

强化成本管控，抵御煤价下行

华泰研究

2024年3月19日 | 中国内地

年报点评

煤炭

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

13.30

研究员 王帅
SAC No. S0570520110001 bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868 + (86) 21 2897 2099

联系人 马梦辰, CFA
SAC No. S0570122100007 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 + (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	13.30
收盘价(人民币 截至3月18日)	11.93
市值(人民币百万)	29,540
6个月平均日成交额(人民币百万)	443.79
52周价格范围(人民币)	7.23-14.60
BVPS(人民币)	10.77

股价走势图



资料来源: Wind

煤价下行致盈利收缩;但高股息具备吸引力

平煤股份 2023 实现归母净利润 40.03 亿元,同比下滑 30.25%。业绩下滑主要受商品煤价格下行影响以及会计政策调整导致的折旧增加。全年公司焦煤产量同比提升 6.8%,2024 年计划进一步提升约 2.8%至 1,305 万吨。2023 年公司拟每股派息 0.99 元,股息率为 8.3% (03/18),分红比例为 60.59%,完成了其此前公布的 23-25 年不低于 60%的年度现金分红承诺。我们认为今年动力煤中枢在新能源替代和增产延续的双重压力下将进一步下移,但焦煤在主产地供应扰动下价格支撑更为坚实。考虑到公司焦煤产量的提升以及更为坚实的焦煤价格,将 24-26E 净利润调整至 45.7/43.4/39.3 亿元(前值:35.9/31.3/-亿元)维持公司“增持”评级,目标价 13.3 元(前值 10.7 元),基于 6.8x 2024E PE,与 2018 年以来平均 PE 一致。

生产经营稳健,成本管控缓解煤价压力

平煤股份 2023 年共生产原煤 3,071 万吨,同比小幅提升 1.4%;动力煤及焦煤产量分别同比-1.95%/+6.8%。公司 2024 原煤产量指引小幅下降至 3,033 万吨,但焦煤产量计划进一步提升 2.8%至 1,305 万吨。根据披露数据测算,23 年公司动力煤及焦煤均价同比下滑 13.0%/15.4%,营收分别同比下滑 15.2%/10.0%,焦煤产销量提升部分抵消了价格下滑影响。此外公司持续强化成本管控也部分缓解了煤价的不利影响,动力煤及焦煤单位成本分别同比减少 11.1%/9.1%,单位毛利同比下滑 21 元/220 元每吨至 68 元/699 元每吨,单位毛利率同比下滑 1.9/4.3 个百分点至 14.0%/38.0%。

焦煤大省安监升级支撑价格,短期需求疲弱压力仍未完全释放

目前焦煤下游需求疲弱态势延续,据 Mysteel,3 月 14 日全国日均铁水产量为 220.8 万吨,同比去年同期减少 16.8 万吨,且节后铁水产量提升斜率远慢于过去几年表现。同时钢铁产业链持续亏损,焦企第五轮降价后进一步抑制生产积极性。我们认为短期内受“旺季不旺”需求落空抑制的焦煤价格压力仍未完全消退,市场需进一步等待需求及产业利润明显且持续恢复的信号。但我们认为,年内焦煤价格中枢将受到来自于供应端边际收紧的支撑。2024 年随着焦煤大省山西的煤矿生产安监力度加强,全省产量或难有增长,从而在存量产量本就较难扩产的基础上进一步抑制全国的炼焦煤产量增幅。

风险提示:供给端扰动超预期;需求端复苏程度超预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	36,044	31,561	32,442	31,940	30,830
+/-%	21.37	(12.44)	2.79	(1.55)	(3.47)
归属母公司净利润(人民币百万)	5,725	4,003	4,572	4,340	3,930
+/-%	95.90	(30.08)	14.22	(5.08)	(9.43)
EPS(人民币,最新摊薄)	2.44	1.71	1.95	1.85	1.68
ROE(%)	29.70	16.53	17.56	16.57	14.23
PE(倍)	4.89	6.99	6.12	6.45	7.12
PB(倍)	1.29	1.05	1.10	1.04	0.99
EV EBITDA(倍)	2.05	4.11	2.51	2.29	2.02

