

平煤股份 (601666) / 煤炭开采

证券研究报告/公司点评

2022年03月29日

评级：买入（维持）
分析师：陈晨
执业证书编号：S0740518070011
电话：
Email: chenchen@r.qlzq.com.cn
研究助理：王璇
电话：
Email: wangxuan@r.qlzq.com.cn
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	22,397	29,699	37,669	39,449	41,330
增长率 yoy%	-5.24%	32.60%	26.84%	4.72%	4.77%
净利润（百万元）	1,388	2,922	6,492	6,869	7,269
增长率 yoy%	20.13%	110.61%	122.16%	5.81%	5.82%
每股收益（元）	0.60	1.26	2.76	2.92	3.09
每股现金流量	1.13	3.64	3.61	7.45	3.37
净资产收益率	8.88%	17.41%	33.49%	31.03%	29.03%
P/E	24.90	11.82	5.40	5.10	4.82
PEG	0.36	0.33	0.07	0.07	0.13
P/B	2.21	2.06	1.81	1.58	1.40

备注：股价日期为 2022 年 3 月 29 日收盘价

投资要点
■ 公司披露 2021 年年度报告，经营情况如下：

- 2021 年，公司实现营业收入 296.99 亿元，同比上升 32.6%，归属于上市公司股东净利润 29.22 亿元，同比上升 110.61%，扣非后归属于上市公司股东净利润 29.2 亿元，同比上升 100.14%。经营活动产生的现金流量净额为 84.37 亿元，同比增加 222.79%。基本每股收益为 1.2632 元，同比增长 108.93%。加权平均 ROE 为 17.09%（同比增长 7.92 个 pct）。
- 2021 年第四季度，公司实现营业收入 101.26 亿元，环比增加 46.28%，同比增加 82.16%；实现归属于上市公司股东净利润 11.54 亿元，环比增加 62.44%，同比增加 236.35%；实现扣非后净利润 11.7 亿元，环比增加 65.5%，同比增加 170.27%。

- **精煤战略持续推进，精煤产销量继续上涨。**公司持续推进精煤战略，由于安监等因素，总产销量小幅下降，而自产煤销量占比以及精煤产销量持续提升，2021 年，公司实现原煤产量 2885 万吨，同比减少 6.39%（或-196.83 万吨）；商品煤销量 3065.07 万吨，同比减少 2.74%（或-86.51 万吨），其中自有商品煤销量 2659.25 万吨，同比减少 4.54%（或-126.6 万吨），销量占比为 92.17%，同比增加 2.22 个 pct，实现冶炼精煤产量 1188 万吨，同比增长 3.2%，销量 1199 万吨，同比增长 2.5%；煤炭实现销售收入 280.76 亿元，同比增长 33.14%；销售成本 195.15 亿元，同比增长 29.8%；煤炭销售毛利 85.61 亿元，同比增长 41.45%，精煤是主要的收入和利润来源，贡献了 68% 的销售收入和 85% 的毛利，占比持续提升。第四季度，公司实现原煤产量 714 万吨，同比减少 10.13%，环比增加 4.19%；商品煤销量 770 万吨，同比减少 24.9%，环比增加 6.25%，其中自有商品煤销量 665.37 万吨，同比减少 25.51%，环比增加 8.02%；实现销售收入 95.09 亿元，同比增长 81.0%；销售成本 63.98 亿元，同比增长 91.28%；煤炭销售毛利 31.11 亿元，同比增长 62.97%。

