

永泰能源（600157.SH）

Q1 成本管控力度加大，中长期煤电储协同提升盈利能力

核心观点：

- **24 年度已完成回购 2.29 亿元，25 年度拟回购不少于 3 亿元。**根据公
司财报，24 年公司实现归母净利润 15.6 亿元，同比-31.1%，其中 24Q4
归母利润 1.0 亿元，同比-84.9%/环比-64.8%。25Q1 公司实现归母净
利润 0.5 亿元，同比-89.1%/环比-47.2%。24 年度公司不进行现金股息
分配，但已完成股份回购 2.29 亿元，视同分红比例 14.7%。此外，公
司 25 年度拟定股份回购金额不低于 3 亿元。
- **25Q1 煤电主业经营承压，成本控制力度加大。**根据经营数据公告，①
煤炭：24 年公司原煤产量 1368 万吨，同比+5%；洗精煤产量 289 万
吨，同比-12%。25Q1 原煤产量 291 万吨，同比+22%/环比-22%；洗
精煤产量 49 万吨，同比-28%，环比-25%；吨煤收入 399 元，同比
-57%/环比-27%；吨煤成本 284 元，同比-29%/环比-30%；吨煤毛利
115 元，同比-78%/环比-19%。②**电力：**25Q1 公司总发电量同比-3.7%，
江苏和河南地区电厂平均上网电价同比分别下降 5%和 2%。
- **在建海则滩煤矿项目有序推进，预计 26 年 6 月底首采工作面进入试
生产。**根据年报，公司海则滩煤矿已于 24 年 6 月进入二期工程施工，
预计 26 年 6 月底首采工作面进入试生产，当年产煤 300 万吨；预计
27 年全面投产并达产 1000 万吨。海则滩煤矿资源储量 11.45 亿吨，
煤种主要为优质化工用煤和动力煤，平均发热量在 6500 大卡以上。
- **盈利预测与投资建议。**未来随着海则滩煤矿建成投产，公司原煤产量
有 70%以上增长空间。同时，公司煤炭、电力业务协同效应有望增强，
石化业务进一步减亏，储能转型业务有序推进提升公司综合竞争力。预
计 25-27 年归母净利润分别为 8.11、13.78 和 23.62 亿元。给予公司
25 年 0.8 倍 PB，对应合理价值 1.73 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**下游需求可能低预期，财务负担重，储能项目落地实现盈利
的周期长等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,120	28,357	24,406	26,242	29,373
增长率 (%)	-15.3%	-5.9%	-13.9%	7.5%	11.9%
EBITDA	7,855	6,985	5,964	7,020	8,743
归母净利润	2,266	1,561	811	1,378	2,362
增长率 (%)	18.7%	-31.1%	-48.0%	69.8%	71.5%
EPS (元/股)	0.10	0.07	0.04	0.06	0.11
市盈率 (P/E)	13.4	24.3	37.0	21.8	12.7
ROE (%)	4.9%	3.9%	2.1%	3.4%	5.6%
EV/EBITDA	6.0	7.8	7.7	6.5	4.7

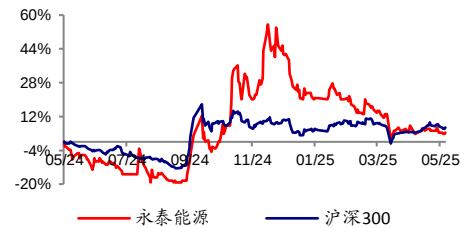
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	1.35 元
合理价值	1.73 元
前次评级	增持
报告日期	2025-05-29

相对市场表现



分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260523030001

SFC CE No. AUS961



010-59136686



shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：

宋炜



SAC 执证号：S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

相关研究：

永泰能源（600157.SH）：Q3 2024-10-31
利润环比承压，煤电联营对
冲价格风险

联系人：

张云瀚 021-38003787

zhangyunhan@gf.com.cn

一、盈利预测和投资建议

（一）核心盈利预测假设

1. 根据公司年报，公司2025年全年计划发电量 400 亿千瓦时以上、煤炭产量1,368 万吨以上、煤炭销售量1,368 万吨以上，海则滩煤矿加快建设、储能项目有序推进。公司海则滩煤矿已于24年6月进入二期工程施工，预计26年6月底首采工作面进入试生产，当年产煤300万吨；预计27年全面投产并达产1000万吨。
2. 公司煤炭总体偏向市场化销售，考虑到25年初以来煤炭市场供需形势变化，预计公司25年综合售价同比下降40%，26年以后由于海则滩煤矿投产，且该煤矿煤炭热值较高，预计公司综合售价有望小幅提升。同时，公司主动的成本费用控制力度在加大，预计25-27年吨煤成本同比下降22%、下降2%和下降2%。
3. 电力业务方面，25年以来各地上网电价普遍下调，预计公司总体上网电价同比下降5%，26-27年维持平稳。

