

煤炭产销环比增长，毛利率环比大幅抬升

2024 年 04 月 25 日

➤ **事件：**2024 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年一季报。2024 年一季度，公司实现营业收入 20.51 亿元，同比下降 8.34%；归母净利润 4.31 亿元，同比下降 29.09%；基本每股收益 0.3594 元。

➤ **煤炭量价均降叠加四费增加拖累盈利。**24Q1，公司商品煤销量同比有所下降，叠加煤炭产品售价同比降幅大于成本降幅，公司煤炭毛利同比减少 0.97 亿元，降幅 9.98%。此外，24Q1 公司四费合计同比增加 0.65 亿元，增幅 22.16%，其中销售/管理/财务/研发费用分别同比-10.33%/+16.28%/-26.88%/53.17%。24Q1 末，公司资产负债率 38.80%，较 23Q1 末下降 1.24pct，较 2023 年末下降 1.54pct。

➤ **24Q1 煤炭产销环比增长，售价环比提升，煤炭毛利环比增长明显。**24Q1，公司实现原煤产量 254.42 万吨，同比增长 15.07%，环比增长 5.33%；商品煤产量 194.86 万吨，同比增长 11.64%，环比增长 3.54%；商品煤销量 191.71 万吨，同比下降 2.71%，环比增长 2.55%；吨煤售价 1017.15 元/吨，同比下降 5.18%，环比增长 12.24%；吨煤成本 561.16 元/吨，同比下降 3.24%，环比下降 1.14%；煤炭业务毛利 8.74 亿元，同比减少 9.98%，环比增加 38.09%；煤炭单位毛利率 44.83%，同比下滑 1.11pct，环比抬升 7.46pct。

➤ **煤炭潜在扩产空间广阔。**据公司 2023 年年报，公司恒源煤矿改建工程、钱营孜煤矿改建及二水平延深工程、恒泰公司延深技改工程按计划推进。此外，公司对控股股东皖北煤电集团多个矿业公司拥有不可撤销收购权，集团在上市公司体外拥有煤炭产能 1980 万吨，未来公司煤炭板块扩产空间广阔。

➤ **电力业务加快布局。**2022 年 11 月，公司与皖能股份同比例增资建设钱营孜电厂二期扩建项目，项目年发电量约 48 亿千瓦时，计划于 2024 年底建成投产，投产后公司电力权益装机规模将提升至 1050MW，较当前扩大 90.84%，有望成为新的盈利增长点。此外，公司祁东分布式光伏电站投入运营；皖恒新能源 300 兆瓦风电和淮北矿区分布式光伏项目完成核准，即将开工建设。

➤ **投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司归母净利为 19.32/20.66/22.00 亿元，折合 EPS 分别为 1.61/1.72/1.83 元/股，对应 2024 年 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 8/8/7 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下跌；集团资产注入、在建项目进展不及预期。

推荐
维持评级
当前价格：
13.18 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

- 恒源煤电 (600971.SH) 2023 年年报点评：业绩符合预期，成本管控较好，高股息持续-2024/03/30
- 恒源煤电 (600971.SH) 2023 年三季报点评：23Q3 产销同环比均增，盈利实现环比增长-2023/10/28
- 恒源煤电 (600971.SH) 2023 年半年报点评：受益成本管控，盈利同比大幅增长-2023/08/18
- 恒源煤电 (600971.SH) 首次覆盖报告：业绩稳定性强，煤炭产能增量可期-2023/08/11

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,786	7,537	7,790	8,040
增长率 (%)	-7.2	-3.2	3.4	3.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,036	1,932	2,066	2,200
增长率 (%)	-19.4	-5.1	6.9	6.5
每股收益 (元)	1.70	1.61	1.72	1.83
PE	8	8	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

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	7,786	7,537	7,790	8,040
营业成本	4,130	4,121	4,192	4,262
营业税金及附加	262	254	263	271
销售费用	63	61	63	65
管理费用	733	709	733	757
研发费用	348	337	348	359
EBIT	2,223	2,059	2,195	2,331
财务费用	34	-22	-32	-42
资产减值损失	-14	-9	-9	-9
投资收益	91	88	91	94
营业利润	2,284	2,162	2,310	2,459
营业外收支	-7	-1	0	1
利润总额	2,277	2,161	2,311	2,460
所得税	246	233	249	265
净利润	2,031	1,928	2,061	2,195
归属于母公司净利润	2,036	1,932	2,066	2,200
EBITDA	2,931	2,816	3,009	3,203

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,848	7,343	7,705	8,191
应收账款及票据	1,029	991	1,024	1,057
预付款项	27	27	27	28
存货	353	343	349	355
其他流动资产	1,651	1,524	1,165	1,193
流动资产合计	9,908	10,228	10,270	10,824
长期股权投资	1,355	1,443	1,534	1,628
固定资产	4,133	4,488	4,839	5,188
无形资产	3,594	3,690	3,733	3,776
非流动资产合计	11,356	11,871	12,405	12,940
资产合计	21,263	22,099	22,675	23,764
短期借款	1,003	903	803	703
应付账款及票据	1,569	1,566	1,593	1,620
其他流动负债	3,500	3,474	3,080	3,132
流动负债合计	6,072	5,943	5,476	5,455
长期借款	566	610	560	510
其他长期负债	1,939	1,902	1,902	1,902
非流动负债合计	2,505	2,512	2,462	2,412
负债合计	8,578	8,455	7,937	7,866
股本	1,200	1,200	1,200	1,200
少数股东权益	84	79	74	69
股东权益合计	12,686	13,644	14,738	15,897
负债和股东权益合计	21,263	22,099	22,675	23,764

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	-7.24	-3.20	3.35	3.22
EBIT 增长率	-22.63	-7.39	6.60	6.19
净利润增长率	-19.43	-5.10	6.95	6.46
盈利能力 (%)				
毛利率	46.96	45.32	46.18	46.99
净利润率	26.15	25.63	26.53	27.36
总资产收益率 ROA	9.57	8.74	9.11	9.26
净资产收益率 ROE	16.16	14.24	14.09	13.90
偿债能力				
流动比率	1.63	1.72	1.88	1.98
速动比率	1.47	1.58	1.79	1.90
现金比率	1.13	1.24	1.41	1.50
资产负债率 (%)	40.34	38.26	35.00	33.10
经营效率				
应收账款周转天数	3.92	3.92	3.92	3.92
存货周转天数	31.16	31.16	31.16	31.16
总资产周转率	0.36	0.35	0.35	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	1.70	1.61	1.72	1.83
每股净资产	10.50	11.30	12.22	13.19
每股经营现金流	2.98	2.20	2.38	2.53
每股股利	0.85	0.81	0.86	0.92
估值分析				
PE	8	8	8	7
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.52	3.66	3.43	3.22
股息收益率 (%)	6.45	6.12	6.55	6.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,031	1,928	2,061	2,195
折旧和摊销	708	757	814	872
营运资金变动	871	-22	-1	-2
经营活动现金流	3,577	2,642	2,851	3,033
资本开支	-1,165	-1,237	-1,255	-1,311
投资	-1,752	51	0	0
投资活动现金流	-2,912	-1,096	-867	-1,311
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-79	-33	-598	-150
筹资活动现金流	-1,325	-1,050	-1,622	-1,236
现金净流量	-660	495	362	486

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收到任何形式的补偿。

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