



买入（首次）

所属行业：煤炭/煤炭开采
当前价格(元)：9.75

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

薛磊

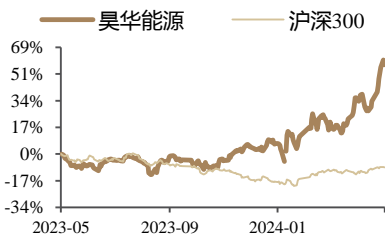
资格编号：S0120524020001
邮箱：xuelei@tebon.com.cn

研究助理

谢信圆

邮箱：xiejin@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.66	30.52	41.51
相对涨幅(%)	10.45	27.86	32.83

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

昊华能源（601101.SH）：煤炭量增显著，分红提升价值

投资要点

- 市属国企，战略西移。**北京昊华能源股份有限公司成立于2002年，是北京能源集团有限责任公司二级平台公司，先后经历两次增资后于2010年3月在上交所上市。截至2024年一季度，京能集团是公司第一大控股股东，北京市国资委为实控人。公司主要业务涵盖煤炭开采、煤化工、铁路运输等领域，经过多年发展，已逐步形成以北京为管理中心，以鄂尔多斯和宁东等地区为业务核心区域，业务范围覆盖我国中西部能源富集地区。截至2024年一季度，公司实现营收24.13亿元，同比增长7.58%，实现毛利12.29亿元，同比增长58.76%，公司归母净利润4.52亿元，同比增长5.12%。在近几年利润稳中有升下，公司积极回馈股东，2023年分红率为48.46%，绝对额达5.04亿元。
- 煤炭业务：产量稳步提升，盈利弹性逐步释放。**1)截至2023年报，公司煤炭资源储量20.95亿吨，可采年限超58年；2)截至2023年底，公司在产煤矿的核定产能为1930万吨/年，权益产能为1328万吨/年；3)红一、红二煤矿分别于2022年9月、2023年12月进入联合试运转状态，公司煤炭产销量仍将持续增长，产销量仍有225万吨左右的增长空间；3)成本控制得当，吨煤成本下降明显，2023年吨煤成本为187元/吨，同比下降18.8%；4)红一煤矿经营改善，红二放量，公司盈利弹性逐步释放。根据我们测算，2024-2025年公司煤业业务分别贡献归母净利润16.9、18.9亿元，2024-2025年同比增速分别为25.0%、11.9%。
- 非煤业务：化工业务短期承压，铁路运输利润稳定。****煤化工业务：**公司化工业务由子公司国泰化工负责经营，甲醇年产能达40万吨。2023年三季度，公司受到设备停车检修影响，未开展产销活动，全年甲醇销量为32.1亿吨，同比下降25.8%。价格与成本差额是驱动甲醇业务盈利变化的主要原因，2023年，甲醇单吨售价1837元/吨，同比下降8.1%，价格与成本差额较同期扩大181元/吨。**铁路运输业务：**公司铁路业务由子公司东铜铁路物流有限公司负责（权益占比59%）。铁路运输是公司内蒙古矿区“煤—化—运”一体产业布局的重要一环，运输煤炭约600万吨/年，设计运输能力1000万吨/年。东铜铁路物流公司于2023年被认定为西部地区鼓励类产业企业，税率缴纳企业所得税比例由2022年的25%降至15%，截至2023年底，东铜铁路实现运量622万吨，营业收入1.45亿元，同比-9.4%。
- 投资建议：首次覆盖，买入评级。**公司煤炭业务保持产销两旺，随着优质产能的逐步释放，在煤价中枢上行周期，公司盈利有望稳步向上。我们预计公司2024-2026年归母净利润为15.9、18.1、19.0亿元，按照5月14日收盘时市值计算，对应PE为8.8、7.8、7.4倍，参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1)煤炭价格大幅下跌；2)宏观经济增长不及预期；3)新项目投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,440.00		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,440.00	营业收入(百万元)	9,287	8,437	9,854	10,547	10,894
52 周内股价区间(元):	5.38-9.94	(+/-)YOY(%)	11.0%	-9.1%	16.8%	7.0%	3.3%
总市值(百万元):	14,039.98	净利润(百万元)	1,344	1,040	1,594	1,806	1,904
总资产(百万元):	29,664.62	(+/-)YOY(%)	-33.3%	-22.6%	53.3%	13.2%	5.4%
每股净资产(元):	8.16	全面摊薄 EPS(元)	0.93	0.72	1.11	1.25	1.32
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	54.7%	52.7%	53.4%	55.2%	56.3%
		净资产收益率(%)	12.8%	9.3%	13.1%	13.8%	13.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 北京市属国企，战略重心向西北迁移	5
1.1. 北京市属国企，战略重心向西北迁移	5
1.2. 聚焦煤炭主业，资本结构优化	6
2. 煤炭业务：产量稳步提升，盈利弹性逐步释放	8
2.1. 坐拥优质动力煤资源，核定产能 1930 万吨	8
2.2. 煤炭产销两旺，未来仍有增量	9
2.3. 成本管控优异，盈利放量可期	9
3. 非煤业务：量价齐降化工承压，铁路运输利润稳定	12
3.1. 甲醇量价齐降，盈利承压	12
3.2. 铁路运输能力稳定，协同构建“煤-化-运”产业链	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 估值分析及投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司股权结构图（截至 2024Q1）	5
图 2：公司历史沿革	5
图 3：下属子公司分工明确（截至 23 年末）	6
图 4：2018-2024Q1 营收/毛利（亿元）及同比（%）	6
图 5：2018-2024Q1 归母净利润（亿元）及同比（%）	6
图 6：2023 年各项目营收占比	7
图 7：2018-2023 年各项目毛利（亿元）	7
图 8：2018 年以来费率下降显著	7
图 9：2019 年以来资产负债率稳中有降	7
图 10：2021 年以来，公司煤炭产量稳步增长	9
图 11：2021 年以来，公司煤炭销量同步增长	9
图 12：2018 年以来，公司吨煤成本情况	10
图 13：2023 年公司煤炭成本结构（%）	10
图 14：2023 年各分项对煤炭生产成本下降的贡献度（%）	10
图 15：2022 年以来，公司吨煤售价波动收敛（元/吨）	11
图 16：2024 年 Q1 公司煤炭单位毛利率为 56.6%	11
图 17：煤化工业务收入/成本及同比（百万元）	12
图 18：煤化工业务毛利（百万元）	12
图 19：煤化工产销情况（万吨）	13
图 20：煤化工平均售价/成本（元/吨）	13

