



动力煤产能扩张, 煤化运协同发展

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司迎来稳定增长的外部+内部条件均已成熟: 1、**动力煤产能扩张, 炼焦煤贡献增量**, 红二煤矿预计将带来 240 万吨/年产能增长, 同时公司也在积极寻找新的煤矿资源以便于完成“十四五”期间规划 3000 万吨/年生产目标。2、**动力煤旺季将至长协价稳定, 炼焦煤受产能过剩影响价格承压**, 动力煤因其政策性质预计价格将维持稳定态势, 公司长协煤占比仅为 60%左右, 具备相对利润优势。3、**分红政策鼓励**, 2023 年公司每股股利 0.35 元, 股息率 3.8%, 分红总额 5.04 亿元, 分红比例 48.5%, 均较 2022 年同比增长。
- 动力煤价格稳定, 炼焦煤产能过剩。** 1、动力煤方面, 2024 年二季度动力煤产量为 95.7 亿吨, 同比回升 4.8%, 动力煤进口量约为 6.1 亿吨, 同比上涨 9.2%, 供给端增长显著, 火力发电仍然是中国电力供应的主要方式, 截至 2024 年 8 月底, 我国主要电厂动力煤日耗量为 900 万吨, 较去年同期上涨 18.4%, 需求端同步回暖, 动力煤因其政策性质而成为市场的焦点, 叠加火电旺季将至, 预计四季度其价格将维持稳定态势。2、炼焦煤方面, 国内新批准和增加的炼焦煤产能受限, 2024 年二季度全国炼焦煤产量同比下滑 4.2%至 11.8 亿吨, 钢铁和建材行业需求下降, 加剧了炼焦煤价格中枢的下移, 炼焦煤目前正处于产能过剩的状态, 其市场价格可能会面临一定的下行压力。
- 动力煤仍为业绩基础, 炼焦煤有望提供增量。** 1、公司通过加强预算管理, 确保经营业绩的稳定和向好, 2024 年前三季度, 公司实现煤炭销量约 1400 万吨, 创历史最好水平。2、公司强化了成本和费用的控制, 以提高经营效率和盈利能力, 煤化工业务通过一系列措施来改善财务状况以减少亏损。3、公司稳步释放了新的煤炭产能, 红二煤矿的优质炼焦煤产能释放, 对公司煤炭产量增长起到了关键作用, 炼焦煤毛利率相比动力煤更高。
- 化工业务盈利好转, 铁路专线投产降本。** 公司坚持“煤为核心、煤电平衡、协同发展”的战略, “煤—化—运”一体化产业布局 and 产业链已经形成, 实现了稳定有序接替。1、随着当前煤价企稳回落, 甲醇业务盈利能力或将有所改善, 且随着智能化设备投产和减亏举措施行, 减少了约 3000 万元费用。2、铁路运输收入端主要为煤电化运一体化蓄势, 目前随着一体化系统逐步完善趋于稳定, 成本端随着铁路的陆续投入使用开始逐年下降。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年归母净利润复合增速达 13.7%, 基于煤价走势及公司未来产能扩张和降本增效举措, 给予 2025 年 10 倍估值, 对应目标价 10.4 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 煤炭价格超预期下行风险, 下属煤矿扩能扩产及达产进度或不及预期的风险, 煤化工业务减亏增效进度或不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8437.03	9188.59	10041.57	10519.77
增长率	-9.15%	8.91%	9.28%	4.76%
归属母公司净利润(百万元)	1039.97	1218.47	1490.79	1529.54
增长率	-22.60%	17.16%	22.35%	2.60%
每股收益EPS(元)	0.72	0.85	1.04	1.06
净资产收益率ROE	11.76%	14.47%	15.11%	14.69%
PE	11	9.80	8.01	7.80
PB	1.07	1.01	0.92	0.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄腾飞
执业证号: S1250523070010
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

分析师: 李昊恒
执业证号: S1250524100004
电话: 135250314419
邮箱: lhh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.40
流通A股(亿股)	14.40
52周内股价区间(元)	5.9-10.64
总市值(亿元)	119.38
总资产(亿元)	295.08
每股净资产(元)	8.37

相关研究

投资要件

关键假设

1) 煤炭业务方面, 受益于红二煤矿的部分投产和现有煤矿的扩能扩产, 煤炭业务整体将保持上涨趋势。同时公司也在积极寻找新的煤矿资源以便于完成既定的生产目标, 公司在控制成本方面得以改善, 成本端将有所下降, 二者综合, 预计 2024-2026 年煤炭业务销量同比增长 12%、5%、3%, 吨价以-1%、5%、2%增速, 价格中枢在 450-470 元/吨区间保持稳定; 受益于产能端的扩张和成本端的控制, 公司 2024-2026 年煤炭业务毛利率分别为 58.7%、61.5%、63%。

2) 煤化工业务方面, 随着亏损控制方面好转, 叠加 2024 年煤价小幅下滑, 煤化工成本端有所好转, 价格维持稳定利润有所增长。公司煤化工业务经验逐渐积累, 同时成本端得以更好的控制, 虽然甲醇需求依旧疲软, 但是公司煤化工业务减亏效果将逐年好转, 预计 2024-2026 年甲醇业务销量同比变化-2%、-2%、1%, 吨价分别变化-5%、-2%、-1%, 成本分别变化-12%、-7%、-2%, 成本下降速度高于吨价下降速度, 所以带动毛利率呈现-14.8%、-11.3%、-9%的增速逐年好转。

3) 铁路运输业务方面, 公司铁路运输仍处于自产自用模式, 盈利模式较为稳定。相较于煤炭业务和煤化工业务变化不大, 预计 2024-2026 年毛利率稳定在 62.4%、63.1%、63.8%。

区别于市场的观点

市场认为昊华能源成长属性较为明显, 目前煤炭行业新建产能不足, 公司产能增量稀缺性较强, 公司主要采用现货销售方式, 业绩弹性强。且公司煤炭销售以市场煤价格销售为主, 市场煤占比约为 40%左右, 利润高于长协价销售。

我们并不否认煤炭行业处于新矿难以开采扩张的现状, 但是公司除了业绩弹性强和市场煤占比高外还有以下增长点: 1) 公司目标“十四五”期间完成产能 3000 万吨, 目前通过现有煤矿扩产以及红二煤矿投产等举措已完成产能约 2000 万吨, 距离目标产能仍有一定差距, 结合目前的营收状况及项目储备, 营业收入预计 2024-2026 年复合增速达 7.6%。2) 公司煤化工业务盈利状况较去年同期大幅度改善, 近年来煤化工业务困难重重, 但是随着智能化设备投产和减亏举措施行, 减少了约 3000 万元费用, 预计全年将较大幅度减亏, 减亏经验将继续沿用至之后的生产周期, 预计公司煤化工业务将逐年好转且逐步盈利。

股价上涨的催化因素

煤价企稳回升利润增厚; 红二煤矿完全投产产能扩张; 降本增效费用控制。

估值和目标价格

预计 2024-2026 年归母净利润复合增速达 13.7%, 基于煤价走势及公司未来产能扩张和降本增效举措, 给予 2025 年 10 倍估值, 对应目标价 10.4 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

煤炭价格超预期下行风险, 下属煤矿扩能扩产及达产进度或不及预期的风险, 煤化工业务减亏增效进度或不及预期的风险。

目 录

1 昊华能源：国资控股优势显著，煤电化运协同发展	1
1.1 依托集团股东优势，充分发挥煤化协同.....	1
1.2 积极布局能源富集地区，煤电化运一体化发展.....	1
1.3 红二煤矿贡献新产能，降本增效营利改善.....	2
1.4 煤炭业务仍占主导地位，化工业务盈利情况好转.....	4
2 行业分析：动力煤供求关系改善，价格合理回归	5
2.1 动力煤：旺季将至价格企稳，产能需求同步提升.....	5
2.2 炼焦煤：产能过剩价格承压，地产乏力产量下滑.....	12
3 公司分析：高股息叠加周期性，煤炭产能将有增量	16
3.1 煤炭业务：动力煤产能扩张，炼焦煤贡献增量.....	16
3.2 非煤业务：化工业务盈利好转，铁路专线投产降本.....	19
3.3 分红政策支持高股息优选，安全生产可控.....	21
4 财务分析：营收状况好转，盈利能力增强	24
4.1 营收状况好转，研发投入增加.....	24
4.2 盈利能力提升，偿债能力稳定.....	26
5 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测.....	27
5.2 绝对估值.....	28
5.3 相对估值.....	29
6 风险提示	30

图 目 录

图 1: 昊华能源发展历程.....	1
图 2: 昊华能源股权结构.....	2
图 3: 2016-2024 Q3 公司营业收入 (亿元) 及增速.....	3
图 4: 2016-2024 Q3 公司营业成本 (亿元) 及增速.....	3
图 5: 2016-2024Q3 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	3
图 6: 2016-2024 Q3 公司毛利率与净利率变化.....	3
图 7: 2016-2024Q3 公司期间费用率变化.....	3
图 8: 2016-2024Q3 公司资产负债率变化.....	3
图 9: 2016-2024H1 公司各项业务营业收入 (亿元) 及增速.....	4
图 10: 2016-2024H1 公司各项业务营业成本 (亿元) 及增速.....	4
图 11: 2016-2024H1 公司各项业务营收占比变化.....	4
图 12: 2016-2024H1 公司各项业务毛利率变化.....	4
图 13: 2016-24Q3 动力煤产量、供给量及进口量走势 (万吨).....	5
图 14: 2016-24Q3 三西地区动力煤产量走势 (万吨).....	5
图 15: 2016-24Q3 动力煤主要国家进口量走势 (万吨).....	6
图 16: 2016-23 年世界煤炭产量 (百万吨) 及中国占比走势.....	6
图 17: 2020-24Q3 动力煤国际价格走势 (美元/吨).....	6
图 18: 2016-24Q3 动力煤进出口价格及价差走势 (元/吨).....	6
图 19: 2016-24Q3 动力煤需求量及消费量走势 (万吨).....	7
图 20: 2016-23 年各类型发电量走势 (亿千瓦时).....	7
图 21: 2016-24Q3 火电发电量走势 (亿千瓦时).....	7
图 22: 2023-24Q3 规模以上工业日均发电量月度走势 (亿千瓦时).....	7
图 23: 2022 -24Q3 电厂煤炭日耗量走势 (万吨).....	8
图 24: 2016-24Q3 甲醇开工率走势.....	8
图 25: 2016-24Q3 动力煤生产企业库存走势 (万吨).....	8
图 26: 2022-24Q3 今动力煤电厂库存走势 (万吨).....	8
图 27: 2017-24Q3 动力煤港口库存走势 (万吨).....	9
图 28: 2016-24Q3 动力煤主要港口库存量走势 (万吨).....	9
图 29: 2016-24Q3 动力煤价格走势.....	10
图 30: 2016-24Q3 三西地区动力煤产地坑口价走势 (元/吨).....	11
图 31: 2016-24Q3 动力煤长协价格走势 (元/吨).....	11
图 32: 2016-24Q3 布油期货结算价走势 (美元/桶).....	11
图 33: 2016-24Q3 IPE 天然气期货结算价走势 (便士/色姆).....	11
图 34: 2016-24Q3 炼焦煤产量、供给量及进口量走势 (万吨).....	12
图 35: 2016-24Q3 焦炭产量走势 (万吨).....	12
图 36: 2012-24Q3 澳洲峰景矿硬焦煤到岸价走势 (美元/吨).....	13
图 37: 2016-24Q3 京唐港焦煤库提价走势 (元/吨).....	13
图 38: 2016-24Q3 炼焦煤需求量及消费量走势 (万吨).....	13
图 39: 2016-24Q3 焦化厂开工率走势.....	13

