控为一体的综合大型企业集团。近年来，集团进一步聚焦主业，着力打造“煤、电、气、化”核心业务。2018 年，集团生产原煤 1940 万吨，供应电煤 1402 万吨，发电 84 亿千瓦时，营业收入 394 亿元，利润总额 12.26 亿元，上缴税费 25 亿元。在中国煤炭集团 50 强排名 23 位。

贵州省委省政府深入推进国有企业战略性重组，将原省直属的贵州水矿控股集团有限责任公司、贵州林东矿业集团有限责任公司、六枝工矿（集团）有限责任公司全部纳入盘江煤电集团，煤炭资源要素全部向盘江煤电集团集中。公司作为盘江煤电集团旗下的核心企业和唯一上市平台，将受益于贵州煤炭整合。

1.2 以煤为主，经营改善

公司主要从事煤炭的开采、洗选加工和销售以及电力的生产和销售，主要产品为煤炭和电力。煤炭产品的经营模式是对开采出的原煤进行洗选加工，获得的煤炭产品主要为精煤和混煤。其中，精煤产品可分为焦煤、喷吹煤等，主要供钢铁、化工行业使用；混煤又称为动力煤，是良好的燃料，主要供电力、水泥等行业使用。2018 年，公司在电力业务的营业收入只有 1%，除了 5%的机械业务，剩下的 94%都是煤炭带来的收入。

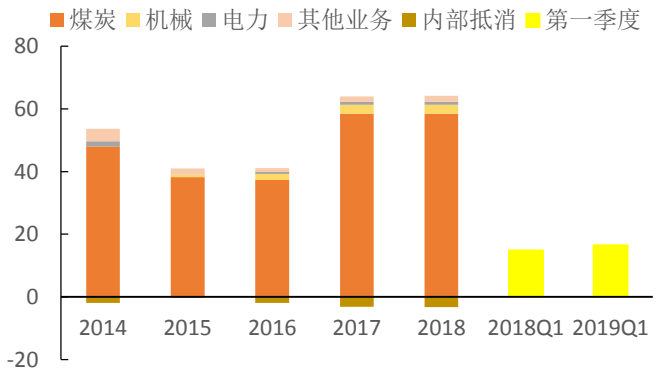
图表3　公司经营模式



资料来源：Wind，平安证券研究所

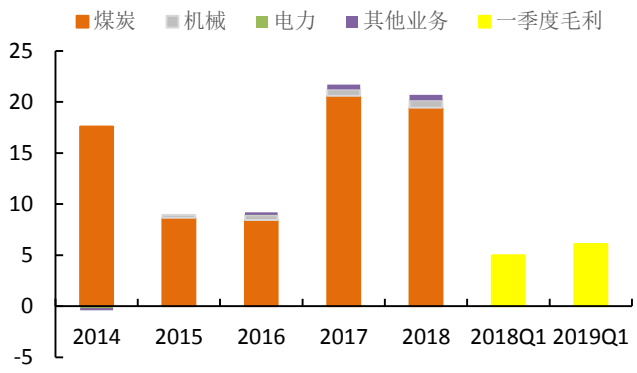
公司从 2014 年至 2018 年的营业收入分别是 51.75、40.69、39.14、60.81、60.90 亿元，2014 年至 2016 年营业收入逐年下降，但受益于供给侧改革，2017 年、2018 年营业收入分别同比增长 55.36%、0.14%，2019 年 Q1 同比增长 10.61%。毛利润变化趋势与营收基本一致，2014 年至 2018 年分别是 17.22、8.94、9.19、21.68、20.65 亿元，2019 年 Q1 同比增长 21.92%。

图表4　2017 年以来公司营业收入平稳增长（亿元）



资料来源:Wind、公司公告、平安证券研究所

图表5　2017 年以来公司毛利保持高位（亿元）

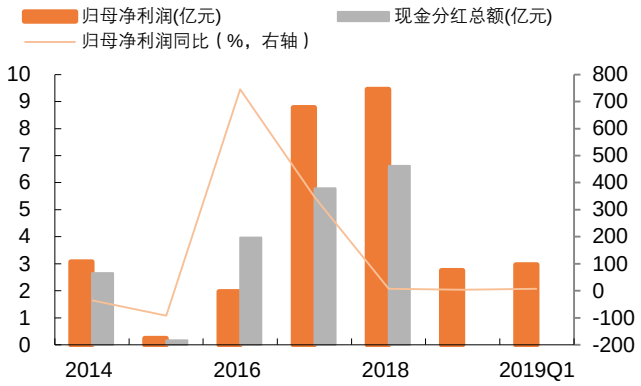


资料来源:Wind、公司公告、平安证券研究所

1.3 利润稳健，分红可期

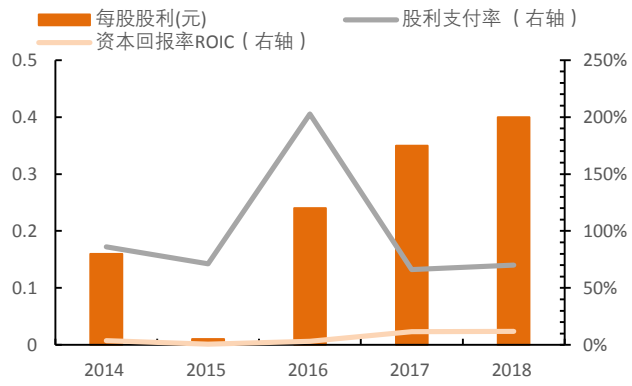
2018 年，归属母公司净利润 9.45 亿，同比增加 7.72%，扣非后归属母公司股东的净利润为 8.96 亿，同比增加 19.96%；2019 年 Q1 归母净利润同比增长 7.47%。公司 2018 年度拟向股东现金分红（含税）6.62 亿，占当年合并报表归属于上市公司普通股东净利润的 70.06%，较 2017 年的 66.03%有所增加。其中每 10 股派息数（含税）为 4.00 元，以 7 月 12 日收盘价 5.83 元计算，公司股息率为 6.86%。公司资本回报率在 2015 年后也快速回升，保持在 12%左右。公司未来仍有新建产能，煤价高位稳定，股息率和 ROIC 将保持高位。

