

昊华能源 (601101)

稀缺煤炭产能增量标的，市值管理提升分红预期，造就低估值高股息弹性标的【勘误版】

买入 (维持)

2024年02月27日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 廖岚琪

执业证书: S0600123070008

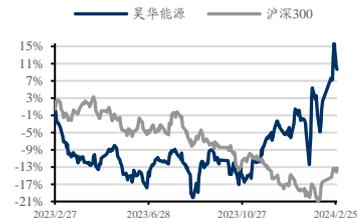
liao1q@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入 (百万元)	8,369	9,287	8,387	9,509	9,722
同比	91.84%	10.97%	-9.69%	13.37%	2.24%
归母净利润 (百万元)	2,014	1,344	1,354	1,511	1,545
同比	4,105.92%	-33.30%	0.80%	11.59%	2.25%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.40	0.93	0.94	1.05	1.07
P/E (现价&最新摊薄)	5.18	7.77	7.71	6.91	6.76

投资要点

- **核增与收购并举，煤炭产能弹性显著。**公司拥有高家梁、红庆梁、红墩子三大煤矿，其中高家梁煤矿于2019、2022年通过两次核增，共增加产能200万吨；红墩子煤矿60%股权于2019年完成收购，其红一煤矿、红二煤矿分别于2022年9月底和2023年12月初投产。截至2023年末，公司煤炭核定产能1930万吨，权益产能1328万吨。2024年，红二煤矿有望贡献权益产量增量130万吨，增幅达11%。
- **红墩子煤矿生产转向炼焦煤，高溢价贡献利润增量。**截至2023年，公司吨煤毛利为261.6元/吨。而新投产的宁夏红墩子一号、二号矿井均为炼焦煤，随着开采的持续推进，将由表层动力煤层逐步转变为炼焦煤煤层，煤质提升带来的高溢价在未来有望进一步释放利润增量。
- **成本控制处于行业领先水平，红一、红二煤矿满产有望摊薄成本。**公司整体吨煤销售成本低于行业平均水平，与大有能源、中煤能源、晋控煤业等同行中其他公司相比，公司煤炭有50-144元/吨的成本优势，并且未来随着新建的红一、红二煤矿满产有望进一步摊薄成本，煤炭业务低成本优势凸显。
- **短期偿债压力轻，账上现金流充裕稳定。**截至23年9月底，公司有息负债总额84.82亿元，其中短期负债仅8.80亿元，而23年前三季度经营性现金净额为30.61亿元，短期偿债压力较小。此外，红墩子煤矿已经投产，公司短期无新建项目，也没有大规模资本开支需求，截至23年三季度，母公司口径货币资金30.39亿元，账上现金流充裕稳定。
- **国资委两提“市值管理考核”，公司作为高现金低负债国企改革标的，分红预期有望大幅提升。**国资委在24年1月两提“市值管理考核”，这将引导央企负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，有望推动企业通过回购、分红等方式回报投资者。而煤炭板块中，央企数量较少，市值管理考核的利好影响将直接外溢至以昊华能源为代表的省属、市属国企。截至24年2月19日，公司PB(LF)仅0.93，处于破净状态(截至2023年三季度公司每股净资产为7.82元，24年2月19日股价为7.25元)，有望显著受益。
- **盈利预测与投资评级：公司煤炭销售长协占比高达80%，煤炭售价波动小，公司业绩支撑较强；此外公司短期偿债压力小，且短期无新建项目，也没有大规模资本开支需求，账上现金流充裕，在市值管理考核背景下，分红预期大幅提升，公司价值有望重估。**我们从两个角度给予公司价值评估：从PE估值法角度，我们预计公司23-25年分别实现归母净利润13.54/15.11/15.45亿元，对应PE7.71/6.91/6.76倍。我们选取中国神华等五家动力煤标的作为可比公司进行比较分析，23-25年可比公司平均PE为9.60/8.98/8.64倍，公司PE折价幅度分别为25%/30%/28%。从股息率角度，基于上述预测，假设23年公司分红率分别为50%/60%/70%时，现金分红为6.77/8.12/9.48亿元。中性假设预期下，我们预计公司分红率将提升至60%，按照24年2月19日股价，计算23年股息率为7.78%。在未来低利率市场环境下，我们预期公司股息率将回归至22年的5.5%左右，则公司股价可能存在近41%的上涨空间。综上所述，考虑到公司兼具稳定成长和股息提升赋予的避险属性，我们首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.39
一年最低/最高价	5.30/8.17
市净率(倍)	0.94
流通A股市值(百万元)	10,641.58
总市值(百万元)	10,641.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.82
资产负债率(% ,LF)	52.26
总股本(百万股)	1,440.00
流通A股(百万股)	1,440.00

相关研究

《昊华能源(601101): 稀缺煤炭产能增量标的，市值管理提升分红预期，造就低估值高股息弹性标的》

2024-02-20

内容目录

1. 背靠北京国资委，持续聚焦煤炭主业	4
2. 煤炭业务：产能西迁&扩张兑现，量价齐升稳步增长.....	5
2.1. 煤炭产能结构重塑，蒙西成为业务重心.....	5
2.2. 动力煤核心驱动，低成本优势凸显.....	7
3. “煤化运”一体运营，产业链优势显著	9
3.1. 煤化工：行业景气触底，盈利有望改善.....	9
3.2. 铁路运输：自有铁路保障煤炭外运，运输优势巩固盈利能力.....	12
4. 高现金低负债国企改革标的，“市值考核”提升分红预期	13
5. 盈利预测与估值	15
6. 风险提示	16