图 40: 2018-24Q3 247 家钢厂日均铁水产量走势 (万吨)	14
图 41: 2016-24Q3 水泥产量走势 (万吨)	14
图 42: 2016-24Q3 230 家焦化厂炼焦煤库存量走势 (万吨)	14
图 43: 2016-24Q3 焦煤焦炭库存量走势 (万吨)	14
图 44: 2016-24Q3 炼焦煤价格走势	15
图 45: 2016-24Q3 山西省焦煤坑口价走势 (元/吨)	16
图 46: 2016-24Q3 京唐港焦煤价格走势 (元/吨)	16
图 47: 2023 年公司各主要矿区资源量占比	17
图 48: 2023 年公司各主要矿区可开采量占比	17
图 49: 2016-24Q2 公司煤炭产量及同比变化 (万吨)	18
图 50: 2016-24Q2 公司煤炭销量及同比变化 (万吨)	18
图 51: 2016-23 年公司煤炭业务单位收入 (元/吨) 变化	18
图 52: 2016-23 年公司煤炭业务单位成本 (元/吨) 变化	18
图 53: 2020-23 年公司各煤种产量变化 (万吨)	19
图 54: 2020-23 年公司各煤种销量变化 (万吨)	19
图 55: 2016-24Q3 甲醇市场价格变化 (元/吨)	19
图 56: 2017-23 年公司煤化工业务单位利润 (元/吨) 变化	19
图 57: 2017-24Q2 公司甲醇产量及同比变化 (万吨)	20
图 58: 2017-24Q2 公司甲醇销量及同比变化 (万吨)	20
图 59: 2017-23 年公司煤化工业务单位收入 (元/吨) 变化	20
图 60: 2017-23 年公司煤化工业务单位成本 (元/吨) 变化	20
图 61: 2020-23 年公司铁路运输业务收入走势 (万元)	21
图 62: 2020-23 年公司铁路运输业务成本走势 (万元)	21
图 63: 2017-23 年公司每股股利 (元) 及股息率变化	23
图 64: 2017-23 年公司分红总额 (亿元) 及分红比例变化	23
图 65: 2011-23 年中国煤矿事故数量 (起) 及死亡人数 (人)	24
图 66: 2011-23 年中国煤矿事故百万吨死亡率	24
图 67: 公司营业收入同比增速变化与可比公司对比情况	24
图 68: 公司归母净利润同比增速变化与可比公司对比情况	24
图 69: 公司毛利率变化与可比公司对比情况	25
图 70: 公司净利率变化与可比公司对比情况	25
图 71: 公司期间费用率变化与可比公司对比情况	25
图 72: 公司研发费用率变化与可比公司对比情况	25
图 73: 公司净资产收益率 (ROE) 变化与可比公司对比情况	26
图 74: 公司资产负债率变化与可比公司对比情况	26
图 75: 公司有息负债率变化与可比公司对比情况	26
图 76: 公司现金及现金等价物占比变化与可比公司对比情况	26
图 77: 公司流动比率变化与可比公司对比情况	27
图 78: 公司速动比率变化与可比公司对比情况	27

表 目 录

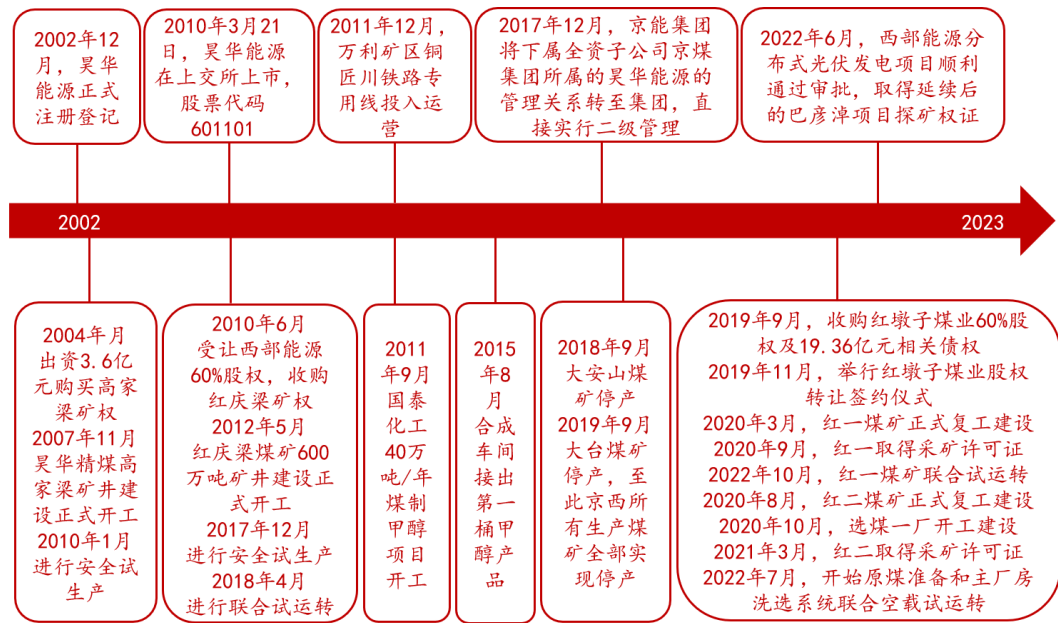
表 1: 部分省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间	9
表 2: 京西四矿有序退出情况	16
表 3: 2023 年公司煤矿核定产能及权益产能	17
表 4: 2010 年以来鼓励和引导上市企业分红政策	22
表 5: 2023 年部分煤炭公司分红比例及股息率情况	22
表 6: 分业务收入及毛利率	28
表 7: 绝对估值假设条件	29
表 8: FCFF 估值结果	29
表 9: 可比公司估值	29
附表: 财务预测与估值	31

1 昊华能源：国资控股优势显著，煤电化运协同发展

1.1 依托集团股东优势，充分发挥煤化协同

昊华能源将依托股东优势，充分发挥煤化协同。北京昊华能源股份有限公司（简称：昊华能源）控股股东为北京能源集团（简称：京能集团），截至 2024 年 6 月 30 日，公司控股股东京能集团持股比例达 63.31%，实际控制人为北京市国资委。昊华能源成立于 2002 年 12 月 31 日，由北京京煤集团作为主发起人，联合中煤、首钢、五矿以及煤科总院四家股东共同发起设立，是北京市属国有煤炭生产供应企业，公司前身可以追溯到 1948 年北京市门头沟解放时成立的平西煤炭公司。昊华能源于 2010 年 3 月 21 日在上海证券交易所上市，2017 年京能集团将下属全资子公司北京京煤集团有限责任公司所属的昊华能源的管理关系转至京能集团，公司成为京能集团二级平台公司。昊华能源未来将依托京能集团的股东优势，充分发挥煤电协同，增强企业市场竞争力，稳步提升公司盈利能力。

图 1：昊华能源发展历程

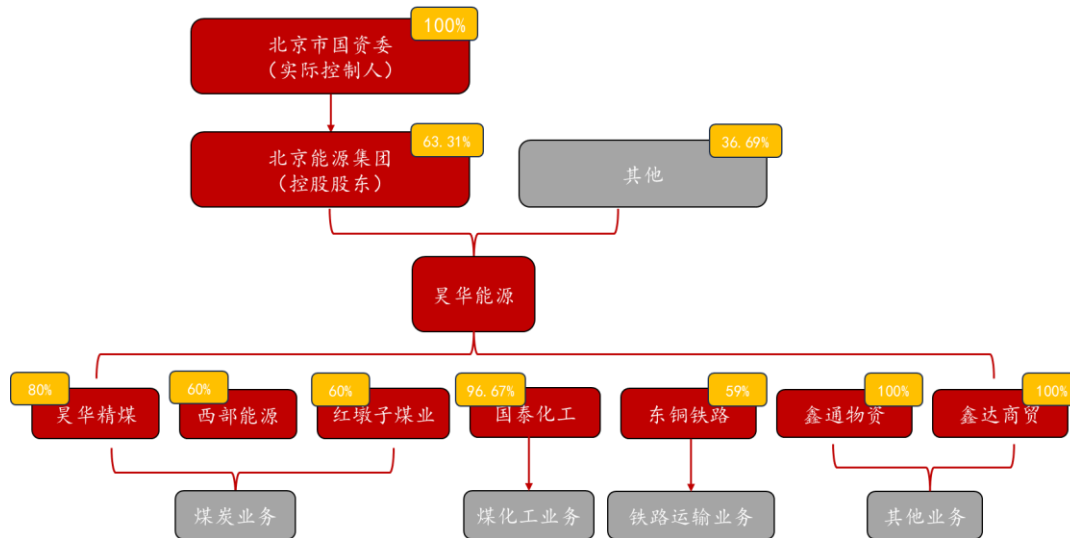


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 积极布局能源富集地区，煤电化运一体化发展

公司坚持以“煤为核心，煤电平衡，协同发展”的发展理念，主要业务范围覆盖我国中西部能源富集地区（内蒙古鄂尔多斯及宁夏东部地区）。京能集团成立于 2004 年，布局煤炭、电力、热力生产和供应业等业务。旗下有昊华能源（601101.SH）、京能电力（600578.SH）、京能置业（600791.SH）、京能热力（002893.SZ）、京能清洁能源（0579.HK）、北京能源国际（0686.HK）等六家上市公司，其中昊华能源和京能电力为能源企业。煤炭业务方面，公司持有鄂尔多斯市昊华精煤有限责任公司高家梁煤矿（以下简称昊华精煤）、杭锦旗西部能源开发有限公司红庆梁煤矿（以下简称西部能源）、宁夏红墩子煤业有限公司（以下简称红

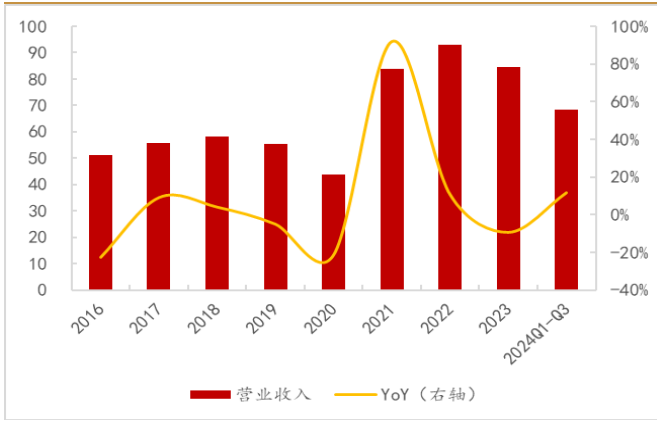
墩子煤业) 80%、60%、60%的股权用以煤炭生产及销售, 其中昊华精煤核定产能 850 万吨/年, 西部能源核定产能 600 万吨/年, 设计生产能力 240 万吨/年, 红二煤矿矿井采用立井开拓方式, 设计生产能力为 240 万吨/年; 煤化工业务方面, 公司持有鄂尔多斯市昊华国泰化工有限公司有限公司 (以下简称国泰化工) 96.67% 的股权, 一期规模为年产 40 万甲醇, 以煤炭为主要生产原料, 通过化工转化产出优等化工甲醇; 铁路运输业务方面, 公司持有鄂尔多斯市东铜铁路物流有限公司 (以下简称东铜铁路) 59% 的股权, 负责高家梁煤矿、王家塔煤矿的铁路货物运输, 运输煤炭约 600 万吨/年, 设计运输能力 1000 万吨/年。

图 2: 昊华能源股权结构


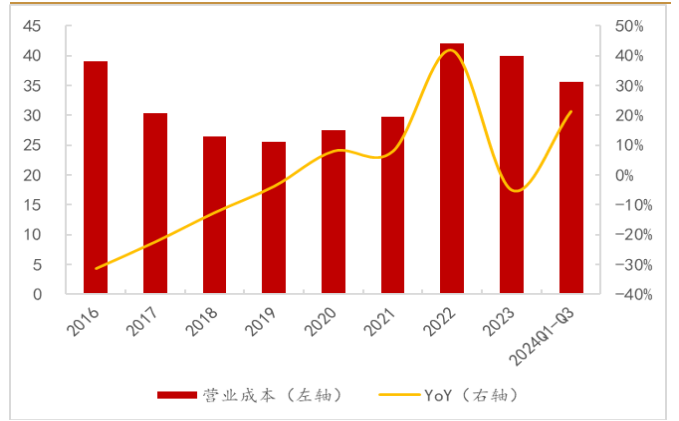
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