图表6　2015 年以来归母净利润和分红保持增长（亿元）



料来源:Wind、公司公告、平安证券研究所

图表7　2014 年以来公司股息支付率保持 66%以上



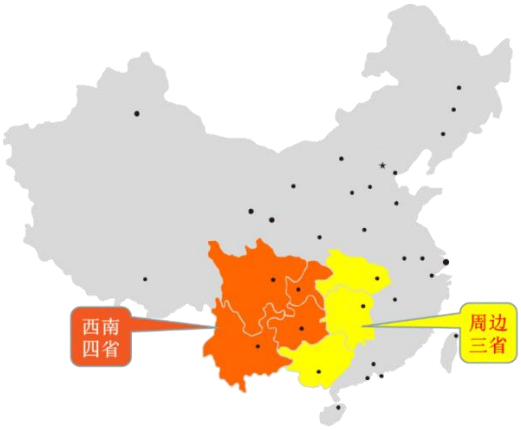
资料来源:Wind、公司公告、平安证券研究所

二、 供给侧改革优化区域产能，供需持续紧张

2.1 区域资源相对紧缺，贵州一枝独秀

西南地区包括重庆、四川、贵州、云南、西藏等五省，其周边广西、湖南、湖北等地煤炭资源较少。由于西藏地区煤炭开发及消费均较少，不纳入研究范围。本文中，西南及周边地区是指重庆、四川、贵州、云南、广西、湖南、湖北等七省。

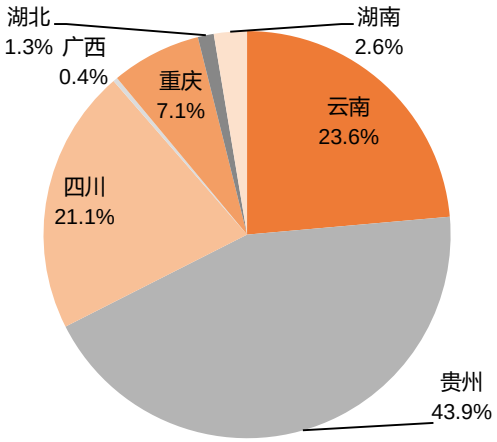
图表8　本文研究的西南及周边地区范围



资料来源：中国自然地理教材，平安证券研究所

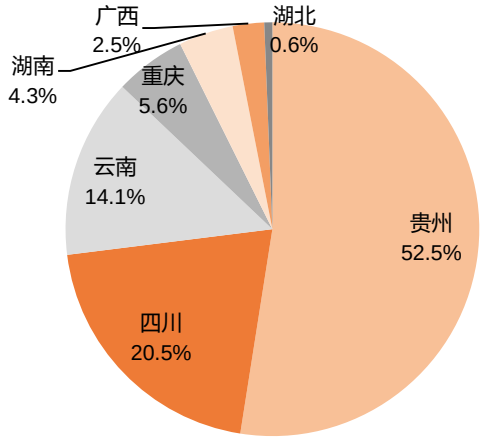
在西南及周边地区，在煤炭资源、产能方面，贵州省占有绝对优势。截至 2016 年底，西南及周边地区煤炭基础储量为 2492 亿吨，占全国的 10.13%，贵州省基础储量有 110.93 亿吨，占区域储量的 43.9%，云南、四川、重庆分别占 23.6%、21.1%、7.1%。2018 年西南及周边地区煤炭产能为 3 亿吨/年，其中贵州占据 52.5%，贵州、四川、云南、重庆、湖南、广西、湖北的产能分别为 15727、6152、4214、1667、1280、735、189 万吨/年。

图表9　西南及周边地区煤炭基础储量分布



料来源:Wind、平安证券研究所

图表10　西南地区煤炭产能分布



资料来源:国家能源局、平安证券研究所

2.2 区域去产能力度大，未来仍有空间

（1）区域去产能任务基本完成

在“十三五”去产能目标中，西南及周边地区去产能占全国 25.2%，而其煤炭产量占比不到 10%（2015 年 9.5%、2018 年 6.9%）。主要因为西南地区煤炭赋存条件差、煤质差、高瓦斯矿井多等原因。**从开采条件看，**西南地区地势复杂，频繁受到地质构造运动影响，煤层稳定性差，瓦斯压力大、含量高、透气性低，瓦斯灾害十分严重，很多煤矿不符合安全要求被列入去产能名单。**从硫分来看，**区域煤炭硫分平均高达 1.61%，远高于全国 0.90%的平均水平，产品质量不佳是大量煤矿关闭的另一大原因。

2016-2018 年，我国累计退出煤炭落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。西南及周边地区三年去产能 1.7 亿吨，基本完成 1.79 亿吨的目标，完成率 95%。广西、重庆、四川、湖南、湖北等已经完成目标；贵州、云南去产能完成率分别为 70%、69%。

（2）区域 30 万吨/年以下产能占比高，去产能仍有空间

2019 年 5 月 6 日，国家发改委发布《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》，提出加快推进落后产能淘汰退出，力争到 2021 年底，全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。将组织各产煤地区按照先立后破的原则，通过严格执法关闭一批、实施产能置换退出一批、改造升级提升一批。

根据国家能源局公告，截止 2018 年底，四川、重庆、贵州、云南、广西、湖北、湖南 30 万吨/年以下的生产煤矿产能分别占 57.6%、17.8%、16.2%、33.0%、20.0%、100.0%、80.1%。贵州省发布《贵州省 30 万吨/年以下煤矿有序退出方案》，2019 年实施 30 万吨/年以下(不含 30 万吨/年)煤矿有