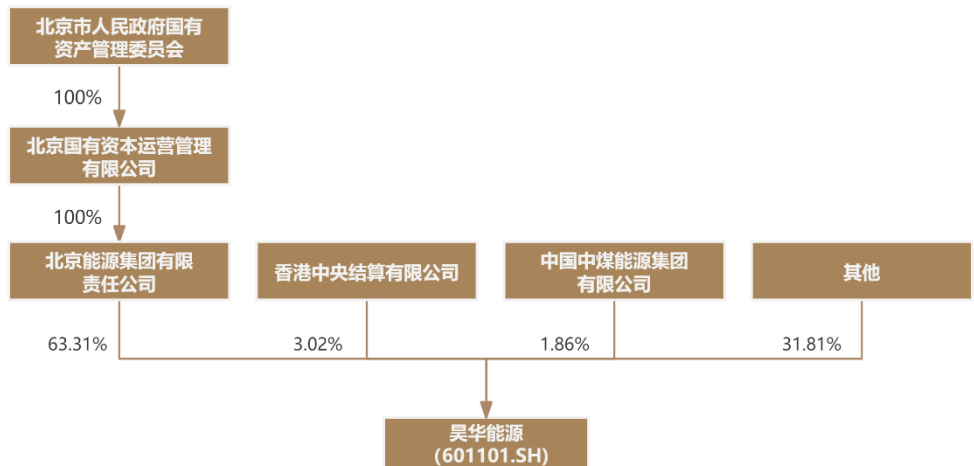
图 21: 2018-2023 年成本拆解 (万元)	13
图 22: 原料&燃料费与煤价挂钩	13
图 23: 2023 年煤化工业务各项成本占比.....	13
图 24: 铁路运输收入/成本及同比	14
图 25: 铁路净利润及同比	14
表 1: 公司近年来的分红情况.....	7
表 2: 截至 2023 年报, 公司煤炭资源储量情况.....	8
表 3: 截至 2023 年底, 公司在产煤矿的核定产能 1930 万吨/年, 权益产能为 1328 万吨/年9	
表 4: 2024-2025 年公司煤炭业务盈利测算	11
表 5: 煤炭价格与甲醇售价敏感性分析	14
表 6: 分业务盈利测算.....	15
表 7: 可比公司估值 (截至 5 月 14 日收盘)	16

1. 北京市属国企，战略重心向西北迁移

1.1. 北京市属国企，战略重心向西北迁移

市属国企，集“煤-化-运”为一体的综合能源企业。北京昊华能源股份有限公司成立于2002年，是北京能源集团有限责任公司二级平台公司，先后经历两次增资后于2010年3月在上交所上市。截至2024年一季度，京能集团是公司第一大控股股东，持有63.31%的股权，北京市国资委为实控人。

图 1：公司股权结构图（截至 2024Q1）



资料来源：公司公告、德邦研究所

战略中心逐步向西北迁移，红墩子二矿进入联合试运转。经过多年发展，公司已逐步形成以北京为管理中心，以鄂尔多斯和宁东等地区为业务核心区域，主要业务范围覆盖我国中西部能源富集地区的新的格局。截至2020年，公司北京区域煤矿完成全部关闭。2022年10月及2023年12月，宁夏红墩子煤业旗下红墩子一矿及红墩子二矿分别进入联合试运转。

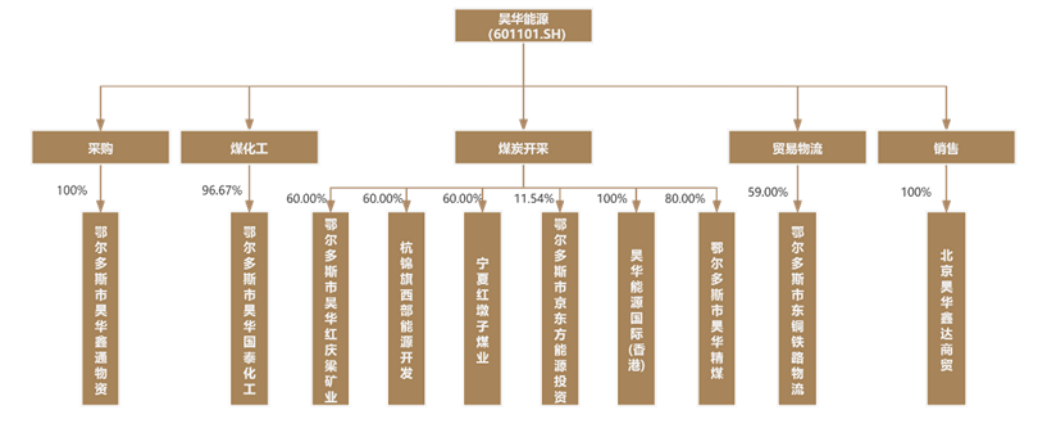
图 2：公司历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网、德邦研究所

下属公司分工明确，各业务协同发展。公司主要业务包括煤炭开采、煤化工、铁路运输等领域，各个子业务清晰。煤炭方面，昊华精煤、西部能源及红墩子煤业分别负责高家梁、红庆梁和红墩子煤矿的生产及洗选工作。非煤业务方面，国泰化工主要负责甲醇产销，东铜铁路物流有限公司提供铁路运输服务。

图 3：下属子公司分工明确（截至 23 年末）



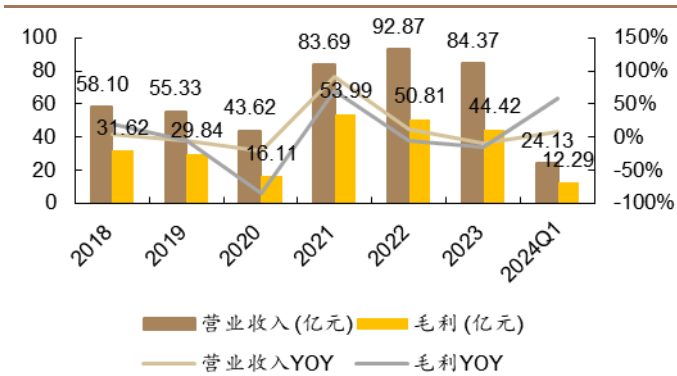
资料来源：公司 2023 年年报、德邦研究所

1.2. 聚焦煤炭主业，资本结构优化

2023 年，受到煤炭下游需求下降及进口煤对国内市场冲击影响，国内煤价呈现震荡下行，公司 23 年实现营收 84.37 亿元，同比下降 9.15%，实现毛利 44.42 亿元，同比下降 14.37%，公司归母净利润 10.40 亿元，同比下降 22.60%。

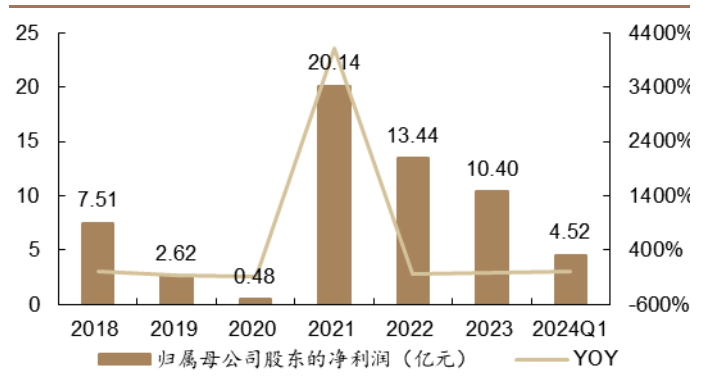
截至 2024 年 Q1，公司实现营收 24.13 亿元，同比增长 7.58%，实现毛利 12.29 亿元，同比增长 58.76%，公司归母净利润 4.52 亿元，同比增长 5.12%。