表 1：永泰能源主要经营业务预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
煤炭业务								
产量（万吨）	1031	1074	1103	1297	1368	1368	1668	2168
销量（万吨）	1033	1071	1101	1299	1368	1368	1668	2168
yoy	14%	4%	3%	18%	5%	0%	22%	30%
单价（元/吨，不含税）	560	1013	1243	956	670	402	442	486
yoy	-14%	81%	23%	-23%	-30%	-40%	10%	10%
单位成本（元/吨）	326	421	488	480	365	285	279	273
yoy	16%	29%	16%	-2%	-24%	-22%	-2%	-2%
毛利率(%)	42%	58%	61%	50%	46%	29%	37%	44%
电力业务								
发电量（亿 kWh）	335	312	359	373	413	404	402	400
yoy	5%	-7%	15%	4%	10%	-2%	0%	0%
售电量（亿 kWh）	317	296	340	354	391	384	382	380
yoy	5%	-7%	15%	4%	11%	-2%	0%	0%
单价(元/kWh)	0.35	0.39	0.46	0.47	0.47	0.45	0.45	0.45
yoy	-1%	11%	18%	2%	0%	-5%	0%	0%
度电成本（元/吨）	0.27	0.41	0.49	0.42	0.40	0.37	0.37	0.37
yoy	0%	51%	19%	-15%	-5%	-8%	0%	0%
毛利率(%)	22%	-5%	-7%	11%	14%	21%	21%	21%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）可比公司估值分析

未来随着海则滩煤矿建成投产，公司原煤产量有70%以上增长空间。同时，公司煤炭、电力业务协同效应有望增强，石化业务进一步减亏，储能转型业务有序推进提升公司综合竞争力。

公司24年电力和煤炭业务收入占比分别是66%和33%，毛利占比是39%和62%。预计26-27年公司电力业务维持基本平稳，增量主要来自煤炭业务。结合核心盈利预测假设，海则滩煤矿投产后，公司煤炭量价增长，由于建矿条件较好，成本还有进一步下降空间。此外，公司20-22年业绩同比改善幅度也远大于收入变化，业绩弹性大。

预计25-27年公司归母净利润分别为8.11、13.78和23.62亿元。由于煤价下跌，焦煤相关可比公司盈利波动普遍较大，25年PE估值波动区间大。结合可比公司PB以及公司历史估值，给予公司25年0.8倍PB，对应合理价值1.73元/股，维持“增持”评级。

表 2：永泰能源可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	EPS (元/股)			P/E			P/B (LF)
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601666.SH	平煤股份	8.51	0.51	0.64	0.81	16.5	13.2	10.5	0.9
000937.SZ	冀中能源	6.72	0.11	0.15	0.17	59.9	44.6	38.5	1.1
000983.SZ	山西焦煤	6.12	0.44	0.50	0.52	14.0	12.3	11.8	0.9
可比公司平均						30.2	23.4	20.2	1.0
600157.SH	永泰能源	1.35	0.04	0.06	0.11	37.0	21.8	12.7	0.6

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（永泰能源2025-2027年盈利预测来自广发证券，其他可比公司盈利预测取自Wind一致预期，最新股价为5月29日收盘价）