1.3 红二煤矿贡献新产能, 降本增效营利改善

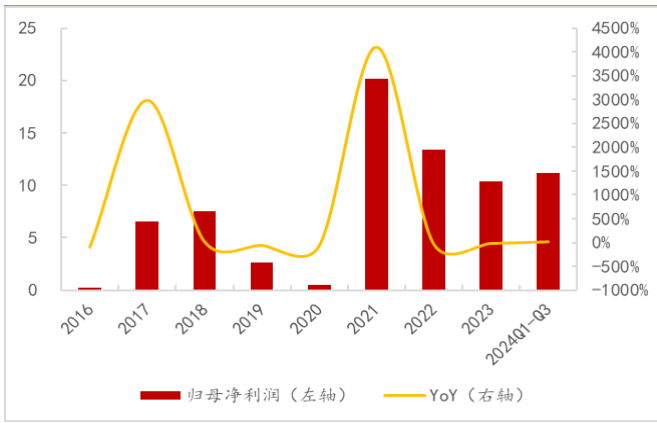
公司营收利润 2024 年前三季度同比实现小幅增长。公司自 2016 年至 2018 年经营状况持续改善, 营业收入和归母净利润均实现连续增长, 毛净利率水平同样有所提升; 2018 年至 2020 年期间, 公司部分煤矿相继停产退出, 叠加煤矿产能逐步释放, 煤价有所下行, 公司营利状况大幅下滑; 2021 年受益于俄乌冲突全球煤价大涨影响, 公司营业收入同比增长 91.8% 至 83.7 亿元, 归母净利润同比增长 40 余倍至 20.1 亿元; 2022 年煤炭价格持续上涨, 公司实现营业收入同比增长 11% 至 92.9 亿元, 营收水平创历史新高, 但由于受红一煤矿投入试运转以及材料价格、电费价格上涨等因素影响, 公司利润水平相较于上一年份高增长有所下滑; 2023 年红一煤矿投入试运转并逐渐释放产量, 公司当年煤炭产销数据均有所增长, 但煤炭价格随着需求端不足有所下行, 公司 2023 年营业收入同比下降 9.1% 至 84.4 亿元, 归母净利润同比下降 22.6% 至 10.4 亿元; 2024 年前三季度国内煤炭供需稳定, 煤价有望维持平稳, 且公司控制成本和开拓产能方面表现优异, 随着红二煤矿试运转并开始贡献产量, 煤炭产能逐步释放, 产量稳步增长, 公司营业收入同比增长 11.8% 至 68.4 亿元, 归母净利润同比增长 10.7% 至 11.2 亿元, 毛利率和净利率分别为 48% 和 24%, 营利状况改善, 未来公司将随着经营状况的逐步改善, 实现稳定增长。

图 3：2016-2024 Q3 公司营业收入（亿元）及增速


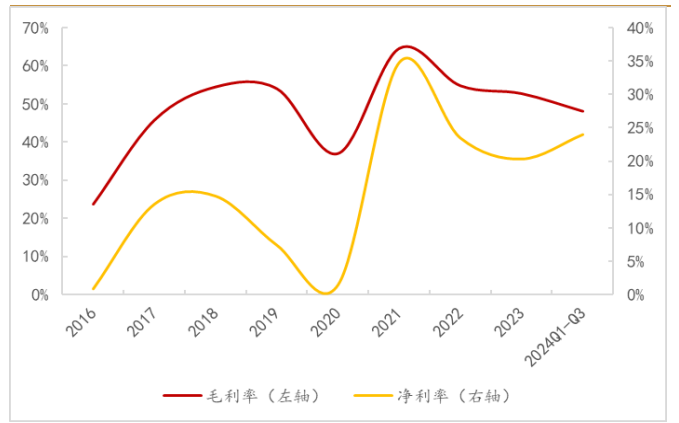
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2024 Q3 公司营业成本（亿元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

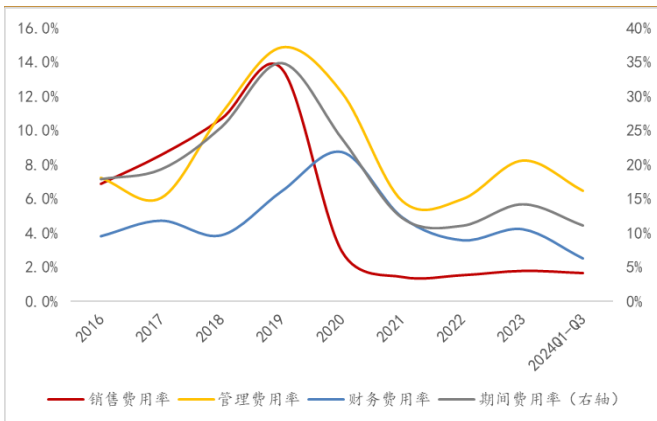
图 5：2016-2024Q3 公司归母净利润（亿元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

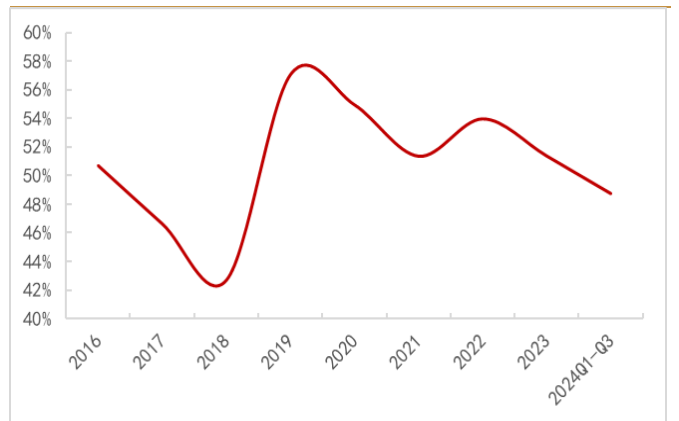
图 6：2016-2024 Q3 公司毛利率与净利率变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率稳中有降，降本增效效果显著。公司自 2017 年开始销售费用率和管理费用率均有所上涨，但是随着京西四矿的逐渐停产退出，三费率逐年下降，2023 年期间费用率为 14.3%，2024Q1-Q3 期间费用率为 11.2%，降本效果显著，公司资产负债率也随之降低。公司投入精力在创新能力建设，2024 Q1-Q3 研发费用为 575 万元，同比增长高达 534.6%。

图 7：2016-2024Q3 公司期间费用率变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

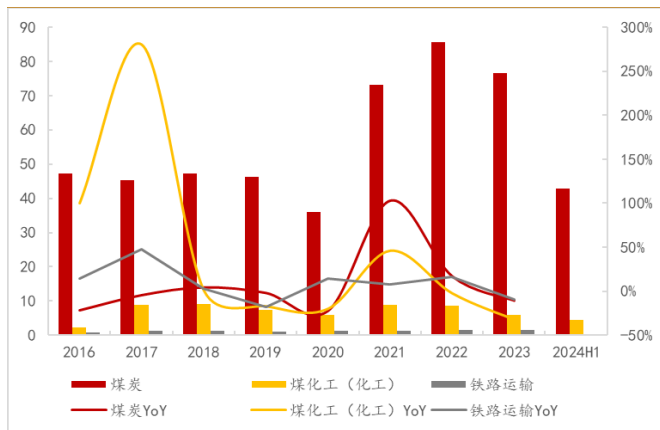
图 8：2016-2024Q3 公司资产负债率变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 煤炭业务仍占主导地位，化工业务盈利情况好转

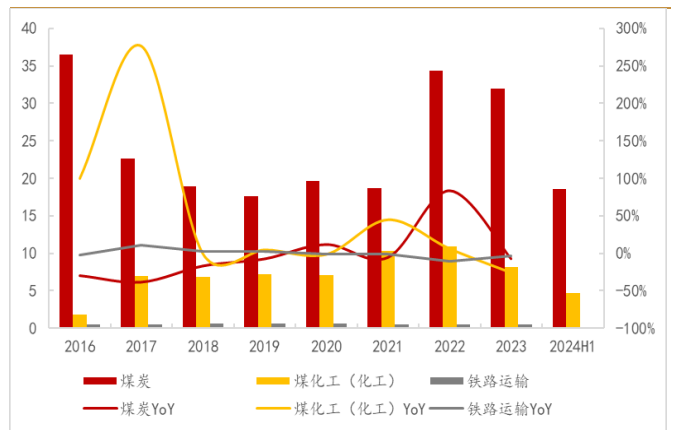
公司煤炭业务仍占主导地位，煤化工业务盈利情况有所好转。2016-2023年期间，公司主营业务主要包括煤炭、煤化工和铁路运输三方面，2024年主营业务主要包括煤炭和化工两方面，营业收入方面，取近三年2021-2023年间煤炭业务营收复合增长率则为28.6%，高于同期煤化工业务和铁路运输业务，公司煤炭业务营收成长性保持稳定，且增速逐步加快，2023年公司煤炭业务营业收入为76.5亿元，2024H1营业收入为42.8亿元；2023年公司煤化工业务营业收入为5.9亿元，2024H1化工业务营业收入为4.6亿元；2023年铁路运输业务营业收入为1.5亿元，2024H1铁路运输业务不再分类统计。营业成本方面，2022年随着安全检查增加和疫情状况改善，公司煤炭业务营业成本大幅增长，2023年煤炭业务营业成本为31.9亿元，2024H1煤炭业务营业成本为18.6亿元；2023年煤化工业务营业成本为8.1亿元，2024H1化工业务营业成本为4.7亿元；铁路运输业务营业成本在统计区间内变化较小，且基数较低。营业收入占比方面，公司煤炭业务营收占比自2017年以来逐年提升，2023年煤炭业务营收占比达到91.2%，2024H1煤炭业务占比90.3%，化工业务占比9.7%。毛利率水平方面，2024H1毛利率水平为56.5%；2024H1化工业务毛利率水平回升至-3.3%。2023年煤炭产量、销量完成1680万吨，进尺4.7万米；甲醇产量、销量完成42万吨；铁路发运量670万吨。

图 9：2016-2024H1 公司各项业务营业收入（亿元）及增速



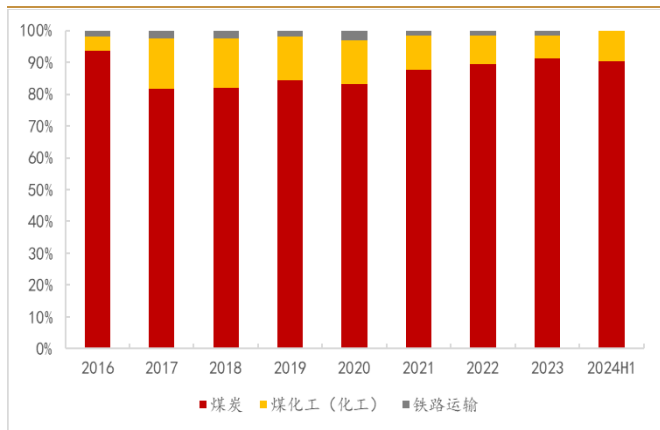
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2016-2024H1 公司各项业务营业成本（亿元）及增速



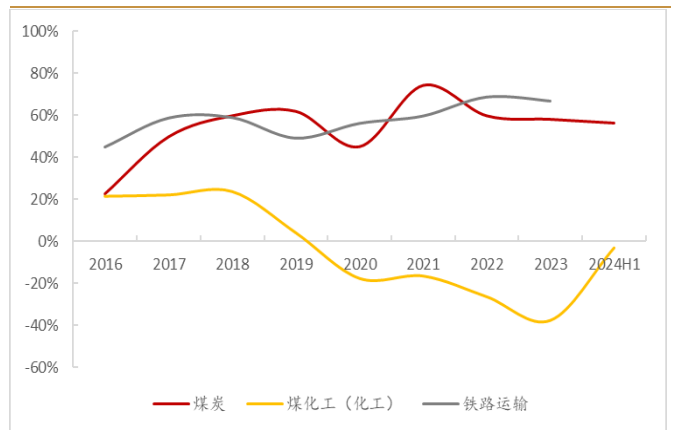
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2016-2024H1 公司各项业务营收占比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2016-2024H1 公司各项业务毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

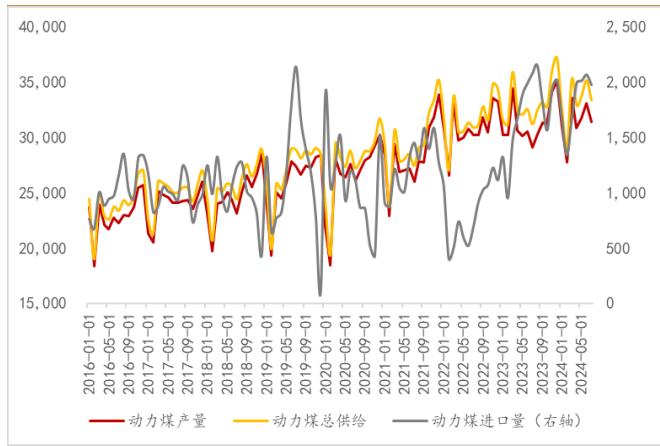
2 行业分析：动力煤供求关系改善，价格合理回归

2.1 动力煤：旺季将至价格企稳，产能需求同步提升

2.1.1 供：动力煤产量走高，煤炭进口需求减弱

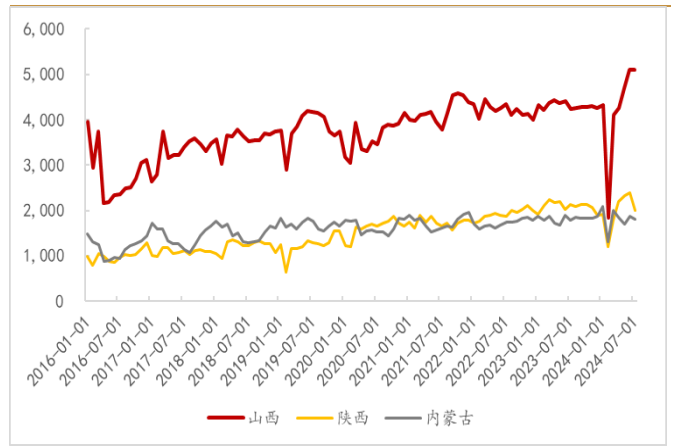
动力煤供给端三西地区产量上升。从供给端来看，由于政策管控和碳中和目标影响，新批建煤矿项目大幅减少，且新建矿井需要大约 3 年时间才能供应产量，短期内无法显著增加供应，叠加 2023 年以来矿难频发，导致安监措施加强，限制了产量的释放。三西地区为我国动力煤主要产地，得益于该地区“查三超”行动的边际弱化和煤矿开工率的回升，动力煤产量均有一定幅度的上涨。截至 2024 年 7 月底，三西地区动力煤产量约为 8900.1 万吨，较去年同期同比上涨 9%，其中山西省产量约 5093.9 万吨，较去年同期同比上涨 19.9%；陕西省产量为 2001.2 万吨，同比下滑 6.2%；内蒙古自治区产量为 1805 万吨，同比上涨 1%，三西地区动力煤产量的提升主要由山西省的高增速贡献。