图 4：2018-2024Q1 营收/毛利（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

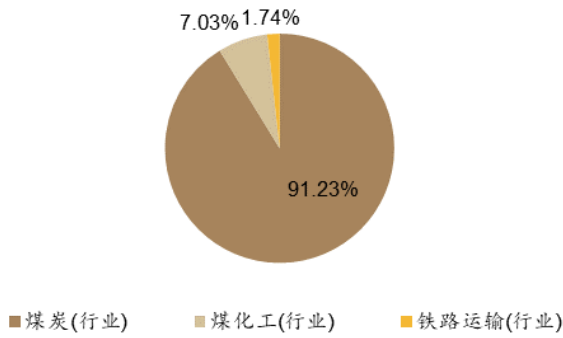
图 5：2018-2024Q1 归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

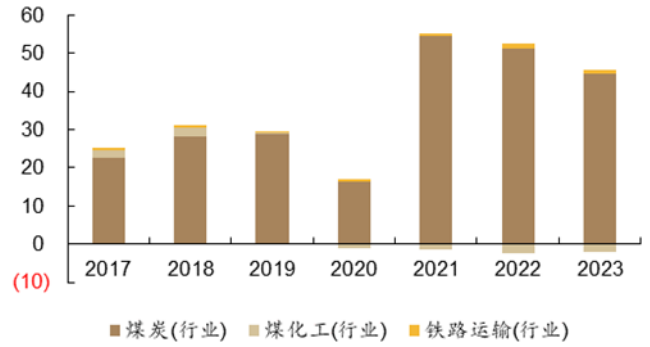
聚焦煤炭主业，2023 年煤炭贡献主要营收及毛利。2023 年公司实现营业收入 84.37 亿元，其中煤炭开采及销售收入 76.52 亿元，占比 91.23%，是公司主要的收入来源，煤化工及铁路运输分别占比 7.03%和 1.74%，同期公司实现毛利 44.42 亿，其中煤炭开采及销售毛利为 44.61 亿元，铁路运输毛利为 0.98 亿元，受到甲醇价格低迷影响，化工销售毛利为-2.23 亿元。

图 6：2023 年各项目营收占比



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

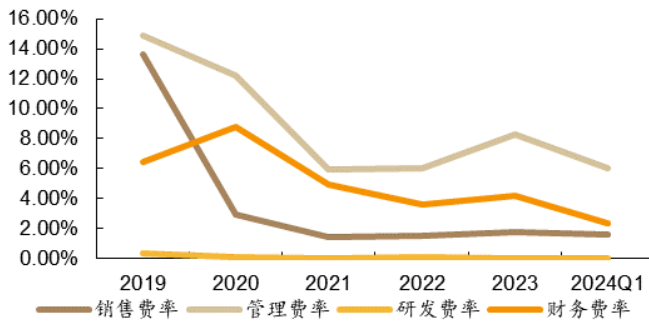
图 7：2018-2023 年各项目毛利（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

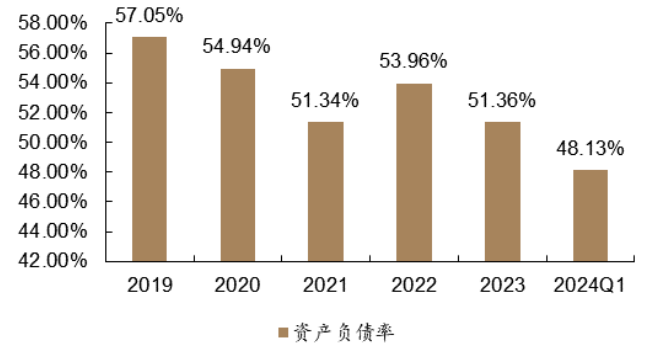
费用收缩明显，资产负债率稳中有降。2019 年以来，公司不断强化预算、资金和成本管控，费用端下降显著，近两年基本保持平稳水平。此外，公司资产负债率稳中有降，资本结构持续优化，财务稳健性不断增强。

图 8：2018 年以来费率下降显著



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

图 9：2019 年以来资产负债率稳中有降



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

积极回馈股东，分红绝对额提升。2020 年公司净利润大幅下降，现金分红总额随之降低，2021 年以来随着净利润显著提升，公司分红绝对额大幅上升，2023 年分红率为 48.46%，绝对额达 5.04 亿元。

表 1：公司近年来的分红情况

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	分红率
2023/12/31	103,997.38	50,399.93	48.46%
2022/12/31	134,359.74	48,959.93	36.44%
2021/12/31	201,445.98	65,999.90	32.76%
2020/12/31	4,789.58	3,599.99	75.16%
2019/12/31	26,216.70	8,399.99	32.04%
2018/12/31	75,138.71	22,799.97	30.34%

资料来源：公司公告、德邦研究所

2. 煤炭业务：产量稳步提升，盈利弹性逐步释放

2.1. 坐拥优质动力煤资源，核定产能 1930 万吨

京西四矿退出完成，生产重心向西转移。根据中共中央国务院印发《京津冀协同发展规划纲要》以及北京市委《关于贯彻落实<京津冀协同发展规划纲要>的实施意见》精神，明确要求疏解北京非首都核心功能。作为煤炭生产企业，京西煤炭开采业不符合首都城市战略功能定位，属于非首都核心功能，逐步退出势在必行。2016-2020 年，公司京西矿区原有四座矿井长沟峪、木城涧、大安山、大台陆续完成关闭。目前，公司旗下拥有四座在产矿井，地处内蒙、宁夏地区。

拥有丰富动力煤资源，可采年限超 58 年。公司主要煤种包括不粘煤、长焰煤、气煤，均属于优质动力煤。截至 2023 年报，公司煤炭资源储量 20.95 亿吨，可采储量达 11.2 亿吨，总体资源的可采年限超 58 年。

- **高家梁煤矿：**位于内蒙古鄂尔多斯东胜煤田万利矿区南部，地质构造简单，煤层赋存较稳定，各煤层均为低灰分、低硫、特低磷、发热量高的不粘煤，是良好的环保型动力用煤。
- **红庆梁煤矿：**位于内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗境昭君镇，地质构造简单，煤层赋存稳定，瓦斯含量低。煤质为低灰分、特低硫、特低磷的不粘煤和长焰煤，是理想的动力及化工原料用煤。
- **红墩子煤矿：**位于宁夏回族自治区银川市东部，煤种均以气煤为主，少量 1/2 中粘煤，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤。

表 2：截至 2023 年报，公司煤炭资源储量情况

矿井	煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	证实储量 (万吨)	可采年限 (年)
高家梁煤矿	不粘煤	62460.1	40905.5	9504.4	48.12
红庆梁煤矿	长焰煤、不粘煤	66344.8	38395.2	35910.7	63.99
红一煤矿	气煤	46150.6	16577.2	4577.2	69.07
红二煤矿	气煤	34520.3	16457.2	12156.2	68.57
合计		209475.7	112335.1	62148.5	58.20