二、风险提示

1. 由于水电及新能源出力增加，下游需求可能低预期。
2. 山西2024年上半年产量基数偏低，今年恢复正常生产，叠加进口量维持偏高的水平，煤价可能出现超跌。
3. 公司财务负担重，储能项目落地实现盈利的周期长等。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	8,973	9,672	8,817	9,203	10,790
货币资金	1,791	1,774	1,800	1,900	3,000
应收及预付	3,991	4,100	3,553	3,810	4,247
存货	811	853	675	702	746
其他	2,381	2,944	2,788	2,791	2,797
非流动资产总额	98,109	98,104	100,305	101,751	100,540
长期股权投资	2,317	2,238	2,338	2,438	2,538
固定资产	29,849	29,230	30,061	30,687	31,208
在建工程	2,690	3,575	5,075	6,075	6,075
使用权资产	256	318	318	318	318
无形资产	53,493	53,116	52,846	52,566	52,266
其他	9,505	9,627	9,668	9,668	8,136
资产总额	107,083	107,775	109,122	110,954	111,331
流动负债总额	21,663	24,586	25,259	25,697	24,295
短期借款	3,270	3,291	3,497	3,558	1,510
应付及预收	6,964	8,053	7,678	7,998	8,544
其他	11,429	13,242	14,083	14,142	14,241
非流动负债总额	34,206	31,155	30,622	30,122	28,622
长期借款	15,392	15,056	14,528	14,028	12,528
应付债券	0	0	0	0	0
其他	18,814	16,098	16,094	16,094	16,094
负债总额	55,869	55,741	55,881	55,819	52,917
股本	22,218	22,218	22,218	22,218	22,218
其他	24,169	24,927	25,849	27,227	29,589
归母权益合计	46,387	47,145	48,067	49,445	51,807
少数股东权益	4,827	4,889	5,174	5,690	6,607
负债和股东权益	107,083	107,775	109,122	110,954	111,331

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,120	28,357	24,406	26,242	29,373
营业成本	21,858	21,246	18,704	19,428	20,667
营业税金及附加	1,049	1,015	874	940	1,052
销售费用	85	101	87	94	105
管理费用	1,563	1,452	1,249	1,343	1,504
研发费用	124	94	81	87	97
财务费用	2,111	2,031	2,046	1,989	1,844
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	92	-5	10	15
营业利润	3,596	2,489	1,375	2,387	4,136
营业外收支	-169	13	5	10	15
利润总额	3,427	2,502	1,380	2,397	4,151
所得税费用	922	472	284	503	872
合并净利润	2,505	2,030	1,096	1,894	3,279
少数股东损益	239	470	285	516	917
归母净利润	2,266	1,561	811	1,378	2,362
EPS (元/股)	0.10	0.07	0.04	0.06	0.11

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	7,025	6,510	5,447	5,907	7,364
合并净利润	2,505	2,030	1,096	1,894	3,279
折旧摊销	2,394	2,517	2,539	2,654	2,779
营运资金变动	-44	52	416	92	158
其他	0	0	113	0	0
投资活动现金流净额	-993	-1,222	-4,174	-4,090	-1,553
资本性开支	-902	-804	-4,600	-4,000	-3,000
投资	-52	-405	-155	-100	1,431
其他	-39	-13	581	11	16
融资活动现金流净额	-6,869	-5,326	-595	-1,717	-4,711
股本融资	35	58	0	0	0
债权融资	-3,102	-2,593	609	-439	-3,548
股利分配与偿付利息	-3,068	-2,135	-1,314	-1,278	-1,163
其他	-734	-656	110	0	0
现金净增加额	-836	-44	678	100	1,100
期初现金余额	2,002	1,167	1,122	1,800	1,900
期末现金余额	1,167	1,122	1,800	1,900	3,000

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-15.3%	-5.9%	-13.9%	7.5%	11.9%
营业利润增长率	30.3%	-30.8%	-44.8%	73.7%	73.3%
归母净利润增长率	18.7%	-31.1%	-48.0%	69.8%	71.5%
获利能力					
毛利率	27.4%	25.1%	23.4%	26.0%	29.6%
净利率	8.3%	7.2%	4.5%	7.2%	11.2%
ROE	4.9%	3.9%	2.1%	3.4%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	52.2%	51.7%	51.2%	50.3%	47.5%
有息负债率	17.4%	17.0%	16.5%	15.8%	12.6%
流动比率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
利息保障倍数	2.6	2.1	2.6	3.4	5.1
营运能力					
应收账款周转率	8.8	8.4	9.0	9.0	9.0
存货周转率	27.0	24.9	27.7	27.7	27.7
应付账款周转率	3.8	3.1	3.0	3.0	3.0
每股指标					
每股收益	0.10	0.07	0.04	0.06	0.11
每股净资产	2.09	2.12	2.16	2.23	2.33
每股经营现金流	0.32	0.29	0.25	0.27	0.33
估值比率					
PE	13.4	24.3	37.0	21.8	12.7
PB	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.0	7.8	7.7	6.5	4.7

广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
张 云 瀚：高级分析师，美国哥伦比亚大学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。