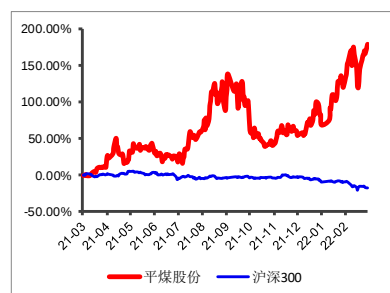
- **精煤价格维持高位，一季度业绩可期。**根据公司公告，2021 年平均售价 916 元/吨（同比+36.9%），单第四季度平均售价 1235 元/吨，环比三季度上涨 322 元/吨（或+35.2%），前三季度均价为 809 元/吨，单第四季度较前三季度价格上涨 426 元/吨（或+50.66%），其中冶炼精煤 2021 年平均售价 1596 元/吨，同比上涨 36%，单位成本 1032 元/吨，同比上涨 40%。公司主焦煤长协价格在四季度上调至 2960 元/吨后，运行至今，2021 年全年均价为 1945 元/吨，而今年截止 3 月 28 日价格稳定在 2960 元/吨，较去年均价大幅上涨 52%，2022 年一季度业绩可期。成本方面，2021 年平均销售成本为 637 元/吨（+33.47%），单第四季度平均成本为 831 元/吨，环比第三季度增涨 198 元/吨（或为+31.3%），全年成本上涨主要系矿井开采深度增加，开采条件复杂，公司加大安全投入，以及公司上调职工薪酬等。从毛利角度来看，单四季度毛利达到 31.11 亿元（前三季度为 54.51 亿元），单四季度平均吨煤毛利达到 404 元/吨，环比上涨 124 元/吨（或为+44.4%），价格上调后，单四季度毛利率进一步上升至 33%。

- **维持高比例分红，减员增效空间大。**公司同时发布分红预案，向全体股东每 10 股派发现金股利 7.6 元（含税），共分红 17.6 亿元，占可供分配净利润的 60.21%，以 2022 年 3 月 28 日收盘价计算，股息率高达 5.1%。此外，公司减员增效持续推进，截止 2021 年底公司在职员工数量合计 65281 人，与 2020 年相比，压减 8985 人，连续两年大幅减员，总计超过 2 万人。公司近年来大力推进智能化改造项目，转岗分流，积极稳妥推进“万名矿工大转岗”，上线运行人力资源智能化管理系统，力争通过 5-8 年努力，把煤矿职工优化到 4 万人以下，促进人均工效大幅提升。

- **合资成立焦炭公司，实现产业链一体化。**公司公告与汝丰焦化共同出资成立河南平煤

基本状况

总股本(百万股)	2,315.2
流通股本(百万股)	2,294.2
市价(元)	14.92
市值(百万元)	34,543.0
流通市值(百万元)	34,230.1

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 平煤股份 (601666.SH) 三季度经营数据点评：主焦煤提价显著，四季度公司业绩有望显著上行
- 2 平煤股份 (601666.SH) 中报点评：上半年业绩同比增长 50%，三季度业绩预计会更好
- 3 平煤股份 2020 年及 2021Q1 点评：减员增效提业绩，一季度利润增长 80.5%

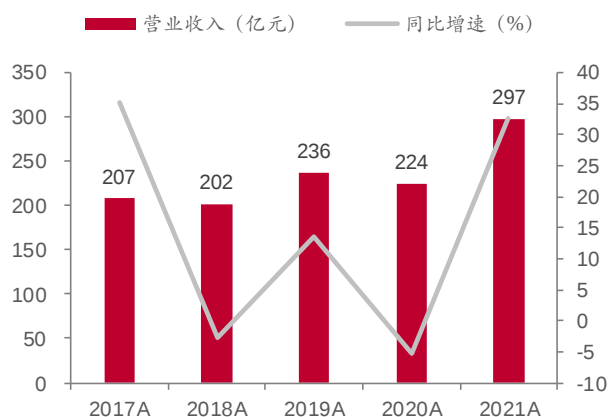
神马汝丰炭材有限公司，公司出资 7 亿元，持股 70%，新公司利用原河南平煤神马朝川化工科技有限公司所关停的 60 万吨焦炭产能指标和汝丰焦化所关停的 70 万吨焦炭产能指标，减能置换建设年产 120 万吨焦化项目，配套建设相关化产及深加工项目等。焦化产能指标参考市场交易价格并经双方协商确定，由新公司以 200 元/吨的价格进行收购。项目建成投产后年新增焦炭产能 120 万吨，年可实现营业收入 269,647 万元，预计年可实现利润总额 24,466.15 万元，总投资收益率为 13.69%，总投资回收期（税前）为 7.1 年，销售利润率 9.17%，高于焦化行业基准收益率 7%。新公司建成后，公司将实现焦煤-焦炭产业链一体化，进一步提升产品附加值。