资料来源：公司 2023 年报、相关煤矿取得采矿许可证等公司公告、德邦研究所

截至 2023 年底，核定产能 1930 万吨，2025 年末努力实现 3000 万吨的产能目标。截至 2023 年底，公司在产煤矿的核定产能为 1930 万吨/年，权益产能为 1328 万吨/年。根据 2023 年中报显示，公司正积极在煤炭资源富集区寻找优质煤矿项目，以在“十四五”末实现煤炭产能 3000 万吨的规划目标，公司未来产能增长可期。

- **高家梁煤矿：**为公司 IPO 募投项目。2012 年完成采矿权整合和安全验收，获得 600 万吨采矿许可证和安全生产许可证。2019 年核增至 750 万吨/年。截至 2023 年，产能已核增至 850 万吨/年。
- **红庆梁煤矿：**2010 年 5 月，公司发布公告：出资 10.85 亿元收购西部能源公司 60% 股权，控股红庆梁煤矿。2021 年红庆梁煤矿陆续取得采矿许可证、安全生产许可证，核定产能 600 万吨/年，成为公司主力矿井。
- **红墩子煤矿：**2019 年，昊华能源通过上海联合产权交易所公开摘牌的方式，出资 31.58 亿元，收购宁夏红墩子煤业有限公司 60% 股权和 19.36 亿元相关债券。红墩子煤业的煤炭项目包含红一煤矿、红二煤矿、红三煤矿以及配套选煤厂、煤化工项目。红一、红二煤矿分别于 2022 年 9 月、2023 年 12 月进入联合试运转状态，红三煤矿尚处于规划阶段。

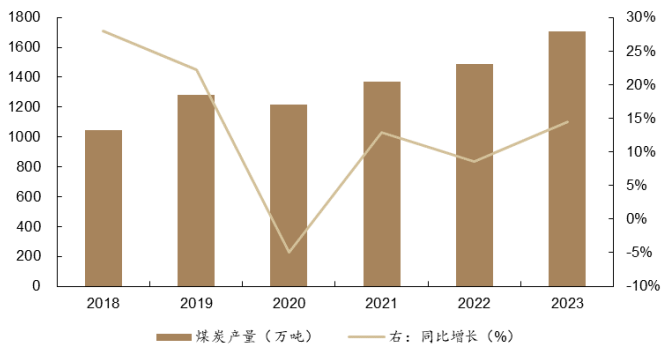
表 3: 截至 2023 年底, 公司在产煤矿的核定产能 1930 万吨/年, 权益产能为 1328 万吨/年

矿井	项目主体	权益比例 (%)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
高家梁煤矿	鄂尔多斯市昊华精煤	80%	850	680	在产
红庆梁煤矿	杭锦旗西部能源	60%	600	360	在产
红一煤矿	宁夏红墩子煤业	60%	240	144	在产
红二煤矿	宁夏红墩子煤业	60%	240	144	在产
在产合计			1930	1328	
红三煤矿	宁夏红墩子煤业	60%	180	108	规划, 待开发
总计			2110	1436	

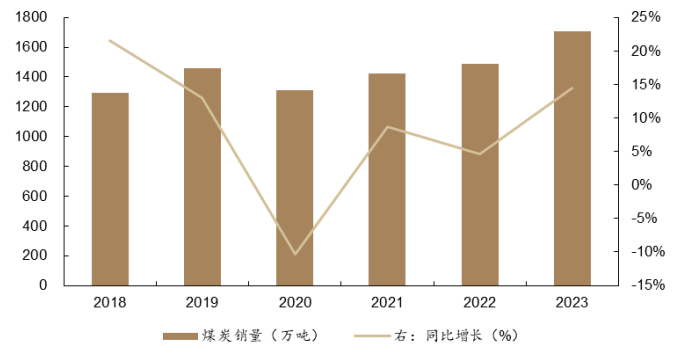
资料来源: 公司 2023 年报、相关煤矿取得采矿许可证等公司公告、德邦研究所

2.2. 煤炭产销两旺, 未来仍有增量

公司煤炭产销两旺, 稳步增长。随着京西四矿逐步退出, 2015-2020 年公司煤炭产销量略有波动, 高家梁煤矿的投产在一定程度上对冲京西四矿的影响。2021 年红庆梁煤矿正式投产之后, 公司煤炭产销量逐步增长。红一、红二煤矿分别于 2022 年 9 月、2023 年 12 月进入联合试运转状态, 公司煤炭产销量仍将持续增长。根据经营情况公告, 2023 年公司实现煤炭产量 1706 万吨, 同比增长 14.5%; 煤炭销量 1705 万吨, 同比增长 14.5%。相较于核定产能 1930 万吨, 产销量仍有 225 万吨左右的增长空间。

图 10: 2021 年以来, 公司煤炭产量稳步增长


资料来源: 历年公司年报、经营情况公告、德邦研究所

图 11: 2021 年以来, 公司煤炭销量同步增长


资料来源: 历年公司年报、经营情况公告、德邦研究所

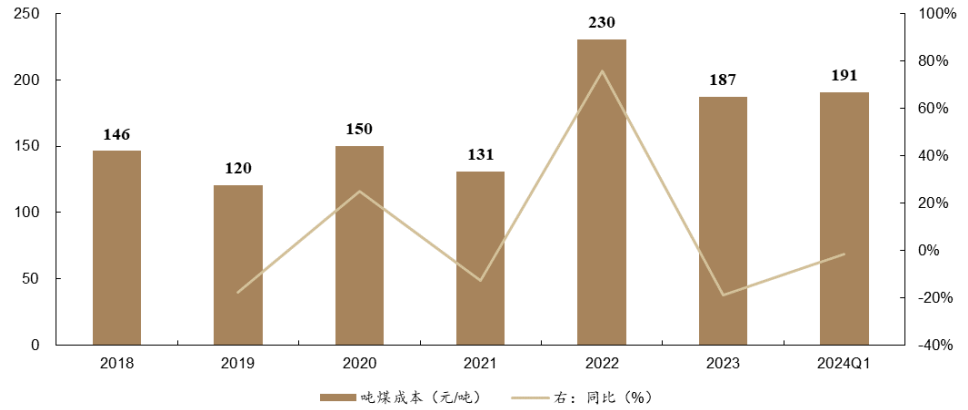
2.3. 成本管控优异, 盈利放量可期

多因素导致 2022 年吨煤成本上涨较多。2018-2021 年, 公司吨煤成本保持稳定, 在 120-150 元/吨区间波动。2022 年公司吨煤成本为 230 元/吨, 同比增长 75.6%。从分项贡献度来看, 运输、材料、人工、电力、费用计提等方面对成本增长的拉动较大, 主要原因是: **1) 运输成本:** 受直供客户运量增多及运输费单价上涨影响; **2) 材料成本:** 一方面矿用材料价格大幅上涨, 另一方面红一煤矿试运行产生材料成本; **3) 人工成本:** 红一煤矿试运行, 员工数量增长; **4) 电力成本:** 主要是内蒙煤矿电费平均单价提高; **5) 生产安全费计提:** 根据财政部、国家发改委、国家安全生产监督管理总局、国家煤矿安全监察局“财企(2012)16 号”文件规定, 2021 年公司生产安全费按 15 元/吨的标准提取, 但 2022 年计提标准发生变化, 高家梁、红庆梁、红墩子煤矿的计提标准分别为 50、30、30 元/吨, 同比有明显抬升。

