

红二煤矿联合试运转，公司产量增量可期

2024年01月18日

➤ **事件：**2023年12月5日公司公告，公司控股子公司红墩子煤业红二煤矿联合试运转方案予以备案。

➤ **公司煤炭核定产能 1930 万吨/年，未来有望持续提升。**公司现有煤矿 4 座，其中 850 万吨/年高家梁煤矿和 600 万吨/年红庆梁煤矿位于内蒙古鄂尔多斯，煤种以不粘煤和长焰煤为主；红墩子煤业红一煤矿、红二煤矿产能均为 240 万吨/年，位于宁夏银川，煤种以气煤为主。受益于高家梁煤矿产能核增 250 万吨以及红一煤矿 2022 年联合试运转，公司在产产能逐年提升，红二煤矿联合试运转后 2024 年有望贡献产量增量。此外，公司确定了“十四五”末实现煤炭产能 3000 万吨的规划目标，正积极在煤炭资源富集区寻找优质煤矿项目，未来产能规模有望持续提升。

➤ **煤炭售价下滑叠加安全生产费计提标准提高，23Q1-3 业绩受损。**23Q1-3，公司实现营业收入 61.20 亿元，同比下降 10.15%；归母净利润 10.11 亿元，同比下降 33.87%。23Q3，公司实现营业收入 19.72 亿元，同比下降 24.07%，环比增长 3.49%；归母净利润 3.03 亿元，同比下降 49.97%，环比增长 8.67%。

➤ **煤炭产销增加，售价成本均降，毛利受损。23Q1-3，**公司实现煤炭产量 1277.13 万吨，同比增加 16.61%；煤炭销量 1277.50 万吨，同比增加 16.77%。23Q1-3，公司吨煤售价 443.88 元/吨，同比下降 23.92%；吨煤成本 194.74 元/吨，同比下降 12.46%；煤炭业务毛利率为 56.13%，同比下滑 5.75pct。23Q3，公司实现煤炭产量 426.07 万吨，同比增加 2.21%，环比增加 4.46%；煤炭销量 428.97 万吨，同比增加 1.57%，环比增加 5.04%。23Q3，公司吨煤售价 436.01 元/吨，同比下降 23.57%，环比上升 3.73%；公司吨煤成本 193.63 元/吨，同比下降 8.77%，环比下降 1.80%；煤炭业务毛利率为 55.59%，同比下滑 7.21pct，环比下滑 2.50pct。

➤ **23Q1-3 甲醇业务亏损，铁路专用线量减价增、毛利下降。**1) **甲醇：**23Q1-3，公司甲醇产量 21.94 万吨，同比下降 25.30%；甲醇销量 21.80 万吨，同比下降 25.01%；甲醇售价 1847.33 元/吨，同比下降 8.30%；甲醇成本 2252.49 元/吨，同比下降 13.20%。23Q1-3 公司甲醇业务亏损，毛利率-21.93%。2) **铁路：**23Q1-3，公司铁路专用线运量 420.42 万吨，同比下降 24.04%；运价为 22.87 元/吨，同比上升 2.33%；成本为 8.52 元/吨，同比上升 28.01%。23Q1-3 铁路专用线业务毛利率为 62.74%，同比下降 7.47pct。

➤ **投资建议：**考虑到煤炭售价下滑、甲醇业务亏损拖累公司业绩，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 12.54/14.55/15.48 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.01/1.07 元/股，对应 2024 年 1 月 18 日收盘价的 PE 分别均为 7/6/6 倍，下调至“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格大幅下跌；在建矿井投产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,287	8,219	8,876	9,320
增长率 (%)	11.0	-11.5	8.0	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,344	1,254	1,455	1,548
增长率 (%)	-33.3	-6.6	16.0	6.4
每股收益 (元)	0.93	0.87	1.01	1.07
PE	7	7	6	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 18 日收盘价）

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

6.40 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

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1.昊华能源 (601101)：高成长，高弹性，业绩有望持续释放-2022/01/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,287	8,219	8,876	9,320
营业成本	4,206	4,101	4,265	4,457
营业税金及附加	796	751	812	852
销售费用	141	146	157	165
管理费用	558	617	667	700
研发费用	7	1	1	1
EBIT	3,577	2,610	2,983	3,153
财务费用	332	276	277	277
资产减值损失	-6	-17	-18	-18
投资收益	-362	0	-1	-1
营业利润	2,882	2,387	2,764	2,937
营业外收支	-62	-36	-36	-36
利润总额	2,820	2,351	2,727	2,901
所得税	644	470	545	580
净利润	2,176	1,880	2,182	2,321
归属于母公司净利润	1,344	1,254	1,455	1,548
EBITDA	4,124	3,251	3,786	4,071

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,458	5,664	5,648	6,208
应收账款及票据	80	48	54	57
预付款项	43	123	128	134
存货	86	96	99	104
其他流动资产	660	697	768	823
流动资产合计	6,327	6,627	6,698	7,326
长期股权投资	1,317	1,316	1,316	1,315
固定资产	7,462	11,215	12,592	14,020
无形资产	8,893	8,688	8,689	8,687
非流动资产合计	23,478	24,218	25,456	26,741
资产合计	29,805	30,846	32,154	34,066
短期借款	0	350	350	350
应付账款及票据	1,348	1,011	1,052	1,099
其他流动负债	2,430	1,986	1,529	1,605
流动负债合计	3,778	3,347	2,931	3,055
长期借款	7,731	7,594	7,594	7,594
其他长期负债	4,573	4,504	4,503	4,502
非流动负债合计	12,304	12,098	12,097	12,096
负债合计	16,081	15,445	15,028	15,151
股本	1,440	1,440	1,440	1,440
少数股东权益	3,264	3,890	4,616	5,389
股东权益合计	13,723	15,401	17,126	18,916
负债和股东权益合计	29,805	30,846	32,154	34,066

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.97	-11.50	8.00	5.00
EBIT 增长率	-11.12	-27.02	14.28	5.71
净利润增长率	-33.30	-6.64	16.03	6.35
盈利能力 (%)				
毛利率	54.71	50.10	51.95	52.18
净利润率	14.47	15.26	16.40	16.61
总资产收益率 ROA	4.51	4.07	4.53	4.54
净资产收益率 ROE	12.85	10.90	11.63	11.44
偿债能力				
流动比率	1.67	1.98	2.29	2.40
速动比率	1.64	1.90	2.18	2.29
现金比率	1.44	1.69	1.93	2.03
资产负债率 (%)	53.96	50.07	46.74	44.47
经营效率				
应收账款周转天数	2.68	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	7.44	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.32	0.27	0.28	0.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.93	0.87	1.01	1.07
每股净资产	7.26	7.99	8.69	9.39
每股经营现金流	2.92	1.61	2.30	2.50
每股股利	0.34	0.32	0.37	0.39
估值分析				
PE	7	7	6	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.91	3.69	3.17	2.95
股息收益率 (%)	5.31	4.96	5.75	6.12

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,176	1,880	2,182	2,321
折旧和摊销	547	641	803	917
营运资金变动	730	-524	11	38
经营活动现金流	4,207	2,322	3,319	3,596
资本开支	-1,720	-1,451	-1,997	-2,154
投资	-152	0	0	0
投资活动现金流	-1,746	-1,345	-1,997	-2,154
股权募资	0	0	0	0
债务募资	598	-212	-530	0
筹资活动现金流	-1,343	-771	-1,338	-881
现金净流量	1,119	206	-16	560

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。	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026