

恒源煤电（600971.SH）

H1 煤炭量价齐跌，关注资产注入和低效资产出清

2025 年 08 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

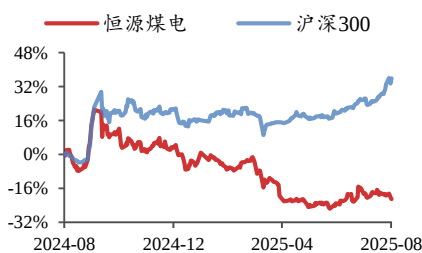
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/8/28
当前股价(元)	6.79
一年最高最低(元)	12.18/6.36
总市值(亿元)	81.48
流通市值(亿元)	81.48
总股本(亿股)	12.00
流通股本(亿股)	12.00
近 3 个月换手率(%)	79.83

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《量价齐跌致业绩承压，关注煤电一体及高分红—公司 2025 年一季报点评报告》-2025.4.25

《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

● H1 煤炭量价齐跌，关注资产注入和低效资产出清。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 23.8 亿元，同比-38.9%；实现归母净利润-1.3 亿元，同比-117%；实现扣非后归母净利润-1.4 亿元，同比-118%。单 Q2 来看，公司实现营业收入 12 亿元，环比+1.7%；实现归母净利润-1.56 亿元，环比-675.4%；实现扣非后归母净利润-1.55 亿元，环比-1264%。考虑到上半年煤价及销量下滑，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.1/3.3/7.1 亿元（前值为 5.1/6.6/7.5 亿元），同比-89.5%/+197.0%/+113.3%；EPS 为 0.09/0.28/0.59 元，对应当前股价 PE 为 73.0/24.6/11.5 倍。后续注资承诺履行可期，叠加电力增量看好公司中长期业绩增长，维持“买入”评级。

● H1 煤炭同比量价齐跌拖累业绩，Q2 煤炭环比量增价跌

煤炭产销量方面：2025H1 公司原煤产量 476.8 万吨，同比-3.5%，商品煤产/销量为 355/337.7 万吨，同比-7.7%/-13%；2025Q2 公司原煤产量 240.2 万吨，环比+1.5%，2025Q2 公司商品煤产/销量为 179.6/177.7 万吨，环比+2.4%/+11%。**煤炭售价方面：**2025H1 公司吨煤售价为 662.2 元/吨，同比-30.6%，2025Q2 公司吨煤售价为 635.5 元/吨，环比-8.1%。**煤炭成本方面：**2025H1 公司吨煤成本为 567.2 元/吨，同比+1.6%，2025Q2 公司吨煤成本为 572.5 元/吨，环比+2%，上半年公司煤炭销量下滑或致公司吨煤成本提升。**煤炭毛利方面：**2025H1 公司吨煤毛利 94.9 元/吨，同比-76.1%，毛利率为 14.3%，同比-27.2pct；2025Q2 公司吨煤毛利 62.9 元/吨，环比-51.7%，毛利率为 9.9%，环比-9pct。

● 亏损资产出清叠加电力增量，资产注入可期

子公司注销：8 月 22 日公司公告决议注销连年亏损的火电子公司，此举将有效减少公司亏损，显著优化盈利结构；注销清算将有望小幅回流现金，随着非煤亏损业务出清，煤炭主业盈利弹性将在煤价回升阶段得到更充分体现。**电力装机规模持续扩容：**经公司官网已确认，钱营孜二期 1×1000MW 机组已于 2025 年 3 月 30 日顺利通过 168 小时试运行并正式投运，总投资约 46.3 亿元。公司按 50%权益享有，投产后年发电量约 50 亿千瓦时。这一项目的成功投产，不仅增强了公司对煤价波动的盈利对冲能力，还为公司的长期稳定发展提供了有力支撑。**注资承诺：**公司在半年报中再次确认对祁东深部、卧龙湖西部探矿权及七家外部煤矿的“不可撤销收购权”。鉴于国务院国资委近期明确提出“带头抵制‘内卷式’竞争，加强重组整合”，预计 2025 - 2027 年将成为集团解决同业竞争、兑现资产注入的关键窗口期。若交易落地，公司资源储量与产能规模将实现跨越式增长，为中长期盈利中枢抬升奠定坚实基础。