成本控制得当, 2023 年吨煤成本下降明显。根据经营情况公告, 公司 2023 年吨煤成本为 187 元/吨, 同比下降 18.8%。公司全面加强经营管理, 对症下药: **1) 努力稳产增产, 有效摊薄成本:** 超前谋划工程部署, 红庆梁煤矿 6.5 米大采高

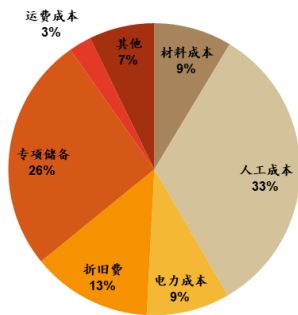
工作面投产、高家梁煤矿 40104 智能化综采工作面投产、红一煤矿首套中厚煤层智能化综采工作面顺利试采；**2) 推进智慧赋能，提高开采效率**：公司所属煤矿均实现智能开采，并通过了地方政府阶段性验收；**3) 推进新能源项目，降低电力成本**：红庆梁煤矿 6MW 分布式光伏发电项目已并网发电，昊华精煤和西部能源正积极推进采空区和沉陷区集中式光伏项目的前期工作；**4) 运费成本同比降幅较大主要是受直供客户运量大幅减少影响**。公司将持续开展成本管控专项行动，预计后续成本保持稳中有降。

图 12：2018 年以来，公司吨煤成本情况



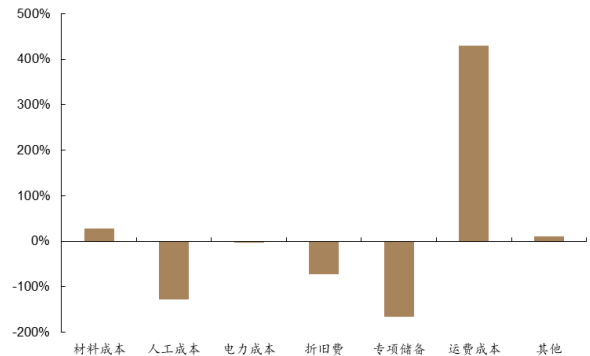
资料来源：历年公司年报、德邦研究所

图 13：2023 年公司煤炭成本结构 (%)



资料来源：公司 2023 年报、德邦研究所

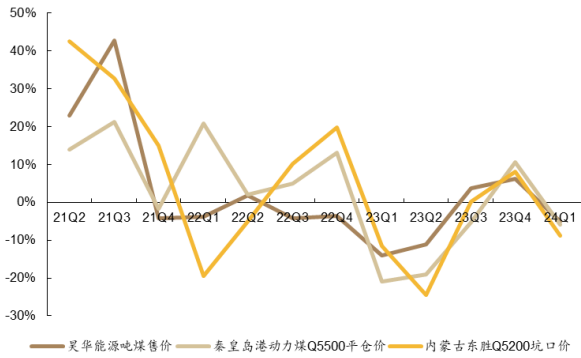
图 14：2023 年各分项对煤炭生产成本下降的贡献度 (%)



资料来源：公司 2023 年报、德邦研究所

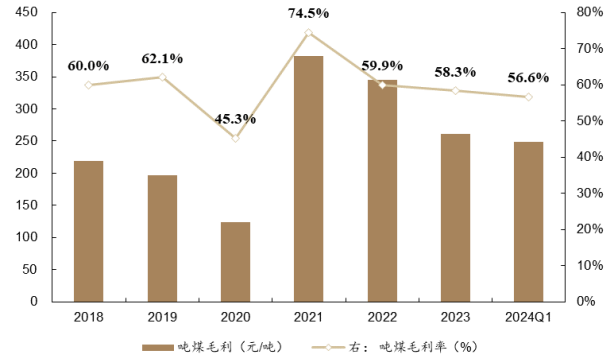
长协比例提升，盈利稳定性得以夯实。2021 年下半年以来，国家积极落实煤炭增产保供政策，包括电煤中长协合同签订及履约等。2022 年以来，公司吨煤售价季度间变化幅度明显小于市场煤价，且波动性收敛。根据 2023 年半年报的披露，2023 年公司签订电煤中长期合同 800 万吨，按照全年销量 1705 万吨来计算，长协比例为 47%，有效夯实盈利稳定性。2023 年公司煤炭单位毛利为 262 元/吨，同比下降 24.1%；毛利率为 58.3%，同比下降 1.7pct。2024 年 Q1 煤炭单位毛利为 249 元/吨，同比下降 10.9%；毛利率为 56.6%，同比下降 2.5pct，依然处于高位。

图 15: 2022 年以来, 公司吨煤售价波动收敛 (元/吨)



资料来源: 历年公司年报、Wind、德邦研究所

图 16: 2024 年 Q1 公司煤炭单位毛利率为 56.6%



资料来源: 历年公司年报、Wind、德邦研究所

红一煤矿经营改善, 红二放量, 公司盈利弹性逐步释放。2022 年 9 月, 红一煤矿进入联合试运转状态, 但在投产初期出现亏损, 2022 年公司控股子公司宁夏红墩子煤业有限公司实现净利润-2.1 亿元。根据 2023 年报数据, 红一煤矿生产经营状况已改善企稳, 2023 年红墩子煤业实现净利润 9258.万元, 扭亏为盈。

关键假设: 1) 高家梁、红庆梁煤矿产销保持平稳, 2023 年公司煤炭产销量增量均来自于红一煤矿, 可得出红一矿产能爬坡至 90%, 预计 24 年满产; 2) 红一煤矿于 2022 年 9 月联合试运转, 历经一年零一季度爬坡至 90%, 红二煤矿于 2023 年 12 月联合试运转, 假设 24 年产能利用率 70%, 25 年满产; 3) 保守起见, 假设煤价、成本保持稳定, 但红墩子煤矿产量释放, 炼焦配煤占比提升将带动公司吨煤售价增长; 4) 税金及附加、期间费用、所得税率、少数股东权益均参考 2023 年报数据。

