

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

平煤股份 (601666)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

煤价大幅下跌拖累业绩，成本管控初见成效

2023年8月18日

事件: 2023年8月18日，平煤股份发布半年度报告，2023年上半年，公司实现营业收入159.69亿元，同比下降17.70%，实现归母净利润22.34亿元，同比下降33.61%；扣非后净利润21.21亿元，同比下降37.90%。经营活动现金流量净额65.32亿元，同比增长38.03%；基本每股收益0.96元/股，同比下降33.61%。资产负债率为64.65%，同比下降4.74pct，较2022年全年下降1.94pct。

2023年第二季度，公司单季度营业收入73.39亿元，同比下降24.51%，环比一季度下降14.96%；单季度归母净利润10.88亿元，同比下降37.29%，环比一季度下降5.10%；单季度扣非后净利润10.98亿元，同比下降37.81%，环比一季度增长7.43%。

点评:

- **上半年公司业绩有所下滑，但公司成本大幅下降一定程度对冲了煤价下滑对公司业绩的消极影响。** 2023年上半年公司原煤产量1537万吨，同比增长36万吨(+2.4%)；其中，二季度原煤产量757万吨，环比下降23万吨(-3%)，同比下降16万吨(-2.03%)。受商品煤价格大幅下降的影响，公司上半年业绩大幅下滑(营收-17.70%)。但需要注意的是，公司坚定以质量效益为中心，加强成本管控，叠加配煤业务较少，公司上半年营业成本降至110.77亿元，同比下降11.90%；其中，二季度营业成本降至48.52亿元，环比下降22.06%，同比下降20.30%，营业成本的大幅下降一定程度上对冲了煤价对公司业绩的消极影响。
- **受益于经济复苏和地产链修复带来的需求弹性，叠加刚性供给，炼焦煤或更具有中长期投资价值。** 7月24日，中央政治局召开会议，提出适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，地产链有望获得修复，焦煤需求或将得到支撑。我们认为，在经济复苏好转及地产链修复预期下，焦煤板块在地产链中或拥有较高弹性。一方面我国炼焦煤供给弹性较弱甚至还有进一步收缩的风险，而需求有弹性且蕴含着较大的预期差，长期看供需或仍是偏紧的格局，尤其是伴随钢铁高质量发展和高炉大型化背景下优质主焦煤或更加稀缺；另一方面，产地端安全监管趋强以及房地产等经济刺激政策等可能带来的供需短期边际好转，有望继续支撑炼焦煤市场走强，叠加焦煤板块整体处于低估水平(3-5倍pe)，焦煤板块或仍具备中长期投资价值。
- **下调可转债转股价格，转股压力得到缓解。** 2023年7月，公司公告向下修正“平煤转债”转股价格。在2023年5月26日至2023年6月15日期间，已有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%，已满足《公开发行可转换公司债券募集说明书》中规定的转股价格向下修正的条件。根据公司2023年第三次临时股东大会授权，公司董事会决定将“平煤转债”转股价格由10.92元/股向下修正为9.06元/股。转股价格向下修正后，转股压力一定程度上得到缓解。随着未来可能的转股进程