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要调整

	前值	现值	调整 (%)				
目标价 (人民币)	10.7	13.3	24				
	2024E			2025E			2026E
	前值	现值	调整 (%)	前值	现值	调整 (%)	现值
基准价格							
山西主焦煤 (元/吨)	1,600	2,200	37.5	1,500	2,200	46.7	2,200
煤炭业务							
销量 (百万吨)	3,075	3,033	(1.4)	3,075	3,033	(1.4)	3,033
平均售价 (RMB/t)	952	1,022	7.4	901	1,004	11.4	964
主要财务数据 (百万元)							
营业收入	30,205	32,442	7.4	28,635	31,940	11.5	30,830
营业成本	(21,349)	(21,485)	0.6	(20,708)	(21,485)	3.8	(21,385)
毛利润	8,856	10,957	23.7	7,927	10,454	31.9	9,445
归母净利润	3,586	4,572	27.5	3,132	4,340	38.6	3,930

注: 焦煤价格或受主产地供给扰动支撑, 我们上调对主焦煤基准价格的预测并对应调整公司煤炭售价及盈利预期。

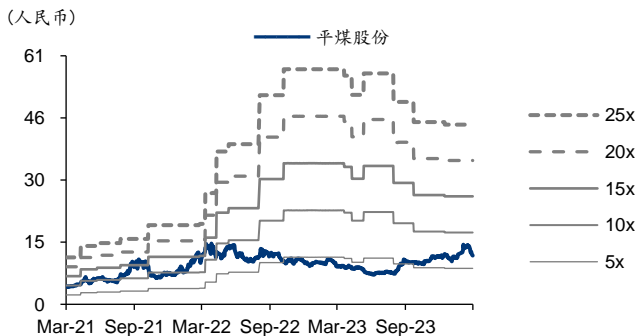
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 主要经营及财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
基准价格 (元/吨)						
年度长协	559	555	543	648	722	714
秦皇岛 5,500 卡动力煤价格	654	592	575	1,025	1,264	970
山西主焦煤价格	1,614	1,566	1,346	2,365	2,681	2,134
煤炭业务						
产量 (万吨)	2,539	3,187	3,113	3,004	3,062	3,094
销量(万吨)	2,603	3,180	3,152	3,065	3,092	3,103
平均价格(元/吨)	655	675	669	916	1,118	983
主要财务数据 (百万元)						
营业收入	20,153	23,635	22,397	29,699	36,044	31,561
营业成本	(16,161)	(18,740)	(16,129)	(21,507)	(23,653)	(21,635)
毛利润	3,992	4,895	6,268	8,192	12,392	9,927
毛利率(%)	20%	21%	28%	28%	34%	31%
销售及管理费用	(824)	(920)	(1,774)	(1,231)	(1,180)	(1,205)
财务费用净额	(1,065)	(1,117)	(1,205)	(1,008)	(1,186)	(1,404)
税前利润	1,240	1,714	2,212	4,282	8,302	5,673
税费开支	(357)	(385)	(585)	(1,011)	(2,104)	(1,423)
少数股东权益	(168)	(174)	(240)	(349)	(459)	(247)
归母净利润	715	1,155	1,388	2,922	5,739	4,003

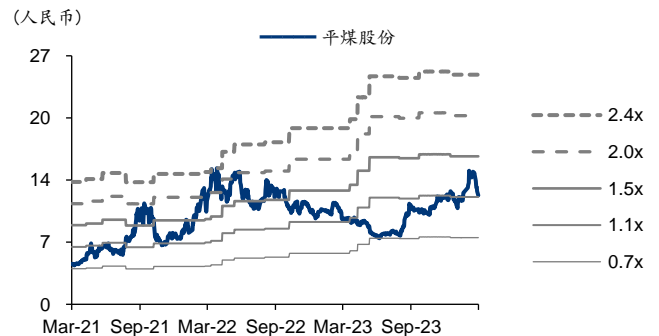
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 平煤股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 平煤股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,147	19,765	24,902	28,429	32,750
现金	14,082	14,288	19,523	23,051	27,595
应收账款	2,530	3,241	2,691	3,149	2,489
其他应收账款	116.85	199.34	199.00	199.00	199.00
预付账款	280.73	274.19	274.00	274.00	274.00
存货	429.31	460.02	423.17	460.02	419.06
其他流动资产	2,707	1,303	1,791	1,296	1,774
非流动资产	54,011	57,920	55,780	53,523	51,149
长期投资	1,765	1,783	1,783	1,783	1,783
固定资产投资	34,362	39,355	37,545	35,590	33,518
无形资产	8,791	9,083	8,781	8,478	8,176
其他非流动资产	9,092	7,699	7,671	7,671	7,671
资产总计	74,157	77,685	80,681	81,952	83,899
流动负债	37,942	30,152	30,719	30,152	30,556
短期借款	7,261	5,517	5,517	5,517	5,517
应付账款	5,159	6,431	5,079	6,431	5,025
其他流动负债	25,522	18,204	20,123	18,204	20,014
非流动负债	11,440	18,427	18,427	18,427	18,427
长期借款	1,364	5,081	5,081	5,081	5,081
其他非流动负债	10,077	13,346	13,346	13,346	13,346
负债合计	49,382	48,579	49,146	48,579	48,984
少数股东权益	3,018	2,436	2,719	2,987	3,230
股本	2,315	2,346	2,346	2,346	2,346
资本公积	3,200	3,564	3,255	3,255	3,255
留存公积	122,947	17,387	19,422	20,991	22,292
归属母公司股东权益	21,757	26,670	25,404	26,974	28,274
负债和股东权益	74,157	77,685	80,681	81,952	83,900