● **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	5,309	5,637	6,219
YOY(%)	-7.2	-10.4	-23.9	6.2	10.3
归母净利润(百万元)	2,036	1,072	113	334	713
YOY(%)	-19.4	-47.3	-89.5	197.0	113.3
毛利率(%)	47.0	37.8	19.8	24.1	31.3
净利率(%)	26.1	15.4	2.1	5.9	11.5
ROE(%)	16.0	8.5	0.9	2.8	6.1
EPS(摊薄/元)	1.70	0.89	0.09	0.28	0.59
P/E(倍)	4.0	7.7	73.0	24.6	11.5
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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9908	8565	8953	8225	8208
现金	6848	5410	5508	4901	4826
应收票据及应收账款	1029	739	928	899	855
其他应收款	50	31	31	34	37
预付账款	27	22	15	24	19
存货	353	235	342	238	341
其他流动资产	1601	2129	2129	2129	2129
非流动资产	11356	11970	10571	10722	11086
长期投资	1355	1736	2199	2669	3143
固定资产	4133	5568	4010	3598	3306
无形资产	3594	3453	3515	3621	3780
其他非流动资产	2273	1212	847	835	856
资产总计	21263	20535	19524	18947	19294
流动负债	6072	5662	5131	5159	5767
短期借款	1003	637	637	637	1186
应付票据及应付账款	1569	1802	1594	1655	1683
其他流动负债	3500	3223	2900	2867	2897
非流动负债	2505	2439	2171	2021	1883
长期借款	566	650	382	231	94
其他非流动负债	1939	1789	1789	1789	1789
负债合计	8578	8101	7302	7179	7650
少数股东权益	84	68	68	66	61
股本	1200	1200	1200	1200	1200
资本公积	1605	1608	1608	1608	1608
留存收益	8982	8793	8858	9048	9463
归属母公司股东权益	12602	12365	12154	11702	11583
负债和股东权益	21263	20535	19524	18947	19294

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3577	1377	388	1220	1519
净利润	2031	1057	112	332	708
折旧摊销	708	739	788	812	864
财务费用	34	-14	21	22	47
投资损失	-91	-119	-84	-92	-96
营运资金变动	647	-721	-446	143	-7
其他经营现金流	248	435	-3	2	4
投资活动现金流	-2912	-1620	698	-868	-1128
资本支出	1215	1034	-1073	493	753
长期投资	-443	-657	-462	-470	-474
其他投资现金流	-1255	71	87	96	100
筹资活动现金流	-1325	-1221	-988	-958	-1017
短期借款	-160	-366	0	0	549
长期借款	-100	84	-268	-151	-138
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	-720	-808	-1428
现金净增加额	-660	-1464	98	-606	-625

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7786	6972	5309	5637	6219
营业成本	4130	4336	4257	4275	4272
营业税金及附加	262	228	172	185	204
营业费用	63	64	42	44	51
管理费用	733	673	516	535	595
研发费用	348	380	234	251	292
财务费用	34	-14	21	22	47
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
营业利润	2284	1345	163	421	858
营业外收入	30	6	10	12	15
营业外支出	37	80	45	48	53
利润总额	2277	1272	129	385	820
所得税	246	215	17	52	112
净利润	2031	1057	112	332	708
少数股东损益	-5	-15	-1	-2	-5
归属母公司净利润	2036	1072	113	334	713
EBITDA	2877	1930	849	1130	1639
EPS(元)	1.70	0.89	0.09	0.28	0.59

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.2	-10.4	-23.9	6.2	10.3
营业利润(%)	-22.6	-41.1	-87.9	157.8	103.7
归属于母公司净利润(%)	-19.4	-47.3	-89.5	197.0	113.3
获利能力					
毛利率(%)	47.0	37.8	19.8	24.1	31.3
净利率(%)	26.1	15.4	2.1	5.9	11.5
ROE(%)	16.0	8.5	0.9	2.8	6.1
ROIC(%)	12.6	6.6	0.4	2.0	4.8
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	39.5	37.4	37.9	39.6
净负债比率(%)	-31.9	-22.5	-29.0	-26.2	-22.3
流动比率	1.6	1.5	1.7	1.6	1.4
速动比率	1.5	1.3	1.5	1.3	1.2
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.70	0.89	0.09	0.28	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	1.15	0.32	1.02	1.27
每股净资产(最新摊薄)	10.50	10.30	10.13	9.75	9.65
估值比率					
P/E	4.0	7.7	73.0	24.6	11.5
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	1.4	2.6	5.0	4.1	3.1

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

2 / 4

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。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口头承诺均为无效。

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