

上海能源（600508.SH）

煤价下跌致全年业绩承压，关注破净修复与提分红

2025 年 03 月 25 日

——公司 2024 年报点评报告

投资评级：买入（维持）

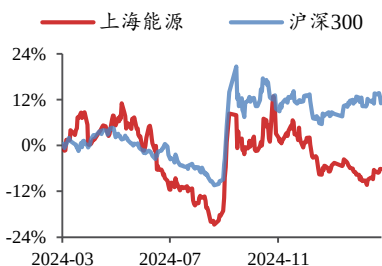
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/3/21
当前股价(元)	12.38
一年最高最低(元)	15.70/10.60
总市值(亿元)	89.47
流通市值(亿元)	89.47
总股本(亿股)	7.23
流通股本(亿股)	7.23
近 3 个月换手率(%)	33.63

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤电铝运一体化，关注 PB 破净修复与分红潜力—公司首次覆盖报告》
-2024.11.12

●煤价下跌致全年业绩承压，关注破净修复与提分红，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 94.9 亿元，同比-13.6%，实现归母净利润 7.2 亿元，同比-26.2%，实现扣非后归母净利润 7 亿元，同比-26.5%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 22.6 亿元，环比-5.2%，实现归母净利润 0.9 亿元，环比-41.6%，实现扣非后归母净利润 0.94 亿元，环比-32.3%。考虑到煤价下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年实现归母净利润 5.3/6.3/7 亿元（2025-2026 年前值 9.7/12 亿元），同比-26.6%/+19.2%/+11%；EPS 分别为 0.73/0.87/0.96 元，对应当前股价 PE 分别为 17/14.3/12.9 倍。公司煤炭具有成长性，公司 PB 亦存在明显折价，估值修复未来可期，维持“买入”评级。

●煤炭价格下跌致盈利能力下滑，电力盈利改善或受煤价下滑影响

（1）煤炭业务：产销方面，全年来看，2024 年公司原煤产量 858.2 万吨，同比+6.9%，商品煤产量 627.4 万吨，同比-2.9%，其中洗精煤产量 452.7 万吨，同比+8.8%，洗精煤产量占商品煤产量比重为 72.2%，同比+7.8pct，商品煤销量 631.8 万吨，同比-2.7%；单季度来看，2024Q4 公司原煤产量 195.5 万吨，环比-15.9%，商品煤产量 157.4 万吨，环比-13.7%，其中洗精煤产量 91.3 万吨，环比-31.2%，洗精煤产量占商品煤产量比重为 58%，环比-14.8pct，商品煤销量 175.5 万吨，环比+5%。价格方面，全年来看，2024 年公司商品煤吨煤售价 995.9 元/吨，同比-8.5%；单季度来看，2024Q4 商品煤吨煤售价 831.3 元/吨，环比-12.8%。成本方面，全年来看，2024 年公司商品煤吨煤成本为 699.3 元/吨，同比-1.3%，主要系材料及动力、职工工资同比下滑影响；单季度来看，2024Q4 商品煤吨煤成本 667.1 元/吨，环比+0.7%。盈利方面，全年来看，2024 年公司商品煤吨煤毛利为 296.6 元/吨，同比-21.8%；单季度来看，2024Q4 吨煤毛利为 164.2 元/吨，环比-43.6%。（2）电力业务：发电量方面，2024 年公司发电量 38.17 亿度，同比+3.1%；盈利方面，2024 年公司电力毛利率为 12.3%，同比+2.9pct，盈利能力提升或主要受成本端煤价下滑影响。

●煤炭成长性&煤电一体化兼具，关注 PB 破净修复与提分红

（1）煤炭成长性&煤电一体兼具：煤炭业务方面，目前公司在产产能 909 万吨，同时在建 240 万吨苇子沟煤矿正在有序推进项目建设，预计 2025 年底进入试运转；电力业务方面，目前公司火电装机容量为 820MW、新能源光伏装机容量 308.9MW，2024 年公司商品煤 631.79 万吨销量中约有 65.68 万吨自用，自用煤占比 10.4%，一定程度上对冲了煤价下滑的影响。（2）关注 PB 破净修复与提分红：公司 PB 估值长期处于破净状态，2024 年公司每股净资产为 17.72 元，按照公司 2025 年 3 月 21 收盘价计算，公司 PB 估值为 0.7。根据中国证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》等要求，公司制定估值提升计划，其中提出要坚持多次现金分红，适当提高分红比例，2024 年公司分红比例为 40.4%，同比提升 9.82pct，未来公司分红比例有望进一步提升。