- **行业供需持续紧张，价格强势上行。**当前国内外缺煤现象严重，焦煤价格大幅上涨，截止 2022 年 03 月 28 日，京唐港主焦煤库提价 3350 元/吨，较 2021 年均价（2515.44 元/吨）上涨 33.18%；海外煤价不断刷新历史新高，截止 2022 年 03 月 25 日，峰景矿硬焦煤 565 美元/吨，较 2021 年均价（248 元/吨）上涨 128%，3 月初一度逼近 700 美元/吨，不断刷新历史新高。行业整体供需格局紧张，下游需求边际有改善迹象，行业有望维持高景气度，公司作为 A 股第一大主焦煤供应商，将显著受益于行业高景气。
- **盈利预测与估值：**焦煤价格在去年四季度大幅回调后反弹至相对高位，基于对行业供需及价格预期的调整，我们预测公司 2022-2024 年实现归属于母公司的净利润分别为 64.9/68.7/72.7 亿元（前次 2022-2023 为 80.0/83.1 亿元），同比增长+122%、+6%、+6%，折合 EPS 分别是 2.76/2.92/3.09 元/股，当前股价 14.92 元对应 PE 分别为 5.4/5.1/4.8 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭价格下行风险，根据测算，如果其他不变，若 2022 年精煤价格下滑 50 元/吨，则 2022/23/24 年归母净利润分别下降 3.65/3.87/4.11 亿元；安全生产风险。

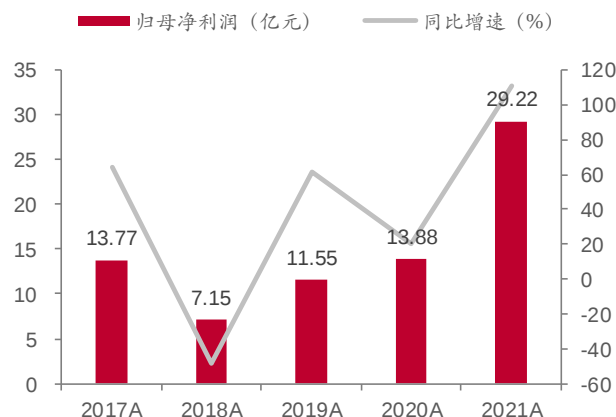
图表 1: 2021 年经营数据

项目	本期数	上年同期数	变动比例	金额变动
原煤产量 (万吨)	2,885.06	3,081.89	-6.39%	-196.83
商品煤销量 (万吨)	3,065.07	3,151.58	-2.74%	-86.51
其中: 自有商品煤销量 (万吨)	2,659.25	2,785.85	-4.54%	-126.6
商品煤销售收入 (万元)	2,807,570.35	2,108,657.29	33.14%	698,913.06
商品煤销售成本 (万元)	1,951,445.35	1,503,406.78	29.80%	448,038.57
商品煤销售毛利 (万元)	856,125.00	605,250.51	41.45%	250,874.49

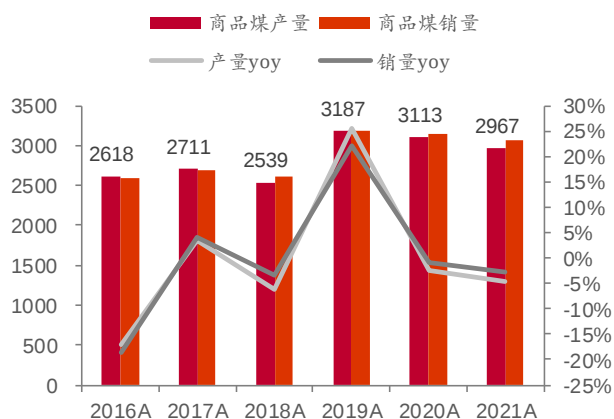
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 近几年销售总收入情况 (亿元)


