

买入

2025 年 11 月 4 日

业绩承压但韧性凸显，一体化优势与资产注入构筑长期价值

► **业绩整体符合预期，环比改善显现积极信号：**受煤炭行业整体供给过剩影响，公司前三季度业绩承压。2025 年前三季度实现收入 2131.51 亿元，同比下降 16.6%；实现归母净利润 413.66 亿元，同比下降 13.8%。三季度单季度实现收入 750.42 亿元，同比下降 13.1%，归母净利润 146.6 亿元，同比减少 11.8%，环比有所提升，表明公司的盈利能力可能已经触底并开始修复。

► **煤炭板块量价齐跌，但成本控制彰显功力：**公司前三季度业绩下滑的主要归因在于核心的煤炭业务。公司煤炭销售量为 3.165 亿吨，同比下降 8.4%。第三季度单季商品煤产量为 0.86 亿吨，销量为 1.12 亿吨，显示出一定的去库存或外购煤贸易活动。“量价齐跌”是煤炭板块面临的主要挑战。国内煤炭市场在 2025 年面临需求放缓和价格回调的双重压力，直接导致了公司煤炭销售收入的下降。但公司凭借卓越的成本管控能力，前三季度自产煤单位生产成本 164.4，同比下降 3.1%，环比持续优化。充分证明了公司在生产运营环节的精细化管理水平和内在效率，是其盈利韧性的关键来源。

► **电力及其他非煤板块逆势增长，一体化协同效应显著：**在煤炭主业面临挑战时，公司的电力、铁路、港口等非煤业务展现了强大的“压舱石”作用。电力业务方面，受益于煤价下行带来的燃料成本同比下降 7.8%，电力板块的盈利能力得到显著改善，前三季度毛利率同比上升 3.2 个百分点。这完美诠释了一体化模式的内部对冲机制，煤价下跌虽然影响煤炭销售利润，但却能提升发电业务的毛利率。运输业务（铁路、港口）以及煤化工业务相关业务盈利能力也保持稳健或有所改善，为公司贡献了稳定的利润和现金流。

► **目标价 47.7 港元，维持买入评级：**公司三季度业绩表现显著优于行业平均水平，凸显其龙头地位和竞争优势。未来集团资产注入一旦完成，将大幅提升公司业务规模，进一步强化其“煤电一体化”模式，提升整体协同效应和抗风险能力，为公司长期估值中枢的提升打开了新的通道。公司一直以来被市场视为“现金奶牛”，其持续且慷慨的分红政策备受价值投资者青睐。在高股息策略下，即使在股价波动期间，投资者也能获得稳定的现金回报，这为其股价提供了坚实的安全边际和防御价值。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 588/587/589 亿元，给予目标价 47.7 港元，对应 2025 年 15 倍 PE，较现价有 15% 的上升空间，维持买入评级。

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	41.44 港元
目标价	47.70 港元 (+15.1%)
股票代码	1088.HK
已发行 H 股股本	33.77 亿股
H 股市值	1400 亿港元
52 周高/低	43.22/25.6 港元
每股净资产	21.09 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	302,384	304,161	306,774
变动（%）	(0.4)	(1.4)	(10.6)	0.6	0.9
净利润（百万人民币）	64,625	62,421	58,805	58,690	58,944
每股盈余（人民币）	3.25	3.14	2.96	2.95	2.97
变动（%）	(11.4)	(3.4)	(5.8)	(0.2)	0.4
市盈率@41.44港元（倍）	11.9	12.3	13.1	13.1	13.1
市净率@41.44港元（倍）	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
每股股息（人民币）	2.26	2.26	2.13	2.12	2.13
股息现价比率（%）	5.1	5.1	4.8	4.8	4.8

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	302,384	304,161	306,774
毛利	110,537	101,820	95,320	95,240	95,735
销售费用	(425)	(491)	(439)	(441)	(445)
管理费用	(9,812)	(10,340)	(9,240)	(9,294)	(9,374)
其他收入/开支	(10,606)	(5,016)	(4,598)	(4,612)	(4,633)
营业收入	89,694	85,973	81,043	80,892	81,282
财务开支	(483)	(111)	27	12	(10)
联营公司	3,565	4,344	3,910	3,910	3,910
税前盈利	92,776	90,206	84,980	84,814	85,181
所得税	(17,584)	(17,004)	(16,019)	(15,988)	(16,057)
少数股东应占利润	10,567	10,781	10,156	10,137	10,180
归母净利润	64,625	62,421	58,805	58,690	58,944
折旧及摊销	20,851	21,295	22,023	23,467	24,912
EBITDA	110,545	107,268	103,066	104,360	106,193
EPS (基本)	3.25	3.14	2.96	2.95	2.97
增长					
总收入 (%)	-0.4%	-1.4%	-10.6%	0.6%	0.9%
EBITDA (%)	-7.0%	-3.0%	-3.9%	1.3%	1.8%
每股收益 (%)	-11.4%	-3.4%	-5.8%	-0.2%	0.4%

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	62,008	63,389	67,048
应收账款	19,858	15,502	13,758	13,838	13,957
存货	12,846	12,482	11,019	11,118	11,231
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	180,376	181,937	185,827
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	650,696	665,187	680,543
应付帐款	38,901	38,205	33,728	34,031	34,376
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	49,875	49,894	49,923
总流动负债	91,585	92,620	87,991	88,195	88,627
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	149,839	149,867	150,387
少数股东权益	70,173	77,667	87,823	97,960	108,140
股东权益	411,478	429,653	413,033	417,361	422,016
每股净资产	24.24	25.53	25.21	25.94	26.68
营运资金	107,366	112,505	92,386	93,742	97,200

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%	34.1%	34.3%	34.6%
净利率	18.8%	18.4%	19.4%	19.3%	19.2%
ROE	13.7%	12.5%	11.5%	11.4%	11.3%
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	(2,977.2)	(6,681.1)	8,024.4

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	103,066	104,360	106,193
融资成本	483	111	(27)	(12)	10
营运资金变化	(10,010)	1,600	(1,270)	123	114
所得税	(18,648)	(18,634)	(16,019)	(15,988)	(16,057)
其他营运活动	7,317	3,003	1,683	1,691	1,692
营运现金流	89,687	93,348	87,433	90,174	91,952
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)	(47,477)	(44,890)	(44,830)
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)	(53,699)	(51,993)	(51,492)
现金变化	(23,418)	(43,184)	(3,066)	1,381	3,659
期初持有现金	131,458	108,174	65,074	62,008	63,389
汇率变动	134	84	0	0	0
期末持有现金	108,174	65,074	62,008	63,389	67,048

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。