平煤股份（601666.SH）

2020 年 08 月 01 日

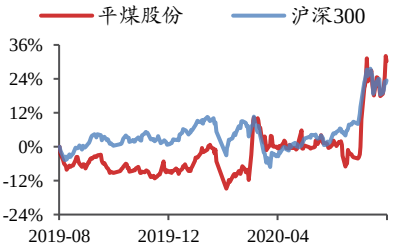
降本提升吨煤盈利，二季度煤炭毛利大幅改善

——半年度经营数据点评

投资评级：买入（维持）

日期	2020/7/31
当前股价(元)	5.06
一年最高最低(元)	5.23/3.52
总市值(亿元)	117.78
流通市值(亿元)	117.78
总股本(亿股)	23.28
流通股本(亿股)	23.28
近 3 个月换手率(%)	63.36

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-“精煤战略”改善业绩，保底高分红有望提升估值》-2020.4.28

《公司首次覆盖报告-“精煤战略”稳固业绩，高分红有望抬升估值》-2020.4.21

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

事件：7 月 30 日平煤股份发布 2020 年半年度经营数据

● **降本提升吨煤盈利，二季度煤炭毛利大幅改善。维持“买入”评级**

2020 年 H1 实现煤炭营收 109 亿元，同比-2%，毛利 27.6 亿元，同比大增 20%，毛利率 25.4%，同比+4.7pct，经测算二季度实现煤炭毛利 16.5 亿元，环比大幅增长 42%，毛利率 28.2%，环比+4.7pct。我们认为毛利改善主要源于吨煤成本下降，同时“精煤战略”致吨煤售价受市场波动影响较小，体现出公司在疫情冲击影响下的经营韧性。我们上调公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年归母净利润 12.4(+1.5)/13.5(+1.72)/14.1(+1.9)亿元，同比变化 7.5%/8.8%/4.0%，EPS 分别为 0.53(+0.06)/0.58(+0.07)/0.6(+0.08)元；当前股价对应 PE 为 9.5x/8.7x/8.4x。看好公司业绩稳定性，维持“买入”评级。

● **产量同比增长，吨煤成本降幅明显致吨煤毛利环比改善**

产量增长，销量小幅下滑。2020H1 实现产量 1527 万吨，同比+6.5%，销量 1576 万吨，同比-4.3%，其中二季度产销量分别为 766/872 万吨，同比 10%/-7.3%，二季度产量增长明显。需要注意上半年毛利率较高的自产煤销量为 1409 万吨，同比仅-2%，整体保持稳定。**吨煤成本明显降低，吨煤价格小幅下降。**经测算 2020H1 吨煤成本为 514 元/吨，同比-4%，二季度单季吨煤成本 483 元/吨，环比大幅下降 13%，可见公司二季度生产成本控制力度加大。2020H1 吨煤价格为 689 元/吨，同比+2%，二季度单季吨煤价格为 672 元/吨，环比下降 5%，降幅明显低于市场价格波动，我们认为“精煤战略”指引下精煤比例提升对稳定售价有所贡献。**二季度煤炭业务毛利率明显提升至 28.2%，体现出公司煤炭主业的强健韧性。**

● **经济复苏看好下半年业绩持续改善，支撑稳定高分红**

随着经济加速回暖，下半年基建发力、地产韧性犹存，在“两新一重”建设等政策支持下，下半年业绩有望持续改善，支撑稳定高分红。公司 2019 年度利润分配方案每股派息 0.302 元（含税），高于 2019-2021 年分红规划中的 0.25 元保底水平，分红总额为 6.93 亿元，分红率达 60%，根据最新收盘价，股息率为 6.0%。虽然 7 月煤炭板块经历了一轮上涨，但公司估值仍处于低位，有望进一步修复。