序退出，实现 2020 年全省煤矿全部为 30 万吨/年及以上。随着 30 万吨以下煤矿逐步关闭，西南地区煤炭产能供需更加紧张。

图表11　西南及周边地区三年去产能情况及“十三五”去产能目标

分区	省	2016 年	2017 年	2018 年	三年合计	“十三五”目标	目标完成率
西南四省（万吨/年）	重　庆	2084	264	200	2548	2300	111%
	四　川	2303	1648	1522.4	5473.4	3303	166%
	贵　州	2107	1749	1038	4894	7000	70%
	云　南	1896	169	1246	3311	4800	69%
	小　计	8390	3830	4006.4	16226.4	17403	93%
周边三省（万吨/年）	广　西	421	246	147	814	473	172%
	湖　北	1011	207	717	1935	800	242%
	湖　南	2073	355	600	3028	1500	202%
	小　计	3505	808	1464	5777	2773	208%
全国(亿吨/年)	合　计	2.9	2.5	2.7	8.1	8	101%
西南及周边地区占全国比例		41.0%	18.6%	20.3%	27.2%	25.2%	

资料来源：煤炭科学研究总院，平安证券研究所，未统计央企

图表12　西南及周边地区不同规模煤矿产能占比（万吨/年）

项目	四川	重庆	贵州	云南	广西	湖北	湖南	合计
产能	6152	1667	15727	4214	735	189	1280	29964
＜30 万吨/年	3545	297	2550	1389	147	189	1025	9142
=30 万吨/年	420	210	4500	750	60	0	90	5940
＞30 万吨/年	2187	1160	8677	2075	538	0	165	14802
＜30 万吨/年占比	57.6%	17.8%	16.2%	33.0%	20.0%	100.0%	80.1%	30.5%

资料来源：国家能源局，平安证券研究所

2.3 区域产量大幅下降，消费平稳，供需偏紧

从供给端看，近几年受供给侧改革影响，西南及周边地区煤炭产量显著下降，18 年相比 15 年下降 28.3%（全国下降 1.7%），贵州、云南、广西、湖南、湖北、四川、重庆分别变化-16.4%、-7.1%、11.6%、-70.6%、-91%、3.8%、-65.3%。

从消费端看，西南及周边地区煤炭消费保持平稳，16 年相比 15 年增长 0.71%，同期供给端却下降 7.6%。

从供需缺口看，西南及周边地区中，仅贵州为煤炭净调出省，且调出量下降。从 2015 年、2016 年的西南地区煤炭市场来看，湖南、湖北、广西净调入量较大，贵州由于省内需求增长，净调出量下降。在各省产量大幅度减少且消费量保持平稳的情况下，西南区域的供需整体偏紧。

图表13　2014 年至 2018 年区域煤炭产量(万吨)

指标名称	贵州	云南	广西	湖南	湖北	四川	重庆	合计	全国累计值
2015 年	16657	4884	422	5767	908	3387	3425	35450	374700
2016 年	16620	4252	400	2626	525	5921	2420	32764	341100
2017 年	16551	4393	415	1861	312	4660	1172	29364	352400
2018 年	13917	4535	471	1693	82	3516	1187	25401	368300
16 年较 15 年变化	-0.2%	-12.9%	-5.2%	-54.5%	-42.2%	74.8%	-29.3%	-7.6%	-9.0%
18 年较 15 年变化	-16.4%	-7.1%	11.6%	-70.6%	-91.0%	3.8%	-65.3%	-28.3%	-1.7%

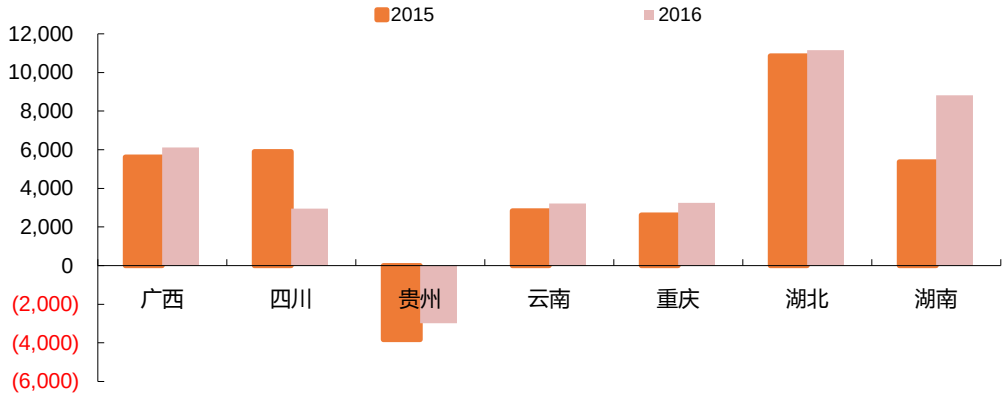
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表14　2015 年、2016 年区域煤炭消费量（万吨）

时间	广西	四川	贵州	云南	重庆	湖北	湖南	合计
2015	6,047	9,289	12,833	7,713	6,047	11,766	11,142	64,837
2016	6,518	8,869	13,643	7,461	5,674	11,686	11,444	65,296
16 年较 15 年变化	7.79%	-4.52%	6.31%	-3.26%	-6.17%	-0.68%	2.71%	0.71%

资料来源：Wind、平安证券研究所

图表15　区域煤炭净调入量（万吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所；注：负值为净调出

三、 公司资源丰富，产能相对优质

3.1 炼焦煤资源丰富，产能仍有增长空间

（1）煤矿在产产能 910 万吨/年

公司所在煤田为盘县煤田，隶属六盘水市盘县特区和黔西南自治州兴义、兴仁、普安、晴隆等市县，主要开采气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤和无烟煤六个煤种，面积约 6759km^2。

