

买入

2025 年 4 月 29 日

煤炭价格触底，Q1 业绩符合预期

➤ **24 年净利润下降，25Q1 符合预期：**公司 24 年实现收入 1391 亿元，同比-7%；归母净利润 144 亿元，同比-28%；扣非后归母净利润为 139 元，同比-25%。25 年 Q1 实现收入 303.1 亿元，同比-23.5%；归母净利润为 27 亿元，同比-28%，公司 Q1 净利润下降要是因为市场煤价下跌造成，Q1 秦皇岛 5500K 煤炭市场均价为 731 元/吨，同比-20%，公司业绩符合市场预期。

邹瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk

➤ **煤炭价格触底，煤炭业务后续有望企稳：**公司 Q1 煤炭特业务收入 173 亿元，同比-11%；其中自产煤收入为 166 亿元，同比-31%；自产煤成本 107 亿元，同比-12%；自产煤毛利为 58.8 亿元，同比-50%；毛利率为 35.4%，同比-13.4pct.。公司自产煤毛利率大幅下降主要是由于煤炭价格下降所导致。**产销方面：**Q1 公司商品煤产量为 3680 万吨，同比+6%。商品自产煤销售为 3049 万吨，同比-2%。**售价与成本方面：**Q1 自产煤售价为 545 元/吨，同比-19%；吨成本为 362 元/吨，同比-22.7%，其中自产煤吨成本为 353 元/吨，同比-28.7%。进入 4 月底市场煤价跌至 670 元/吨后，跌幅收窄煤价触底，预计后续随迎峰度夏到来，火电需求将增加，煤炭市场价格有望反弹上涨。公司全年商品煤产量预计达到 1.56 亿吨。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

➤ **成本下降，煤化工盈利提升：**Q1 煤化工业务表现良好，有效对冲煤价下跌影响，实现收入 63 亿元，同比+1%；毛利为 14.6 亿元，同比+38%；毛利率为 23%，同比+6.4 个百分点。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，单吨成本为 2398 元/吨，同比-13%；销售价格为 3121 元/吨，同比-6%；产销方面，公司 Q1 产量为 241 万吨，同比+12%；销量为 202 万吨，同比+7%。板块整体盈利能力持续向好，预计 Q1 煤化工业务盈利超 5 亿元。预计公司全年煤化工产品产量将增加至 900 亿吨，盈利能力随着产量提升以及煤价稳定持续提高。

行业

煤炭行业

股价

8.00 港元

目标价

10.00 港元

25.00%

股票代码

1171.HK

➤ **收购西北矿业，为公司带来增量：**煤公司拟以现金 140.66 亿元收购母公司山能集团子公司西北矿业 51%的股权。其中以 47 亿购买西北矿业 26%的股权，剩余 93.18 亿再以增资扩股方式，使得公司在增资后持股比例上升至 51%。西北矿业目前拥有 12 座矿井及 2 个探矿权，其中 10 座在产，核定年产能 3605 万吨，主要分布在陕西、甘肃、内蒙、山西。2 座在建矿井预计将在 27-29 年间投产，核定产能为 1000 万吨，2 项探矿权总核定产能为 1500 万吨，也在办理采矿权手续。并且西北矿业承诺 25-27 年累计归母净利润不低于 71.22 亿元。若收购完成，预计西北矿业 25 年产量将达到 3000 万吨，为兖矿贡献净利润 10 亿元。

已发行股本

100 亿股

总市值

803 亿港元

52 周高/低

13.63/7.28 港元

每股净资产

6.2 元

主要股东

山东能源集团... 43.78%

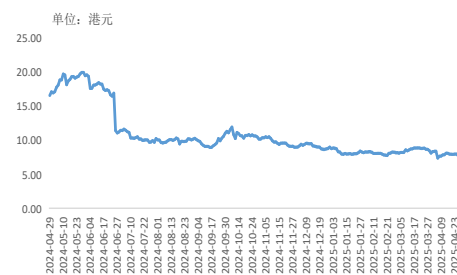
➤ **目标价 10 港元，评级买入：**预计未来三年煤价将保持平稳，公司利润将由于煤炭和煤化工的产量增长而增长。因此调整 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 116.7/131.5/146.3 亿元。估值方面，对应公司 25 年净利润参考行业平均 8 倍 PE，给与公司买入评级，目标价为 10 港元，较目前股价有 25%的涨幅。

表：盈利摘要

截至12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入（百万人民币）	118,434	124,534	112,529	116,303	120,370
变动（%）	-23%	5%	-10%	3%	3%
净利润（百万人民币）	17,779	14,056	11,674	13,145	14,627
每股收益（元）	2.39	1.40	1.16	1.31	1.46
变动（%）	-61%	-41%	-17%	13%	11%
市盈率@8.00港元	3.1	5.4	6.5	5.7	5.2
每股股息（港元）	1.58	0.82	0.68	0.77	0.85
股息率（%）	20%	10%	9%	10%	11%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