根据我们测算, 2024-2025 年公司煤业业务分别贡献归母净利润 21.3、23.8 亿元, 2024-2025 年同比增速分别为 24.3%、11.8%。

表 4: 2024-2025 年公司煤炭业务盈利测算

	2023	2024E	2025E
红一煤矿			
核定产能 (万吨/年)	240	240	240
开工率 (%)	90%	100%	100%
煤炭产量 (万吨)	216	240	240
产销率 (%)	100%	100%	100%
煤炭销量 (万吨)	216	240	240
红二煤矿			
核定产能 (万吨/年)		240	240
开工率 (%)		70%	100%
煤炭产量 (万吨)		168	240
产销率 (%)		100%	100%
煤炭销量 (万吨)		168	240
高家梁+红庆梁			
煤炭产量 (万吨)	1490	1450	1450
煤炭销量 (万吨)	1489	1450	1450
煤炭总产量 (万吨)	1706	1858	1930
煤炭总销量 (万吨)	1705	1858	1930
吨煤售价 (元/吨)	449	479	497
吨煤成本 (元/吨)	187	187	187
营业收入 (亿元)	76.52	88.96	96.00
营业成本 (亿元)	31.92	34.74	36.09

期间费用 (亿元)	15.23	17.70	19.11
期间费用率 (%)	20%	20%	20%
利润总额 (亿元)	29.38	36.51	40.81
所得税 (亿元)	5.66	7.03	7.86
税率 (%)	19%	19%	19%
净利润 (亿元)	23.72	29.48	32.95
少数股东权益 (%)	28%	28%	28%
归母净利润 (亿元)	17.1	21.3	23.8

资料来源: Wind、公司年报、经营情况公告、德邦研究所
注: 期间费用中包含税金及附加。

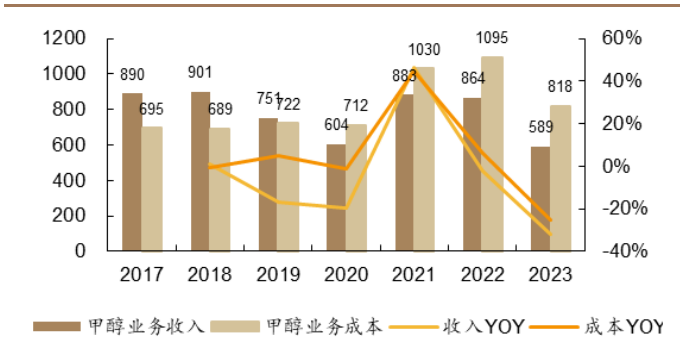
3. 非煤业务: 量价齐降化工承压, 铁路运输利润稳定

3.1. 甲醇量价齐降, 盈利承压

公司子公司国泰化工(权益占比 96.67%)负责煤化工制造, 主要以煤炭为生产原料, 通过化工转化产出优等化工甲醇, 一期规模为年产能 40 万。国泰化工坐落于鄂尔多斯市杭锦旗独贵塔拉工业园区, 获地方高新技术企业证书批准, 享 15% 税率缴纳企业所得税优惠。

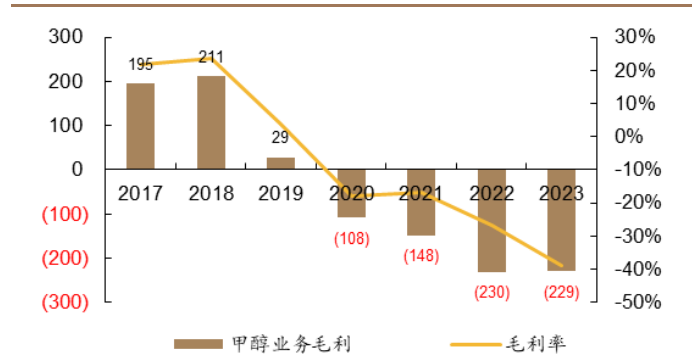
截至 2023 年底, 公司实现产量 32.5 万吨, 销量 32.1 万吨, 产销率达 99%。三季度公司受到设备停车检修影响, 甲醇未开展生产销售, 全年总销量同比下降 25.8%。盈利方面, 化工业务全年实现收入 5.89 亿元, 同比减少 31.8%, 国泰实现净利润-6.28 亿元, 同比减少 70.2%。价格与成本差额是驱动甲醇业务盈利变化的主要原因, 2023 年甲醇吨价格售价为 1837 元/吨, 同比下降 8.1%, 价格与成本差额为 714 元/吨, 较同期扩大 181 元/吨。

图 17: 煤化工业务收入/成本及同比 (百万元)



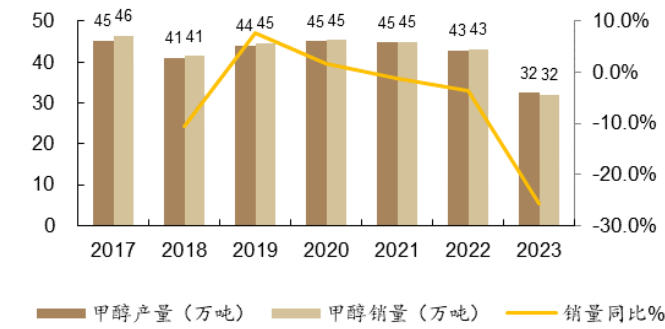
资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

图 18: 煤化工业务毛利 (百万元)



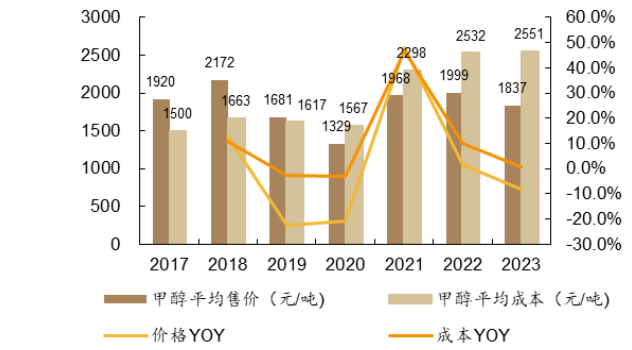
资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

图 19: 煤化工产销情况 (万吨)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

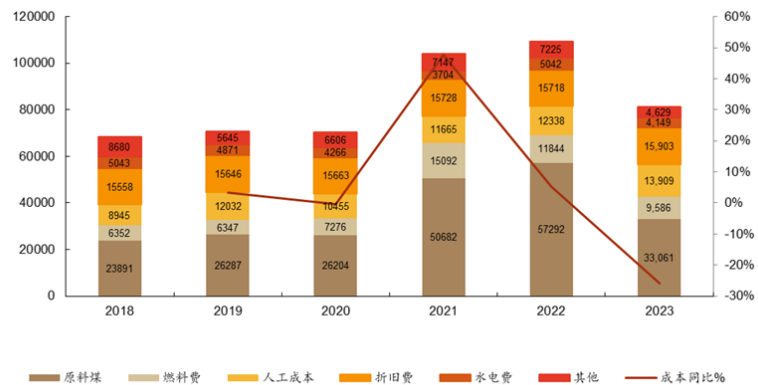
图 20: 煤化工平均售价/成本 (元/吨)