公司在产煤矿有火铺矿、月亮田矿、山脚树矿、土城矿和金佳矿等五大煤矿，可采储量约为 10.5 亿吨，煤种以炼焦煤为主，产能共 910 万吨/年，规模最小的为 115 万吨/年煤矿，基本为瓦斯突出或高瓦斯矿井。

公司所属火烧铺煤矿的煤种为牌号 36 的肥煤，粘结性好，其灰分为 9.4%，硫分为 0.33%，是低硫低灰优质肥煤，可与高硫分焦煤及粘结性差的煤配合炼焦。

图表16　公司在产煤矿储量及产能（万吨，万吨/年）

矿井	煤种	持股	储量	可采储量	核定产能	权益产能	备注
火铺矿	肥煤、焦煤、气煤	100%	30,771	18,566	180	180	
山脚树矿	肥煤、焦煤	100%	34,010	17,887	180	180	技改后 310 万吨/年，2019 年底投产
月亮田矿	肥煤、焦煤	100%	14,411	9,471	115	115	技改后 180 万吨/年，2020 年投产
土城矿	肥煤、焦煤	100%	40,933	26,017	280	280	
金佳矿	无烟煤、贫瘦煤	100%	51,070	33,041	155	155	联合试运转
合计			171,195	104,982	910	910	
松河煤矿(参股）	炼焦煤	35%	35,222	20,022	240	84	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17　盘县煤田煤种煤质情况

煤种	煤样	灰分 Ad(%)	挥发分 Vdaf(%)	硫分 St,d(%)	角质层最大厚度 Y（mm)
气煤、肥煤、焦煤、瘦煤、贫煤	原煤	15.25-31.86	-	0.23-3.34	-
	精煤	6.49-13.3	9.69-37.1	0.26-1.41	0-28.1 10

资料来源：中国煤矿煤质应用评价、平安证券研究所

图表18　公司部分煤矿煤种煤质情况

项目	工业分析			元素分析（daf)(%)			黏结指数 GR,I	角质层最大厚度 Y（mm)
	灰分 Ad(%)	挥发分 Vdaf(%)	全流 St,d(%)	C	H	N		
火烧铺矿	9.4	29.58	0.33	88.46	5.58	1.87	86	29.5
月亮田矿	13.35	35.18	0.46	86.51	5.69	1.70	78	18
山脚树矿	13.51	34.12	0.26	87.56	5.1	1.48		

资料来源：中国煤矿煤质应用评价、平安证券研究所

（2）在建煤矿

公司在建煤矿分别为马依煤业和恒普煤业旗下煤矿，公司分别持有马依煤业、恒普煤业 73.51%、90%股份。马依煤业、恒普煤业在建煤矿的资源储量分别为 32.2 亿吨和 12.6 亿吨，远大于公司在产煤矿资源储量，为未来产能扩张提供了资源基础。

其中，马依公司在建矿井有一期工程的马依西一井和马依东一井，二期工程的马依西二井和马依东二井，其产能分别为 240、240、300、300 万吨/年。恒普公司在建井矿有发耳二矿西井一期、发耳二矿西井二期和发耳二矿东井，其产能分别为 90、150、180 万吨/年。在建矿井产能共 1500 万吨/年，是现有产能的 1.65 倍。其中马依西一井和发耳二矿西井一期于 2018 年已核准批复并正式开工建设，预计发耳二矿西井一期将在 2020 年投产，马依西一井一期将在 2021 年投产 120 万吨/年。

图表19　公司在建煤矿储量及产能（万吨，万吨/年）

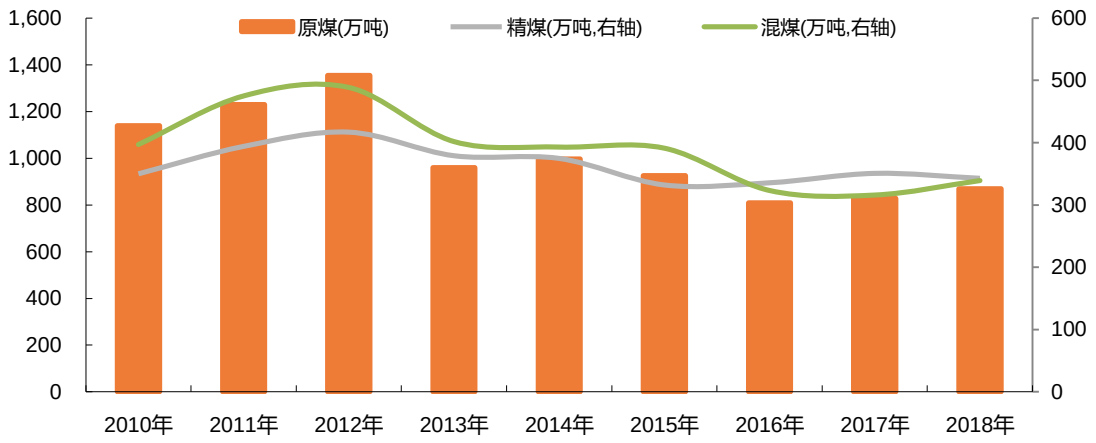
矿井		煤种	持股	储量	核定产能	权益产能	状态
马依公司	马依西一井（一期）	无烟煤	73.51%	321,875	240	176	预计2021年投产120万吨
	马依东一井（一期）	无烟煤	73.51%		240	176	建设
	马依西二井（二期）	无烟煤	73.51%		300	221	建设
	马依东二井（二期）	无烟煤	73.51%		300	221	建设
恒普公司	发耳二矿西井(一期)	贫煤和瘦煤	90%	125,715	90	81	预计2020年下半年投产
	发耳二矿西井(二期)	贫煤和瘦煤	90%		150	135	建设
	发耳二矿东井	贫煤和瘦煤	90%		180	162	建设
合计				349,754	1500	1172	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 受益于供给侧改革，公司产销量稳步回升

