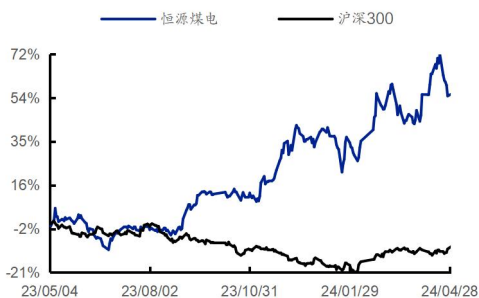


研究所：  
 证券分析师：陈晨 S0350522110007  
 chenc09@ghzq.com.cn  
 证券分析师：王璇 S0350523080001  
 wangx15@ghzq.com.cn  
 联系人：林国松 S0350123070007  
 lings@ghzq.com.cn

## 现金多、资产质量高，现金奶牛属性突出

### ——恒源煤电（600971）2024 年一季度点评报告

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/29		
表现	1M	3M	12M	
恒源煤电	4.6%	15.4%	55.2%	
沪深 300	2.4%	9.7%	-10.1%	

市场数据		2024/04/29
当前价格(元)		12.86
52 周价格区间(元)		7.33-14.35
总市值(百万)		15,432.06
流通市值(百万)		15,432.06
总股本(万股)		120,000.49
流通股本(万股)		120,000.49
日均成交额(百万)		207.79
近一月换手(%)		1.54

#### 事件：

**2024 年 4 月 26 日，恒源煤电发布 2024 年一季度报：**2024 年第一季度，公司实现营业收入 20.5 亿元，同比-8.3%，实现归属于上市公司股东净利润 4.3 亿元，同比-29.1%，实现扣非后归母净利润 4.3 亿元，同比-27.6%。

#### 投资要点：

- 煤炭业务：提价降本，盈利环比增长可观。**2024 年一季度，公司商品煤产量为 194.9 万吨，环比+4%，同比+12%，商品煤销量为 191.7 万吨，环比+3%，同比-3%；吨煤售价实现 1017 元/吨，环比+12%，同比-5%，吨煤综合成本为 561 元/吨，环比-1%，同比-3%，吨煤综合毛利为 456 元/吨，环比+35%，同比-7%，煤炭业务毛利实现 8.7 亿元，环比+38%，同比-10.0%。
- 公司煤炭品种齐全，长协基本全覆盖，售价波动稳定。**公司系安徽省煤炭国企，控股股东为安徽省皖北煤电集团（持股 54.95%，截至 2024 年 3 月底），旗下动力煤、喷吹精煤、炼焦配煤等产品种类齐全，下属五座矿井，合计产能 1095 万吨，截至 2023 年底，可采储量 5.6 亿吨。价格机制方面，主要执行长协价格，价格波动较稳定，其中动力煤定价按照全国动力煤中长协价格定价机制，原则是每月调整，精煤参照周边煤企及市场价格确定长协价格，季度调整。
- 煤炭产能或具备增长空间。**据公司相关信息，控股股东安徽省皖北煤电集团煤矿资源丰富，其中包括麻地梁（1000 万吨/年）、招贤矿（240 万吨/年），此前集团对煤矿资产注入上市公司有相关承诺，未来公司煤炭产能或存增长可能。
- 电力装机增长明显。**截至 2024 年 1 月，公司拥有三座资源综合利用电厂，总装机容量 66MW；钱营孜发电有限公司目前有两台 350MW 机组；宿州热电有限公司装机容量为两台 350MW 机组，公司持有 21% 股权。未来仍具增长：1）正在建设的钱营孜二期项目，装机容量 1000MW，建成后钱营孜公司总装机容量达到 1700MW（公司持

有 50% 股权)，预计 2024 年底建成；2) 皖恒新能源公司，目前正在建设 300MW 风电项目，公司持有 46% 股权，预计 2025 年建成。

- **现金奶牛属性突出。**1) 公司盈利能力强，账上现金多，2023 年公司加权净资产收益率 16.7%，货币资金 74.6 亿元（截至 2024 年 3 月）；2) 负债端良好，债务压力小，当前公司资产负债率仅为 38.8%（截至 2024 年 3 月），2023 年财务费用仅为 0.33 亿元，占营收的 0.43%；3) 高分红高股息，2023 年分红总额 10.2 亿元，分红比率 50.1%，折合每股 0.85 元（含税），对应股息率 6.6%（4 月 29 日收盘价）。
- **盈利预测和投资评级：**我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 75.6/78.2/80.2 亿元，同比-3%/+3%/+3%，归属于母公司的净利润分别为 19.7/20.9/21.7 亿元，同比增长-3%/+6%/+3%，折合 EPS 分别是 1.64/1.74/1.80 元/股，当前股价对应 PE 分别为 8/7/7 倍。考虑到公司长协煤比重高业绩波动小，集团煤炭资产存在注入可能，内生增长潜力大，钱营孜电厂二期投产在即，将成为业绩又一增长点，公司现金奶牛属性突出，账上现金多，债务压力小，分红比例高，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**煤炭市场价格大幅下跌风险；安全生产事故风险；集团煤矿注入不确定风险；火电厂投产不及预期；政策调控力度超预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7786	7557	7819	8022
增长率(%)	-7	-3	3	3
归母净利润（百万元）	2036	1967	2093	2166
增长率(%)	-19	-3	6	3
摊薄每股收益（元）	1.70	1.64	1.74	1.80
ROE(%)	16	15	14	14
P/E	6.56	7.84	7.37	7.12
P/B	1.06	1.14	1.07	1.00
P/S	1.72	2.04	1.97	1.92
EV/EBITDA	2.89	3.23	2.96	2.74

