

精煤战略持续推进，高股息彰显投资价值

- **事件：**2024 年 3 月 18 日，公司发布 2023 年年报，报告期内公司实现归属于母公司所有者的净利润 40.03 亿元，同比减少 30.25%；营业收入 315.61 亿元，同比减少 12.44%。
- **23Q4 归母净利润环比小幅下降。**根据年报测算，2023 年四季度公司实现归母净利润 8.65 亿元，同比下降 13.26%，环比下降 4.27%；2023 年四季度公司实现扣非后净利润 9.5 亿元，同比下降 3.02%，环比增长 4.75%。
- **2023 年煤炭产量稳中有增，毛利率略有下滑。**据公司年报，2023 年公司原煤产量 3071 万吨，同比增长 1.35%；精煤产量 1269 万吨，同比增长 6.91%；精煤洗出率 41.3%，较 2022 年抬升 2.1 个百分点。2023 年完成煤炭销量 3103 万吨，同比增长 0.34%。商品煤综合售价为 983.2 元/吨，同比下降 12.1%；单位商品煤销售成本 667.97 元/吨，同比下降 7.7%。2023 年煤炭业务综合毛利率为 32.1%，同比下降 3.2 个百分点。
- **精煤战略持续推进，2024 年规划原煤产量微降，精煤占比提升。**2024 年公司原煤产量计划为 3033 万吨，较 2023 年产量同比下降 1.2%；精煤产量计划为 1305 万吨，同比增长 2.8%；精煤洗出率 43.0%，同比抬升 1.7 个百分点。
- **人力资源改革持续推进，公司在职员工数持续下降。**据公告，截至 2023 年末公司在职员工合计 4.49 万人，较 2022 年末的 5.36 万人下降 0.87 万人，降幅 16.3%。员工人数的下降有助于公司提升人均功效，扩大盈利空间。
- **派发每股股利 0.99 元，股息率 8.3%。**据公告，公司拟每 10 股派发现金股利 9.90 元（含税），共计派发现金股利 24.25 亿元，占当年归属于上市公司股东可供分配净利润的 60.59%，以 2024 年 3 月 18 日股价测算股息率 8.3%。
- **资本开支稳定，未来仍有望稳健分红。**据公告，2023 年公司生产经营投资计划为 53.61 亿元，实际完成 53.87 亿元，2024 年公司及子公司生产经营投资计划为 53.54 亿元，投资额与 2023 年基本持平。2023 年 11 月 29 日，平煤股份发布《2023 年至 2025 年股东分红回报规划》，在满足现金分红条件下，公司将每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60%，未来公司有望持续稳健分红，股息收益值得关注。
- **投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 46.93/50.40/ 53.71 亿元，对应 EPS 分别为 2.00/2.15/2.29 元/股，对应 2024 年 3 月 18 日收盘价的 PE 分别为 6/6/5 倍。公司实施精煤战略，推进人力资源改革，盈利空间有望扩大，同时考虑到公司维持高比例分红，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤价大幅下行；下游需求边际改善不及预期；政策推进不及预期；成本管控不及预期；安全生产风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 31,561 | 33,241 | 34,227 | 35,241 |
| 增长率（%） | -12.4 | 5.3 | 3.0 | 3.0 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 4,003 | 4,693 | 5,040 | 5,371 |
| 增长率（%） | -30.3 | 17.3 | 7.4 | 6.6 |
| 每股收益（元） | 1.71 | 2.00 | 2.15 | 2.29 |
| PE | 7 | 6 | 6 | 5 |
| PB | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 18 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
11.93 元

分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 平煤股份 (601666.SH) 2023 年三季报点评：业绩符合预期，长协上调看好焦煤板块估值提升-2023/10/11
2. 平煤股份 (601666.SH) 2023 年半年报点评：多因素叠加致业绩下滑，23Q2 盈利好于预期-2023/08/18
3. 平煤股份 (601666.SH) 2023 年一季报点评：业绩同比下滑，静待下游需求修复-2023/04/28
4. 平煤股份 (601666.SH) 2022 年年报点评：业绩同比大增，有望实现稳健发展-2023/04/07
5. 平煤股份 (601666.SH) 2022 年三季报点评：22Q3 业绩同比大增，成本有望长期优化-2022/10/25