公司煤炭产量在 2012 年达到历史最高，2013 年由于下属公司发生煤与瓦斯突出事故，同时受产能过剩影响，煤炭产量持续下滑。直到 2017 年，煤炭产能严重过剩的局面得以缓解，煤炭价格理性回归，公司煤炭产量开始逐步提升，精煤和混煤的销量稳步回升。

图表20　2010-2018 年公司产销量情况

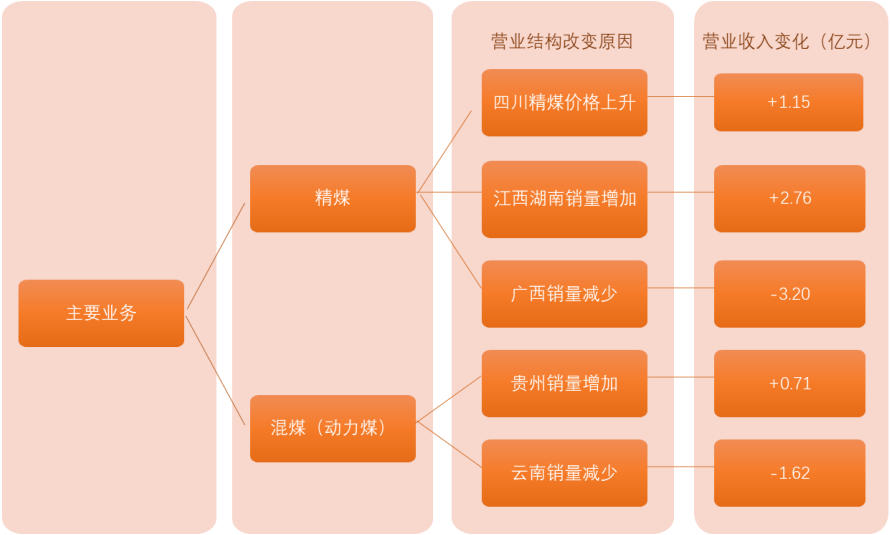


资料来源：Wind、平安证券研究所

3.3 公司销售市场逐步转向省内，煤电比重提高

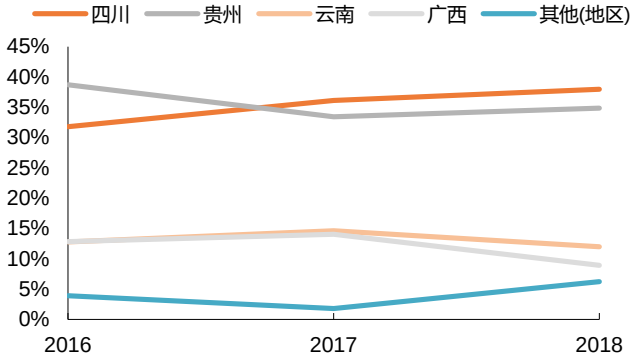
2018 年，公司营业收入主要来自四川、贵州、云南、广西，分别占比 38%，35%，12%和 9%。因贵州省保障省内电煤，公司产品结构继续调整，水泥煤、省外电煤销量大幅下降，省内电煤销量大幅上升。贵州地区省内电煤销量大幅上升，同比增加销售收入 0.71 亿元。从周边市场营业额看，四川、江西地区有所上升，云南、广西有所下降。电煤从云南转移到省内，精煤从广西地区转移到湖南、江西市场，由于价格降低，这两个产品结构调整以对营业收入有负面影响，但受益于四川精煤价格上涨，营业收入保持稳定。预计随着技改项目和在建项目投产，公司精煤占比或有所提高。

图表21　2018 年营业结构变化



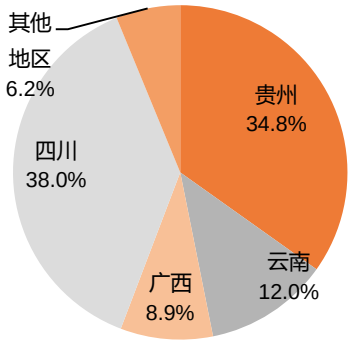
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22　公司在四川地区营收占比提高



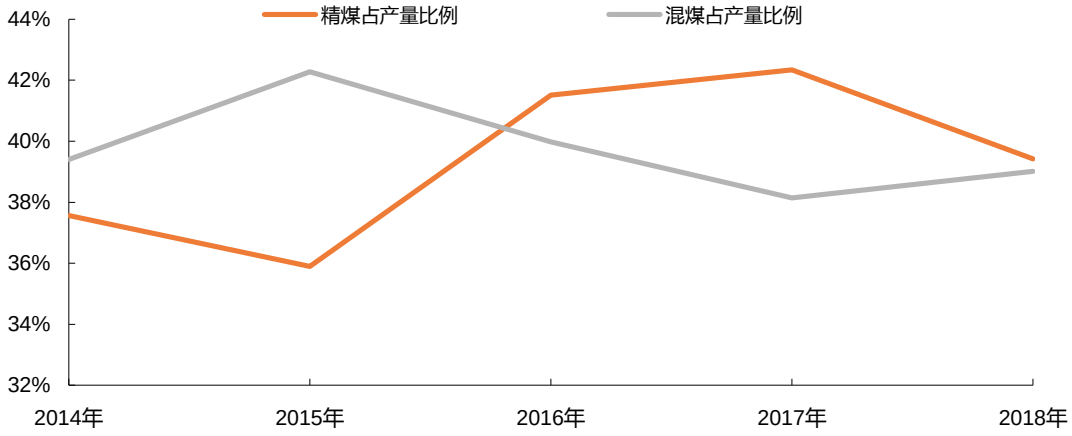
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表23　2018 年各地区营业收入占比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表24　保障省内电煤，精煤占比由升转降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 西南经济快速发展，能源需求增长强劲