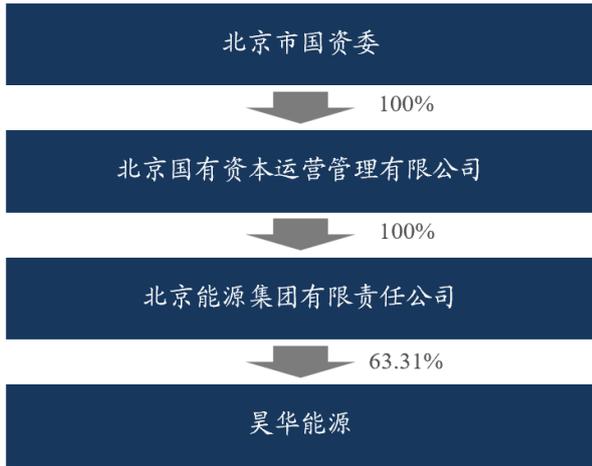
图表目录

图 1:	公司与实控人产权关系 (截至 2023 年 Q3)	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2023 年 Q3)	4
图 3:	2013-2023 上半年公司主要业务营收构成占比 (%)	4
图 4:	2016-2023Q1-3 年公司营收情况 (亿元, %)	5
图 5:	2016-2023Q1-3 年公司归母净利润情况 (亿元, %)	5
图 6:	国内矿区产能占比变化	6
图 7:	红庆梁煤矿产地煤价 (元/吨)	7
图 8:	公司煤炭产量构成及动力煤占比 (万吨)	7
图 9:	公司煤炭销量构成及动力煤占比 (万吨)	7
图 10:	2017-2022 年公司吨煤生产成本构成 (元/吨)	8
图 11:	2015-2023 年公司吨煤毛利润 (元/吨, %)	8
图 12:	2015-2022 年行业吨煤销售成本对比 (元/吨)	9
图 13:	2022 年煤炭行业吨煤销售成本对比 (元/吨)	9
图 14:	2017-2022 年公司甲醇产量变化情况 (万吨, %)	10
图 15:	2017-2022 年公司甲醇销量变化情况 (万吨, %)	10
图 16:	内蒙古甲醇价格与鄂尔多斯煤价对比 (元/吨)	10
图 17:	公司甲醇业务毛利率变化 (%)	10
图 18:	2017-2022 年公司甲醇业务成本构成 (%)	11
图 19:	2016 年以来公司铁路业务经营情况 (亿元, %)	12
图 20:	2017 年以来铁路业务收入成本同比变化 (%)	12
图 21:	公司净利润自 2020 年起触底回升 (亿元, %)	13
图 22:	公司资产负债率多年来保持较低水平	13
图 23:	公司经营活动产生现金流净额 (亿元, %)	13
图 24:	利息保障倍数	13
图 25:	2017 年以来公司分红率保持相对稳定 (亿元, %)	14
表 1:	截至 2023 年, 公司拥有国内矿权情况	6
表 2:	公司煤炭业务吨煤指标 (元/吨)	8
表 3:	公司煤化工业务产能情况 (截至 2023 年 12 月)	9
表 4:	公司甲醇单位成本构成 (元/吨)	11
表 5:	2023 年股息率测算 (2024/2/19)	15
表 6:	公司主要业务假设及营收拆分 (百万元)	15
表 7:	可比公司估值表 (2024 年 2 月 19 日)	16

1. 背靠北京国资委，持续聚焦煤炭主业

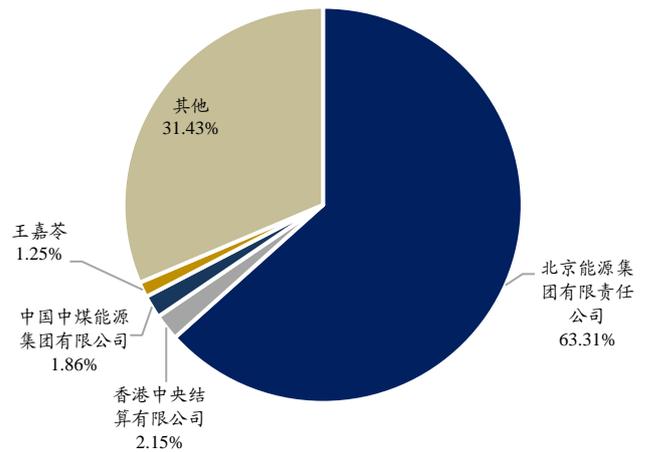
北京昊华能源股份有限公司成立于2002年，并于2010年3月经中国证监会核准，在上海证券交易所上市。公司主营业务为煤炭生产与销售、甲醇的生产与销售以及铁路专用线运输。公司股权结构清晰明确，截至2023Q3，大股东京能集团直接持有公司63.3%股份，北京市国资委持有京能集团100%股份，为公司实际控制人。

图1：公司与实控人产权关系（截至2023年Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司股权结构（截至2023年Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司多年来致力于整合产业链资产，布局上下游，在不断巩固煤炭主业的同时，布局铁路运输、煤化工业务，提高公司市场竞争力的同时增强了公司的抗风险能力。公司主营业务由煤炭、煤化工、铁路运输组成，其中最主要收入来源是煤炭销售。公司持续聚焦煤炭主业，2021年以来，公司煤炭产能不断扩张，并规划在“十四五”末实现煤炭产能3000万吨。同时受益于煤价中枢抬升，公司煤炭业务在主营业务收入中占比持续提升，截至2023H1已达90%，而煤化工业务营收占比为10%左右。

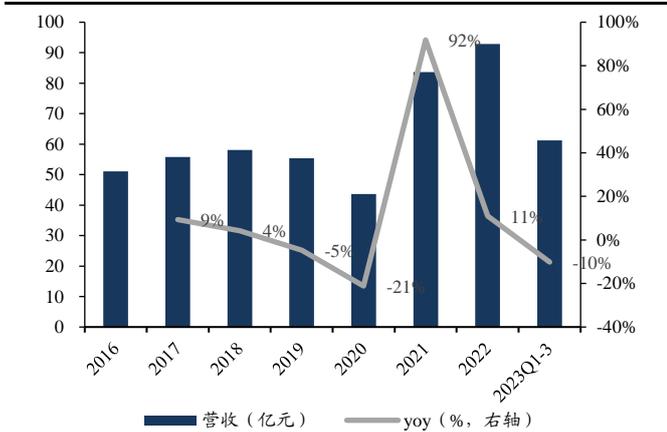
图3：2013-2023上半年公司主要业务营收构成占比（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

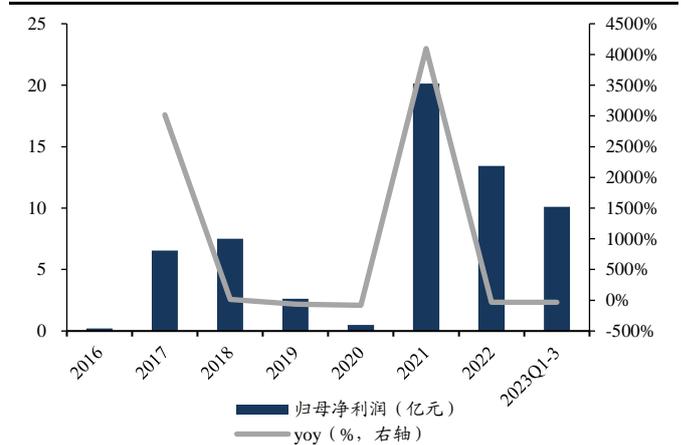
受益于煤价高位运行，公司近年业绩增长显著。2021年以来，煤价持续处于相对高位，公司业绩实现爆发性增长，2021年实现营收83.69亿元，同比增长92%；实现归母净利润20.14亿元，同比增长40.96倍。2022年，受内蒙古两生产煤矿煤质下降影响，公司业绩虽有下滑但仍处于历史高位水平，2022年公司实现营收92.87亿元，同比增长11%；实现归母净利润13.44亿元，同比下降33%。

图4：2016-2023Q1-3年公司营收情况(亿元，%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2016-2023Q1-3年公司归母净利润情况(亿元，%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 煤炭业务：产能西迁&扩张兑现，量价齐升稳步增长