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	10,920	6,110	55,989	45,476	0.00
净利润	6,181	4,250	4,854	4,608	4,173
折旧摊销	12,952	1,805	4,140	4,257	4,374
财务费用	1,186	1,404	1,498	1,446	1,379
投资损失	(139.00)	(166.53)	(132.86)	(146.13)	(148.51)
营运资金变动	785.10	(3,466)	766.03	(512.05)	717.99
其他经营现金	(10,046)	2,284	44,864	35,824	(10,496)
投资活动现金	(10,463)	(4,807)	(710.48)	(1,854)	(1,851)
资本支出	(8,526)	(6,818)	(1,510)	(2,081)	(129.36)
长期投资	0.00	(150.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,937)	2,161	800.01	227.00	(1,722)
筹资活动现金	2,268	934.23	1,572	(4,216)	(4,008)
短期借款	3,239	(1,744)	0.00	0.00	0.00
长期借款	797.50	3,718	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(33.46)	30.46	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.01	363.67	(309.42)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,744)	(1,433)	1,881	(4,216)	(4,008)
现金净增加额	2,732	2,226	56,850	39,406	(5,860)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	36,044	31,561	32,442	31,940	30,830
营业成本	23,653	21,635	21,485	21,485	21,385
营业税金及附加	1,246	1,030	1,059	1,043	1,006
营业费用	243.95	240.67	247.39	243.55	235.09
管理费用	936.02	963.86	990.77	975.41	863.24
财务费用	1,186	1,404	1,498	1,446	1,379
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.00	166.53	132.86	146.13	148.51
营业利润	8,393	5,715	6,515	6,186	5,606
营业外收入	25.20	9.70	9.70	9.70	9.70
营业外支出	115.97	51.95	51.95	51.95	51.95
利润总额	8,302	5,673	6,472	6,144	5,564
所得税	2,120	1,423	1,618	1,536	1,391
净利润	6,181	4,250	4,854	4,608	4,173
少数股东损益	456.51	247.38	282.56	268.21	242.91
归属母公司净利润	5,725	4,003	4,572	4,340	3,930
EBITDA	22,305	8,756	12,110	11,846	11,317
EPS (人民币, 基本)	2.47	1.73	1.95	1.85	1.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.37	(12.44)	2.79	(1.55)	(3.47)
营业利润	94.09	(31.90)	13.99	(5.05)	(9.37)
归属母公司净利润	95.90	(30.08)	14.22	(5.08)	(9.43)
获利能力 (%)					
毛利率	34.38	31.45	33.77	32.73	30.63
净利率	17.15	13.47	14.96	14.43	13.54
ROE	29.70	16.53	17.56	16.57	14.23
ROIC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.59	62.53	60.91	59.28	58.38
净负债比率 (%)	59.52	19.12	(0.99)	(11.51)	(24.01)
流动比率	0.53	0.66	0.81	0.94	1.07
速动比率	(0.69)	0.57	0.75	0.88	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.42	0.41	0.39	0.37
应收账款周转率	15.81	10.94	10.94	10.94	10.94
应付账款周转率	4.68	3.73	3.73	3.73	3.73
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.44	1.71	1.95	1.85	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	4.66	2.60	23.87	19.39	0.00
每股净资产(最新摊薄)	9.28	11.37	10.83	11.50	12.05
估值比率					
PE (倍)	4.89	6.99	6.12	6.45	7.12
PB (倍)	1.29	1.05	1.10	1.04	0.99
EV EBITDA (倍)	2.05	4.11	2.51	2.29	2.02

免责声明

分析师声明

本人, 王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 平煤股份（601666 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 平煤股份（601666 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司