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											
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	118,434	124,534	112,529	116,303	120,370	盈利能力					
营业成本	74,519	82,705	78,415	80,648	83,006	毛利率 (%)	37.1%	33.6%	30.3%	30.7%	31.0%
毛利	43,915	41,830	34,114	35,655	37,365	EBITDA 利率 (%)	39.2%	33.5%	26.7%	27.1%	27.7%
销售、一般及行政费用	-15,079	-16,358	-14,556	-15,044	-15,570	净利率 (%)	15.0%	11.3%	10.4%	11.3%	12.2%
财务费用	-3,563	-4,137	-3,699	-3,699	-3,699	营运表现					
应占联营企业利润	2,198	2,220	2,200	2,200	2,200	SG&A/收入 (%)	13.1%	11.9%	8.0%	8.2%	8.3%
应占合营企业利润	63	74	50	50	50	实际税率 (%)	-25.9%	-23.3%	-23.3%	-23.3%	-23.3%
其他收入	3,452	3,239	2,927	2,908	3,009	股息支付率 (%)	62.3%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
税前净利润	30,986	26,867	21,036	22,070	23,355	库存周转天数	39.1	33.9	33.9	33.9	33.9
所得税	-8,028	-6,252	-4,895	-5,136	-5,435	应收账款天数	36.3	37.6	37.6	37.6	37.6
净利润	22,958	20,615	16,140	16,934	17,920	应付账款天数	128.5	118.1	118.1	118.1	118.1
少数股东应占利润	4,734	5,927	4,466	3,789	3,293	财务状况					
归母净利润	17,779	14,056	11,674	13,145	14,627	净负债/权益	2.5	3.3	3.0	2.8	2.5
折旧及摊销	15,473	14,830	8,975	9,500	9,994	收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	46,459	41,697	30,011	31,569	33,349	总资产/权益	4.8	6.1	5.7	5.4	5.0
EPS(元)	2.39	1.40	1.16	1.31	1.46	估值比率					
增长						PE(倍)	3.3	5.7	6.9	6.1	5.5
总收入 (%)	-23.4%	5.2%	-9.6%	3.4%	3.5%	PB(倍)	0.68	1.37	1.27	1.15	1.04
每股收益 (%)	-61.0%	-41.4%	-16.9%	12.6%	11.3%	现金流量表					
资产负债表						人民币 百万元, 财务年度截至12月					
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
货币资金	30,268	30,495	29,662	28,965	28,866	净利润	30,986	26,867	21,036	22,070	23,355
应收账款	12,486	13,189	11,600	11,989	12,408	折旧摊销	15,473	14,830	8,975	9,500	9,994
存货	7,744	7,625	7,286	7,493	7,712	财务费用	-3,563	-4,137	-3,699	-3,699	-3,699
其他流动资产	38,887	38,899	36,693	37,763	38,916	运营资金变动前现金流	48,467	39,250	27,761	29,319	31,099
总流动资产	99,683	98,135	93,168	94,137	95,829	运营资金变动	-25,851	-16,111	-3,168	-5,899	-6,273
固定资产	115,160	135,261	144,650	153,515	161,886	营运性现金流	22,616	23,140	24,593	23,420	24,826
无形资产	116,076	59,008	58,136	57,279	56,436	资本开支	-21,864	-18,120	-17,696	-17,696	-17,696
非流动资产	314,634	258,216	269,186	279,632	289,584	其他投资活动	416	52	0	0	0
总资产	414,318	356,350	362,354	373,770	385,413	投资性现金流	-29,315	-16,502	-17,696	-17,696	-17,696
应付帐款	26,031	27,472	25,364	26,086	26,849	取得借款	76,609	54,661	0	0	0
短期银行贷款	24,108	37,715	37,715	37,715	37,715	偿还借款	-66,904	-43,294	0	0	0
其他流动负债	73,529	51,832	51,832	51,832	51,832	股息支付	-21,951	-13,816	-7,731	-6,421	-7,230
总流动负债	123,668	117,557	114,910	115,632	116,395	其他筹资资金	10,378	-3,958	0	0	0
长期银行贷款	76,080	73,082	73,082	73,082	73,082	融资性现金流	-1,869	-6,408	-7,731	-6,421	-7,230
总非流动负债	123,915	106,808	106,511	106,691	106,882	现金变化	-8,569	230	-833	-697	-100
总负债	247,582	224,365	221,421	222,323	223,277	期初持有现金	38,624	30,352	30,495	29,662	28,965
少数股东权益	63,292	50,108	54,574	58,363	61,656	期末持有现金	30,268	30,495	29,662	28,965	28,866
股东权益	86,902	58,610	63,092	69,816	77,213						
每股净资产 (元)	11.68	5.84	6.28	6.95	7.69						
营运资金	-23,984	-19,422	-21,742	-21,495	-20,566						

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。