2.1. 煤炭产能结构重塑，蒙西成为业务重心

顺应国家政策和市场形势，京西矿区产能全面退出。2016年4月，公司公告了京西四矿的逐步退出方案，并于2020年全面完成京西四矿520万吨的产能退出。

寻求优质资源，产能重心西迁。为了保证公司煤炭业务的正常进行，实现煤炭产能的有序接替，公司在开展京西矿区清退工作的同时，也致力于提升内蒙矿区的产能及盈利能力。公司陆续在内蒙古鄂尔多斯建成高家梁煤矿（产能800万吨/年）和红庆梁煤矿（产能600万吨/年），并于2019年收购宁夏红墩子煤矿60%股权，建设运营红一煤矿（产能240万吨/年）、红二煤矿（产能240万吨/年）以及选煤一厂（规模600万吨/年）。

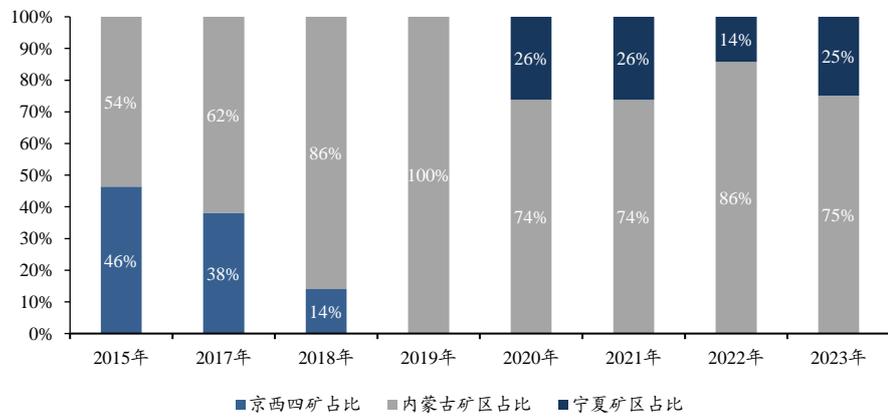
受益于高家梁煤矿产能两次核增以及红一、红二煤矿分别于2022年、2023年投入联合试运转，公司煤炭产能弹性显著。高家梁煤矿于2019、2022年通过两次核增，共增加产能200万吨；红墩子煤矿60%股权于2019年完成收购，其红一煤矿、红二煤矿分别于2022年9月底和2023年12月初投产。截至2023年末，公司煤炭核定产能1930万吨，权益产能1328万吨。2024年，红二煤矿有望贡献权益产量增量130万吨，增幅达11%。同时，公司确定了“十四五”末实现煤炭产能3000万吨的规划目标，正积极在煤炭资源富集区寻找优质煤矿项目，未来两年产能规模有望大幅提升。

表1: 截至 2023 年, 公司拥有国内矿权情况

矿井名称	煤种	可采储量 (亿吨)	剩余可采年限(年)	年产能 (万吨/年)	权益占比 (%)	权益产能 (万吨/年)
内蒙矿区						
高家梁煤矿	不粘煤	4.18	49	850	80%	680
红庆梁煤矿	不粘煤和长焰煤	3.91	65	600	60%	360
宁夏矿区						
红一煤矿	以气煤为主, 少量 1/2 中粘煤	1.68	70	240	60%	144
红二煤矿	以气煤为主, 少量 1/2 中粘煤	1.65	69	240	60%	144
合计		11.41		1930		1328

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 国内矿区产能占比变化



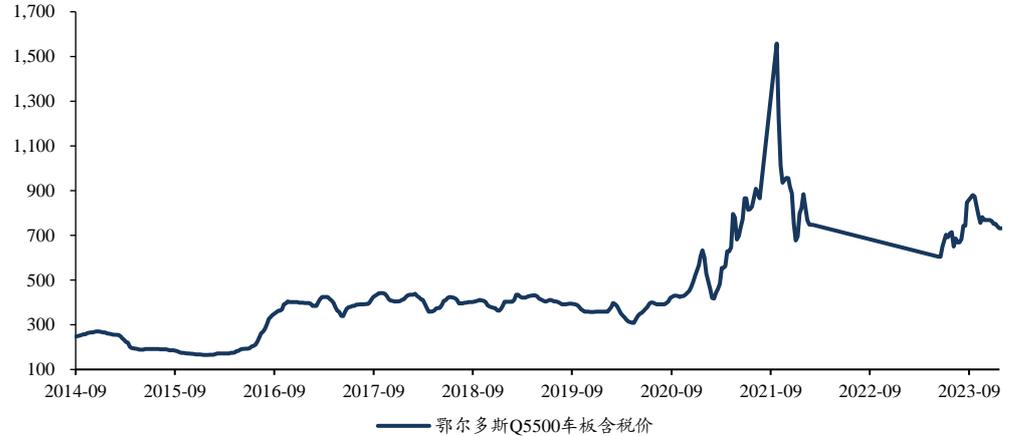
数据来源: 公司公告, 国家能源局, 东吴证券研究所

高家梁煤矿: 煤质优异叠加智能化加持, 逐步成为利润贡献主力。高家梁煤矿位于内蒙古, 主产低灰分、低硫、特低磷、发热量高的不粘煤, 是优质的动力煤品种; 高家梁煤矿初始设计产能 600 万吨, 于 2010 年投产, 2013 年达到满产状态。高家梁煤矿在建设之初就按照建设高产高效现代化矿井的模式进行设计, 技术和装备属世界一流, 矿井采煤综合机械化程度达 100%。而随着智能化开采技术的全面应用, 高家梁煤矿单产单进效率显著提高, 产能持续向上突破。2019 年 5 月, 高家梁煤矿产能核增至 750 万吨; 2022 年, 产能进一步增至 850 万吨。

红庆梁煤矿: 当期稳定贡献盈利, 未来产能扩张可期。红庆梁井田煤矿位于鄂尔多斯市塔然高勒矿区, 生产低灰、特低硫、特低磷、高热量的不粘煤和长焰煤。公司于 2010 年 6 月收购西部能源 60% 股权, 取得红庆梁煤矿的建设经营权。2018 年 4 月, 红庆梁煤矿顺利进入试生产, 并于当年 7 月转固, 核定产能 600 万吨/年。随着智能化矿山建设逐步开展, 红庆梁煤矿未来有望实现产能核增, 目前正在积极准备申请产能核增的相关工作。自供给侧改革以来, 红庆梁煤矿所在的鄂尔多斯地区煤价中枢明显抬升, 随着供需持续紧张, 煤价有望持续高企。2023 年红庆梁煤矿预计生产 600 万吨, 有望保障

