

公司研究/中报点评

2020年08月12日

采掘/煤炭开采 II

投资评级: 增持 (维持评级)

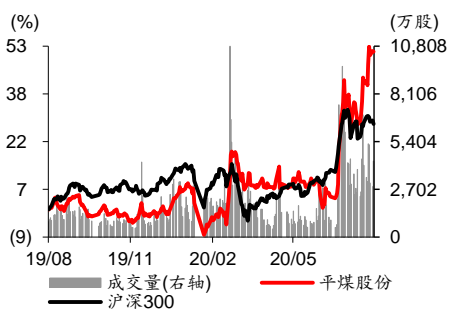
当前价格(元): 5.43
目标价格(元): 5.86

邱瀚萱 SAC No. S0570518050004
研究员 SFC No. BPN270
qiuhanxuan@htsc.com
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 zhangyilu@htsc.com

相关研究

1 《平煤股份(601666 SH,增持): 精煤战略清晰, 现金分红率高》2020.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

降本显著, Q2 归母净利同比+49%

平煤股份(601666)

20Q2 归母净利润 4 亿元, QoQ+36%/YOY+49%

8月11日, 公司发布2020年中报, 20H1 营收114.7亿元 (YoY-6.2%), 归母净利7.1亿元 (YoY+18.7%); 20Q2 营收56.5亿元 (YoY-9.2%、QoQ-3.0%), 归母净利4.1亿元 (YoY+49.3%、QoQ+36.0%)。公司Q2 归母净利润增长较多, 主要是成本控制较好, 吨煤盈利显著提升。我们认为公司精煤战略有望带来盈利持续提升, 上调盈利预测, 预计20-22年EPS为0.53/0.54/0.61元 (前值为0.49/0.53/0.59元), 维持“增持”评级。

20Q2 商品煤销售转好, 20H1 吨煤毛利上行

20Q2 公司分别实现原煤产量、商品煤销量766、872万吨, QoQ+0.8%、+23.8%, YoY+10.0%、-7.3%, 上半年公司销量受疫情影响较大, 其中Q2 疫情影响减弱后销售环比上行, 公司积极开拓西南市场, 销售区域扩大。此外, 20H1 公司吨煤毛利 (剔除运费) 152元/吨, 同比+9%。公司毛利增长主要是成本下降较多, 公司加大物耗管理、降低人工成本等。

20H1 财务费用下行明显

20H1 公司销售、管理、研发、财务费用同比分别+377%、+2%、-28%、-9%。其中, 销售费用增长较多, 主要是公司执行新收入准则, 售价中包含对客户代缴的运输费, 故销售费用中加回运输费用; 研发费用下降主要是受疫情影响, 部分项目处于研发阶段所致; 财务费用显著下行, 主要是公司优化债务结构、降低融资成本导致, 20H1 末公司资产负债率同比-3.0pct。20H1 公司期间费用率12.3% (YoY+3.1pct)。20Q2 公司净利率为7.2%, YoY+3.0%, QoQ+2.1%。

20H1 现金流同比减少, 对下游占款能力下降

20H1 公司经营性现金流净额6亿元, 同比-70%, 主要是销售所得现金减少8亿元; 20H1 末公司应收项目占营业收入比例41%, 同比+11pct, 对下游占款能力下降。其中应收账款中账龄在1年内的占比89%, 同比+8pct。

精煤战略清晰, 维持“增持”评级

公司降本增效效果显著, 盈利有望持续改善。我们预计公司2020-22年PE为10.2/10.0/8.9, 可比公司Wind一致预期PE (2020E) 均值8.8倍, 考虑到公司精煤战略清晰, 产品附加值不断提高, 市场竞争力或提升, 故2020年取11倍PE估值, 对应股价5.86元 (前值4.89-5.38元), 维持“增持”评级。

风险提示: 公司降本增效不及预期; 下游需求大幅下滑; 煤炭进口超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,328
流通A股 (百万股)	2,328
52周内股价区间 (元)	3.56-5.49
总市值 (百万元)	12,639
总资产 (百万元)	53,721
每股净资产 (元)	6.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	20,153	23,635	23,615	23,290	23,285
+/-%	(2.84)	17.28	(0.09)	(1.38)	(0.02)
归属母公司净利润 (百万元)	715.16	1,155	1,241	1,259	1,417
+/-%	(48.06)	61.51	7.44	1.45	12.56
EPS (元, 最新摊薄)	0.31	0.50	0.53	0.54	0.61
PE (倍)	17.67	10.94	10.19	10.04	8.92

