

业绩低于预期，煤、电业务成长可期

2025 年 04 月 29 日

► **事件:** 2025 年 4 月 28 日, 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年, 公司实现营业收入 96.04 亿元, 同比下降 14.7%; 归母净利润 12.14 亿元, 同比下降 30.1%。2025 年一季度, 公司实现营业收入 19.16 亿元, 同比下降 32.1%; 归母净利润 0.51 亿元, 同比下降 90.5%。

► **24Q4 盈利同环比均增, 期间费用环比减少。**2024 年四季度, 公司实现营业收入 18.03 亿元, 同环比-32.1%/-17.2%; 归母净利润 1.83 亿元, 同环比+2.4%/+35.8%。24Q4 公司四费环比-2.89 亿元, 其中销售/管理/研发/财务费率分别环比-0.4/-10.2/+0.8/-2.3pct。

► **分红比例 30%, 股息率 2.9%。**公司拟派发每股现金股利 0.068 元 (含税), 合计派发现金红利 3.64 亿元, 分红比例 30.0%, 较 2023 年同比-0.8pct, 以 2025 年 4 月 29 日股价计算, 股息率 2.9%。

► **2024 年煤炭产销下滑, 成本降幅不及售价, 毛利率同比下滑。**2024 年, 公司实现煤炭产量 1907.21 万吨, 同比-3.1%; 煤炭销量 1762.16 万吨, 同比-8.5%; 库存量 301.08 万吨, 同比+37.8%; 吨煤营业收入 422.7 元/吨, 同比-5.8%; 吨煤营业成本 254.3 元/吨, 同比-1.1%; 原煤单位制造成本 346.5 元/吨, 同比+3.3%, 其中职工薪酬、安全费、维简费同比提升; 吨煤毛利 168.4 元/吨, 同比-12.0%; 煤炭业务毛利率同比下滑 2.8pct 至 39.85%。公司现拥有 8 对生产矿井, 核定年产能 1624 万吨; 3 个在建矿 (其中景泰白岩子矿井、红沙梁露天矿处于联合试运转阶段, 红沙梁井工矿正在建设中), 在建年产能 690 万吨。

► **2024 年电力业务盈利下滑, 在建、筹建机组装机容量可观。**2024 年, 公司实现售电量 38.40 亿度, 同比+1.6%; 度电收入 0.3510 元/度, 同比-10.2%; 度电成本 0.2927 元/度, 同比-9.2%; 度电毛利 0.0582 元/度, 同比-14.9%; 电力业务毛利率同比-0.9pct 至 16.60%。截至 2024 年末, 公司在运电力装机容量 809MW, 在建、筹建电力项目主要是新区热电 2×350MW、新区火电 2×1000MW、庆阳火电 2×660MW 等项目, 上述在建电力项目建成投运后, 公司电力总装机容量将达到 4829MW。

► **25Q1 煤炭产销同比下滑, 售电量同比增长。**2025 年一季度, 公司实现煤炭产量 484.72 万吨, 同比-7.9%, 销量 370.7 万吨, 同比-11.0%; 售电量 10.58 亿度, 同比+2.5%, 供热量 325.75 万吉焦, 供汽量 108.05 万吉焦; 复合肥产量 2.52 万吨, 销量 2.43 万吨; 浓硝酸产量 1.77 万吨, 销量 1.67 万吨。

► **投资建议:** 考虑煤价、电价下滑, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利为 2.30/2.74/3.25 亿元, 对应 EPS 分别为 0.04/0.05/0.06 元/股, 对应 2025 年 4 月 29 日收盘价的 PE 分别均为 55/46/39 倍。公司煤、电、化在建项目较多, 中长期成长性较高, 维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示:** 煤炭价格大幅下跌; 在建项目投产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,604	8,128	9,287	10,567
增长率 (%)	-14.7	-15.4	14.3	13.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,214	230	274	325
增长率 (%)	-30.1	-81.0	19.2	18.4
每股收益 (元)	0.23	0.04	0.05	0.06
PE	10	55	46	39
PB	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

2.35 元



分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书: S0100524070004

邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书: S0100123070003

邮箱: lujiagi@mszq.com

相关研究

- 1.甘肃能化 (000552.SZ) 2024 年半年报点评: 业绩符合预期, 在建项目稳步推进-2024/08/22
- 2.甘肃能化 (000552.SZ) 2024 年一季报点评: 业绩符合预期, 在建项目年内有望贡献业绩增量-2024/04/30
- 3.甘肃能化 (000552.SZ) 2023 年年报点评: 售价下滑拖累盈利, 煤电化协同成长可期-2024/04/16
- 4.甘肃能化 (000552.SZ) 2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 在建新建项目助力未来成长-2023/10/25
- 5.甘肃能化 (000552.SZ) 2023 年半年报点评: 业绩基本符合预期, 期待后续产量释放-2023/08/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,604	8,128	9,287	10,567
营业成本	6,446	6,003	6,815	7,717
营业税金及附加	458	387	443	504
销售费用	93	79	90	102
管理费用	677	650	743	845
研发费用	361	306	349	397
EBIT	1,523	789	946	1,114
财务费用	84	241	301	366
资产减值损失	-168	-297	-337	-379
投资收益	11	9	10	12
营业利润	1,429	261	319	381
营业外收支	59	21	18	18
利润总额	1,488	282	336	398
所得税	273	52	62	73
净利润	1,215	230	275	325
归属于母公司净利润	1,214	230	274	325
EBITDA	3,122	2,350	2,623	2,989

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,805	3,843	2,484	1,305
应收账款及票据	970	810	926	1,053
预付款项	56	52	59	67
存货	1,002	772	876	992
其他流动资产	2,827	1,316	1,349	1,385
流动资产合计	9,659	6,793	5,693	4,802
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	9,478	12,335	15,212	18,107
无形资产	5,201	5,501	5,801	6,101
非流动资产合计	23,702	27,317	30,618	33,836
资产合计	33,361	34,109	36,311	38,638
短期借款	76	276	476	676
应付账款及票据	4,518	4,207	4,776	5,408
其他流动负债	3,329	3,159	3,387	3,639
流动负债合计	7,923	7,643	8,639	9,723
长期借款	4,459	5,459	6,459	7,459
其他长期负债	3,679	3,608	3,608	3,608
非流动负债合计	8,138	9,067	10,067	11,067
负债合计	16,061	16,710	18,706	20,789
股本	5,352	5,352	5,352	5,352
少数股东权益	419	419	419	420
股东权益合计	17,300	17,400	17,605	17,848
负债和股东权益合计	33,361	34,109	36,311	38,638

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.70	-15.37	14.26	13.77
EBIT 增长率	-32.76	-48.17	19.88	17.71
净利润增长率	-30.13	-81.04	19.23	18.36
盈利能力 (%)				
毛利率	32.88	26.14	26.62	26.97
净利润率	12.64	2.83	2.96	3.07
总资产收益率 ROA	3.64	0.67	0.76	0.84
净资产收益率 ROE	7.19	1.36	1.60	1.86
偿债能力				
流动比率	1.22	0.89	0.66	0.49
速动比率	0.83	0.61	0.40	0.25
现金比率	0.61	0.50	0.29	0.13
资产负债率 (%)	48.14	48.99	51.52	53.81
经营效率				
应收账款周转天数	35.18	35.96	30.67	30.73
存货周转天数	49.77	53.17	43.51	43.57
总资产周转率	0.30	0.24	0.26	0.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.23	0.04	0.05	0.06
每股净资产	3.15	3.17	3.21	3.26
每股经营现金流	0.39	0.40	0.55	0.62
每股股利	0.07	0.01	0.02	0.02
估值分析				
PE	10	55	46	39
PB	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.99	6.63	5.95	5.22
股息收益率 (%)	2.89	0.55	0.65	0.77

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,215	230	275	325
折旧和摊销	1,599	1,561	1,676	1,875
营运资金变动	-1,025	-217	341	375
经营活动现金流	2,111	2,161	2,960	3,335
资本开支	-5,279	-5,045	-5,106	-5,239
投资	-1,283	767	0	0
投资活动现金流	-6,523	-3,815	-5,095	-5,228
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,950	1,141	1,200	1,200
筹资活动现金流	1,019	692	776	714
现金净流量	-3,392	-962	-1,359	-1,179

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048