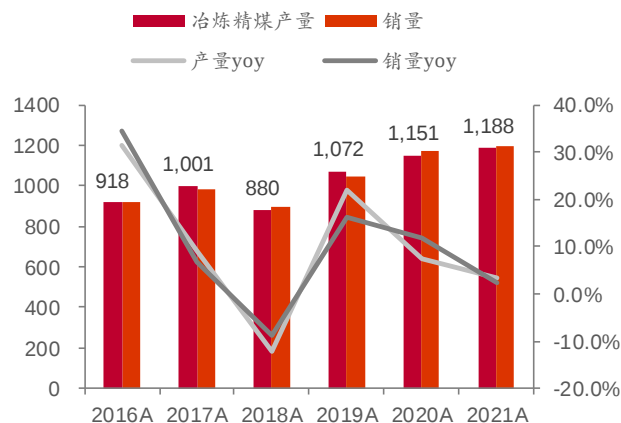
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 近几年归母净利润情况 (亿元)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

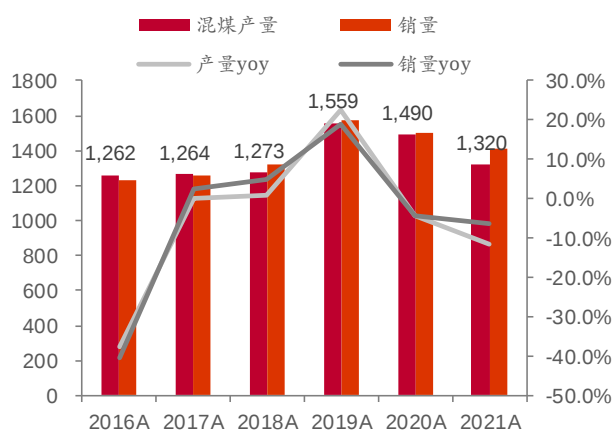
图表 4: 近几年煤炭开采产销情况 (万吨)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 近几年冶炼精煤产销情况 (万吨)


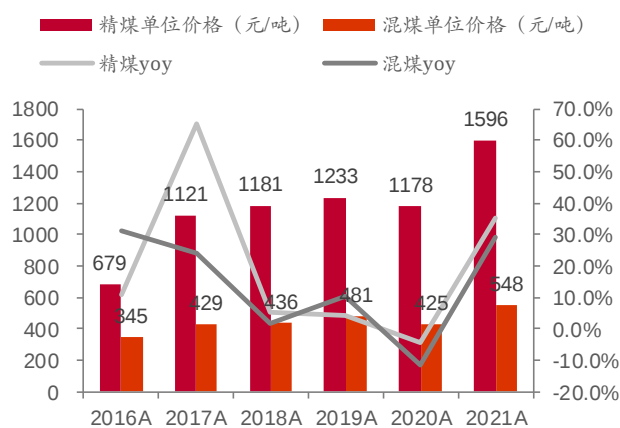
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表6：近几年混煤产销情况（万吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表7：近几年混煤与精煤价格情况（元/吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表8：三张报表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	22,397	29,699	37,669	39,449	41,330
增长率	-5.2%	32.6%	26.8%	4.7%	4.8%
营业成本	-16,129	-21,507	-23,928	-24,949	-26,027
% 销售收入	72.0%	72.4%	63.5%	63.2%	63.0%
毛利	6,268	8,192	13,742	14,500	15,303
% 销售收入	28.0%	27.6%	36.5%	36.8%	37.0%
营业税金及附加	-661	-936	-1,130	-1,183	-1,240
% 销售收入	2.9%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-946	-243	-377	-394	-413
% 销售收入	4.2%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-828	-988	-1,243	-1,302	-1,364
% 销售收入	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	3,834	6,025	10,992	11,620	12,286
% 销售收入	17.1%	20.3%	29.2%	29.5%	29.7%
财务费用	-1,205	-1,008	-1,205	-1,262	-1,323
% 销售收入	5.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
资产减值损失	5	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	107	93	100	100	100
% 税前利润	4.8%	2.2%	1.0%	1.0%	0.9%
营业利润	2,445	4,324	9,886	10,458	11,064
营业利润率	10.9%	14.6%	26.2%	26.5%	26.8%
营业外收支	-233	-42	-50	-50	-50
税前利润	2,212	4,282	9,836	10,408	11,014
利润率	9.9%	14.4%	26.1%	26.4%	26.6%
所得税	-585	-1,011	-2,459	-2,602	-2,753
所得税率	26.4%	23.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,628	3,271	7,377	7,806	8,260
少数股东损益	240	349	885	937	991
归属于母公司的净利润	1,388	2,922	6,492	6,869	7,269
净利率	6.2%	9.8%	17.2%	17.4%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,628	3,271	7,377	7,806	8,260
加: 折旧和摊销	2,298	2,145	2,526	2,771	3,004
资产减值准备	-70	20	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	1,298	1,074	1,205	1,262	1,323
投资收益	-107	-93	-100	-100	-100
少数股东损益	240	349	885	937	991
营运资金的变动	-2,983	8,101	-2,645	5,499	-4,688
经营活动现金净流	2,614	8,437	8,365	17,238	7,798
固定资本投资	-2,514	1,332	-3,300	-3,300	-3,300
投资活动现金净流	-3,516	-4,394	-3,300	-3,300	-3,300
股利分配	-833	-833	-3,895	-4,122	-4,361
其他	-758	-2,869	1,220	-4,129	-1,686
筹资活动现金净流	-1,592	-3,702	-2,675	-8,250	-6,048
现金净流量	-2,494	341	2,389	5,687	-1,550