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 31,561 | 33,241 | 34,227 | 35,241 |
| 营业成本 | 21,635 | 22,233 | 22,690 | 23,156 |
| 营业税金及附加 | 1,030 | 1,097 | 1,129 | 1,163 |
| 销售费用 | 241 | 266 | 274 | 282 |
| 管理费用 | 964 | 997 | 1,027 | 1,057 |
| 研发费用 | 710 | 731 | 753 | 775 |
| EBIT | 6,919 | 7,844 | 8,279 | 8,731 |
| 财务费用 | 1,404 | 1,327 | 1,274 | 1,263 |
| 资产减值损失 | 0 | -27 | -27 | -28 |
| 投资收益 | 167 | 166 | 171 | 176 |
| 营业利润 | 5,715 | 6,690 | 7,183 | 7,652 |
| 营业外收支 | -42 | -38 | -39 | -39 |
| 利润总额 | 5,673 | 6,652 | 7,144 | 7,613 |
| 所得税 | 1,423 | 1,670 | 1,793 | 1,911 |
| 净利润 | 4,250 | 4,982 | 5,351 | 5,702 |
| 归属于母公司净利润 | 4,003 | 4,693 | 5,040 | 5,371 |
| EBITDA | 10,870 | 11,850 | 12,562 | 13,342 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 14,288 | 16,979 | 21,042 | 24,451 |
| 应收账款及票据 | 3,241 | 3,247 | 3,344 | 3,443 |
| 预付款项 | 274 | 289 | 295 | 301 |
| 存货 | 460 | 446 | 455 | 464 |
| 其他流动资产 | 1,502 | 1,532 | 898 | 912 |
| 流动资产合计 | 19,765 | 22,493 | 26,033 | 29,571 |
| 长期股权投资 | 1,783 | 1,950 | 2,121 | 2,297 |
| 固定资产 | 39,383 | 38,548 | 39,105 | 39,601 |
| 无形资产 | 9,083 | 9,778 | 9,756 | 9,745 |
| 非流动资产合计 | 57,920 | 58,481 | 58,395 | 58,263 |
| 资产合计 | 77,685 | 80,974 | 84,429 | 87,834 |
| 短期借款 | 5,517 | 5,517 | 5,517 | 5,517 |
| 应付账款及票据 | 17,313 | 17,701 | 18,065 | 18,436 |
| 其他流动负债 | 7,322 | 7,442 | 7,530 | 7,620 |
| 流动负债合计 | 30,152 | 30,660 | 31,112 | 31,573 |
| 长期借款 | 5,081 | 5,281 | 5,781 | 6,081 |
| 其他长期负债 | 13,346 | 13,346 | 13,314 | 13,280 |
| 非流动负债合计 | 18,427 | 18,627 | 19,095 | 19,362 |
| 负债合计 | 48,579 | 49,287 | 50,207 | 50,935 |
| 股本 | 2,346 | 2,346 | 2,346 | 2,346 |
| 少数股东权益 | 2,436 | 2,725 | 3,035 | 3,366 |
| 股东权益合计 | 29,106 | 31,687 | 34,222 | 36,899 |
| 负债和股东权益合计 | 77,685 | 80,974 | 84,429 | 87,834 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -12.44 | 5.32 | 2.96 | 2.96 |
| EBIT 增长率 | -26.50 | 13.38 | 5.54 | 5.46 |
| 净利润增长率 | -30.25 | 17.25 | 7.40 | 6.56 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 31.45 | 33.12 | 33.71 | 34.29 |
| 净利润率 | 12.68 | 14.12 | 14.73 | 15.24 |
| 总资产收益率 ROA | 5.15 | 5.80 | 5.97 | 6.12 |
| 净资产收益率 ROE | 15.01 | 16.20 | 16.16 | 16.02 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.66 | 0.73 | 0.84 | 0.94 |
| 速动比率 | 0.60 | 0.67 | 0.80 | 0.90 |
| 现金比率 | 0.47 | 0.55 | 0.68 | 0.77 |
| 资产负债率 (%) | 62.53 | 60.87 | 59.47 | 57.99 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 37.48 | 37.00 | 37.00 | 37.00 |
| 存货周转天数 | 7.76 | 7.76 | 7.76 | 7.76 |
| 总资产周转率 | 0.42 | 0.42 | 0.41 | 0.41 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.71 | 2.00 | 2.15 | 2.29 |
| 每股净资产 | 11.37 | 12.35 | 13.30 | 14.30 |
| 每股经营现金流 | 2.60 | 4.58 | 4.78 | 5.08 |
| 每股股利 | 0.99 | 1.20 | 1.29 | 1.37 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 7 | 6 | 6 | 5 |
| PB | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 3.29 | 3.02 | 2.85 | 2.68 |
| 股息收益率 (%) | 8.30 | 10.06 | 10.81 | 11.52 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 4,250 | 4,982 | 5,351 | 5,702 |
| 折旧和摊销 | 3,952 | 4,006 | 4,283 | 4,611 |
| 营运资金变动 | -3,466 | 322 | 174 | 176 |
| 经营活动现金流 | 6,110 | 10,753 | 11,221 | 11,926 |
| 资本开支 | -6,807 | -4,066 | -3,691 | -3,935 |
| 投资 | -91 | -20 | -20 | -20 |
| 投资活动现金流 | -4,807 | -4,086 | -3,064 | -3,955 |
| 股权募资 | 2,187 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 4,564 | 200 | 500 | 300 |
| 筹资活动现金流 | 934 | -3,977 | -4,094 | -4,562 |
| 现金净流量 | 2,226 | 2,691 | 4,063 | 3,410 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026