4.1 西南经济发展迅速，GDP 增长领跑全国

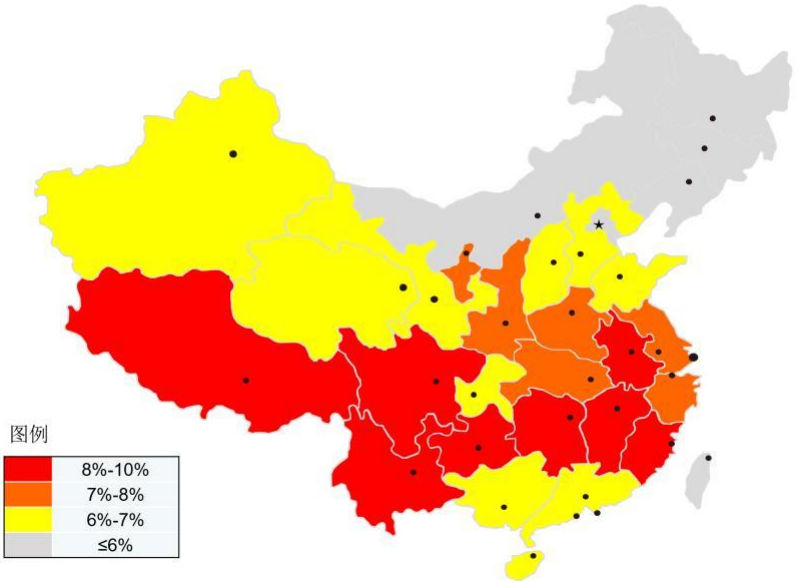
2018 年，全国各省份 GDP 增速排名中，前十位有西南及周边地区的贵州、云南、湖南、四川四个省份，其中贵州连续三年位居全国首位。

图表25 西南及周边地区省份 2016、2017 和 2018 年 GDP 增速较快（%）

指标名称	2018	2017	2016
贵州	9.10	10.20	10.53
云南	8.90	9.50	8.70
湖南	8.30	8.00	8.00
四川	8.00	8.10	7.80
湖北	7.60	7.80	8.10
广西	6.80	7.10	7.30
重庆	6.00	9.30	10.70
全国	6.6	6.8	6.7

资料来源：Wind、平安证券研究所

图表26 2018 年西南及周边地区 GDP 增速较高



资料来源：Wind、平安证券研究所

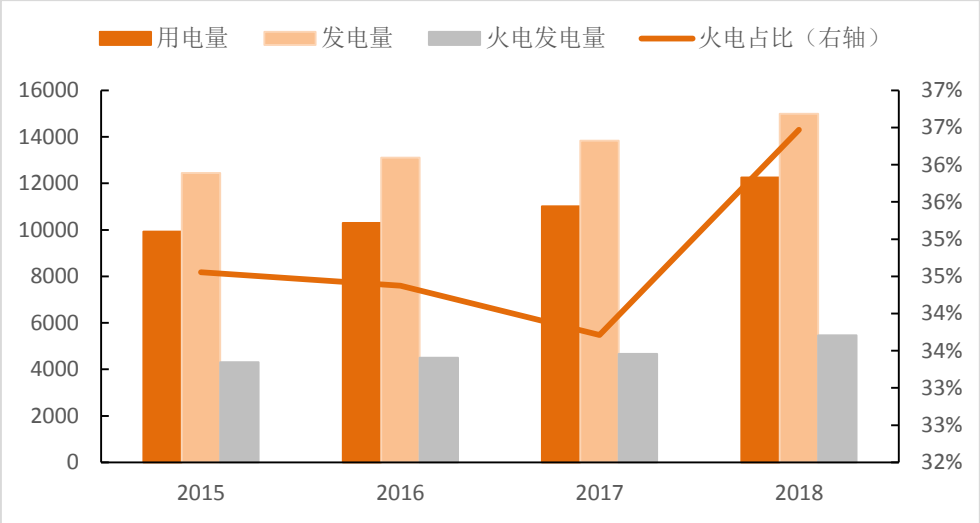
4.2 西南经济增长将拉动煤炭需求增长

（1）经济增长促进电力需求增长

2016-2018 年，西南及周边地区发电量增长率分别为 5.25%、5.58%和 8.34%，用电量增长率分别为 3.72%、6.96%和 11.27%，火电占总发电量的比例保持在 35%左右，2018 年火电发电量达到

5467.1 亿千瓦时，同比增长 36.47%。尽管新能源发电快速增长，西南地区拥有良好的水电资源，但是无论从绝对量还是增长率来看，火电仍然是重要的电力来源。

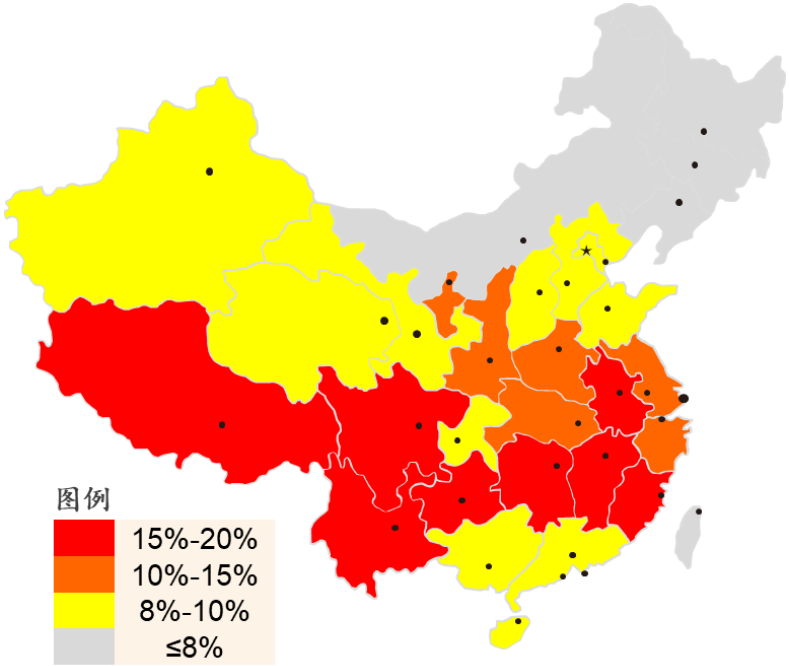
图表27　西南地区及周边地区发电量和用电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind、平安证券研究所

