

## 买入

2024年11月1日

### Q3 净利润环比微增，产能释放成本下降

➤ **Q2 净利润环比微增，符合预期：**公司前三季度实现收入 1066 亿元，同比-21.5%；实现归母净利润 114 亿元，同比-27%；扣非后归母净利润为 110.5 亿元，同比-22.5%。单季度 Q3 实现 343.2 亿元，同环比-15.5%/+5%；归母净利润为 38.4 亿元，同环比-15.63%/+0.7%，公司单季度净利润微增主要是因为 Q3 秦皇岛市场 5500K 煤炭均价为 852.5 元/吨，与 Q2 持平，公司业绩符合市场预期。

邹瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk

➤ **产量增长带来成本下滑，煤炭业务齐稳：**公司 Q3 单季度煤炭板块实现 228 亿元，环比+1.2%；成本 113 亿元，环比-8%；毛利为 114 亿元，环比+12.3%；毛利率为 50.2%，环比+5pct.。公司 Q3 成本下降得益于澳洲基地及陕蒙基地的产量提升。**产销方面：**Q3 单季度公司商品煤产量为 3673 万吨，环比+6.7%。商品煤销售为 3471 万吨，环比+3%，其中自产煤销量为 3246 万吨，环比-0.5%。**售价与成本方面：**Q3 综合售价为 656 元/吨，环比-1.8%，其中自产煤售价为 654 元/吨，环比-0.9%；吨成本为 327 元/吨，环比-10.7%，其中自产煤吨成本为 309 元/吨，环比-12.1%。预计 Q4 随着天气转冷，水电出力不足，火电需求将增加，煤炭市场价格有望小幅上涨。公司产量有望保持 Q3 的高位水平。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

➤ **煤化工销售稳定，业务扭亏为盈：**前三季度煤化工业务表现良好，公司实现收入 187 亿元，同比-5%；毛利为 39 亿元，同比+0.6%；毛利率为 21%，毛利率提高主要得益于煤炭作为原材料较上年有较大的下降；产销方面，公司前三季度产量为 636 万吨，同比-2.2%；销量为 570 万吨，同比-3.4%。板块整体实现扭亏为盈。但 Q3 看，公司产量为 217 万吨，环比+7.8%；销量 195 万吨，环比+4.5%，毛利为 15 亿元，环比+13.9%。Q3 盈利情况稳定，预计公司全年煤化工项目将继续保持小幅盈利，实现扭亏为盈。

➤ **各个业务产量将有序释放，为公司带来增长：**煤炭业务：公司万福煤矿（180 万吨/年）预计将在年底进行联合试运转，煤矿产品为焦煤；新疆五彩湾煤矿一期（1000 万吨/年）预计将在 25 年联合试运转，二期（1000 万吨/年）预计将在 26 年投产。刘三圪旦、嘎鲁图及霍林河一号三个矿预计将在 27-30 年投产。煤化工：10 月公司公告荣信化工项目投资额为 95.7 亿元；新疆五彩湾配套年产能 80 万吨烯烃项目预计在 26 年投产。公司各版块增量正在有序释放，预计将在未来三年为公司提供利润增量。

➤ **目标价 15.4 港元，评级买入：**预计未来三年煤价将保持平稳，公司利润将由于煤炭和煤化工的产量增长而增长。因此调整 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 153.5/176.6/193.8 亿元；EPS 分别为 1.53/1.76/1.93 元。估值方面，对应公司 25 年净利润参考行业平均 8 倍 PE，给与公司买入评级，目标价为 15.4 港元，较目前股价有 52.4% 的涨幅。

### 主要资料

行业	煤炭行业
股价	10.12 港元
目标价	15.4 港元
	52.4%
股票代码	1171.HK
已发行股本	100 亿股
总市值	1016 亿港元
52 周高/低	13.76/8.57 港元
每股净资产	6.07 元
主要股东	山东能源集团... 43.7%

### 表：盈利摘要

截至12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入（百万人民币）	154,602	118,434	126,018	132,557	143,264
变动（%）	42%	-23%	6%	5%	8%
净利润（百万人民币）	30,418	17,779	15,347	17,655	19,380
每股收益（元）	6.13	2.39	1.53	1.76	1.93
变动（%）	79%	-61%	-36%	15%	10%
市盈率@10.12港元	1.7	4.2	6.6	5.8	5.2
每股股息（港元）	5.46	1.63	1.09	1.25	1.37
股息率（%）	/	16%	11%	12%	14%