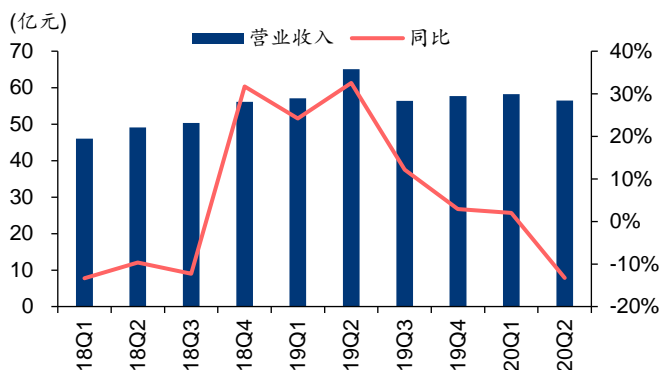
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司预测

证券代码	证券简称	PE (2020E)	评级	目标价
600395 CH	盘江股份	10.5	无评级	
601699 CH	潞安环能	8.7	无评级	
600348 CH	阳泉煤业	8.3	无评级	
000983 CH	西山煤电	10.5	无评级	
601225 CH	陕西煤业	7.5	增持	8.06-8.75
601088 CH	中国神华	7.6	无评级	
	均值	8.8		

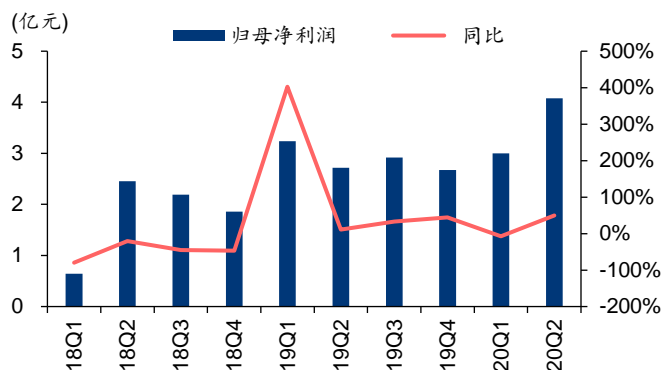
资料来源：Wind，华泰证券研究所；可比公司 PE 均为 Wind 一致预期，数据截至 2020 年 8 月 11 日

图表2：2018 年至今单季度营业收入及同比增速



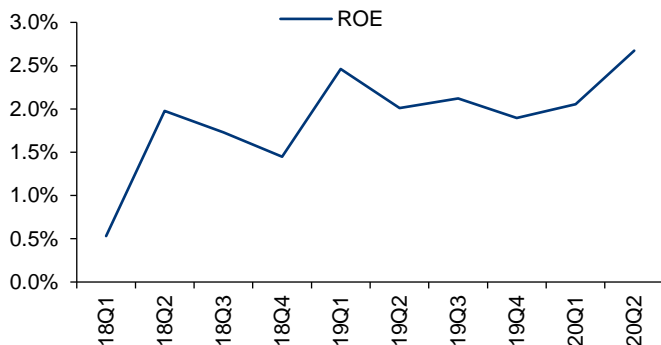
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2018 年至今单季度归属于母公司股东的净利润及同比增速



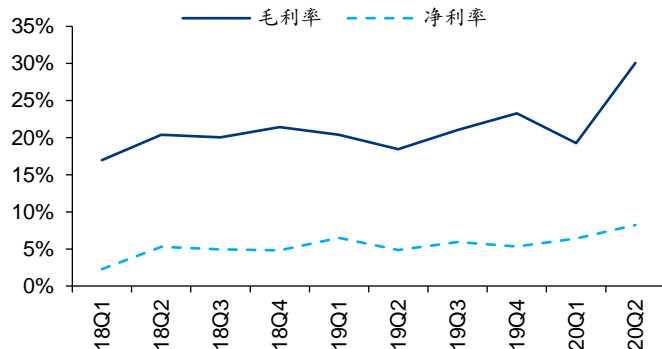
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2018 年至今单季度 ROE