图 13：2016-24Q3 动力煤产量、供给量及进口量走势（万吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

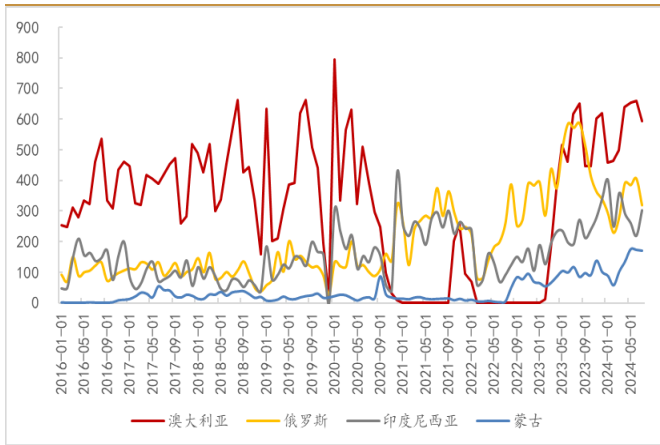
图 14：2016-24Q3 三西地区动力煤产量走势（万吨）



数据来源：wind，西南证券整理

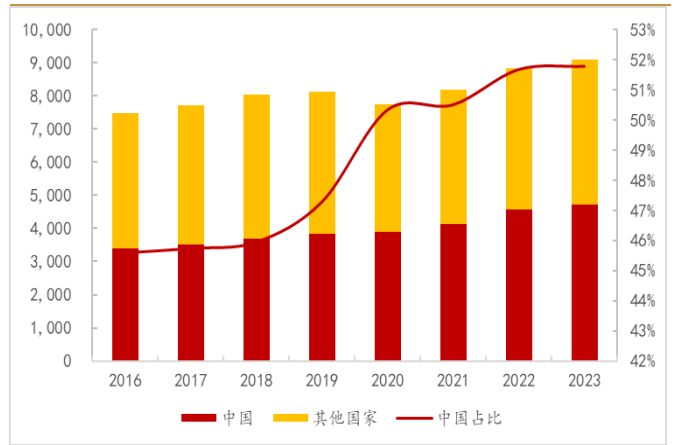
2023 年我国进口煤炭累计达 4.7 亿吨，同比大涨 62%，主要原因为 2022 年基数较低，且 2023 年继续执行进口煤零关税政策，进口煤存在成本优势，叠加海外需求差，全球贸易煤炭流入我国。我国进口煤数量按国别较为稳定，前四大国家分别为澳大利亚、俄罗斯、印度尼西亚和蒙古，四者占我国进口煤总量 90% 以上，2023 年我国从主要进口来源国的占比结构发生变化，蒙古和澳大利亚占比提升较多，前者主要是产量大幅提升，后者则是中澳政经关系缓和。2024 年 1 月 1 日起恢复煤炭进口关税，关税恢复对澳洲和印尼的进口煤影响不大，对于来自俄罗斯和蒙古的焦煤成本将增加 3%，烟煤增加 6%，降低蒙古和俄罗斯煤炭的竞争优势，另外中国煤炭产量在世界占比逐年递增，当前煤炭资源更多是作为资源储备，进口需求可能进一步减弱。

图 15: 2016-24Q3 动力煤主要国家进口量走势 (万吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

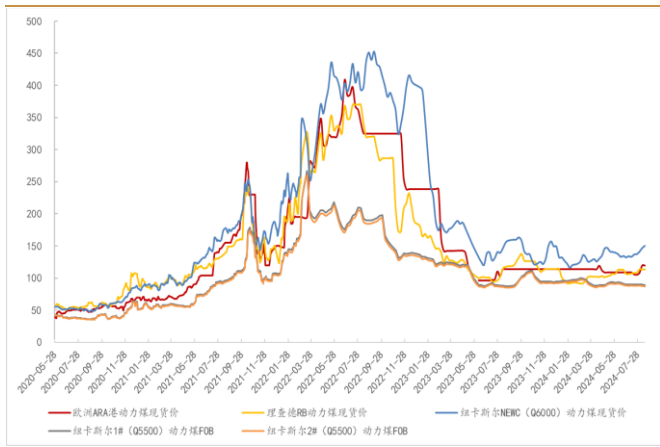
图 16: 2016-23 年世界煤炭产量 (百万吨) 及中国占比走势



数据来源: wind, 西南证券整理

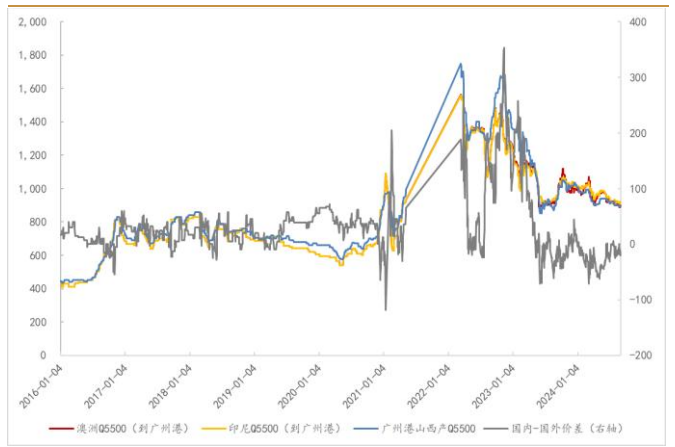
国内外动力煤价差方面, 2024 年 8 月澳洲 Q5500 动力煤到广州港价格为 889 元/吨, 8 月印尼 Q5500 动力煤到广州港价格为 909 元/吨, 而 8 月山西产 Q5500 动力煤到广州港出口价格为 890 元/吨, 仍存在国内-国外价差为 -9 元/吨, 较 2023 年同期同比减少 73.9%, 国产煤与进口煤价差逐步缩减, 随着国际能源供应链重构基本稳定, 主要国家和地区经济增速回落, 能源需求下行, 叠加欧洲天气偏温和, 新能源装机及水电出力增加, 对煤炭需求形成一定挤出效应。这些因素综合影响下, 国际煤炭价格整体维持低位震荡, 导致国内外贸易价差持续低位。

图 17: 2020-24Q3 动力煤国际价格走势 (美元/吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 2016-24Q3 动力煤进出口价格及价差走势 (元/吨)

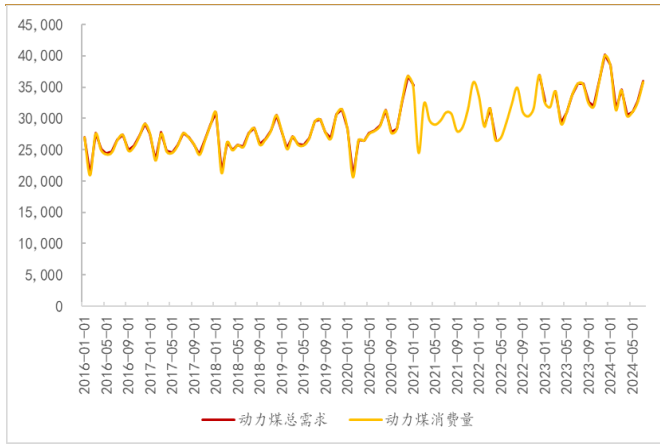


数据来源: wind, 西南证券整理

2.1.2 需：电煤需求回暖，非电开工提升

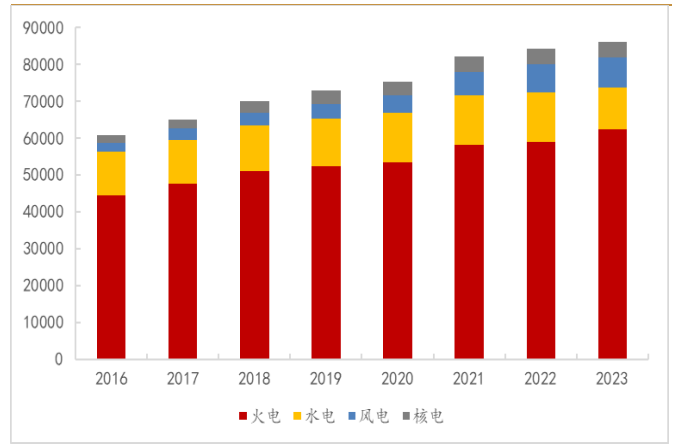
动力煤需求端火电旺季将至。从需求端来看，动力煤市场整体呈现供需宽松格局，由于水电和新能源发电的增加，火电需求增长放缓，导致动力煤需求受到一定抑制，但是随着冬季枯水期的临近和新能源发电的不确定性较强，火力发电仍在我国发电量中占据核心地位，同时进口煤的增加有效保障了国内供应。根据国家统计局数据，2024年1-8月需求量基本与去年同期持平，并没有匹配上较去年同比有所增长的供给量。

图 19：2016-24Q3 动力煤需求量及消费量走势（万吨）



数据来源：wind，西南证券整理

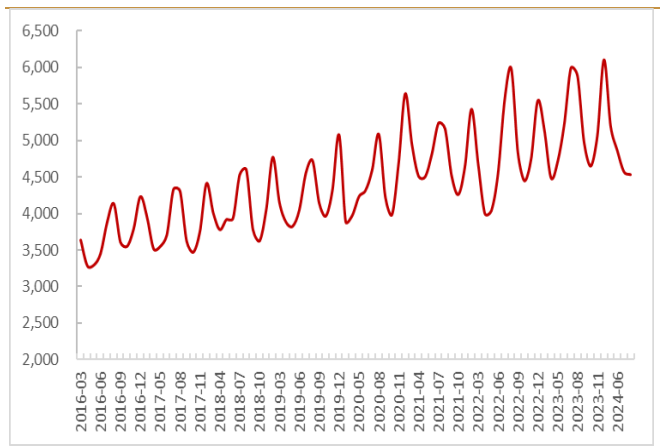
图 20：2016-23 年各类型发电量走势（亿千瓦时）



数据来源：wind，西南证券整理

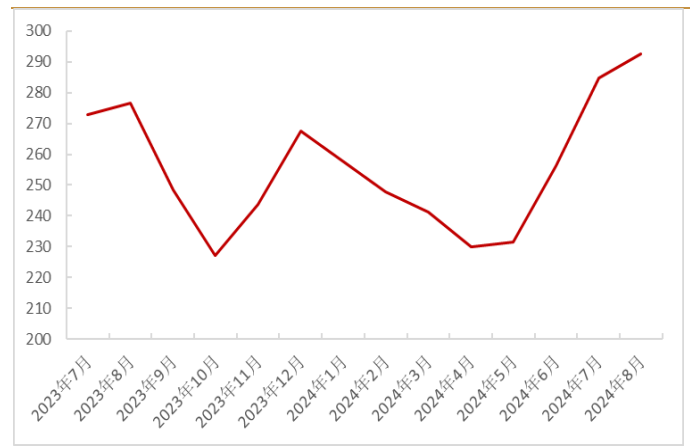
动力煤的需求端主要方向集中在电力、建材、冶金、化工等行业，随着中国经济的复苏和电力消费的正常增长，电力行业对动力煤的需求保持强劲，尤其是火电行业，火电发电量持续强周期性，冬季和夏季为传统旺季，2024年二季度火电发电量为1.4万亿千瓦时，同比下滑3.1%，叠加火电旺季将至，预期电煤需求将有所回升。