资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

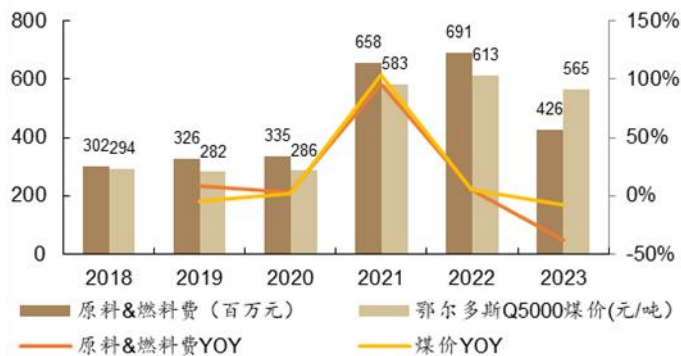
原料&燃料费是主要成本来源，两项成本均与煤价挂钩。从成本占比来看，2022年原料煤&燃料费成本占比达60%以上，两项成本均与煤价直接挂钩。2021-2022年受到煤价抬升的影响，原料煤及燃料费占比提升显著，因此公司甲醇成本主要取决于煤价。2023年受到甲醇产量减少影响，原料煤成本下降，人工成本、折旧及其他成本整体较为稳定。

图 21: 2018-2023 年成本拆解 (万元)



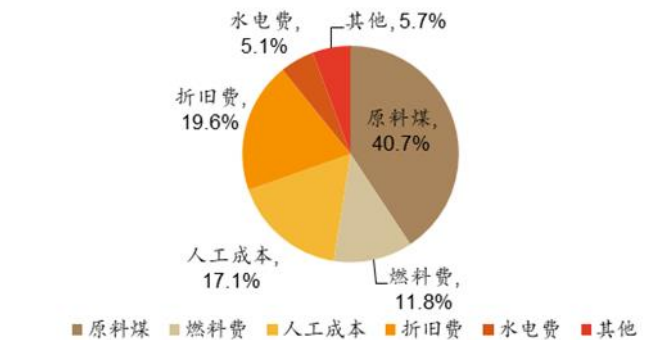
资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 22: 原料&燃料费与煤价挂钩



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 23: 2023 年煤化工业务各项成本占比



资料来源: 公司公告、德邦研究所

煤价中枢抬升下，甲醇业务或将承压。从 2021 年起，鄂尔多斯 Q5000 坑口均价大幅上涨，由 2020 年均价 285.68 元/吨上涨至 583.36 元/吨，煤价自 2021 年以来价格维持高位震荡，截至 2024 年 4 月 26 日，鄂尔多斯 Q5000 坑口动力煤价 484 元/吨。在煤价中枢抬升下，甲醇业务盈利能力短期或难以改善。

表 5：煤炭价格与甲醇售价敏感性分析

		甲醇售价 (元/吨)							
		1800	1900	2000	2100	2200	2300	2400	2500
鄂尔多斯 Q5000 坑口价 (元/吨)	400	-343	-243	-143	-43	49	134	219	304
	500	-563	-463	-363	-263	-163	-63	32	117
	600	-783	-683	-583	-483	-383	-283	-183	-83
	700	-1003	-903	-803	-703	-603	-503	-403	-303
	800	-1223	-1123	-1023	-923	-823	-723	-623	-523

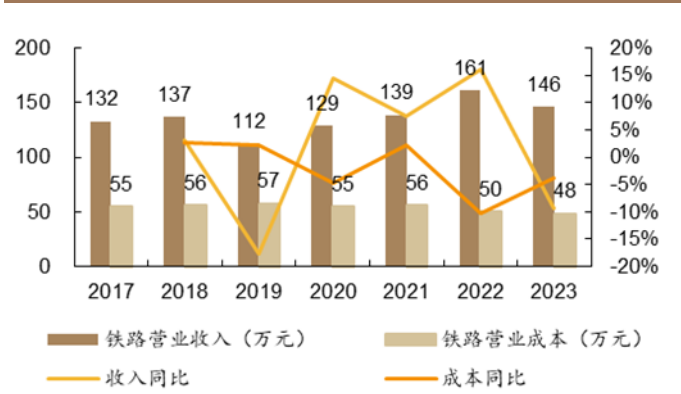
资料来源：公司公告、Wind、德邦研究所测算

3.2. 铁路运输能力稳定，协同构建“煤-化-运”产业链

公司铁路业务由子公司东铜铁路物流有限公司负责（权益占比 59%），东铜铁路是运营鄂尔多斯市万利矿区铜匠川铁路专用线。铁路运输是公司内蒙古矿区“煤—化—运”一体产业布局的重要一环，正线全长 22.138 公里，承担万利矿区高家梁、王家塔煤矿煤炭外运任务，东铜线内目前有高家梁、王家塔煤矿 2 处装车点，运输煤炭约 600 万吨/年，设计运输能力 1000 万吨/年。

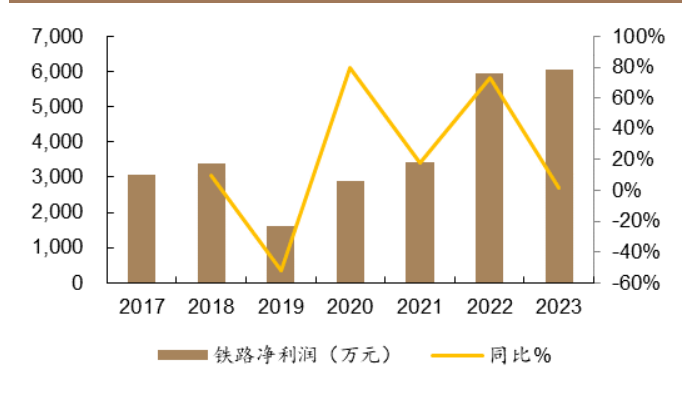
2023H1，东铜铁路物流公司被认定为西部地区鼓励类产业企业，税率缴纳企业所得税比例由 2022 年的 25% 降至 15%，截至 2023 年底，东铜铁路运量 622 万吨，净利润 6051 万，同比上升 1.65%。

图 24：铁路运输收入/成本及同比



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 25：铁路净利润及同比



资料来源：公司公告、德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司核心业务主要为煤炭开采和销售。

- 煤炭业务:** 1) 高家梁、红庆梁煤矿产销保持平稳, 2023 年公司煤炭产销量增量均来自于红一煤矿, 可得出红一矿产能爬坡至 90%, 预计 24 年满产; 2) 红一煤矿于 2022 年 9 月联合试运转, 历经一年零一季度爬坡至 90%, 红二煤矿于 2023 年 12 月联合试运转, 假设 24 年产能利用率 70%, 25 年满产; 3) 保守起见, 假设煤价、成本保持稳定, 但红墩子煤矿产量释放, 炼焦配煤占比提升将带动公司吨煤售价增长。

表 6: 分业务盈利测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭业务						
煤炭产量 (万吨)	1,372	1,490	1,706	1,858	1,930	1,930
煤炭销量 (万吨)	1,387	1,490	1,705	1,858	1,930	1,930
煤炭总收入 (亿元)	73.15	85.65	76.52	89.00	95.92	99.40
煤炭总成本 (亿元)	18.66	34.30	31.92	34.78	36.12	36.48
煤炭总毛利 (亿元)	54.48	51.34	44.61	54.22	59.80	62.92
煤炭业务毛利率 (%)	74.5%	59.9%	58.3%	60.9%	62.3%	63.3%
甲醇业务						
甲醇产量 (万吨)	44.84	43.23	32.47	41.49	41.49	41.49
甲醇销量 (万吨)	44.79	42.81	32.08	41.19	41.19	41.19
甲醇总收入 (亿元)	8.80	8.64	5.89	7.63	7.63	7.63
甲醇总成本 (亿元)	10.30	10.95	8.18	10.51	10.51	10.51
甲醇总毛利 (亿元)	-1.50	-2.30	-2.29	-2.88	-2.88	-2.88
甲醇业务毛利率 (%)	-17%	-27%	-39%	-38%	-38%	-38%
铁路业务						
铁路专用线运量 (万吨)		720.75	621.72	671.24	671.24	671.24
铁路总收入 (亿元)	1.39	1.61	1.46	1.54	1.54	1.54
铁路总成本 (亿元)	0.56	0.50	0.48	0.49	0.49	0.49
铁路总毛利 (亿元)	0.83	1.11	0.98	1.04	1.04	1.04
铁路业务毛利率 (%)	60%	69%	67%	68%	68%	68%
合计						
总营业收入 (亿元)	83.69	92.87	84.26	98.54	105.47	108.94
YOY	91.8%	11.0%	-9.3%	17.0%	7.0%	3.3%
总营业成本 (亿元)	29.70	42.06	40.73	45.92	47.27	47.63
YOY	7.9%	41.6%	-3.2%	12.8%	2.9%	0.7%

资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所

4.2. 估值分析及投资建议

我们选取业务类型较为相似的三家煤炭企业作为可比公司: 中煤能源、广汇能源、甘肃能化。

公司煤炭业务保持产销两旺, 随着优质产能的逐步释放, 公司盈利有望稳步向上。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 15.9、18.1、19.0 亿元, 按照 5 月 14 日收盘时市值计算, 对应 PE 为 8.8、7.8、7.4 倍, 参考可比公司估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值 (截至 5 月 14 日收盘)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2024-05-14	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	
000552.SZ	甘肃能化	189	19.9	22.1	24.8	9.5	8.5	7.6	1.15
601898.SH	中煤能源	1,586	210.0	219.0	258.0	7.6	7.2	6.1	1.06
600256.SH	广汇能源	504	60.8	74.3	83.3	8.3	6.8	6.0	1.69
	平均					8.4	7.5	6.6	1.30
601101.SH	昊华能源	140	15.9	18.1	19.0	8.8	7.8	7.4	1.20

资料来源: Wind 一致预期、德邦研究所

注: 除中煤能源、昊华能源来自于德邦研究所预测, 其余均来自于 Wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1) 煤炭价格大幅下跌;
- 2) 宏观经济增长不及预期;
- 3) 新项目投产进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.72	1.11	1.25	1.32
每股净资产	7.75	8.43	9.09	9.79
每股经营现金流	2.54	2.68	3.17	3.20
每股股利	0.35	0.52	0.59	0.62
价值评估(倍)				
P/E	8.78	8.81	7.78	7.37
P/B	0.82	1.16	1.07	1.00
P/S	1.66	1.42	1.33	1.29
EV/EBITDA	3.50	3.73	2.84	2.44
股息率%	5.5%	5.3%	6.1%	6.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	52.7%	53.4%	55.2%	56.3%
净利润率	20.3%	26.6%	28.2%	28.8%
净资产收益率	9.3%	13.1%	13.8%	13.5%
资产回报率	3.5%	5.2%	5.5%	5.4%
投资回报率	9.5%	11.4%	11.8%	11.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-9.1%	16.8%	7.0%	3.3%
EBIT 增长率	-20.5%	21.6%	12.5%	4.2%
净利润增长率	-22.6%	53.3%	13.2%	5.4%
偿债能力指标				
资产负债率	51.4%	46.2%	43.5%	40.9%
流动比率	1.0	1.2	1.6	1.8
速动比率	0.9	1.2	1.5	1.8
现金比率	0.8	1.0	1.3	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.2	4.6	6.2	6.9
存货周转天数	8.8	9.1	9.3	9.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,040	1,594	1,806	1,904
少数股东损益	671	1,029	1,166	1,229
非现金支出	1,091	891	1,109	1,264
非经营收益	358	323	316	321
营运资金变动	495	24	164	-112
经营活动现金流	3,655	3,862	4,560	4,606
资产	-2,299	-947	-935	-1,782
投资	27	-361	-490	-283
其他	0	-22	0	0
投资活动现金流	-2,272	-1,330	-1,425	-2,065
债权募资	302	-1,454	1	81
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,871	-889	-1,091	-1,139
融资活动现金流	-1,568	-2,343	-1,090	-1,058
现金净流量	-185	189	2,045	1,482

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,437	9,854	10,547	10,894
营业成本	3,995	4,592	4,727	4,763
毛利率%	52.7%	53.4%	55.2%	56.3%
营业税金及附加	769	887	949	980
营业税金率%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
营业费用	150	174	187	193
营业费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	697	663	710	733
管理费用率%	8.3%	6.7%	6.7%	6.7%
研发费用	4	5	5	5
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	2,843	3,457	3,889	4,054
财务费用	357	140	133	94
财务费用率%	4.2%	1.4%	1.3%	0.9%
资产减值损失	-281	-31	-42	-125
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2,263	3,396	3,831	4,039
营业外收支	-83	-79	-75	-79
利润总额	2,180	3,317	3,756	3,961
EBITDA	3,649	4,316	4,956	5,193
所得税	469	693	785	828
有效所得税率%	21.5%	20.9%	20.9%	20.9%
少数股东损益	671	1,029	1,166	1,229
归属母公司所有者净利润	1,040	1,594	1,806	1,904

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,211	5,400	7,445	8,927
应收账款及应收票据	33	230	155	284
存货	110	122	122	126
其它流动资产	799	891	943	981
流动资产合计	6,153	6,643	8,665	10,318
长期股权投资	1,316	1,677	2,167	2,450
固定资产	10,222	11,171	12,247	13,554
在建工程	2,431	1,945	1,556	1,245
无形资产	8,852	8,363	7,439	6,954
非流动资产合计	23,765	24,131	24,372	25,095
资产总计	29,917	30,774	33,037	35,413
短期借款	779	631	632	713
应付票据及应付账款	1,542	1,635	1,702	1,729
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,155	3,112	3,186	3,218
流动负债合计	6,475	5,378	5,520	5,659
长期借款	5,392	5,392	5,392	5,392
其它长期负债	3,498	3,449	3,449	3,449
非流动负债合计	8,890	8,841	8,841	8,841
负债总计	15,365	14,219	14,361	14,500
实收资本	1,440	1,440	1,440	1,440
普通股股东权益	11,164	12,137	13,092	14,100
少数股东权益	3,389	4,418	5,584	6,813
负债和所有者权益合计	29,917	30,774	33,037	35,413

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。