红庆梁煤矿的盈利能力，为公司贡献稳定利润。

图7：红庆梁煤矿产地煤价（元/吨）



数据来源：中国煤炭市场网，东吴证券研究所

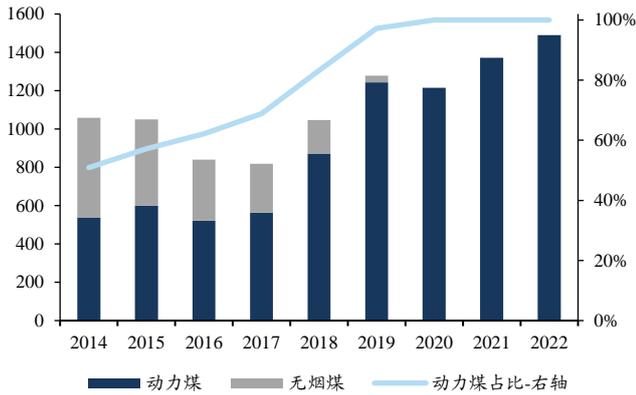
红墩子煤矿：新矿建设稳步推进，新增产能贡献增量。2019年9月27日，昊华能源出资 31.58 亿元，通过承债收购方式收购宁夏红墩子煤业有限公司 60%股权和 19.36 亿债权。红墩子煤业煤炭项目含红墩子矿区红一煤矿、红二煤矿和配套选煤厂。红墩子矿区煤层赋存稳定，构造简单，煤层瓦斯含量低，煤种以气煤为主，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤。具体来看，红墩子煤矿包含红一煤矿（240 万吨/年）、红二煤矿（240 万吨/年）和选煤一厂（500 万吨/年）。红一煤矿、红二煤矿已分别于 2022 年 9 月 28 日、2023 年 12 月 5 日投入联合试运转。未来随着红一、红二煤矿逐步达产，公司煤矿产能有望进一步释放，叠加煤价持续高位运行，将为公司带来主要盈利增量。

2.2. 动力煤核心驱动，低成本优势凸显

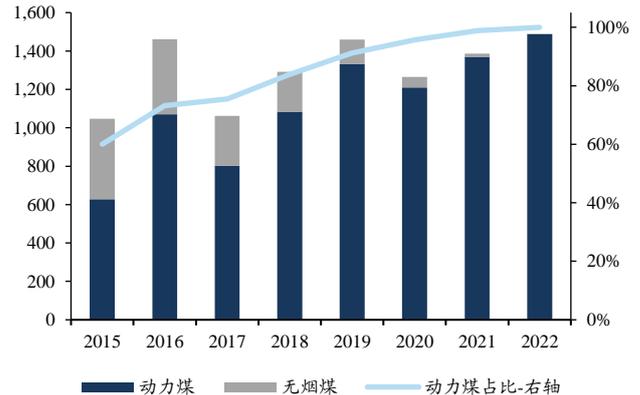
2017 年以来，随着主产无烟煤的京西四矿逐步退出，叠加主产动力煤的高家梁及红庆梁煤矿的投产扩产，公司动力煤占比逐步升高。2022 年，公司全年生产煤炭 1490 万吨，其中动力煤 1490 万吨，占比 100%；销售煤炭 1489 万吨，其中销售动力煤 1488 万吨，占比 99.97%；销售无烟煤 4771 吨，占比 0.03%。从 2020 年开始，公司煤炭业务发展重心成功完成由京西四矿到西部矿区、由无烟煤到动力煤的过渡，动力煤已成为驱动公司业绩发展的核心。

图8：公司煤炭产量构成及动力煤占比（万吨）

图9：公司煤炭销量构成及动力煤占比（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

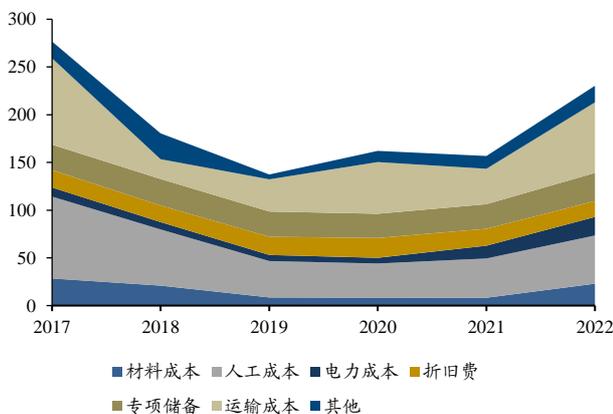


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

吨煤成本整体呈下降趋势，低成本优势凸显。2017年至2021年，公司吨煤生产成本下降显著，从276.68元/吨降至156.82元/吨，降幅达43.32%。究其原因，一方面京西高成本矿区产能不断去化，大量人员分流安置，使得公司煤炭生产成本不断下降；另一方面蒙西地区产能投产，低成本煤炭产量持续增加，使得公司平均吨煤生产成本不断下滑。而2022年公司吨煤生产成本有所回升，主要系2022年矿用材料价格出现大幅上涨，且红一煤矿投入试运营，产生较多材料成本和电力成本；此外，2022年运输费单价上涨，叠加红一煤矿位于宁夏，无法通过公司自有东铜铁路运输，运输成本增幅较大。未来，随着红一、红二煤矿的逐步达产将对成本形成摊薄，公司吨煤生产成本有望继续回落。

图10: 2017-2022年公司吨煤生产成本构成 (元/吨)

图11: 2015-2023年公司吨煤毛利润 (元/吨, %)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 公司煤炭业务吨煤指标 (元/吨)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
吨煤销售价格 (元/吨)	314	325	374	370	317	298	555	575
无烟煤	937	516	852	1,058	1,117	1,028	627	717
动力煤	337	255	220	237	240	264	549	575
吨煤销售成本 (元/吨)	270	250	163	152	120	170	163	230

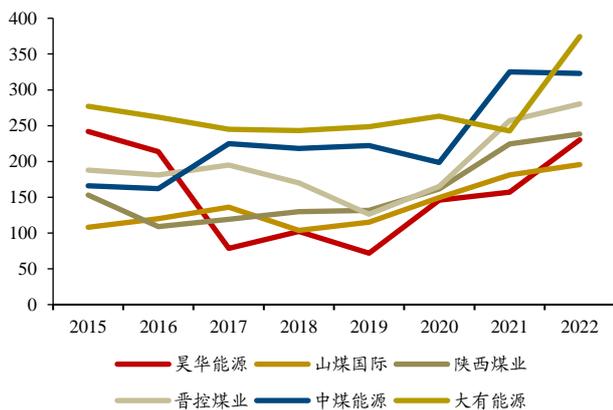
无烟煤	874	350	423	411	619	705	627	717
动力煤	242	214	79	102	72	146	157	230
吨煤毛利润 (元/吨)	45	74	211	217	197	127	392	345
吨煤毛利率 (%)	14.26%	22.89%	56.49%	58.83%	62.10%	42.74%	70.67%	59.95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司煤炭业务成本控制处于行业领先水平。公司整体吨煤销售成本低于行业平均水平，虽然 2022 年受原材料、电力等价格上涨因素影响，吨煤销售成本有所回升，但与大有能源、中煤能源、晋控煤业等同行业中其他公司相比，公司仍有 50-144 元/吨的成本优势，并且未来随着新建的红一、红二煤矿满产摊薄成本，公司煤炭业务低成本优势有望进一步凸显。