图 21：2016-24Q3 火电发电量走势（亿千瓦时）



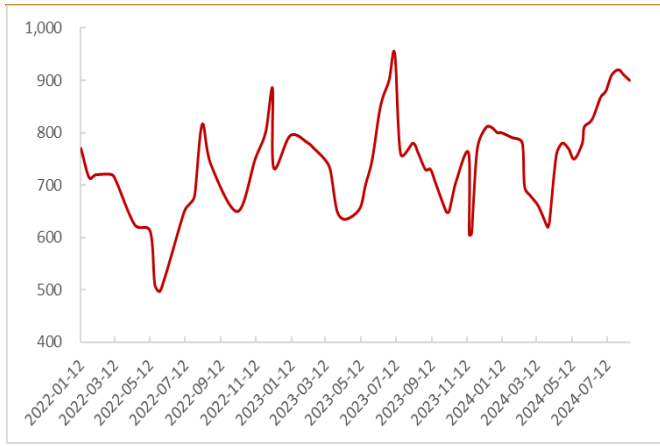
数据来源：wind，西南证券整理

图 22：2023-24Q3 规模以上工业日均发电量月度走势（亿千瓦时）

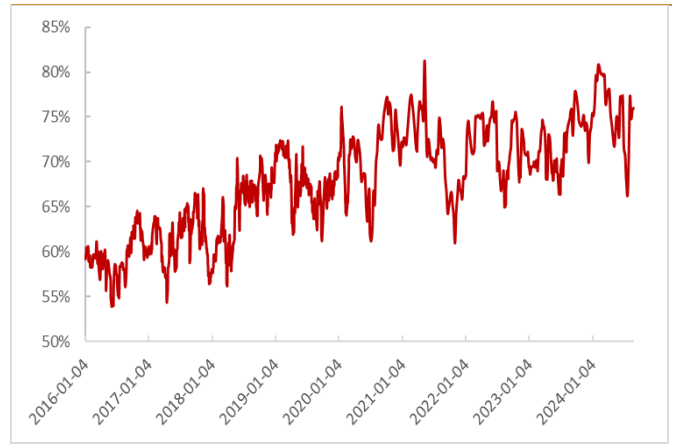


数据来源：wind，西南证券整理

电厂煤炭日耗量季节性提升，略高于去年同期，电厂日耗当前处于季节性上涨阶段，随着经济见底复苏拉动用电量需求。此外水电不具有持续性，全社会用电量的任务主要由火电承担。煤化工开工率受益于经济复苏，随着中央政治局会议释放稳增长积极信号，下游煤化工生产企业开始提高开工率，此外海外原油价格上涨，煤炭相较于原油更具备成本优势，如煤油价差成本优势长期存在，将继续维持煤化工企业高开工率，从而提高化工煤需求量。截至2024年8月底，我国主要电厂动力煤日耗量为900万吨，较去年同期上涨18.4%；甲醇开工率为76%，较去年同期提升0.47pp。

图 23：2022-24Q3 电厂煤炭日耗量走势（万吨）


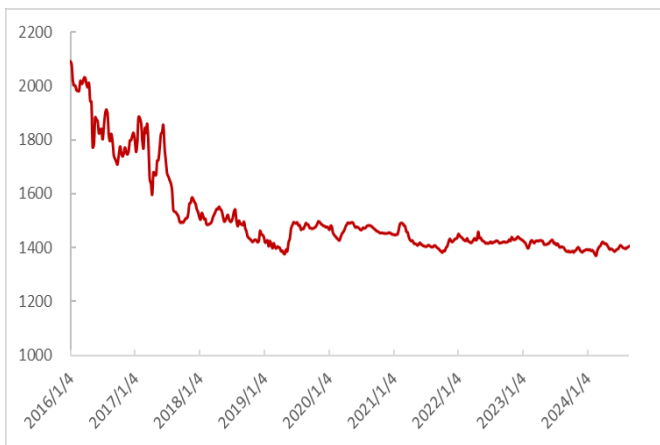
数据来源：wind，西南证券整理

图 24：2016-24Q3 甲醇开工率走势


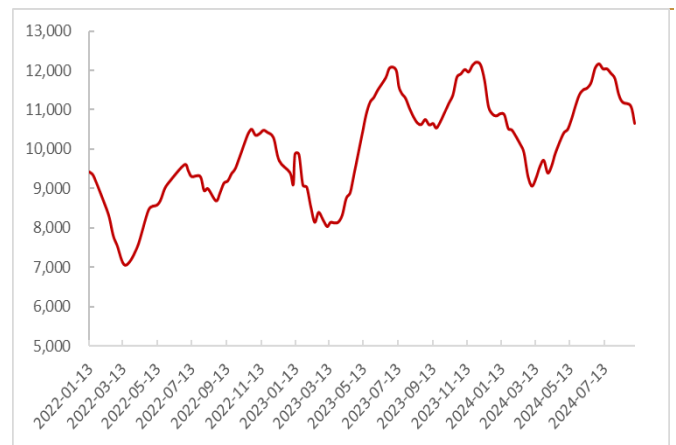
数据来源：wind，西南证券整理

2.1.3 库：企业库存压力缓解，港口高库存常态化

从库存来看，2024年下半年开始动力煤库存消化较好。生产企业库存、港口库存以及电厂库存均有所下降，市场对动力煤的需求有所增加，库存压力有所缓解。电厂由于年度长协比例的大幅提升，高库存成为常态化，对煤炭价格影响有限，2024年8月动力煤生产企业库存量为1406万吨，动力煤电厂库存量为1.1亿吨，均较去年同期有所下滑。

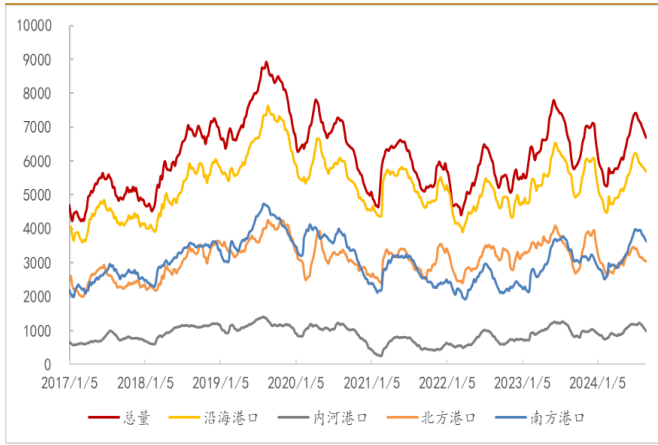
图 25：2016-24Q3 动力煤生产企业库存走势（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

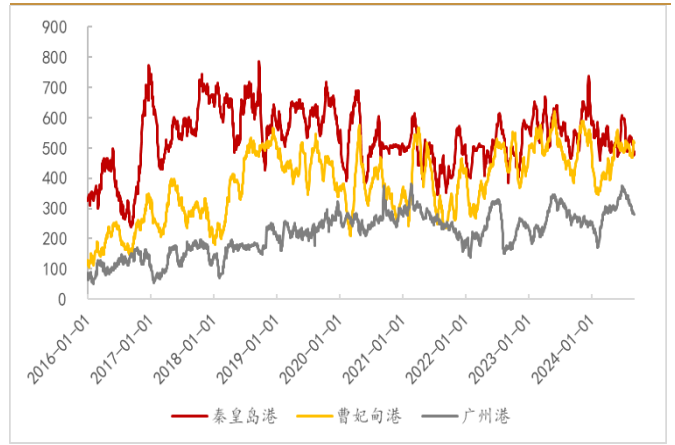
图 26：2022-24Q3 今动力煤电厂库存走势（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

港口贸易商具有主动补库和去库的行为，对价格存在影响，另外夏季补库利多煤炭价格，截至 2024 年 8 月底，CCTD 主流港口库存为 6686.5 万吨，北方港口为 3048.3 万吨，南方港口为 3638.3 万吨，我国动力煤主要港口库存量较去年同期有所上涨，其中秦皇岛港库存量约为 476 万吨，较去年同期同比上涨 9.2%，曹妃甸港库存量约为 534 万吨，较去年同期同比上涨 24.2%，广州港库存量约为 285.3 万吨，较去年同期同比上涨 68.4%。

图 27：2017-24Q3 动力煤港口库存走势（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

图 28：2016-24Q3 动力煤主要港口库存量走势（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

2.1.4 价：动力煤旺季将至，长协价企稳回升

在价格层面，动力煤因其政策性质而成为市场的焦点，预计其价格将维持稳定态势。动力煤的定价遵循双轨制，2022 至 2024 年间，其年度长协港口价格的合理区间设定在 570 至 770 元之间，其中 675 元作为基准价。对于主要产煤省份的长协年度坑口价格，也设定了明确的最高和最低限价，实际成交的年度长协价格多数情况下接近上限，即 770 元/吨。因此，无论是基于每月的长协参考价还是上限价格进行交易，动力煤的售价都显示出了较好的稳定性。

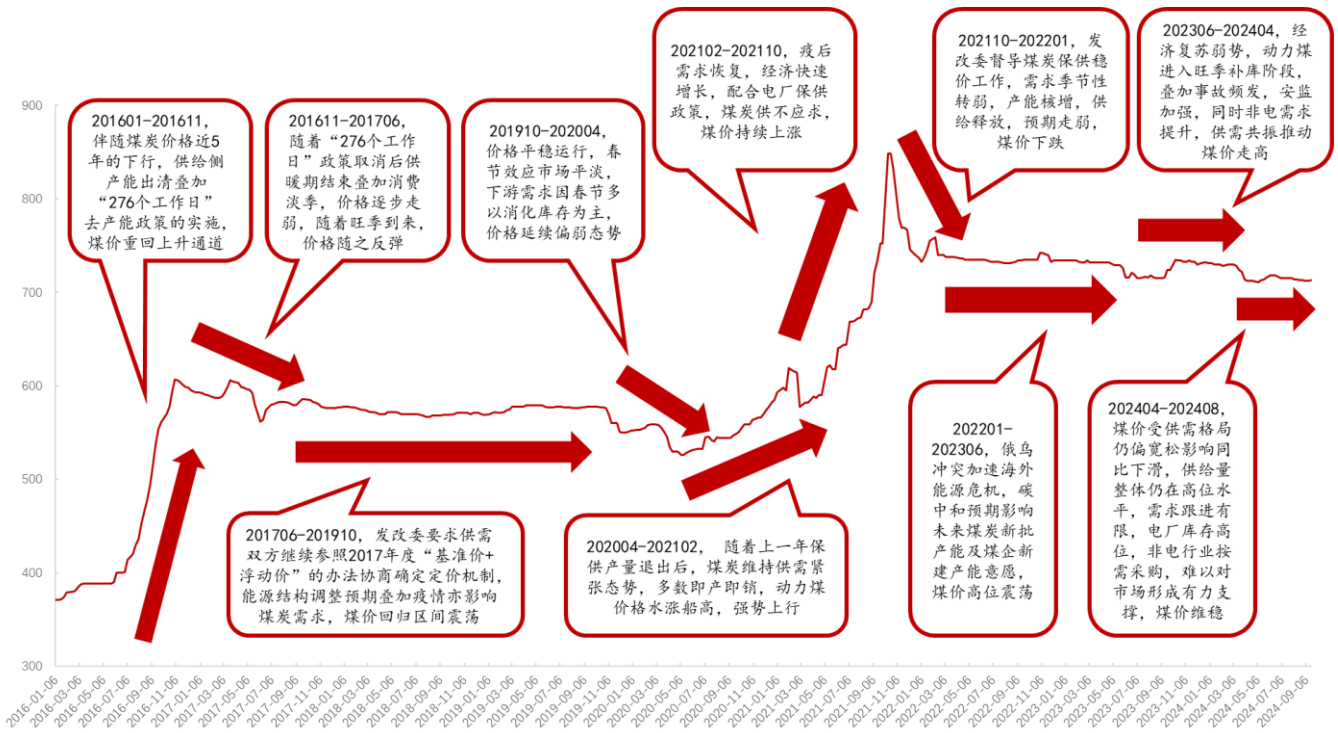
表 1：部分省区已明确煤炭中长期和现货价格合理区间

地区	热值（大卡）	中长期交易价格合理区间（元/吨）	现货交易价格合理区间上限（元/吨）
秦皇岛港	5500	570-770	1155
山西	5500	370-570	855
陕西	5500	320-520	780
蒙西	5500	260-460	690
蒙东	5500	200-300	450
河北	5500	480-680	1020
黑龙江	5500	545-745	1118
山东	5500	555-755	1133
安徽	5000	545-745	1118

