

## 恒源煤电 (600971.SH) 量价齐跌致业绩承压，关注煤电一体及高分红

2025年04月25日

——公司2025年一季度报点评报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/4/24
当前股价(元)	7.67
一年最高最低(元)	13.75/7.44
总市值(亿元)	92.04
流通市值(亿元)	92.04
总股本(亿股)	12.00
流通股本(亿股)	12.00
近3个月换手率(%)	37.45

### ●量价齐跌致业绩承压，关注煤电一体及高分红，维持“买入”评级

公司发布2025年一季度报，2025Q1公司实现营业收入11.8亿元，同比-42.5%，环比-24.7%；实现归母净利润0.3亿元，同比-93.7%，环比-78.6%；实现扣非后归母净利润0.1亿元，同比-96.6%，环比-92.5%。考虑煤价及销量下滑，我们下调2025-2027年公司盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润5.1/6.6/7.5亿元（2025-2027年前值为6.8/7.7/8.6亿元），同比-52.2%/+28.4%/+14.2%；EPS为0.43/0.55/0.63元，对应当前股价PE为18/14/12.3倍。公司煤电成长兼具一体化布局，高分红凸显投资价值，维持“买入”评级。

### ●煤炭销量同环比大幅下降，煤价下滑叠加成本提升拖累业绩

(1) 煤炭产销量方面：2025Q1公司原煤产量236.6万吨，同比-7%，环比+1.7%；2025Q1公司商品煤产/销量为175.4/160万吨，同比-10%/-16.5%，环比-0.1%/-15%，商品煤产销量同环比下降或主要系一季度国内煤炭下游需求疲弱影响。(2) 煤炭售价方面：2025Q1公司吨煤售价为691.8元/吨，同比-32%，环比-10.8%。(3) 煤炭成本方面：2025Q1公司吨煤成本为561.3元/吨，同比+0.03%，环比+10.7%，一季度公司煤炭销量下滑或致公司吨煤成本提升。(4) 煤炭毛利方面：受一季度公司煤炭售价同环比下滑以及单吨成本同环比提升影响，公司吨煤毛利同环比亦出现明显下滑，2025Q1公司吨煤毛利130.4元/吨，同比-71.4%，环比-51.4%；2025Q1公司煤炭业务毛利率为18.9%，同比-26pct，环比-15.8pct，一季度煤炭毛利下滑拖累公司业绩。

### ●煤电成长兼具一体化布局，高分红凸显投资价值

(1) 公司拥有集团多项煤矿资源不可撤销收购权：公司下辖5座煤矿，核定煤炭产能1095万吨/年，公司拥有集团多项煤矿资源不可撤销收购权，截至2024H1，皖北煤电集团资产证券化率达44.7%，未来公司有望继续通过集团内部资产注入的方式扩大公司煤炭业务规模，公司煤炭业务产销增量可期。(2) 电力装机规模有望持续扩容：公司火电装机规模1466MW，权益规模550MW，前钱营孜发电公司二期1000MW火电项目正在建设，预计2025年一季度投产，一期300MW风电项目正在建设中，预计在2025年底建成，二期500MW风电项目待一期项目建成后亦将按照规划推进；预计到2025年末，公司电力业务装机规模将提升至2766MW，权益装机规模1188MW。(3) 2024年分红比例提高：2024年公司分红比例为52.61%，同比+2.51pct，按照2025年4月24日收盘价计算，当前公司股息率为6.1%。

●风险提示：经济增长不及预期，煤炭价格下跌超预期，项目建设不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,786	6,972	5,857	6,134	6,281
YOY(%)	-7.2	-10.4	-16.0	4.7	2.4
归母净利润(百万元)	2,036	1,072	512	658	751
YOY(%)	-19.4	-47.3	-52.2	28.4	14.2
毛利率(%)	47.0	37.8	27.6	29.6	31.3
净利率(%)	26.1	15.4	8.7	10.7	12.0
ROE(%)	16.0	8.5	3.9	5.1	5.8
EPS(摊薄/元)	1.70	0.89	0.43	0.55	0.63
P/E(倍)	4.5	8.6	18.0	14.0	12.3
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《煤价下滑致业绩承压，关注煤电一体化及高分红——公司2024年报点评报告》-2025.3.31

《Q3煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤电一体化+高分红——公司信息更新报告》-2024.10.30