● **风险提示：**下游需求恢复不及预期；煤炭市场价下降超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,153	23,635	24,449	25,062	25,808
YOY(%)	-2.8	17.3	3.4	2.5	3.0
归母净利润(百万元)	715	1,155	1,242	1,352	1,406
YOY(%)	-48.1	61.5	7.5	8.8	4.0
毛利率(%)	19.8	20.7	23.2	24.2	25.1
净利率(%)	3.5	4.9	5.1	5.4	5.4
ROE(%)	6.0	8.2	9.1	9.3	9.1
EPS(摊薄/元)	0.31	0.50	0.53	0.58	0.60
P/E(倍)	16.5	10.2	9.5	8.7	8.4
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,429	16,889	13,217	17,378	17,180
现金	11,628	10,938	5,390	12,419	9,040
应收票据及应收账款	2,593	1,850	4,395	1,597	4,429
其他应收款	119	109	163	106	169
预付账款	489	382	630	391	648
存货	1,111	1,455	1,373	1,436	1,401
其他流动资产	488	2,155	1,265	1,428	1,493
非流动资产	32,529	37,372	37,303	35,644	33,935
长期投资	421	1,150	1,850	1,950	2,050
固定资产	28,539	31,763	31,947	31,087	29,703
无形资产	617	810	873	932	986
其他非流动资产	2,952	3,648	2,633	1,675	1,196
资产总计	48,958	54,261	50,520	53,022	51,116
流动负债	21,373	23,467	20,182	22,634	20,692
短期借款	3,892	3,784	3,784	3,784	3,784
应付票据及应付账款	11,013	13,051	10,754	13,629	11,070
其他流动负债	6,468	6,632	5,644	5,220	5,838
非流动负债	12,877	14,495	13,199	12,150	11,019
长期借款	9,870	11,075	9,967	8,860	7,752
其他非流动负债	3,007	3,420	3,232	3,290	3,267
负债合计	34,251	37,961	33,381	34,784	31,711
少数股东权益	1,839	1,973	2,284	2,622	2,973
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
留存收益	7,307	8,465	9,241	10,086	10,964
归属母公司股东权益	12,869	14,326	14,855	15,616	16,431
负债和股东权益	48,958	54,261	50,520	53,022	51,116

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,751	1,770	678	10,111	-242
净利润	883	1,329	1,552	1,690	1,757
折旧摊销	2,194	2,358	1,869	1,959	2,009
财务费用	1,065	1,117	1,145	1,146	1,117
投资损失	-36	-69	-2	-2	-2
营运资金变动	-1,368	-3,255	-3,886	5,319	-5,122
其他经营现金流	12	290	- 0	- 0	- 0
投资活动现金流	-2,633	-3,267	-1,787	-298	-298
资本支出	1,002	2,328	1,062	22,558	22,554
长期投资	- 0	-700	-700	- 0	-100
其他投资现金流	-1,631	-1,639	-1,425	22,260	22,156
筹资活动现金流	1,905	495	-4,439	-2,785	-2,838
短期借款	-1,113	-108	- 0	- 0	- 0
长期借款	866	1,205	-1,107	-1,107	-1,107
普通股增加	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资本公积增加	152	133	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	2,000	-735	-3,332	-1,678	-1,731
现金净增加额	2,023	-1,000	-5,548	7,028	-3,378

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,153	23,635	24,449	25,062	25,808
营业成本	16,161	18,740	18,778	18,993	19,320
营业税金及附加	631	679	731	745	764
营业费用	182	219	224	230	258
管理费用	643	701	1,117	1,253	1,419
研发费用	317	404	440	501	645
财务费用	1,065	1,117	1,145	1,146	1,117
资产减值损失	-26	- 0	-20	-20	-20
其他收益	7	12	- 0	- 0	- 0
公允价值变动收益	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
投资净收益	36	69	2	2	2
资产处置收益	- 0	1	- 0	- 0	- 0
营业利润	1,223	1,671	2,035	2,215	2,306
营业外收入	49	73	65	67	67
营业外支出	32	29	30	30	30
利润总额	1,240	1,714	2,070	2,253	2,343
所得税	357	385	517	563	586
净利润	883	1,329	1,552	1,690	1,757
少数股东损益	168	174	310	338	351
归母净利润	715	1,155	1,242	1,352	1,406
EBITDA	3,911	4,635	4,511	4,770	4,863
EPS(元)	0.31	0.50	0.53	0.58	0.60

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-2.8	17.3	3.4	2.5	3.0
营业利润(%)	-27.2	36.6	21.8	8.8	4.1
归属于母公司净利润(%)	-48.1	61.5	7.5	8.8	4.0
获利能力					
毛利率(%)	19.8	20.7	23.2	24.2	25.1
净利率(%)	3.5	4.9	5.1	5.4	5.4
ROE(%)	6.0	8.2	9.1	9.3	9.1
ROIC(%)	4.2	5.3	6.3	6.7	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	70.0	70.0	66.1	65.6	62.0
净负债比率(%)	30.8	51.0	65.8	17.6	28.1
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.4	10.6	7.8	8.4	8.6
应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.50	0.53	0.58	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	0.76	0.29	4.34	-0.10
每股净资产(最新摊薄)	5.53	5.94	6.17	6.49	6.84
估值比率					
P/E	16.5	10.2	9.5	8.7	8.4
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.7	4.8	5.7	3.7	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835