数据来源：国家发改委，西南证券整理

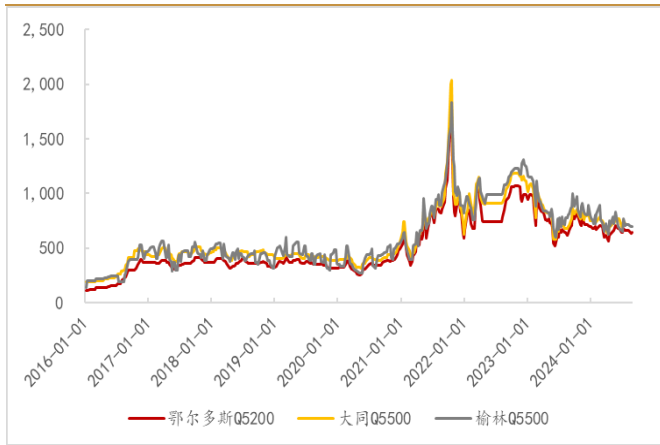
自 2016 年以来，动力煤的价格走势经历了几个阶段。2016 年至 2021 年期间，坑口价格总体保持稳定，波动幅度较小。然而，到了 2021 年，由于国内供需不匹配，动力煤价格出现了高位宽幅波动。进入 2022 年之后，随着国内煤炭稳价政策的逐步实施，动力煤价格开始逐渐稳定下来。特别是从 2023 年下半年开始，国内动力煤价格维持在高位窄幅震荡的状态。2024 年煤炭价格中枢相较于 2023 年有所下降，但整体价格走势更加平稳，2024 年上半年国内原煤产量虽然同比有所减少，但整体仍在高位水平，下游需求支撑不足，特别是电力行业市场煤需求有限，非电行业也仅保持刚需采购，导致市场供需格局偏宽松，难以对煤炭价格形成有力支撑；发改委出台的煤炭价格区间调控机制，明确了煤炭现货交易价格上限和中长期交易价格合理区间，有助于稳定煤炭价格，减少市场波动，使得煤炭价格更趋于合理和稳定；2024 年上半年国内经济增长整体迟缓，房地产行业低迷，导致钢铁和建材行业需求下降，需求的减少直接影响了煤炭价格，煤炭企业在面对价格下行压力时，采取降价销售的策略以维持销量和市场份额，加剧了煤炭价格中枢的下移，但是动力煤因其政策性质而成为市场的焦点，叠加火电旺季将至，预计四季度其价格将维持稳定态势。

图 29：2016-24Q3 动力煤价格走势

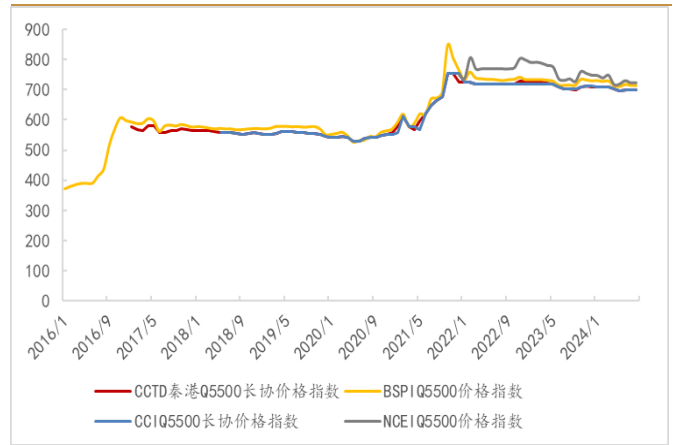


数据来源：煤炭资源网，西南证券整理

动力煤现货价格方面，截至 2024 年 8 月底，三西地区动力煤坑口价均保持平稳，其中鄂尔多斯动力煤 Q5200 坑口价为 641 元/吨，较去年同期同比上涨 0.9%；大同动力煤 Q5500 坑口价为 721 元/吨，较去年同期同比下滑 4.1%；陕西榆林动力煤 Q5500 坑口价为 696 元/吨，较去年同期同比下滑 13.1%。截至 2024 年 8 月底，CCTD 秦港 Q5500 长协价格指数为 699 元/吨，BSPIQ5500 价格指数为 713 元/吨，CCIQ5500 长协价格指数为 699 元/吨，NCEIQ5500 价格指数为 721 元/吨，由于在签署长协的过程中部分煤企大多采用 770 元/吨的顶格价签署，故实际上动力煤长协价格同环比变化幅度较为平缓。

图 30：2016-24Q3 三西地区动力煤产地坑口价走势（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

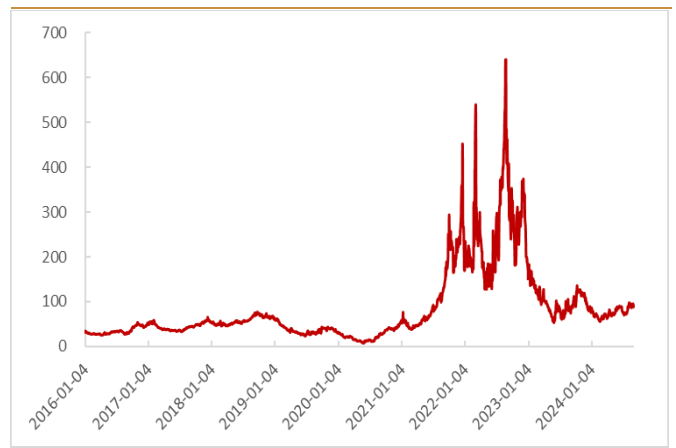
图 31：2016-24Q3 动力煤长协价格走势（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

布伦特原油期货价格和 IPE 天然气期货价格对煤炭价格同样有所影响。布伦特原油作为全球石油购买的主要基准价格，其价格波动往往会影响到其他能源商品，当原油价格上涨时，可能会增加对煤炭作为替代能源的需求，从而可能推高煤炭价格，当前布油价格趋稳有所回落，有利于煤价稳定。IPE 天然气期货价格同样对煤炭市场有替代作用，天然气和煤炭在能源市场中存在竞争关系，尤其是在发电领域，随着天然气价格回落，对煤炭的需求将有所减少，从而对煤炭价格产生下行压力。截至 2024 年 8 月底，布油期货结算价为 78.8 美元/桶，较去年同期下滑 9.3%；IPE 天然气期货结算价为 96.2 便士/色姆，较去年同期回升 12.2%，但均较价格高峰有所回落且趋于平稳。在煤油价格联动的背景下，如果国际油价保持高位，煤化工行业的开工率有望提高，可能会推动国内动力煤需求的增长。

图 32：2016-24Q3 布油期货结算价走势（美元/桶）


数据来源：wind，西南证券整理

图 33：2016-24Q3 IPE 天然气期货结算价走势（便士/色姆）


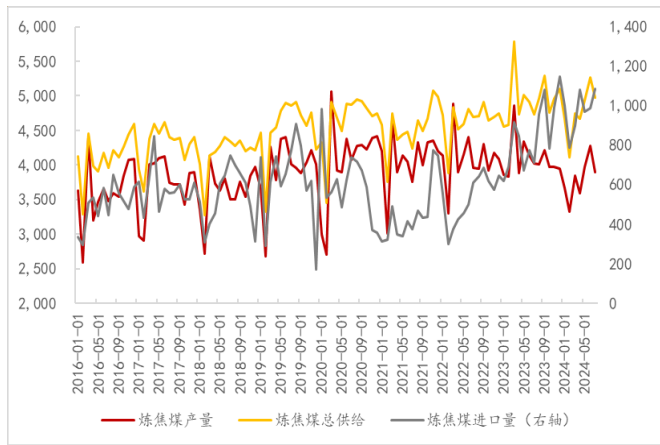
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 炼焦煤：产能过剩价格承压，地产乏力产量下滑

2.2.1 供：焦煤焦炭产量下滑，进口澳煤优势不再

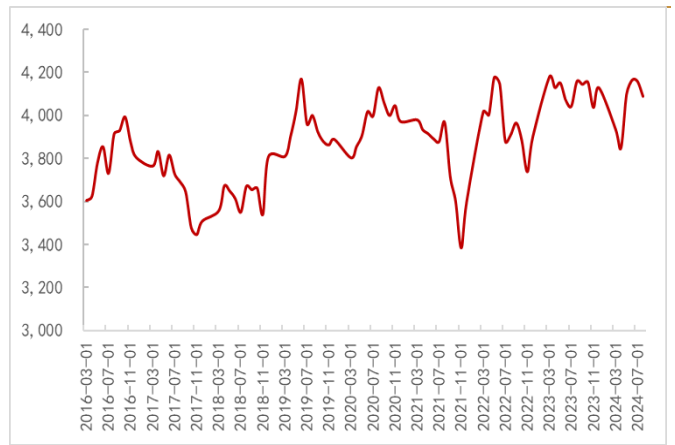
炼焦煤供给端产量有所下滑。炼焦煤的供给端受到国内新增产能限制和进口减少的双重影响，预计供给将呈现收紧趋势。国内炼焦煤资源分布不均，以山西省为主，其产量占全国的较大比重。在碳中和政策背景下，新建产能受到限制，同时安全监管政策的加强也可能导致部分矿井退出市场，进一步影响供给。炼焦煤自 2019 年以来几乎没有批复新产能，且煤炭保供核增等只适用于动力煤，炼焦煤资源相对稀缺，且由于煤化程度和地质因素，矿井多为埋藏较深的井工矿，叠加新资源较少，煤企对井工矿新投产意愿较弱。山西 2024 年查三超及政府稳产保供要求下预计减产 7800 万吨，山西省焦原煤占省内煤炭产量约 54.5%，7800 万吨减产对应 4251 万吨焦原煤减少，2024 年二季度全国炼焦煤产量同比下滑 4.2% 至 11.8 亿吨，总供给量同比上升 1.6% 至 14.9 亿吨，进口量同比上涨 32.4% 约为 3 亿吨。另外焦炭产量同样有所回落，2024 年二季度全国焦炭产量同比下滑 1.9% 至 12.1 亿吨。

图 34：2016-24Q3 炼焦煤产量、供给量及进口量走势（万吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 35：2016-24Q3 焦炭产量走势（万吨）

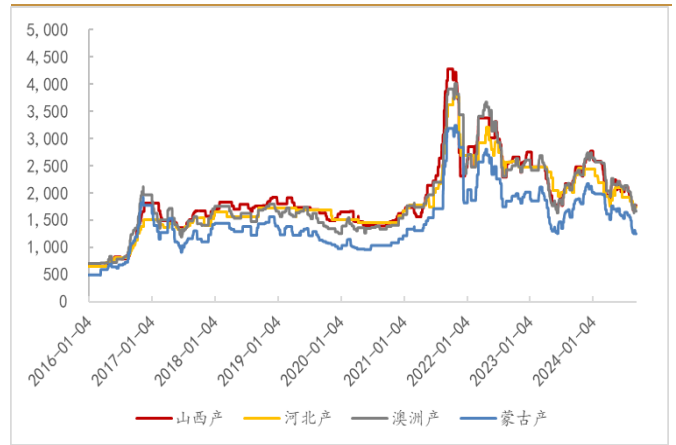


数据来源：wind，西南证券整理

炼焦煤进口方面，澳洲焦煤已被结构性替代，2020 年之前澳洲焦煤进口量占我国炼焦煤总进口量的 40% 以上，进口量在 3000 万吨左右，2020 年后进口量大幅下滑，2023 年起澳煤虽已放开，但澳洲焦煤占比仍处于较低水平，俄罗斯和蒙古焦煤占比大幅提升。截至 2024 年 8 月底，澳洲产焦煤价格为 1690 元/吨，蒙古产焦煤价格为 1270 元/吨，山西产焦煤价格为 1770 元/吨，可见澳洲产焦煤相较于国内焦煤价格并不具有优势，蒙古产焦煤价格仍具备一定价格优势。预计 2023 年后海外煤炭新建产能将显著减少，2023 年俄罗斯煤炭产量为 4.3 亿吨，同比下滑 1.3%；澳煤产量 2023 年产量 9.5 亿吨，同比上涨 3.1%，但仍低于 2020 和 2021 年水平。