●风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,978	9,488	9,143	10,288	11,636
YOY(%)	-13.1	-13.6	-3.6	12.5	13.1
归母净利润(百万元)	969	716	525	626	695
YOY(%)	-44.3	-26.2	-26.6	19.2	11.0
毛利率(%)	22.6	21.5	17.1	17.6	18.1
净利率(%)	8.8	7.5	5.7	6.1	6.0
ROE(%)	7.8	5.2	4.0	4.5	4.8
EPS(摊薄/元)	1.34	0.99	0.73	0.87	0.96
P/E(倍)	9.2	12.5	17.0	14.3	12.9
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4432	3904	5365	5075	4660
现金	3162	2704	4124	3812	3317
应收票据及应收账款	289	344	330	321	332
其他应收款	10	7	9	8	11
预付账款	84	71	78	89	100
存货	290	254	299	320	376
其他流动资产	599	524	524	524	524
非流动资产	15505	15784	14701	15325	15994
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	11182	11129	10367	11078	11857
无形资产	1307	1306	1399	1451	1433
其他非流动资产	3016	3349	2935	2796	2703
资产总计	19938	19688	20065	20399	20654
流动负债	3599	3237	3435	3619	3694
短期借款	0	0	0	0	132
应付票据及应付账款	1353	1171	1290	1271	1244
其他流动负债	2246	2066	2145	2347	2318
非流动负债	3727	3687	3340	3110	2873
长期借款	1153	1350	1003	773	536
其他非流动负债	2574	2337	2337	2337	2337
负债合计	7326	6925	6775	6729	6567
少数股东权益	0	-46	-45	-56	-71
股本	723	723	723	723	723
资本公积	917	917	917	917	917
留存收益	10644	10919	11326	11812	12366
归属母公司股东权益	12612	12810	13335	13727	14158
负债和股东权益	19938	19688	20065	20399	20654

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1383	1277	1247	1502	1449
净利润	978	665	527	615	681
折旧摊销	861	925	786	841	954
财务费用	62	70	-10	-25	-0
投资损失	0	0	-63	-78	-35
营运资金变动	-691	-433	15	152	-148
其他经营现金流	174	50	-8	-3	-3
投资活动现金流	-1108	-1203	367	-1384	-1586
资本支出	1133	1220	-297	1464	1624
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	25	18	70	80	38
筹资活动现金流	-332	-590	-194	-429	-491
短期借款	0	0	0	0	132
长期借款	154	197	-347	-230	-237
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-486	-787	152	-199	-386
现金净增加额	-57	-516	1420	-312	-628

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10978	9488	9143	10288	11636
营业成本	8499	7447	7579	8477	9532
营业税金及附加	349	322	291	337	379
营业费用	34	30	26	30	35
管理费用	640	681	612	708	773
研发费用	48	62	42	50	60
财务费用	62	70	-10	-25	-0
资产减值损失	-5	-12	0	0	0
其他收益	6	7	19	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	63	78	35
资产处置收益	0	0	8	2	2
营业利润	1346	872	692	802	905
营业外收入	18	20	28	31	24
营业外支出	12	12	13	1	9
利润总额	1352	880	707	832	920
所得税	375	216	181	218	239
净利润	978	665	527	615	681
少数股东损益	9	-51	1	-12	-14
归属母公司净利润	969	716	525	626	695
EBITDA	2194	1813	1431	1585	1794
EPS(元)	1.34	0.99	0.73	0.87	0.96

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-13.1	-13.6	-3.6	12.5	13.1
营业利润(%)	-40.5	-35.2	-20.7	15.9	12.9
归属于母公司净利润(%)	-44.3	-26.2	-26.6	19.2	11.0
获利能力					
毛利率(%)	22.6	21.5	17.1	17.6	18.1
净利率(%)	8.8	7.5	5.7	6.1	6.0
ROE(%)	7.8	5.2	4.0	4.5	4.8
ROIC(%)	6.6	4.5	3.2	3.6	4.0
偿债能力					
资产负债率(%)	36.7	35.2	33.8	33.0	31.8
净负债比率(%)	-8.4	-5.5	-17.5	-16.4	-13.0
流动比率	1.2	1.2	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.0	1.1	1.4	1.3	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	34.1	30.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.6	6.0	6.3	6.8	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	0.99	0.73	0.87	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.77	1.73	2.08	2.00
每股净资产(最新摊薄)	17.45	17.72	18.45	18.99	19.59
估值比率					
P/E	9.2	12.5	17.0	14.3	12.9
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.6	4.5	4.6	4.2	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，属于商业秘密材料，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn