

买入

2025 年 4 月 29 日

业绩短期承压，一体化运营穿越行业周期

- **一季度业绩承压：**受煤炭行业整体供给过剩影响，公司一季度业绩承压。2025 年一季度实现收入 695.85 亿元，同比下降 21.1%；实现归母净利润 133.74 亿元，同比下降 19%。经营现金净流入 205.38 亿元，同比下降 25.9%。
- **煤炭量价齐降拖累业绩：**公司一季度煤炭业务实现产量 8250 万吨，同比下降 1.1%；公司煤炭销售量同比下降 15.3%至 9930 万吨，其中外购煤销量锐减 40.4%，自产煤销量也下降 4.7%。销量下滑主要受制于市场需求疲软和行业整体供需宽松局面。公司为稳定现金流，提高年度长协煤销量占比至 63.9%。尽管长协煤价格波动较小，但现货以及月度销售比例降低导致整体售价承压。煤炭平均销售价格同比下跌 11.5%至 506 元/吨，月度长协煤价跌幅显著，现货价格从 572 元/吨降至 506 元/吨。动力煤港口现货均价同比下跌约 20%。公司一季度自产煤毛利率下降至 42.9%，下降 7.1 个百分点。公司目前新街一井、二井以及塔然高勒矿井在建矿井预计 2028 年建成投产，年产能共计 2800 万吨，公司未来产能规模有望稳定提升。
- **发电业务不及预期，成本有所改善：**由于一季度售电量以及平均手电价格下降。公司发电板块收入同比下降 14.7%；税前利润同比下降 18.2%，发电分部毛利率下滑至 15.1%，公司平均售电成本同比下降 2.8%。电价下跌叠加一季度电力需求疲软，削弱了公司煤电一体化优势。公司 2024 年获得容量电费资格的煤电机组共有 68 台，共计获取容量电费约 50 亿元，未来随着容量电费标准的提高，叠加目前约 10 吉瓦的在建煤电项目，这部分收入还有提升空间。随着用电旺季的到来，公司发电量有望迎来环比大幅提升，结合公司自身煤炭+运输的一体化运营优势，发电业务季度业绩有望迎来大幅改善。
- **目标价 38.34 港元，维持买入评级：**展望全年，公司整体煤炭销售结构仍以中长协煤为主，应对周期波动能力较强。产业一体化运营优势依然存在，迎峰度夏旺季有望带动业绩改善。公司重视股东中长期回报，提高每年度最低现金分红比例 5 个百分点至 65%，全力维护资本市场平稳运行。公司高分红、现金奶牛属性不变。考虑当前煤价以及电价水平，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 593/594/596 亿元，给予目标价 38.34 港元，对应 2025 年 12 倍 PE，较现价有 30%的上升空间，维持买入评级。
- **风险因素：**长协煤价格大幅下降、发电新增装机容量不及预期。

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	煤炭
股价	29.50 港元
目标价	38.34 港元 (+30%)
股票代码	1088.HK
已发行 H 股股本	33.77 亿股
H 股市值	996 亿港元
52 周高/低	38.30/28.30 港元
每股净资产	21.93 元
主要股东	国家能源投资集团 有限公司 69.52%

盈利摘要

截止12月31日	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
营业额(百万人民币)	343,074	338,375	308,632	310,760	313,191
变动(%)	(0.4)	(1.4)	(8.8)	0.7	0.8
净利润(百万人民币)	64,625	62,421	59,331	59,423	59,553
每股盈余(人民币)	3.25	3.14	2.99	2.99	3.00
变动(%)	(11.4)	(3.4)	(5.0)	0.2	0.2
市盈率@29.5港元(倍)	8.5	8.8	9.2	9.2	9.2
市净率@29.5港元(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
每股股息(人民币)	2.26	2.26	2.15	2.15	2.16
股息现价比率(%)	7.2	7.2	6.8	6.8	6.8

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
百万人民币，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	343,074	338,375	308,632	310,760	313,191
毛利	110,537	101,820	96,384	96,621	96,926
销售费用	(425)	(491)	(448)	(451)	(454)
管理费用	(9,812)	(10,340)	(9,431)	(9,496)	(9,570)
其他收入/开支	(10,606)	(5,016)	(4,648)	(4,665)	(4,685)
营业收入	89,694	85,973	81,856	82,009	82,216
财务开支	(483)	(111)	(26)	(44)	(65)
联营公司	3,565	4,344	3,910	3,910	3,910
税前盈利	92,776	90,206	85,740	85,874	86,061
所得税	(17,584)	(17,004)	(16,162)	(16,187)	(16,223)
少数股东应占利润	10,567	10,781	10,247	10,263	10,286
归母净利润	64,625	62,421	59,331	59,423	59,553
折旧及摊销	20,851	21,295	22,023	23,467	24,912
EBITDA	110,545	107,268	103,879	105,476	107,128
EPS (基本)	3.25	3.14	2.99	2.99	3.00
增长					
总收入 (%)	-0.4%	-1.4%	-8.8%	0.7%	0.8%
EBITDA (%)	-7.0%	-3.0%	-3.2%	1.5%	1.6%
每股收益 (%)	-11.4%	-3.4%	-5.0%	0.2%	0.2%

资产负债表					
百万人民币，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	108,174	65,074	62,909	64,760	68,614
应收账款	19,858	15,502	14,042	14,139	14,249
存货	12,846	12,482	11,295	11,396	11,509
其他流动资产	58,073	112,067	93,591	93,591	93,591
总流动资产	198,951	205,125	181,838	183,885	187,963
固定资产	290,839	293,338	307,406	320,338	331,803
无形资产	4,662	5,436	5,436	5,436	5,436
其他固定资产	138,960	157,537	157,477	157,477	157,477
总资产	633,412	661,436	652,157	667,136	682,679
应付帐款	38,901	38,205	34,573	34,881	35,227
短期银行贷款	4,622	4,152	4,387	4,270	4,328
其他短期负债	48,062	50,263	49,943	49,966	49,992
总流动负债	91,585	92,620	88,903	89,116	89,547
长期银行贷款	29,636	28,932	29,284	29,108	29,196
其他负债	30,540.0	32,564.0	32,564.0	32,564.0	32,564.0
总负债	151,761	154,116	150,751	150,788	151,307
少数股东权益	70,173	77,667	87,914	98,178	108,463
股东权益	411,478	429,653	413,492	418,171	422,909
每股净资产	24.24	25.53	25.24	25.99	26.74
营运资金	107,366	112,505	92,935	94,770	98,416

财务分析					
百万人民币，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率	32.2%	31.7%	33.7%	33.9%	34.2%
净利率	18.8%	18.4%	19.2%	19.1%	19.0%
ROE	13.7%	12.4%	11.5%	11.5%	11.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
实际税率 (%)	19.0%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
派息率 (%)	69.5%	71.9%	71.9%	71.9%	71.9%
库存周转天数	20.4	19.4	19.4	19.4	19.4
应付账款天数	61.8	59.5	59.5	59.5	59.5
应收账款天数	21.1	16.6	16.6	16.6	16.6
财务状况					
净负债/股本	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总资产/股本	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
盈利对利息倍数	185.7	774.5	3,156.3	1,862.0	1,270.3
现金流量表					
百万人民币，财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	110,545	107,268	103,879	105,476	107,128
融资成本	483	111	26	44	65
营运资金变化	(10,010)	1,600	(985)	111	123
所得税	(18,648)	(18,634)	(16,162)	(16,187)	(16,223)
其他营运活动	7,317	3,003	1,630	1,635	1,637
营运现金流	89,687	93,348	88,387	91,078	92,730
资本开支	(34,602)	(34,896)	(36,800)	(36,800)	(36,801)
其他投资活动	(2,372)	(50,463)	0	0	0
投资活动现金流	(36,974)	(85,359)	(36,800)	(36,800)	(36,801)
负债变化	(16,702)	(470)	587	(294)	147
股本变化	574	1,015	0	0	0
股息和利息	(53,119)	(46,969)	(47,530)	(45,325)	(45,412)
其他融资活动	(6,884)	(4,749)	(6,809)	(6,809)	(6,809)
融资活动现金流	(76,131)	(51,173)	(53,752)	(52,427)	(52,075)
现金变化	(23,418)	(43,184)	(2,165)	1,850	3,854
期初持有现金	131,458	108,174	65,074	62,909	64,760
汇率变动	134	84	0	0	0
期末持有现金	108,174	65,074	62,909	64,760	68,614

数据来源：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。