### 股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

# 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	154,602	118,434	126,018	132,557	143,264	盈利能力					
营业成本	80,815	74,519	84,389	86,059	92,861	毛利率 (%)	47.7%	37.1%	33.0%	35.1%	35.2%
毛利	73,787	43,915	41,630	46,499	50,403	EBITDA 利率 (%)	42.1%	39.2%	31.4%	32.7%	32.8%
销售、一般及行政费用	-19,718	-15,079	-15,422	-16,089	-17,245	净利率 (%)	19.7%	15.0%	12.2%	13.3%	13.5%
财务费用	-5,983	-3,563	-4,378	-4,378	-4,378	营运表现					
应占联营企业利润	1,495	2,198	2,000	2,000	2,000	SG&A/收入 (%)	7.4%	13.1%	10.0%	9.0%	8.7%
应占合营企业利润	614	63	0	0	0	实际税率 (%)	-27.2%	-25.9%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
其他收入	3,494	3,452	3,226	3,393	3,667	股息支付率 (%)	70.0%	62.3%	60.0%	60.0%	60.0%
税前净利润	53,688	30,986	27,055	31,424	34,446	库存周转天数	36.2	39.1	39.1	39.1	39.1
所得税	-14,587	-8,028	-6,764	-7,856	-8,611	应收账款天数	29.1	36.3	36.3	36.3	36.3
净利润	39,101	22,958	20,292	23,568	25,834	应付账款天数	111.6	128.5	100.0	100.0	100.0
少数股东应占利润	8,221	4,734	4,945	5,913	6,454	财务状况					
归母净利润	30,418	17,779	15,347	17,655	19,380	净负债/权益	1.5	2.5	2.3	2.1	1.9
折旧及摊销	11,393	15,473	12,542	11,978	12,505	收入/总资产	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	65,082	46,459	39,597	43,402	46,951	总资产/权益	3.4	4.8	4.6	4.3	4.2
EPS(元)	6.13	2.39	1.53	1.76	1.93	估值比率					
增长						PE(倍)	1.7	4.2	6.6	5.8	5.2
总收入 (%)	42.3%	-23.4%	6.4%	5.2%	8.1%	PB(倍)	0.56	0.87	1.06	0.98	0.90
每股收益 (%)	78.6%	-61.0%	-36.0%	15.0%	9.8%	现金流量表					
						人民币 百万元, 财务年度截至12月					
资产负债表											
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
货币资金	38,624	30,268	38,458	40,758	44,101	净利润	53,688	30,986	27,055	31,424	34,446
应收账款	11,060	12,486	12,527	13,177	14,241	折旧摊销	11,393	15,473	12,542	11,978	12,505
存货	8,222	7,744	9,040	9,219	9,948	财务费用	-5,983	-3,563	-4,378	-4,378	-4,378
其他流动资产	23,903	38,887	43,826	45,975	49,495	运营资金变动前现金流	69,191	48,467	37,597	41,402	44,951
总流动资产	88,362	99,683	114,150	119,428	128,084	运营资金变动	-7,317	-25,851	-13,435	-10,194	-11,315
固定资产	82,430	115,160	123,713	133,176	142,309	营运性现金流	61,874	22,616	24,162	31,208	33,636
无形资产	72,605	116,076	113,251	110,522	107,884	资本开支	-13,534	-21,864	-19,700	-19,700	-19,700
非流动资产	220,241	314,634	323,793	333,515	342,709	其他投资活动	-312	416	0	0	0
总资产	308,604	414,318	437,942	452,943	470,793	投资性现金流	-15,171	-29,315	-19,700	-19,700	-19,700
应付帐款	26,442	26,031	23,120	23,578	25,441	取得借款	22,685	76,609	10,298	0	0
短期银行贷款	15,350	24,108	24,379	24,379	24,379	偿还借款	-50,825	-66,904	0	0	0
其他流动负债	41,908	73,529	73,529	73,529	73,529	股息支付	-9,908	-21,951	-11,084	-9,208	-10,593
总流动负债	83,699	123,668	121,028	121,485	123,349	其他筹资资金	-11,052	10,378	4,514	0	0
长期银行贷款	60,813	76,080	86,108	86,108	86,108	融资性现金流	-49,099	-1,869	3,728	-9,208	-10,593
总非流动负债	85,686	123,915	136,458	136,641	137,386	现金变化	-2,396	-8,569	8,190	2,300	3,343
总负债	169,386	247,582	257,485	258,126	260,735	期初持有现金	40,045	38,624	30,268	38,458	40,758
少数股东权益	36,117	63,292	68,237	74,150	80,604	期末持有现金	38,624	30,268	38,458	40,758	44,101
股东权益	89,852	86,902	95,678	104,125	112,913						
每股净资产 (元)	18.11	11.68	9.53	10.37	11.25						
营运资金	4,663	-23,984	-6,878	-2,057	4,735						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。