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恒源煤电盈利预测表

证券代码:	600971				股价:	12.86	投资评级:	增持		日期:	2024.04.29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	16%	15%	14%	14%	EPS	1.70	1.64	1.74	1.80		
毛利率	47%	45%	46%	46%	BVPS	10.50	11.29	12.07	12.89		
期间费率	11%	10%	10%	10%	<b>估值</b>						
销售净利率	26%	26%	27%	27%	P/E	6.56	7.84	7.37	7.12		
<b>成长能力</b>					P/B	1.06	1.14	1.07	1.00		
收入增长率	-7%	-3%	3%	3%	P/S	1.72	2.04	1.97	1.92		
利润增长率	-19%	-3%	6%	3%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		
总资产周转率	0.36	0.35	0.35	0.34	营业收入	7786	7557	7819	8022		
应收账款周转率	73.27	103.12	122.04	121.54	营业成本	4130	4136	4219	4311		
存货周转率	9.96	11.72	11.83	11.84	营业税金及附加	262	242	250	257		
<b>偿债能力</b>					销售费用	63	61	63	65		
资产负债率	40%	38%	37%	35%	管理费用	733	680	704	722		
流动比	1.63	1.66	1.70	1.76	财务费用	34	35	32	29		
速动比	1.47	1.52	1.56	1.61	其他费用/(-收入)	348	302	313	321		
					<b>营业利润</b>	<b>2284</b>	<b>2200</b>	<b>2341</b>	<b>2422</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-7	0	0	0		
现金及现金等价物	7050	7298	7434	7653	<b>利润总额</b>	<b>2277</b>	<b>2200</b>	<b>2341</b>	<b>2422</b>		
应收款项	1029	945	956	958	所得税费用	246	237	252	261		
存货净额	353	353	360	368	<b>净利润</b>	<b>2031</b>	<b>1963</b>	<b>2088</b>	<b>2161</b>		
其他流动资产	1476	1370	1400	1423	少数股东损益	-5	-5	-5	-5		
<b>流动资产合计</b>	<b>9908</b>	<b>9966</b>	<b>10149</b>	<b>10402</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2036</b>	<b>1967</b>	<b>2093</b>	<b>2166</b>		
固定资产	4133	4441	4699	4904							
在建工程	1753	1915	2077	2239	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		
无形资产及其他	4115	4113	4113	4113	经营活动现金流	3577	2944	3071	3188		
长期股权投资	1355	1650	1944	2238	净利润	2036	1967	2093	2166		
<b>资产总计</b>	<b>21263</b>	<b>22085</b>	<b>22983</b>	<b>23898</b>	少数股东损益	-5	-5	-5	-5		
短期借款	1003	842	682	521	折旧摊销	708	922	973	1025		
应付款项	1569	1586	1641	1677	公允价值变动	-2	0	0	0		
合同负债	174	169	175	180	营运资金变动	871	121	70	69		
其他流动负债	3325	3399	3456	3518	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2912</b>	<b>-1508</b>	<b>-1594</b>	<b>-1591</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>6072</b>	<b>5996</b>	<b>5954</b>	<b>5897</b>	资本支出	-1165	-1391	-1391	-1391		
长期借款及应付债券	566	566	566	566	长期投资	-1752	-294	-294	-294		
其他长期负债	1939	1902	1902	1902	其他	5	177	91	94		
<b>长期负债合计</b>	<b>2505</b>	<b>2468</b>	<b>2468</b>	<b>2468</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1325</b>	<b>-1188</b>	<b>-1341</b>	<b>-1378</b>		
<b>负债合计</b>	<b>8578</b>	<b>8464</b>	<b>8422</b>	<b>8364</b>	债务融资	-79	-138	-160	-160		
股本	1200	1200	1200	1200	权益融资	0	1	0	0		
股东权益	12686	13621	14561	15534	其它	-1246	-1052	-1181	-1218		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21263</b>	<b>22085</b>	<b>22983</b>	<b>23898</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-660</b>	<b>248</b>	<b>136</b>	<b>219</b>		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

## 【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。