

## 煤炭产销同比增长，售价下滑致盈利受损

2024 年 08 月 21 日

➤ **事件：**2024 年 8 月 21 日，公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现营业收入 38.93 亿元，同比下降 8.13%；归母净利润 7.58 亿元，同比下降 32.14%。24H1 公司煤炭产销虽同比增长，但因煤价下滑较多致盈利受损。

➤ **24Q2 营收、利润同环比均降。**2024 年二季度，公司实现营业收入 18.42 亿元，同比下降 7.89%，环比下降 10.18%；归母净利润 3.27 亿元，同比下降 35.78%，环比下降 24.11%。24Q2 公司四费合计环比减少 0.69 亿元，四费率环比下降 1.76pct，其中销售/管理/财务/研发费率分别环比+0.20/-3.69/-9.85/+11.58pct。

➤ **24H1 煤炭产销同比增长，价减成本增盈利受损。**24H1，公司实现原煤产量 494.17 万吨，同比+10.33%；商品煤产量 384.75 万吨，同比+6.98%；商品煤销量 388.15 万吨，同比+2.36%；平均吨煤售价 954.53 元/吨，同比-9.21%；平均吨煤销售成本为 558.10 元/吨，同比+2.40%。24H1 公司商品煤销售毛利为 15.39 亿元，同比-19.86%；毛利率为 41.53%，同比下滑 6.63pct。

➤ **24Q2 煤炭销量同环比均增，成本降幅不及售价致盈利环比下滑。**24Q2，公司实现原煤产量 239.75 万吨，同比+5.70%，环比-5.77%，其中商品煤产量 189.89 万吨，同比+2.59%，环比-2.55%；商品煤销量 196.44 万吨，同比+7.84%，环比+2.47%；平均吨煤售价 893.42 元/吨，同比-13.11%，环比-12.16%；平均吨煤销售成本为 555.11 元/吨，同比+9.42%，环比-1.08%。24Q2，公司商品煤销售毛利额为 6.65 亿元，同比-29.97%，环比-23.98%；毛利率为 37.87%，同比下滑 12.80pct，环比下滑 6.96pct。

➤ **电力业务权益净利润同比扭亏，营收占比低影响有限。**2024 年上半年，公司电力业务实现权益净利润 1475.87 万元，同比扭亏。其参控股的 5 个电厂中，钱营孜发电、宿州热电和恒力电业实现盈利，合计贡献权益净利润 3073.35 万元，钱营孜发电占比 82%；其余 2 个电厂合计权益净亏损 1597.48 万元。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。

➤ **投资建议：**考虑到焦煤价格中枢下移，我们预计 2024-2026 年公司归母净利为 14.02/15.54/17.19 亿元，折合 EPS 分别为 1.17/1.29/1.43 元/股，对应 2024 年 8 月 21 日收盘价的 PE 分别为 8/7/7 倍，公司长协比例高、经营较为稳健，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。

### 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	7,140	7,462	7,791
增长率 (%)	-7.2	-8.3	4.5	4.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,036	1,402	1,554	1,719
增长率 (%)	-19.4	-31.1	10.8	10.7
每股收益 (元)	1.70	1.17	1.29	1.43
PE	6	8	7	7
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 21 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

9.48 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

### 分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

### 研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiayi@mszq.com

## 相关研究

- 恒源煤电 (600971.SH) 2024 年一季报点评：煤炭产销环比增长，毛利率环比大幅提升-2024/04/25
- 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

## 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	7,140	7,462	7,791
营业成本	4,130	4,156	4,227	4,297
营业税金及附加	262	241	251	263
销售费用	63	58	60	63
管理费用	733	750	784	818
研发费用	348	393	410	429
EBIT	2,223	1,546	1,733	1,925
财务费用	34	-7	6	10
资产减值损失	-14	-9	-9	-9
投资收益	91	100	104	109
营业利润	2,284	1,647	1,823	2,017
营业外收支	-7	-1	0	1
利润总额	2,277	1,645	1,824	2,018
所得税	246	247	274	303
净利润	2,031	1,399	1,550	1,715
归属于母公司净利润	2,036	1,402	1,554	1,719
EBITDA	2,931	2,303	2,546	2,798

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,848	6,254	6,925	7,224
应收账款及票据	1,029	874	914	954
预付款项	27	42	42	43
存货	353	333	339	344
其他流动资产	1,651	1,770	1,359	1,406
流动资产合计	9,908	9,272	9,579	9,971
长期股权投资	1,355	1,455	1,560	1,669
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	11,969	12,517	13,067
资产合计	21,263	21,241	22,096	23,038
短期借款	1,003	903	803	703
应付账款及票据	1,569	1,332	1,355	1,377
其他流动负债	3,500	3,589	2,992	3,046
流动负债合计	6,072	5,824	5,150	5,126
长期借款	566	366	1,046	1,076
其他长期负债	1,939	1,916	1,916	1,916
非流动负债合计	2,505	2,282	2,962	2,992
负债合计	8,578	8,106	8,112	8,118
股本	1,200	1,200	1,200	1,200
少数股东权益	84	80	77	73
股东权益合计	12,686	13,135	13,983	14,920
负债和股东权益合计	21,263	21,241	22,096	23,038

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-7.24	-8.29	4.51	4.41
EBIT 增长率	-22.63	-30.45	12.03	11.13
净利润增长率	-19.43	-31.15	10.85	10.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	46.96	41.80	43.36	44.85
净利润率	26.15	19.63	20.82	22.07
总资产收益率 ROA	9.57	6.60	7.03	7.46
净资产收益率 ROE	16.16	10.74	11.17	11.58
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.63	1.59	1.86	1.95
速动比率	1.47	1.43	1.77	1.85
现金比率	1.13	1.07	1.34	1.41
资产负债率 (%)	40.34	38.16	36.72	35.24
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.92	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	31.16	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.36	0.34	0.34	0.35
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.70	1.17	1.29	1.43
每股净资产	10.50	10.88	11.59	12.37
每股经营现金流	2.98	1.42	1.92	2.11
每股股利	0.85	0.59	0.65	0.72
<b>估值分析</b>				
PE	6	8	7	7
PB	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	2.37	3.02	2.73	2.49
股息收益率 (%)	8.97	6.17	6.84	7.57

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,031	1,399	1,550	1,715
折旧和摊销	708	757	814	872
营运资金变动	871	-409	-29	-32
经营活动现金流	3,577	1,707	2,305	2,532
资本开支	-1,165	-1,237	-1,255	-1,311
投资	-1,752	-34	0	0
投资活动现金流	-2,912	-1,250	-799	-1,311
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-79	-72	-70	-70
筹资活动现金流	-1,325	-1,052	-834	-922
现金净流量	-660	-594	671	299

## 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