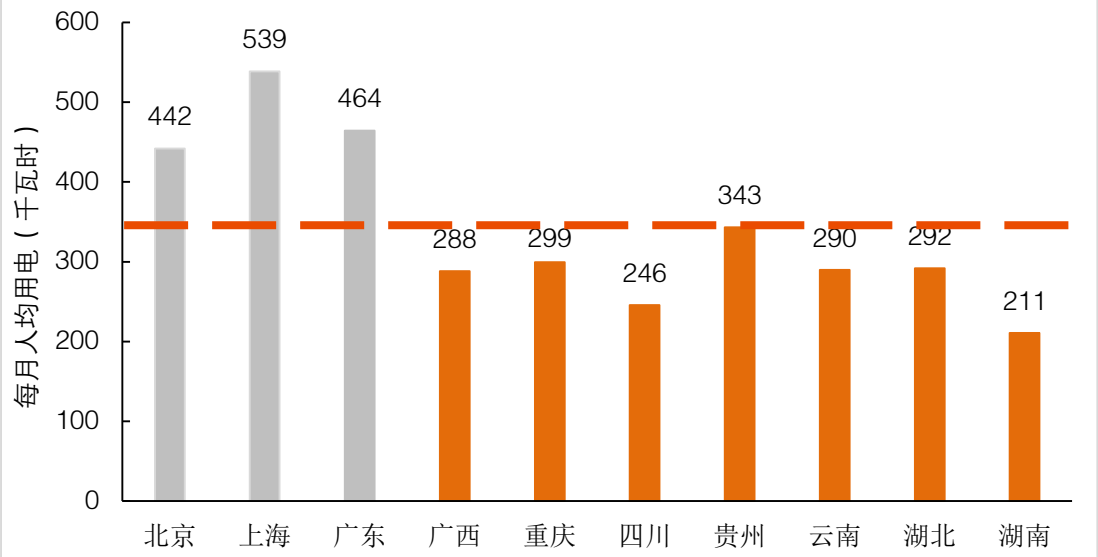
从用电量增速来看，2018 年西南地区的用电量增速显著高于全国平均水平，广西、重庆、四川等用电量增速都在 10%以上。从月度人均用电量来看，2018 年北京、上海和广东省的每月人均用电分别是 441.93、538.66 和 464.44 千瓦时，而西南各省最高为贵州 343.08 千瓦时，最低的四川仅有为 245.72 千瓦时，西南地区的月度人均用电量约是东部发达地区的一半左右，区域电力消费仍有较大上升空间。

图表28　西南地区用电量增速高于全国平均水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表29　西南及周边地区与东部地区的月度人均用电量对比

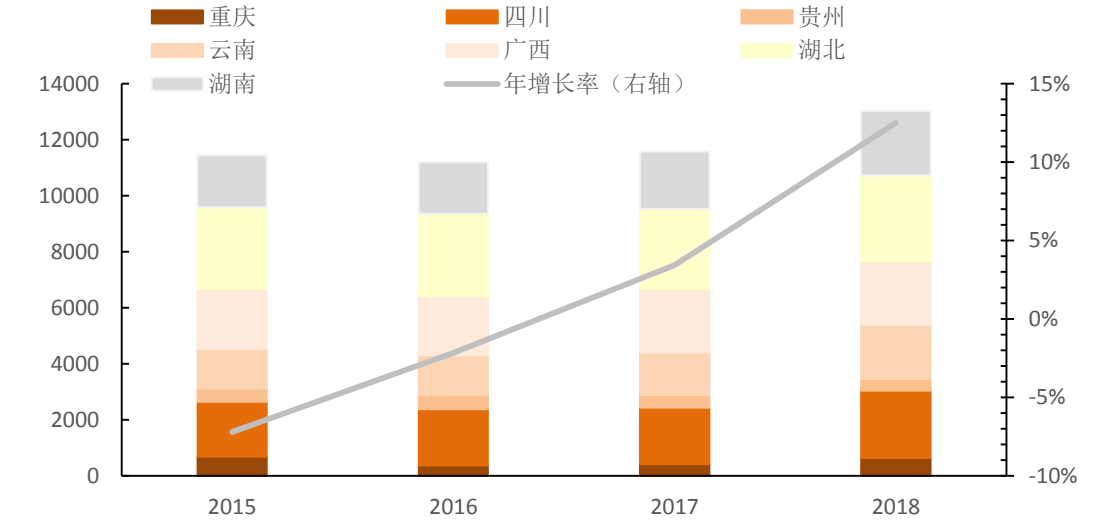


资料来源：Wind、平安证券研究所

（2）经济增长促进钢铁产量逐步增长

近三年，从区域粗钢产量来看，呈现逐年增长的趋势，2018 年西南及周边地区粗钢产量达到 13024 万吨，同比增长 12.5%，其中四川、湖北、湖南、广西的粗钢产量较大。