图 36：2012-24Q3 澳洲峰景矿硬焦煤到岸价走势（美元/吨）

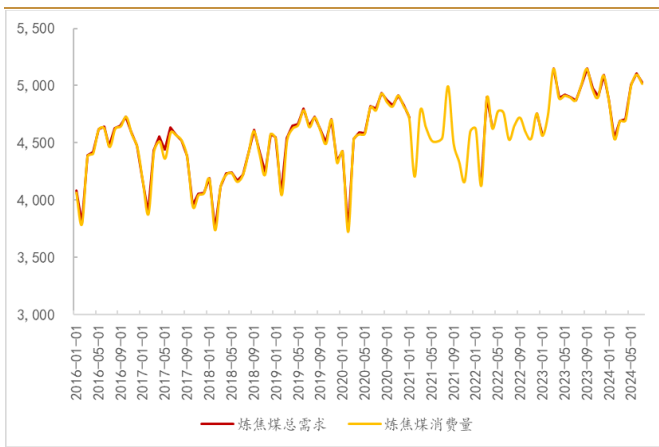

数据来源：wind，西南证券整理

图 37：2016-24Q3 京唐港焦煤库提价走势（元/吨）


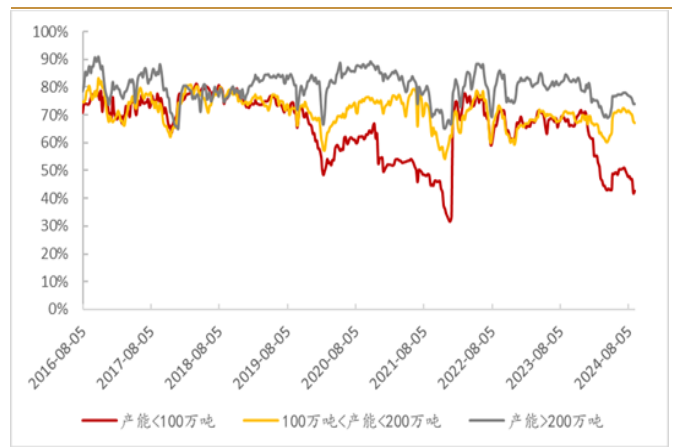
数据来源：wind，西南证券整理

2.2.2 需：焦化开工率下滑，地产链亟待回暖

炼焦煤需求端开工率下滑。从需求端来看，炼焦煤市场需求整体呈现回落趋势，由于地产业产业链继续探底，下游主要产品如水泥、焦炭和生铁的产量均有所下降，导致非电端的煤炭需求整体较差，预计随着宏观政策的改善，地产开工将有所增加，非电端煤炭需求有望恢复。根据国家统计局的数据，2024 年二季度全国炼焦煤总需求量为 14.8 亿吨，同比微增 0.7%，同时炼焦煤消费量也同比提升 0.6% 同样为 14.8 亿吨，需求量基本与去年同期持平，但是产量有所下滑，存在一定缺口，但是供给量则有所提升，可见进口量有所上涨。炼焦煤的需求端主要为焦炭、钢铁和建材等行业，截至 2024 年 8 月底，我国炼焦煤焦化厂开工率较去年同期均有所下滑，中小型焦化厂受产能过剩影响更大。

图 38：2016-24Q3 炼焦煤需求量及消费量走势（万吨）


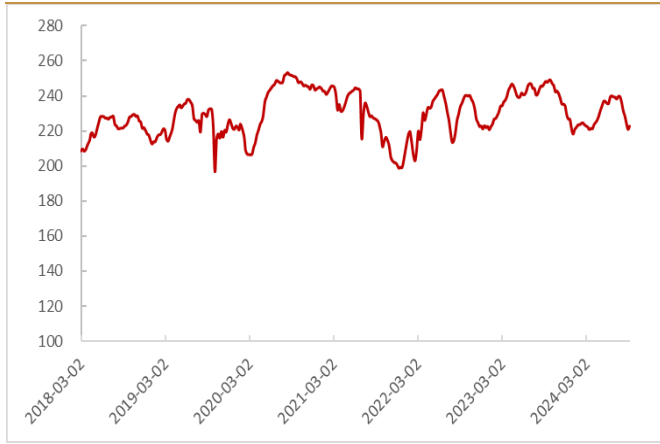
数据来源：wind，西南证券整理

图 39：2016-24Q3 焦化厂开工率走势


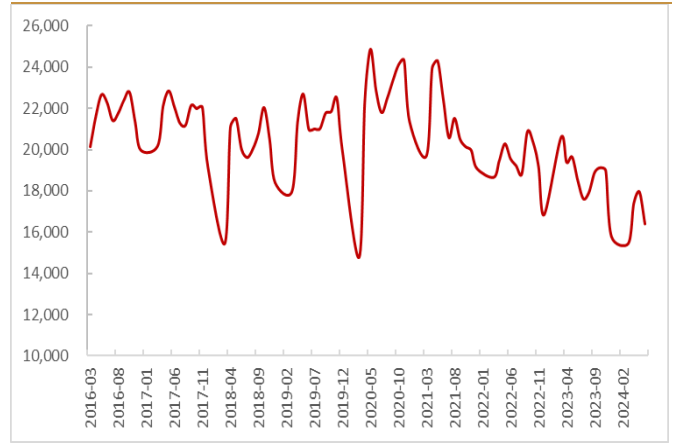
数据来源：wind，西南证券整理

2024 年钢铁和水泥行业的市场情况同样受到多重因素的影响，随着经济的逐步复苏，基建和地产行业的政策边际放松，限产政策的压力有所减轻，有助于促进焦煤需求的稳步提升。全国钢厂及焦化厂的开工率虽然处于低位，但随着项目的逐渐推进，铁水产量的持续修复和补库需求的增加，炼焦煤价格将有所好转。2024 年焦炭产能过剩的问题依然存在，预计焦炭产量将与钢厂高炉消费相匹配，由于焦化产能变化不会制约焦炭产量释放，预计焦炭产量会同步小幅增长，由于下游需求增幅不及供应增量，焦炭市场可能会开始累库。截至 2024

年8月底,我国247家钢厂日均铁水产量为220.8万吨,较去年同期下滑10.1%,地产产业链承压探底,需求不足导致的炼焦煤产能过剩是目前亟待解决的问题,相信随着地产政策的扶持,炼焦煤产能过剩问题将有所改善。

图 40: 2018-24Q3 247 家钢厂日均铁水产量走势 (万吨)


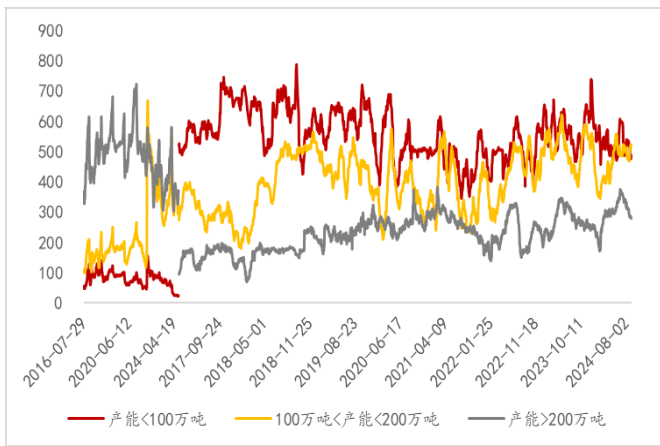
数据来源: wind, 西南证券整理

图 41: 2016-24Q3 水泥产量走势 (万吨)


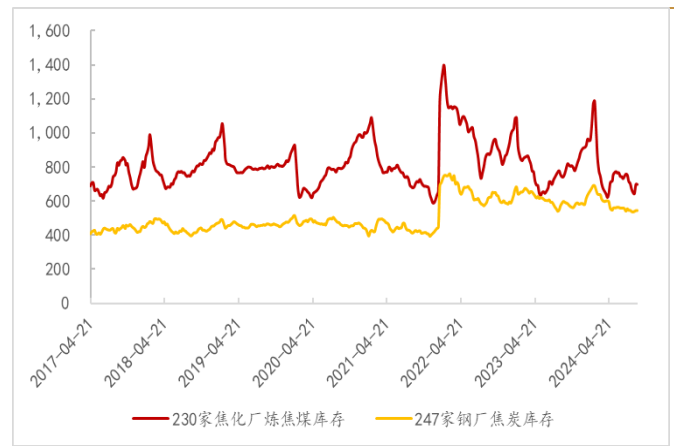
数据来源: wind, 西南证券整理

2.2.3 库: 中小型焦化厂库存走低, 大型焦化厂库存稳定

炼焦煤市场目前呈现库存量下降趋势。247家钢厂和230家独立焦化厂的炼焦煤库存量均有所下滑,尽管炼焦煤价格继续探底,但由于产能利用率和库存量的下降,市场供需关系可能会进一步收紧。截至2024年8月底,我国炼焦煤焦化厂库存较去年同期均有所下滑,230家焦化厂炼焦煤库存量为698.8万吨,较去年同期同比下滑7.5%,主要下降原因为100万吨以下规模的中小型焦化厂产能缩减,247家钢厂焦炭库存量为542.3万吨,较去年同期同比下滑5.1%。随着地产链好转且政策不断,产能过剩的问题或许将有所好转。

图 42: 2016-24Q3 230 家焦化厂炼焦煤库存量走势 (万吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

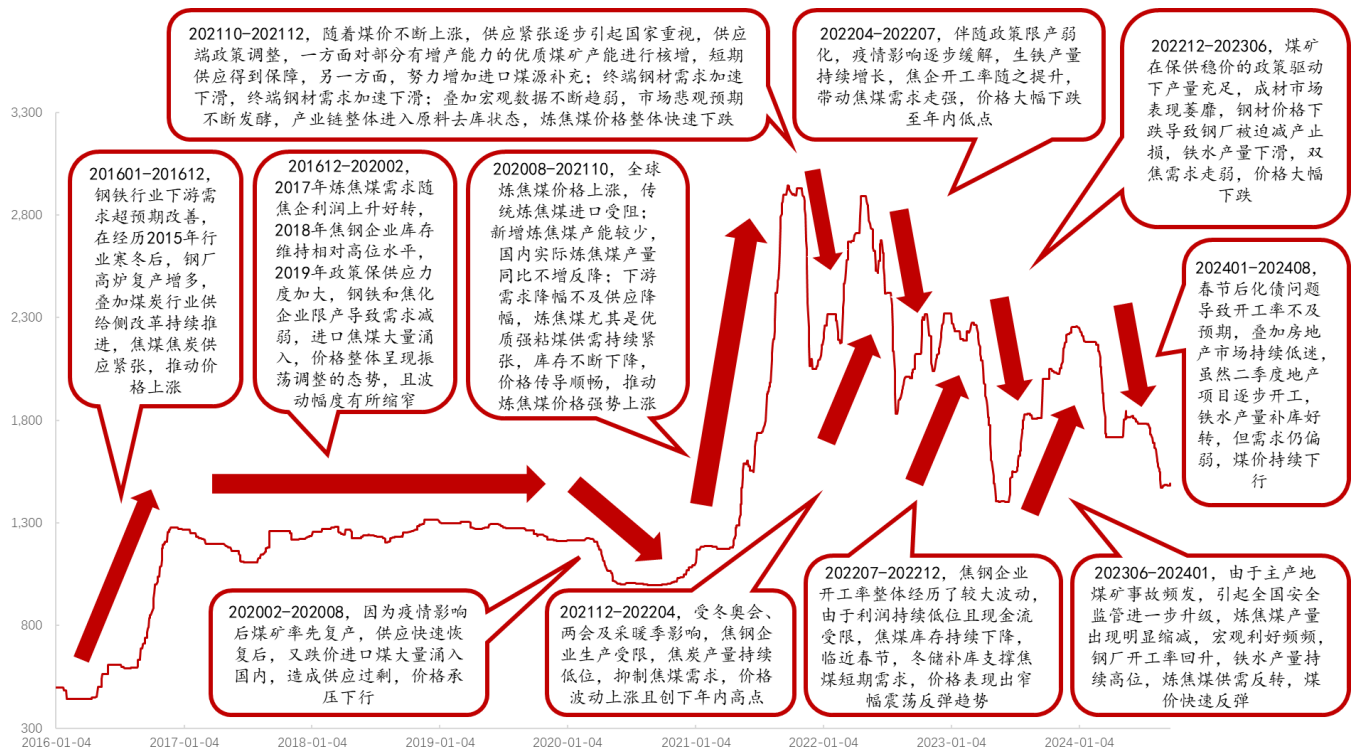
图 43: 2016-24Q3 焦煤焦炭库存量走势 (万吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

2.2.4 价：炼焦煤产能过剩价格承压，政策频出静候地产链好转

炼焦煤价格受产能过剩影响仍存在下行压力。自 2016 年以来，炼焦煤的市场价格经历了波动。2016 年至 2021 年期间，坑口价格总体保持稳定，波动幅度较小。2021 年后炼焦煤市场价格整体上呈现出较大幅度的波动。进入 2022 年，尽管国内炼焦煤的价格有所下降，但由于炼焦煤是市场化程度较高的煤炭品种，其价格波动性比动力煤更为显著。随着 2024 年供需关系的紧张预期，焦煤的价格可能会有所下降，考虑到炼焦煤目前正处于产能过剩的状态，其市场价格可能会面临一定的下行压力。