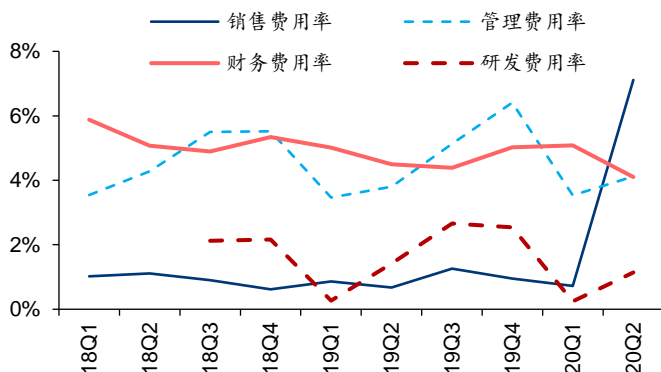
资料来源：Wind，华泰证券研究所；非年化数据

图表5：2018 年至今单季度销售毛利率、销售净利率



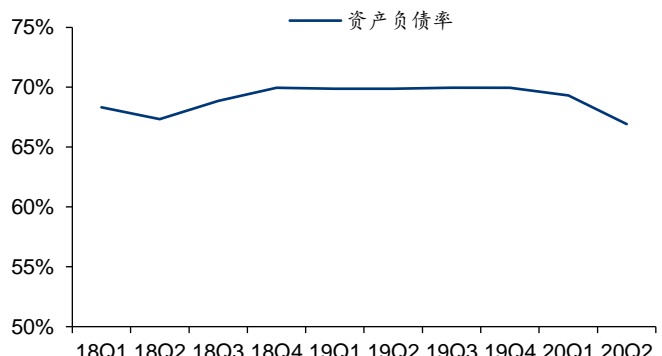
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2018 年至今单季度费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所；2018Q3 及以后管理费用中加回研发费用

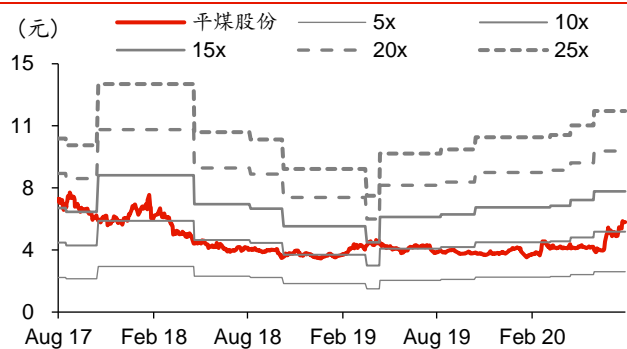
图表7：2018 年至今单季度资产负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

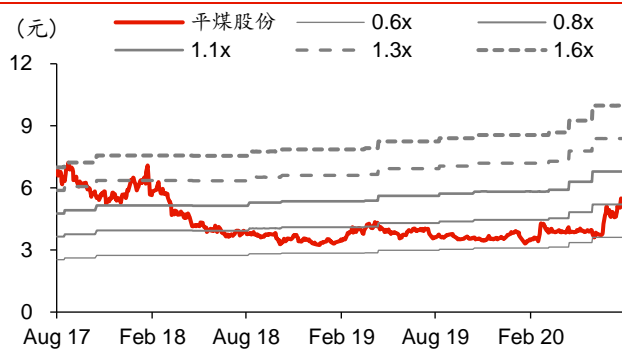
PE/PB - Bands

图表8: 平煤股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 平煤股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,429	16,889	18,402	19,240	20,596
现金	11,628	10,938	12,605	13,527	14,806
应收账款	622.17	1,719	1,388	1,477	1,441
其他应收账款	119.07	108.71	136.97	99.07	138.97
预付账款	489.00	381.87	565.87	341.83	574.48
存货	1,111	1,455	1,248	1,421	1,243
其他流动资产	2,459	2,286	2,459	2,374	2,393
非流动资产	32,529	37,372	36,265	35,219	33,994
长期投资	421.35	1,150	1,226	1,298	1,372
固定投资	28,539	31,763	31,978	31,380	30,343
无形资产	616.97	810.27	894.91	997.71	1,087
其他非流动资产	2,952	3,648	2,166	1,543	1,191
资产总计	48,958	54,261	54,667	54,459	54,590
流动负债	21,373	23,467	26,759	28,164	26,114
短期借款	3,892	3,784	3,438	3,211	2,925
应付账款	2,806	4,724	4,960	4,905	4,895
其他流动负债	14,675	14,958	18,361	20,048	18,294
非流动负债	12,877	14,495	10,942	8,659	9,986
长期借款	9,870	11,075	7,660	5,331	6,673
其他非流动负债	3,007	3,420	3,282	3,328	3,313
负债合计	34,251	37,961	37,701	36,823	36,099
少数股东权益	1,839	1,973	2,111	2,267	2,460
股本	2,361	2,361	2,361	2,361	2,361
资本公积	2,945	3,079	3,079	3,079	3,079
留存公积	7,307	8,465	9,017	9,582	10,227
归属母公司股东权益	12,869	14,326	14,854	15,368	16,030
负债和股东权益	48,958	54,261	54,667	54,459	54,590