资产负债表 (人民币百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,657	8,903	11,293	16,980	15,430
应收款项	1,128	2,118	1,587	2,509	1,670
存货	1,123	666	1,125	846	1,157
其他流动资产	2,466	2,458	3,004	2,769	3,219
流动资产	12,375	14,145	17,010	23,104	21,475
% 总资产	23.1%	22.1%	25.1%	31.1%	29.4%
长期投资	1,732	1,732	1,732	1,732	1,732
固定资产	33,889	32,313	34,111	35,410	36,298
% 总资产	63.3%	50.6%	50.4%	47.6%	49.6%
无形资产	823	7,199	7,133	7,065	6,994
非流动资产	41,148	49,773	50,646	51,275	51,672
% 总资产	76.9%	77.9%	74.9%	68.9%	70.6%
资产总计	53,522	63,918	67,656	74,379	73,146
短期借款	4,335	4,022	6,462	4,000	4,000
应付款项	14,505	16,992	14,548	20,165	15,095
其他流动负债	4,805	7,795	8,069	8,358	8,660
流动负债	23,645	28,809	29,079	32,523	27,755
长期贷款	1,305	566	1,000	1,000	1,000
其他长期负债	10,803	15,324	14,875	14,470	14,107
负债	35,752	44,699	44,954	47,993	42,862
普通股股东权益	15,618	16,789	19,387	22,134	25,042
少数股东权益	2,153	2,430	3,315	4,252	5,243
负债股东权益合计	53,522	63,918	67,656	74,379	73,146

比率分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标					
每股收益 (元)	0.60	1.26	2.76	2.92	3.09
每股净资产 (元)	6.75	7.25	8.25	9.42	10.66
每股经营现金净流 (元)	1.13	3.64	3.61	7.45	3.37
每股股利 (元)	0.36	0.36	1.66	1.75	1.86
回报率					
净资产收益率	8.88%	17.41%	33.49%	31.03%	29.03%
总资产收益率	3.04%	5.12%	10.90%	10.49%	11.29%
投入资本收益率	12.27%	17.11%	50.54%	44.00%	61.48%
增长率					
营业总收入增长率	-5.24%	32.60%	26.84%	4.72%	4.77%
EBIT增长率	16.95%	55.97%	80.70%	5.67%	5.68%
净利润增长率	20.13%	110.61%	122.16%	5.81%	5.82%
总资产增长率	-1.36%	19.42%	5.85%	9.94%	-1.66%
资产管理能力					
应收账款周转天数	23.7	19.6	17.7	18.7	18.2
存货周转天数	20.7	10.8	8.6	9.0	8.7
应付账款周转天数	104.4	80.2	72.2	76.2	74.2
固定资产周转天数	527.6	401.2	317.4	317.2	312.3
偿债能力					
净负债/股东权益	35.09%	0.43%	-14.00%	-17.04%	-21.14%
EBIT利息保障倍数	3.3	6.1	9.2	9.3	9.4
资产负债率	66.80%	69.93%	66.45%	64.52%	58.60%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。