逐步推进，公司的资本结构有望得到进一步改善，有利于公司长期稳健发展。

- **降本增效持续推进，资产质量不断改善。**公司持续深化主辅分离与“减员提效”战略，预计2023年底完成全部矿井的主辅分离进程。主辅分离为公司提供了一个市场化运作的机制，辅业服务价格逐步与市场接轨，有利于煤炭主业的精干高效。未来，随着辅业服务的市场化，叠加公司持续推进成本压减，严格管控非生产性的支出，公司成本或有较大的下降空间，资产质量有望持续改善。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好焦煤行业基本面和公司开展“智能化”新基建、“减员提效”和精煤战略产品结构优化带来的效益提升，控股股东资产注入带来的煤、焦产业的延伸与增长，以及在钢铁行业转型升级进程中的业绩弹性。我们预计公司2023-2025年归母净利润为43.24亿、57.10亿、72.13亿，EPS分别1.87/2.47/3.12元/股；截至8月17日收盘价对应2023-2025年PE分别为4.06/3.07/2.43倍；我们看好公司的收益空间，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长严重失速；安全生产风险；产量出现波动的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	29,699	36,044	33,165	35,264	41,355
同比(%)	32.6%	21.4%	-8.0%	6.3%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,922	5,725	4,324	5,710	7,213
同比(%)	110.6%	95.9%	-24.5%	32.1%	26.3%
毛利率(%)	27.6%	34.4%	28.5%	32.9%	34.3%
ROE(%)	17.4%	26.3%	18.0%	21.2%	23.6%
EPS(摊薄)(元)	1.26	2.47	1.87	2.47	3.12
P/E	6.63	4.37	4.06	3.07	2.43
P/B	1.17	1.15	0.73	0.65	0.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年8月17日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,145	20,147	18,902	18,367	22,262
货币资金	8,903	14,082	11,956	11,588	14,512
应收票据	0	475	220	272	342
应收账款	2,028	2,530	3,635	3,381	3,966
预付账款	409	281	284	284	326
存货	666	429	585	557	625
其他	2,139	2,349	2,223	2,286	2,491
非流动资产	49,773	54,011	58,636	62,408	66,177
长期股权投资	1,731	1,765	2,353	2,560	2,836
固定资产(合)	32,313	34,385	36,295	37,640	38,636
无形资产	7,199	8,791	10,782	12,590	13,347
其他	8,529	9,069	9,206	9,619	11,358
资产总计	63,918	74,157	77,538	80,776	88,439
流动负债	28,809	37,942	38,647	38,564	42,033
短期借款	4,022	7,261	7,261	7,261	7,261
应付票据	10,901	12,966	12,990	12,963	14,889
应付账款	4,958	5,159	5,492	5,369	6,170
其他	8,928	12,556	12,903	12,971	13,713
非流动负债	15,890	11,440	11,440	11,440	11,440
长期借款	566	1,364	1,364	1,364	1,364
其他	15,324	10,077	10,077	10,077	10,077
负债合计	44,699	49,382	50,087	50,005	53,473
少数股东权益	2,430	3,018	3,370	3,835	4,423
归属母公司股东权益	16,789	21,757	24,081	26,936	30,543
负债和股东权益	63,918	74,157	77,538	80,776	88,439

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	29,699	36,044	33,165	35,264	41,355
同比(%)	32.6%	21.4%	-8.0%	6.3%	17.3%
归属母公司净利润	2,922	5,725	4,324	5,710	7,213
同比(%)	110.6%	95.9%	-24.5%	32.1%	26.3%
毛利率(%)	27.6%	34.4%	28.5%	32.9%	34.3%
ROE%	17.4%	26.3%	18.0%	21.2%	23.6%
EPS(摊薄)(元)	1.26	2.47	1.87	2.47	3.12
P/E	6.63	4.37	4.06	3.07	2.43
P/B	1.17	1.15	0.73	0.65	0.57
EV/EBITDA	3.06	2.39	2.58	2.09	1.55

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	29,699	36,044	33,165	35,264	41,355
营业成本	21,507	23,653	23,707	23,657	27,173
营业税金及附加	936	1,246	995	1,058	1,241
销售费用	243	244	166	176	207
管理费用	988	936	861	916	1,074
研发费用	560	660	608	646	758
财务费用	1,008	1,186	888	910	913
减值损失合计	-20	0	-9	0	0
投资净收益	93	139	159	169	198
其他	-206	134	211	224	263
营业利润	4,324	8,393	6,300	8,295	10,451
营业外收支	-42	-91	-91	-96	-92
利润总额	4,282	8,302	6,209	8,199	10,358
所得税	1,011	2,120	1,533	2,024	2,557
净利润	3,271	6,181	4,676	6,175	7,801
少数股东损益	349	457	352	465	588
归属母公司净利润	2,922	5,725	4,324	5,710	7,213
EBITDA	7,528	12,293	9,300	11,636	13,860
EPS(当年)(元)	1.26	2.47	1.87	2.47	3.12

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,437	10,920	7,917	10,014	14,150
净利润	3,271	6,181	4,676	6,175	7,801
折旧摊销	2,292	2,881	2,472	2,824	2,957
财务费用	1,074	1,244	1,029	1,029	1,029
投资损失	-93	-139	-159	-169	-198
营运资金变动	1,702	785	-177	84	2,498
其它	191	-32	76	69	62
投资活动现金流	-4,394	-10,463	-7,014	-6,498	-6,590
资本支出	-3,552	-8,504	-6,584	-6,459	-6,511
长期投资	0	351	-589	-207	-276
其他	-842	-2,311	159	169	198
筹资活动现金流	-3,702	2,268	-3,029	-3,884	-4,636
吸收投资	65	1,106	0	0	0
借款	10,809	11,189	0	0	0
支付利息或股息	-1,992	-3,088	-3,029	-3,884	-4,636
现金流净增加额	341	2,732	-2,126	-368	2,924

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。