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,751	1,770	5,626	4,328	4,712
净利润	882.71	1,329	1,379	1,415	1,610
折旧摊销	2,194	2,358	2,221	2,363	2,472
财务费用	1,065	1,117	1,003	756.99	687.99
投资损失	(36.02)	(68.88)	(66.26)	(66.65)	(67.06)
营运资金变动	(1,368)	(3,255)	1,078	(135.31)	8.92
其他经营现金	12.25	289.96	11.15	(4.46)	0.74
投资活动现金	(2,633)	(3,267)	(1,059)	(1,246)	(1,180)
资本支出	1,002	2,328	1,128	1,214	1,183
长期投资	0.00	(700.00)	(75.79)	(72.27)	(73.44)
其他投资现金	(1,631)	(1,639)	(5.87)	(103.63)	(70.50)
筹资活动现金	1,905	494.93	(2,901)	(2,160)	(2,253)
短期借款	(1,113)	(108.30)	(345.85)	(227.08)	(286.46)
长期借款	866.00	1,205	(3,415)	(2,329)	1,342
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	152.02	133.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,000	(734.84)	859.79	396.03	(3,309)
现金净增加额	2,023	(999.87)	1,666	922.46	1,279

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,153	23,635	23,615	23,290	23,285
营业成本	16,161	18,740	18,610	18,744	18,589
营业税金及附加	630.98	679.18	747.16	738.54	733.56
营业费用	181.68	218.72	203.54	202.68	195.64
管理费用	642.69	701.26	695.69	677.68	659.07
财务费用	1,065	1,117	1,003	756.99	687.99
资产减值损失	(25.97)	0.00	(250.00)	(20.00)	(15.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.02	68.88	66.26	66.65	67.06
营业利润	1,223	1,671	1,804	1,849	2,111
营业外收入	48.81	72.70	64.74	67.39	66.51
营业外支出	32.36	29.29	30.31	29.97	30.08
利润总额	1,240	1,714	1,839	1,886	2,147
所得税	356.81	385.27	459.63	471.54	536.79
净利润	882.71	1,329	1,379	1,415	1,610
少数股东损益	167.55	173.80	137.89	155.61	193.24
归属母公司净利润	715.16	1,155	1,241	1,259	1,417
EBITDA	4,458	5,151	5,024	4,968	5,268
EPS (元, 基本)	0.31	0.50	0.53	0.54	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(2.84)	17.28	(0.09)	(1.38)	(0.02)
营业利润	(27.21)	36.60	7.98	2.48	14.17
归属母公司净利润	(48.06)	61.51	7.44	1.45	12.56
获利能力 (%)					
毛利率	19.81	20.71	21.20	19.52	20.17
净利率	3.55	4.89	5.26	5.41	6.09
ROE	6.00	8.15	8.13	8.02	8.71
ROIC	9.54	10.31	11.25	11.15	13.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.96	69.96	68.97	67.62	66.13
净负债比率 (%)	30.79	51.02	31.91	21.83	9.49
流动比率	0.77	0.72	0.69	0.68	0.79
速动比率	0.67	0.55	0.53	0.54	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.46	0.43	0.43	0.43
应收账款周转率	5.42	10.64	6.78	6.86	6.86
应付账款周转率	1.50	1.56	1.40	1.38	1.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.50	0.53	0.54	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	4.14	1.86	2.42	1.86	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.53	5.94	6.17	6.39	6.67
估值比率					
PE (倍)	17.67	10.94	10.19	10.04	8.92
PB (倍)	0.98	0.91	0.88	0.85	0.81
EV_EBITDA (倍)	4.30	4.48	4.05	3.81	3.23

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师邱瀚萱、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com