《煤电成长兼具一体化布局，高分红凸显投资价值——公司首次覆盖报告》-2024.10.23

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	9908	8565	9271	9051	8845
现金	6848	5410	5818	5720	5463
应收票据及应收账款	1029	739	928	899	855
其他应收款	50	31	37	34	39
预付账款	27	22	19	24	20
存货	353	235	340	246	339
其他流动资产	1601	2129	2129	2129	2129
<b>非流动资产</b>	11356	11970	10991	11107	11154
长期投资	1355	1736	2199	2669	3143
固定资产	4133	5568	4351	3925	3388
无形资产	3594	3453	3515	3621	3780
其他非流动资产	2273	1212	926	892	842
<b>资产总计</b>	21263	20535	20262	20158	19999
<b>流动负债</b>	6072	5662	5116	5217	5203
短期借款	1003	637	637	637	637
应付票据及应付账款	1569	1802	1594	1655	1683
其他流动负债	3500	3223	2886	2925	2883
<b>非流动负债</b>	2505	2439	2203	2049	1890
长期借款	566	650	413	260	101
其他非流动负债	1939	1789	1789	1789	1789
<b>负债合计</b>	8578	8101	7319	7266	7093
少数股东权益	84	68	66	62	56
股本	1200	1200	1200	1200	1200
资本公积	1605	1608	1608	1608	1608
留存收益	8982	8793	9123	9560	10085
<b>归属母公司股东权益</b>	12602	12365	12877	12830	12850
负债和股东权益	21263	20535	20262	20158	19999

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3577	1377	768	1605	1437
净利润	2031	1057	509	653	746
折旧摊销	708	739	788	811	847
财务费用	34	-14	26	14	10
投资损失	-91	-119	-84	-92	-96
营运资金变动	647	-721	-468	216	-73
其他经营现金流	248	435	-3	3	4
<b>投资活动现金流</b>	-2912	-1620	278	-831	-794
资本支出	1215	1034	-653	457	419
长期投资	-443	-657	-462	-470	-474
其他投资现金流	-1255	71	87	96	100
<b>筹资活动现金流</b>	-1325	-1221	-638	-872	-900
短期借款	-160	-366	0	0	0
长期借款	-100	84	-237	-153	-159
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1343	3	0	0	0
其他筹资现金流	278	-943	-401	-719	-741
<b>现金净增加额</b>	-660	-1464	408	-97	-257

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	7786	6972	5857	6134	6281
营业成本	4130	4336	4242	4319	4316
营业税金及附加	262	228	189	201	207
营业费用	63	64	46	48	52
管理费用	733	673	569	582	601
研发费用	348	380	258	273	295
财务费用	34	-14	26	14	10
资产减值损失	-14	-76	0	0	0
其他收益	10	6	8	8	8
公允价值变动收益	2	3	1	1	2
投资净收益	91	119	84	92	96
资产处置收益	2	0	2	3	2
<b>营业利润</b>	2284	1345	621	793	901
营业外收入	30	6	10	12	15
营业外支出	37	80	45	48	53
<b>利润总额</b>	2277	1272	586	757	863
所得税	246	215	77	103	118
<b>净利润</b>	2031	1057	509	653	746
少数股东损益	-5	-15	-3	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	2036	1072	512	658	751
EBITDA	2877	1930	1303	1485	1627
EPS(元)	1.70	0.89	0.43	0.55	0.63

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.2	-10.4	-16.0	4.7	2.4
营业利润(%)	-22.6	-41.1	-53.8	27.7	13.7
归属于母公司净利润(%)	-19.4	-47.3	-52.2	28.4	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	47.0	37.8	27.6	29.6	31.3
净利率(%)	26.1	15.4	8.7	10.7	12.0
ROE(%)	16.0	8.5	3.9	5.1	5.8
ROIC(%)	12.6	6.6	3.0	4.0	4.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.3	39.5	36.1	36.0	35.5
净负债比率(%)	-31.9	-22.5	-29.5	-30.0	-29.2
流动比率	1.6	1.5	1.8	1.7	1.7
速动比率	1.5	1.3	1.5	1.5	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	73.3	56.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.2	2.9	2.8	3.0	2.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.70	0.89	0.43	0.55	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	1.15	0.64	1.34	1.20
每股净资产(最新摊薄)	10.50	10.30	10.73	10.69	10.71
<b>估值比率</b>					
P/E	4.5	8.6	18.0	14.0	12.3
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	1.8	3.1	3.8	3.3	3.0

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