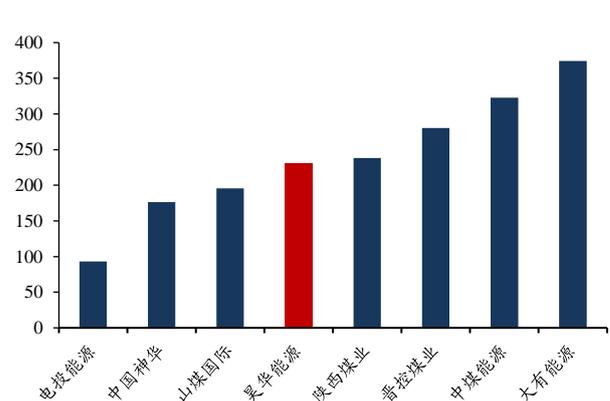
红墩子煤矿生产炼焦煤，高溢价贡献利润增量。宁夏红墩子一号、二号矿井均为炼焦煤矿，随着开采的持续推进，将逐步由表层动力煤煤转变为炼焦煤煤层，煤质提升带来的高溢价有望在未来释放利润增量，截至 2023 年，公司吨煤毛利 261.6 元/吨。

图12: 2015-2022 年行业吨煤销售成本对比 (元/吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13: 2022 年煤炭行业吨煤销售成本对比 (元/吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. “煤化运”一体运营，产业链优势显著

3.1. 煤化工：行业景气触底，盈利有望改善

产业链向下延伸，拓展煤化工业务。2016 年 9 月，随着子公司鄂尔多斯市国泰化工 40 万吨/年甲醇项目的投产，公司主营业务中增加了化工业务，到 2017 年已经达到满产状态。经过 2017 年子公司股权合并，公司当前持有鄂尔多斯市昊华国泰化工 96.67% 股权。

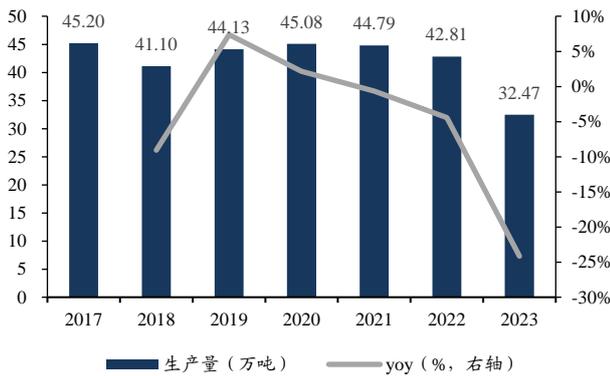
表3: 公司煤化工业务产能情况 (截至 2023 年 12 月)

公司名称	位置	核定产能 (万吨)	权益比例 (%)	权益产能 (万吨)
国泰化工	鄂尔多斯	40	96.67%	38.67

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

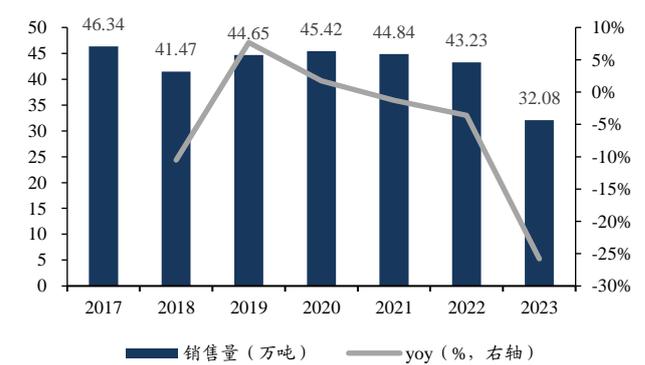
多年来甲醇业务产销量稳定运行，2023年有所下滑。公司主要使用红庆梁煤矿煤炭配合部分外购煤作为原料和燃料，经过加工出产甲醇，通过地销对外销售甲醇成品及副产品液氮、液氧、硫磺等。目前销售采取先款后货模式，下游客户主要为内蒙及周边区域的烯烃生产企业和少部分贸易商，客户集中度较高。2018-2022年，公司甲醇产销量稳定运行，维持在40-45万吨左右。2023年，受设备停车检修影响，甲醇产销量同比大幅减少，2023年公司实现甲醇产量32.47万吨，同比下降24.15%；实现销量32.08万吨，同比下降25.79%。

图14：2017-2022年公司甲醇产量变化情况（万吨，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

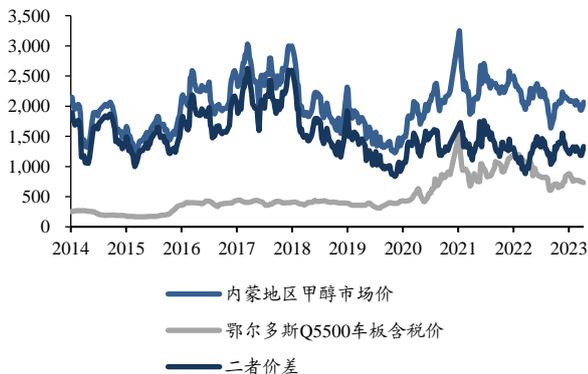
图15：2017-2022年公司甲醇销量变化情况（万吨，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

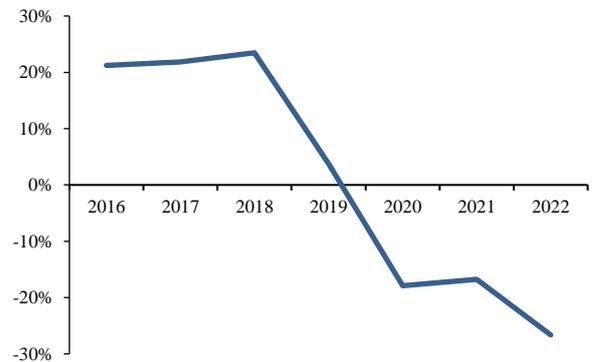
高煤价带动成本大幅提升，煤化工短期业绩承压。2020年三季度以来，市场甲醇价格走高，但受煤炭价格上涨影响，甲醇成本同样大幅提高。以内蒙古地区甲醇价格和鄂尔多斯地区5500大卡动力煤价格为例，对比发现二者价差在近两年处于历史相对低位，表明近两年甲醇行业毛利空间被大幅压缩。受此影响，公司近年甲醇业务业绩不佳，2020年以来甲醇业务毛利率均为负值，呈亏损状态，煤化工板块业绩承压。

图16：内蒙古甲醇价格与鄂尔多斯煤价对比（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：公司甲醇业务毛利率变化（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

进一步对公司甲醇业务的成本结构进行分析，2021-2022年，公司甲醇制造成本提升较大，其中上升最明显的两项是原料煤和燃料费，而这两项都是受到了煤炭价格抬升

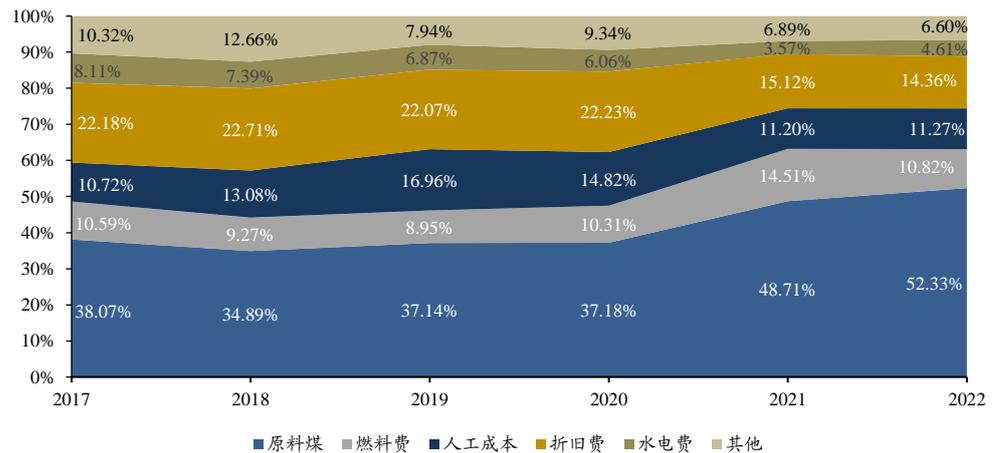
影响，进而显著提高了甲醇制造的单位成本，而 2020 年下半年以来甲醇价格上涨幅度尚不及成本提高幅度，最终导致了甲醇业务毛利率转负。对比 2020 年和 2022 年公司甲醇业务成本结构，原料煤占比从 37.18%大幅提升至 52.33%，燃料费从 10.31%提升至 10.82%，2022 年公司甲醇成本中原料煤和燃料费占比提升显著。

表4: 公司甲醇单位成本构成 (元/吨)

甲醇单位成本 (元/吨)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
原料煤	568	576	589	577	1,131	1,338
yoy (%)		1%	2%	-2%	96%	18%
燃料费	158	153	142	160	337	277
yoy (%)		-3%	-7%	13%	111%	-18%
人工成本	160	216	269	230	260	288
yoy (%)		35%	25%	-14%	13%	11%
折旧费	331	375	350	345	351	367
yoy (%)		13%	-7%	-1%	2%	5%
水电费	121	122	109	94	83	118
yoy (%)		1%	-11%	-14%	-12%	42%
其他	154	209	126	145	160	169
yoy (%)		36%	-40%	15%	10%	5%
总计	1,492	1,651	1,586	1,552	2,322	2,557
yoy (%)		11%	-4%	-2%	50%	10%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 2017-2022 年公司甲醇业务成本构成 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 铁路运输：自有铁路保障煤炭外运，运输优势巩固盈利能力

控股东铜铁路，有效保障煤炭外运。公司的铁路运输业务由子公司东铜铁路物流有限公司负责，目前公司持有其 59% 的股权。东铜铁路负责运营鄂尔多斯市万利矿区铜匠川铁路专用线，主要为万利矿区高家梁煤矿和王家塔煤矿提供煤炭铁路运输服务。铁路正线全长 22.138 公里，接轨点为国铁包西线东胜西站，终点铜匠川车站，中间设王家塔万吨组合站，货运能力达到 1000 万吨/年，有效保障高家梁煤矿外运需求，同时降低了公司煤炭产品运输成本。

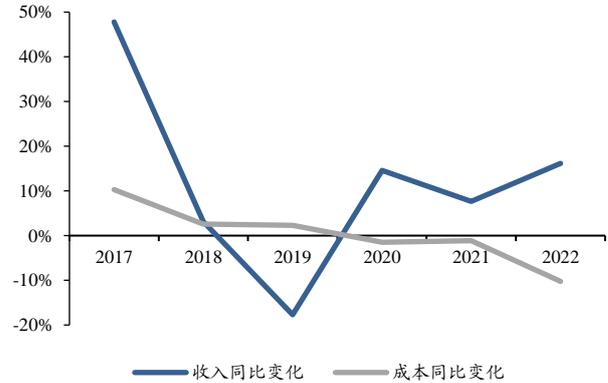
2019 年以来，公司铁路业务盈利稳中有升。成本端，公司铁路业务营业成本稳中有降；收入端，2019 年以来公司铁路业务收入上升趋势明显，带动毛利率不断上行，为公司贡献稳定利润。2022 年，公司铁路运输业务实现毛利 1.11 亿元，同比增长 33.98%，毛利率高达 68.86%。

图19：2016 年以来公司铁路业务经营情况（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：2017 年以来铁路业务收入成本同比变化（%）

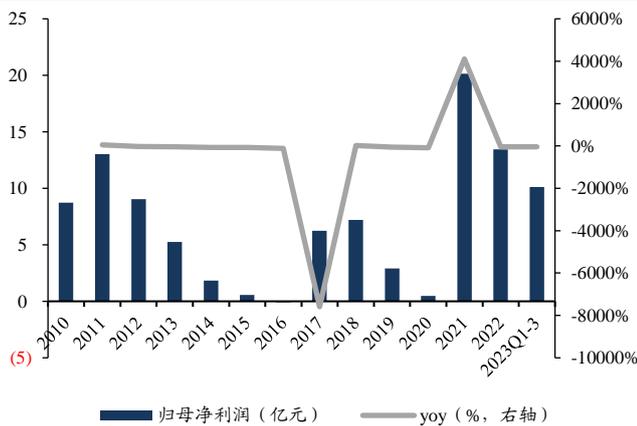


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 高现金低负债国企改革标的，“市值考核”提升分红预期

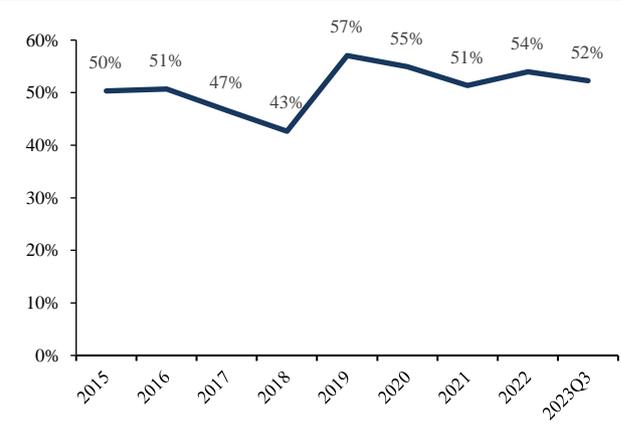
近年来受益于煤价上涨，公司盈利能力大幅提高。2021年煤价大幅上涨，公司实现归母净利润为20.14亿元，同比增长4106%，创下历史新高。2022年以来，公司归母净利润虽有回落，但盈利水平仍远高于历史平均水平。同时，公司资产负债率多年来保持在50%附近的较低水平，截至2023Q3为52%。

图21：公司净利润自2020年起触底回升（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：公司资产负债率多年来保持较低水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

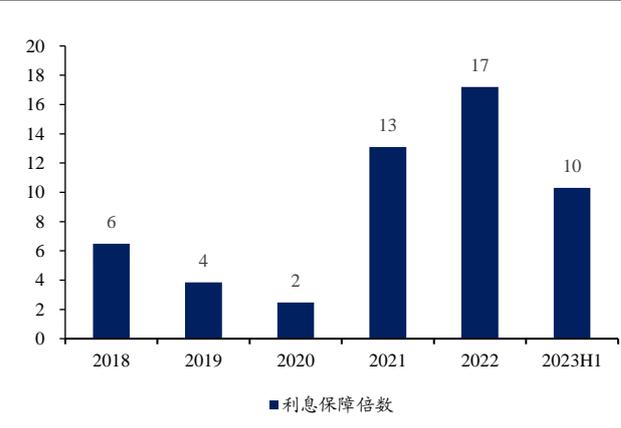
短期负债金额较小，偿债压力轻，账上现金流充裕稳定。截至2023年9月底，公司短期借款仅8.80亿元，有息负债总额84.82亿元，而2023年前三季度经营性现金净额为30.61亿元，短期偿债压力较小。此外，截至2023年9月底，合并报表口径货币资金合计56.89亿元，其中母公司口径货币资金30.39亿元，账上现金流充裕稳定。

图23：公司经营活动产生现金流净额（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：利息保障倍数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

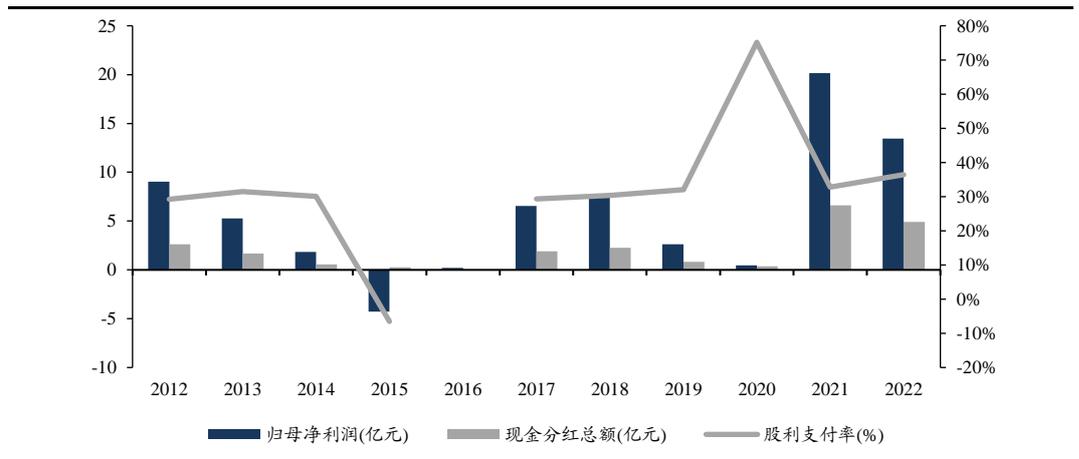
国资委在“一利五率”目标管理体系之下两提“市值管理考核”。2024年1月24日，国务院国资委宣布“进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”，这是国资委首次提及将“市值管理”纳入到业绩考核体系。1月29日，国资委在中央企业、地方国资委考核分配工作会议进一步提出“全面推开上市公司市值管理考核”，此外，该会议

明确了 2024 年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”。在此基础上将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，有助于引导央企负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，实现央企高质量发展。展望未来，在新一轮国企改革深化提升行动下，央企市值管理成效纳入考核有望推动企业从资本要素入手，通过回购、分红等方式回报投资者。

煤炭国资有望受益，昊华能源作为高现金低负债的国企改革标的，分红预期有望大幅提升。煤炭板块中，央企数量较少，市值管理考核的利好影响将直接外溢至以昊华能源为代表的省属、市属国企。2014 年年底，北京市国资委对北京能源投资(集团)有限公司和北京京煤集团有限责任公司实施合并重组，京煤集团的国有资产无偿划转给京能集团，京能集团更名为北京能源集团有限责任公司。截至 2023 年底，公司实控人北京市国资委间接持股 63.31%。截至 2024 年 2 月 19 日，公司 PB (LF) 仅 0.93 倍，低于 1 倍，已处于破净状态（截至 2023 年三季度公司每股净资产为 7.82 元，2024 年 2 月 19 日股价为 7.25 元）。

2017 年以来，公司分红率保持相对稳定。2017-2022 年公司年均分红率为 39.34%，2022 年公司现金分红 4.9 亿元，分红率 36.44%，折合股息率 5.50%。

图25：2017 年以来公司分红率保持相对稳定（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，公司目前现金流充裕稳定，同时，折旧已充分计提，且在红墩子煤矿已经投产背景下，公司短期内没有大型新建项目，即不会大幅增加资本性开支，短期内也没有大额偿债需求。此外，公司作为高现金低负债的国企改革标的，目前仍处于破净状态，因此在央企市值管理考核背景下，我们预期未来公司分红比例有望大幅提升。我们预测昊华能源 2023 年归母净利润约为 13.54 亿元，并基于 2023 年的盈利预测，对公司 23 年分红进行测算：假设 2023 年分红比例提升至 50%/60%/70%时，则现金分红金额预计为 6.77/8.12/9.48 亿元，对应公司当前市值（2024 年 2 月 19 日），股息率分别为 6.48%/7.78%/9.08%。

表5: 2023年股息率测算(2024/2/19)

	假设 1: 分红 50%	假设 2: 分红 60%	假设 3: 分红 70%
归母净利润(亿元)	13.54	13.54	13.54
年度分红总额(亿元)	6.77	8.12	9.48
分红率(%)	50%	60%	70%
股息率(%)	6.48%	7.78%	9.08%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

在以下条件下我们对昊华能源 2023-2025 年业绩进行预测:

煤炭业务: 从行业角度, “碳中和”政策压制全球煤炭行业投资意愿, 造成供给端相对刚性, 而需求端用电需求稳步增长, 煤炭供需趋紧对价格形成支撑。从公司角度, 煤炭价格上, 公司煤炭销售长协占比高达 80%, 促使公司煤炭售价较市场更加稳定。煤炭销量上, 红墩子一矿、二矿已相继于 2022 年 9 月末、2023 年底投入试运行, 未来产能利用率有望逐步提高。假设 2023-2025 年煤炭销量分别为 1705/1930/1950 万吨, 变化幅度分别为 14.52%/13.18%/1.04%, 我们预计 2023-2025 年煤炭业务销售收入分别为 76.52/86.61/87.51 亿元。

我们假设公司煤化工、铁路等业务平稳发展。

表6: 公司主要业务假设及营收拆分(百万元)

销售收入(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤炭	4,634	3,597	7,315	8,565	7,652	8,661	8,751
甲醇	751	604	883	864	589	694	810
铁路运输	112	129	139	161	146	153	161
其他业务	36	33	33	-303	0	0	0
营业总收入	5,533	4,363	8,369	9,287	8,387	9,509	9,722
煤炭增速	-1.9%	-22.4%	103.4%	17.1%	-10.7%	13.2%	1.0%
甲醇增速	-16.6%	-19.6%	46.1%	-2.1%	-31.8%	17.8%	16.7%
铁路运输增速	-18.0%	15.2%	7.5%	16.2%	-9.4%	5%	5%
其他业务增速	-27.8%	-8.7%	1.7%	-1017.3%		0%	0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议:

公司煤炭销售长协占比高达 80%, 煤炭售价波动小, 因此公司业绩支撑较强; 此外公司账上现金流充裕, 短期偿债压力小, 且红墩子煤矿已经投产, 短期无新建项目, 也没有大规模资本开支需求, 账上现金流充裕, 在市值管理考核背景下, 分红预期大幅提升, 公司价值有望重估。我们从两个角度给予公司价值评估:

从 PE 估值法角度，我们预计公司 23-25 年分别实现归母净利润 13.54/15.11/15.45 亿元，对应 PE7.71/6.91/6.76 倍。从主营业务分析，公司现阶段主营业务为动力煤业务，而中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖矿能源、山煤国际的煤炭业务同公司相近，故我们选取这五家动力煤标的作为可比公司进行比较分析，按照 24 年 2 月 19 日股价，23-25 年可比公司平均 PE 为 9.60/8.98/8.64 倍，公司 PE 折价幅度分别为 25%/30%/28%，可比公司平均 PB (LF) 为 2.40 倍，而公司 PB (LF) 仅 0.93 倍，折价幅度达 159%。

再者，从股息率角度，基于上述预测，假设 23 年公司分红率分别为 50%/60%/70% 时，现金分红为 6.77/8.12/9.48 亿元。中性假设预期下，我们预计公司分红率将提升至 60%，按照 24 年 2 月 19 日股价，计算 23 年股息率为 7.78%。在未来低利率市场环境下，我们预期公司股息率将回归至 22 年的 5.5% 左右，则公司股价可能存在近 41% 的上涨空间。

综上所述，考虑到公司兼具稳定成长和股息提升赋予的避险属性，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司估值表（2024 年 2 月 19 日）

证券代码	证券简称	2024/2/19				EPS			PE			静态
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	PB
601088.SH	中国神华	39.81	3.19	3.28	3.33	12.48	12.14	11.95	1.99			
601225.SH	陕西煤业	25.37	2.26	2.59	2.72	11.23	9.80	9.33	2.85			
601898.SH	中煤能源	12.94	1.53	1.62	1.70	8.46	7.99	7.61	1.20			
600188.SH	兖矿能源	25.12	2.77	2.93	3.08	9.07	8.57	8.16	3.58			
600546.SH	山煤国际	18.89	2.79	2.95	3.08	6.77	6.40	6.13	2.40			
平均值						9.60	8.98	8.64	2.40			
601101.SH	昊华能源	7.25	0.94	1.05	1.07	7.71	6.91	6.76	0.93			
折价幅度						25%	30%	28%	159%			

数据来源：Wind，东吴证券研究所

（备注：中国神华、陕西煤业盈利预测数据为东吴证券煤炭团队内部预测数据；中煤能源、兖矿能源、山煤国际盈利预测数据为 Wind 一致预期数据）

6. 风险提示

- 国内经济增速大幅下滑：**国内经济增幅大幅下滑，需求低迷，导致电力需求不足。
- 煤炭下游需求不及预期：**受宏观经济下滑影响，煤炭下游存在需求下滑的风险，若保供政策持续加码，煤价可能不及预期。
- 安全生产事故导致煤炭产量不及预期：**煤矿生产过程中的安全生产事故具有偶发性，如果发煤矿安全事故，将导致公司煤炭产量不及预期。

昊华能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,327	7,608	11,932	12,570	营业总收入	9,287	8,387	9,509	9,722
货币资金及交易性金融资产	5,458	6,489	11,234	11,996	营业成本(含金融类)	4,206	4,057	4,619	4,808
经营性应收款项	153	181	169	137	税金及附加	796	755	808	826
存货	86	156	133	125	销售费用	141	147	166	170
合同资产	0	0	0	0	管理费用	558	671	761	778
其他流动资产	630	782	396	313	研发费用	7	4	5	5
非流动资产	23,478	23,537	23,898	24,584	财务费用	332	245	259	194
长期股权投资	1,317	1,316	1,316	1,316	加:其他收益	36	21	24	24
固定资产及使用权资产	7,678	10,318	11,206	12,305	投资净收益	(362)	(1)	5	5
在建工程	4,682	2,145	1,716	1,373	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	8,893	8,836	8,786	8,736	减值损失	(38)	(20)	(29)	(24)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	55	5	5
长期待摊费用	124	244	196	176	营业利润	2,882	2,563	2,895	2,950
其他非流动资产	784	677	677	677	营业外净收支	(62)	(49)	(68)	(60)
资产总计	29,805	31,145	35,830	37,155	利润总额	2,820	2,514	2,827	2,890
流动负债	3,778	3,628	4,123	4,071	减:所得税	644	478	537	549
短期借款及一年内到期的非流动负债	897	880	980	830	净利润	2,176	2,037	2,290	2,341
经营性应付款项	1,348	1,327	1,516	1,564	减:少数股东损益	833	682	779	796
合同负债	208	232	240	244	归属母公司净利润	1,344	1,354	1,511	1,545
其他流动负债	1,325	1,188	1,387	1,433	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	0.94	1.05	1.07
非流动负债	12,304	11,958	13,858	13,758	EBIT	3,577	2,760	3,086	3,084
长期借款	7,731	7,581	7,481	7,381	EBITDA	4,124	3,584	3,889	3,984
应付债券	0	0	2,000	2,000	毛利率(%)	54.71	51.63	51.42	50.54
租赁负债	134	7	7	7	归母净利率(%)	14.47	16.15	15.89	15.89
其他非流动负债	4,439	4,370	4,370	4,370	收入增长率(%)	10.97	(9.69)	13.37	2.24
负债合计	16,081	15,586	17,982	17,829	归母净利润增长率(%)	(33.30)	0.80	11.59	2.25
归属母公司股东权益	10,460	11,612	13,124	13,805					
少数股东权益	3,264	3,946	4,724	5,520					
所有者权益合计	13,723	15,558	17,848	19,325					
负债和股东权益	29,805	31,145	35,830	37,155					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,207	2,828	4,356	3,930	每股净资产(元)	7.26	8.06	9.11	9.59
投资活动现金流	(1,746)	(879)	(1,222)	(1,636)	最新发行在外股份(百万股)	1,440	1,440	1,440	1,440
筹资活动现金流	(1,343)	(920)	1,611	(1,533)	ROIC(%)	12.38	9.61	9.55	8.64
现金净增加额	1,119	1,031	4,745	762	ROE-摊薄(%)	12.85	11.66	11.52	11.19
折旧和摊销	547	824	803	899	资产负债率(%)	53.96	50.05	50.19	47.99
资本开支	(1,720)	(864)	(1,274)	(1,660)	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.77	7.71	6.91	6.76
营运资本变动	730	(403)	787	197	P/B(现价)	1.00	0.90	0.80	0.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>