图表30　近三年西南及周边地区粗钢产量逐年增长（万吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

5.1 核心假设与盈利预测

根据公司新建和技改产能投产情况，预计 2019-2021 年，公司营收增长率分别为 7.71%、7.86%、7.87%，营业收入分别为 65.59、70.75、76.31 亿元，毛利率分别为 33.51%、33.49%、34.06%，公司各项业务增速及毛利率假设如图表 31 所示：

图表31 公司业绩预测

业务	类别	2017	2018	2019E	2020E	2021E
煤炭	营业收入（亿元）	58.49	58.43	63.10	68.15	73.60
	营收增长率	56.70%	-0.11%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	35.21%	33.29%	33.29%	33.29%	33.90%
电力	营业收入（亿元）	0.96	0.83	0.84	0.85	0.86
	营收增长率	60.89%	-13.30%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	-3.94%	-6.39%	-6.39%	-5.34%	-4.30%
机械	营业收入（亿元）	2.81	2.94	3.17	3.43	3.70
	营收增长率	48.41%	4.67%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	22.84%	24.71%	23.32%	21.90%	20.45%
其他业务(补充)	营业收入（亿元）	1.68	1.97	2.07	2.17	2.28
	营收增长率	28.53%	17.36%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	28.66%	26.75%	26.75%	26.75%	26.75%
合计(合并抵销后)	营业收入（亿元）	60.81	60.90	65.59	70.75	76.31
	营收增长率	55.36%	0.14%	7.71%	7.86%	7.87%
	毛利率	35.65%	33.90%	33.51%	33.49%	34.06%

资料来源:Wind、平安证券研究所

5.2 投资建议

根据上述假设，我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.63、0.70、0.73 元，同比分别增长 10.19%、10.57%、4.62%，对应 PE 分别为 9.2、8.3、8.0 倍。从煤炭行业看，未来几年将保持供需总体平衡，煤炭价格可能略有下降，但仍将维持高位。西南经济快速发展将支撑区域能源需求，公司作为区域煤炭龙头将显著受益。考虑公司焦煤资源优质，新增产能逐步投产，股息率或维持较高水平，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

六、 风险提示

1、区域经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现区域经济放缓，煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降，公司煤炭销量或价格受到影响。

2、区域水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

西南水电资源丰富，水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求，导致煤炭产能过剩。

3、安全生产事故的影响

公司大多数矿井属于瓦斯突出或高瓦斯矿井，如果发生安全事故，可能会产生较大影响。

4、公司在建产能不及预期

在建矿井可能会出现工程进度不及预期、产能释放滞后的情况，影响公司煤炭产量。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4817	6061	6159	6924
现金	1370	2090	2142	2371
应收票据及应收账款	3028	3620	3580	4171
其他应收款	88	0	86	0
预付账款	60	62	73	71
存货	96	136	115	153
其他流动资产	175	153	164	158
非流动资产	8311	8634	8833	9083
长期投资	788	872	941	1025
固定资产	2778	3486	4093	4604
无形资产	752	629	505	381
其他非流动资产	3993	3648	3294	3072
资产总计	13128	14695	14992	16007
流动负债	3866	5443	5137	5861
短期借款	1581	2383	2586	2453
应付票据及应付账款	1377	1209	1678	1357
其他流动负债	908	1851	873	2052
非流动负债	2365	1979	2143	2032
长期借款	100	81	62	42
其他非流动负债	2265	1898	2081	1990
负债合计	6231	7422	7281	7893
少数股东权益	326	322	317	311
股本	1655	1655	1655	1655
资本公积	2430	2430	2430	2430
留存收益	2647	2978	3333	3710
归属母公司股东权益	6571	6951	7393	7803
负债和股东权益	13128	14695	14992	16007

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	888	1611	793	1916
净利润	944	1038	1146	1198
折旧摊销	211	246	296	343
财务费用	93	107	127	128
投资损失	-43	-134	-186	-91
营运资金变动	-283	335	-581	334
其他经营现金流	-36	20	-10	5
投资活动现金流	-619	-505	-273	-519
资本支出	503	61	219	121
长期投资	-11	-83	-79	-84
其他投资现金流	-127	-528	-133	-482
筹资活动现金流	203	-1349	-591	-1075
短期借款	323	-162	81	-40
长期借款	100	-19	-19	-20
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-221	-1169	-652	-1014
现金净增加额	471	-243	-71	322

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6090	6559	7075	7631
营业成本	4025	4361	4706	5032
营业税金及附加	309	333	359	387
营业费用	19	16	20	20
管理费用	605	677	716	780
研发费用	39	21	34	31
财务费用	93	107	127	128
资产减值损失	-26	66	71	38
其他收益	57	53	66	82
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	43	134	186	91
资产处置收益	12	0	0	0
营业利润	1136	1165	1294	1389
营业外收入	13	22	23	17
营业外支出	42	22	25	27
利润总额	1107	1165	1292	1378
所得税	163	128	146	180
净利润	944	1038	1146	1198
少数股东损益	-1	-4	-5	-7
归属母公司净利润	945	1041	1151	1205
EBITDA	1380	1483	1677	1808
EPS（元）	0.57	0.63	0.70	0.73

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	0.1	7.7	7.9	7.9
营业利润(%)	9.9	2.5	11.0	7.3
归属于母公司净利润(%)	7.7	10.2	10.6	4.6
获利能力				
毛利率(%)	33.9	33.5	33.5	34.1
净利率(%)	15.5	15.9	16.3	15.8
ROE(%)	13.7	14.3	14.9	14.8
ROIC(%)	9.5	9.9	10.2	10.5
偿债能力				
资产负债率(%)	47.5	50.5	48.6	49.3
净负债比率(%)	36.9	29.0	32.1	24.3
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	3.1	3.4	3.3	3.3
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.63	0.70	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.97	0.48	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.20	4.47	4.71
估值比率				
P/E	10.2	9.2	8.3	8.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.0	8.1	7.4	6.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融·科技 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033