图 44：2016-24Q3 炼焦煤价格走势



数据来源：煤炭资源网，西南证券整理

炼焦煤现货价格方面，截至 2024 年 8 月底，山西省炼焦煤坑口价有所回落，其中吕梁主焦煤坑口价为 1560 元/吨，较去年同期同比下滑 13.3%；古交主焦煤坑口价为 1470 元/吨，较去年同期同比下滑 23%；长治喷吹煤坑口价为 1050 元/吨，较去年同期同比下滑 13.2%；京唐港山西产主焦煤库提价为 1770 元/吨，较去年同期同比下滑 14.9%，炼焦煤价格整体回落至 2021 年以前价格水平，由于部分企业炼焦煤签署的是季度长协，炼焦煤长协价格同比、环比变化幅度亦同样较小。

图 45：2016-24Q3 山西省焦煤坑口价走势（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

图 46：2016-24Q3 京唐港焦煤价格趋势（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

3 公司分析：高股息叠加周期性，煤炭产能将有增量

3.1 煤炭业务：动力煤产能扩张，炼焦煤贡献增量

3.1.1 京西四矿逐步退出，外省煤矿有序投产

公司积极响应国家供给侧结构性改革政策，该政策旨在优化资源配置，淘汰落后产能，提高行业整体效率。公司采取了有序退出策略，而是根据矿井的产能和资源状况，逐年递减产量，逐步停止开采。主要以京西四矿为主，其中长沟峪煤矿（产能 100 万吨/年）于 2016 年退出；木城涧煤矿（产能 150 万吨/年）于 2018 年退出；大安山煤矿（产能 170 万吨/年）于 2019 年退出；大台煤矿（产能 100 万吨/年）于 2020 年退出，至此京西四矿全部退出煤炭开采领域。京西四矿由于建设开采时间较早，煤炭资源面临枯竭，开采难度加大，这迫使公司必须寻找新的发展方向或进行产业转型，有序退出策略有助于减少市场冲击，同时为公司提供了调整和转型的时间窗口，以适应新的市场环境和政策要求。

表 2：京西四矿有序退出情况

矿井名称	核定产能（万吨/年）	退出时间
长沟峪煤矿	100	2016年退出
木城涧煤矿	150	2018年退出
大安山煤矿	170	2019年退出
大台煤矿	100	2020年退出
合计	520	已全部退出

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司采取了自建新矿井和收购现有矿井的双轨策略，以提高其煤炭产能，不仅在本地发展，还积极在外省地区布局煤矿，以实现资源的多元化和风险的分散，通过自建、产能核增和收购等方式，不断扩大其煤炭产能规模。为了实现“十四五”规划期末煤炭产能达到 3000 万吨的目标，公司正在积极寻找煤炭资源丰富地区的优质煤矿项目。红庆梁煤矿核定产能仍为 600 万吨/年，红墩子煤业如期实现既定目标，2023 年红墩子煤业完成投资 10.7 亿元，累计完成投资 81.4 亿元，完成概算总投资的 88.9%，2023 年红一煤矿顺利通过竣工验收，累

计销售煤炭 201 万吨，核定产能为 240 万吨/年；红二煤矿克服各种困难，于 2023 年 12 月按期实现联合试运转，核定产能为 240 万吨/年，为公司后续稳产增产提供新动能。

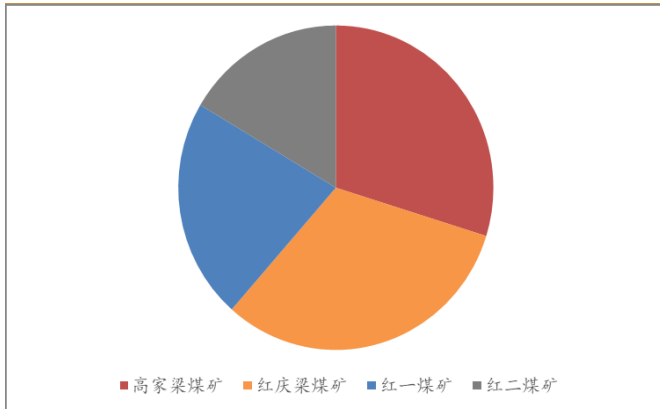
表 3：2023 年公司煤矿核定产能及权益产能

矿井名称	地区	煤种	持股比例	资源量 (万吨)	可采量 (万吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
高家梁煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	80%	62460	40905	48	850	680
红庆梁煤矿	内蒙古鄂尔多斯	动力煤	60%	66345	38395	64	600	360
红一煤矿	宁夏银川	炼焦煤	60%	46151	16577	69	240	144
红二煤矿	宁夏银川	炼焦煤	60%	34520	16457	69	240	144
合计	-	-	-	209476	112335	-	1930	1328

数据来源：公司公告，西南证券整理

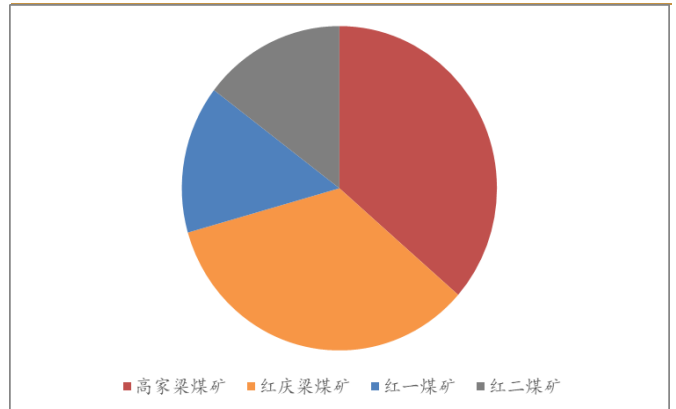
截至 2023 年末，公司在内蒙古鄂尔多斯和宁夏宁东两地拥有 4 座煤矿，煤炭核定产能达到 1930 万吨/年，其中权益产能为 1328 万吨/年，合计可采储量为 11.2 亿吨，可开采年限达到 58.2 年。公司计划继续在内蒙古、宁夏等煤炭资源丰富的地区寻找有投资价值的煤炭资源项目。“十四五”期间，公司“十四五”期间设定了实现煤炭核定产能 3000 万吨的目标。通过积极的扩张策略增强公司增强市场竞争力，提高资源保障能力，并为长期稳定发展奠定基础，并通过在资源丰富地区布局，公司能够确保煤炭供应的稳定性，同时也能够利用规模效应降低成本，提高整体盈利能力。

图 47：2023 年公司各主要矿区资源量占比



数据来源：公司年报，西南证券整理

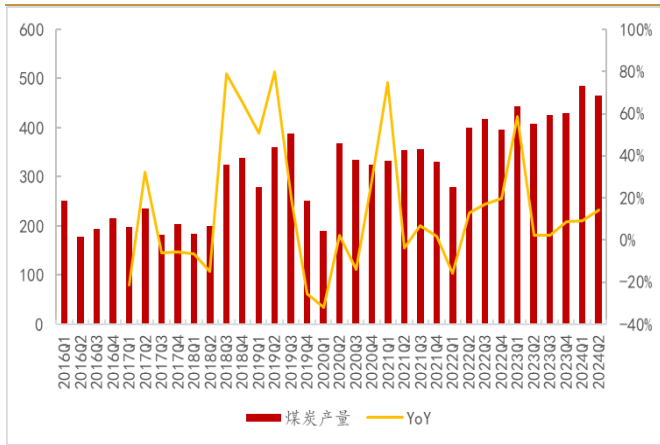
图 48：2023 年公司各主要矿区可开采量占比



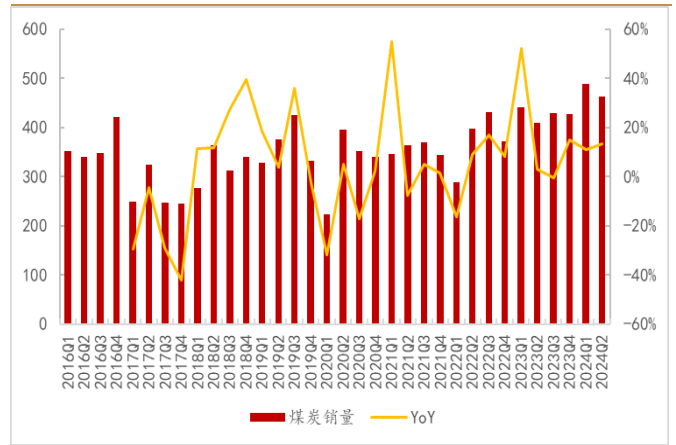
数据来源：公司年报，西南证券整理

3.1.2 动力煤仍为业绩基础，炼焦煤有望提供增量

公司 2023 年公司煤炭产销再创历史新高纪录。煤炭产量完成 1706.4 万吨，同比增长 14.5%；煤炭销量完成 1705.2 万吨，同比增长 14.6%。2024 年上半年再次提升，除了动力煤产销量稳定增长外，随着红二煤矿的投产，炼焦煤开始提供增量，2024H1 煤炭产量完成 950.2 万吨，去年同期产量完成 851.1 万吨，同比增长 11.6%；2024H1 煤炭销量完成 950.2 万吨，去年同期产量完成 848.5 万吨，同比增长 12%，产销量均较去年同期再次有所提升。

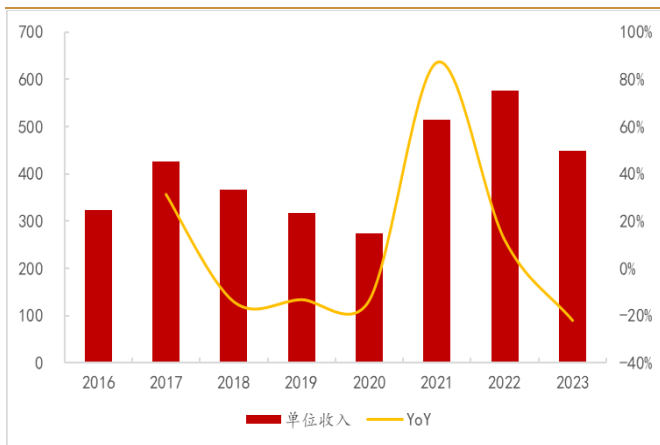
图 49：2016-24Q2 公司煤炭产量及同比变化（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

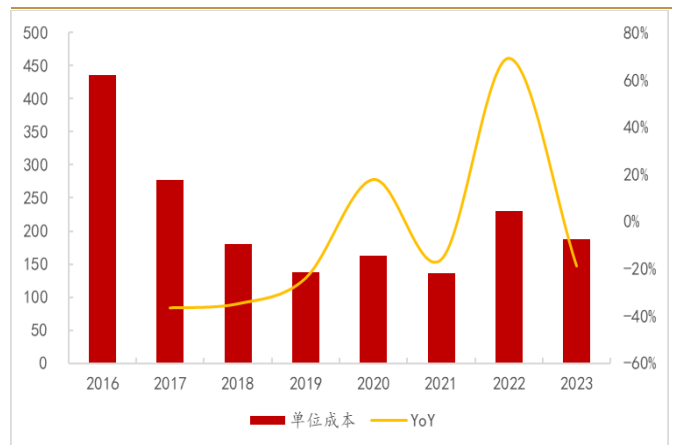
图 50：2016-24Q2 公司煤炭销量及同比变化（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

2017 年以来公司煤炭业务单位收入在 2022 年达到峰值，2023 年同比回落 22%，单位成本则控制较为良好，2023 年得益于降本增效举措的施行回落 18.7%，煤炭业务整体运行平稳，收入端和成本端均凭借多年煤炭开采和销售经验控制在合理区间，随着新建项目的投产及炼焦煤比例增长将进一步优化收入。

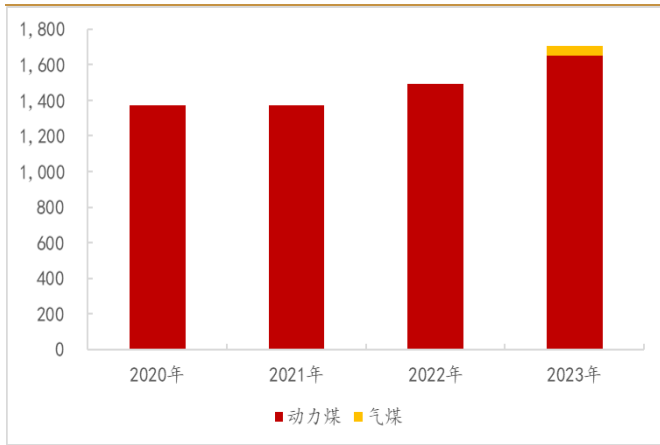
图 51：2016-23 年公司煤炭业务单位收入（元/吨）变化


数据来源：wind，西南证券整理

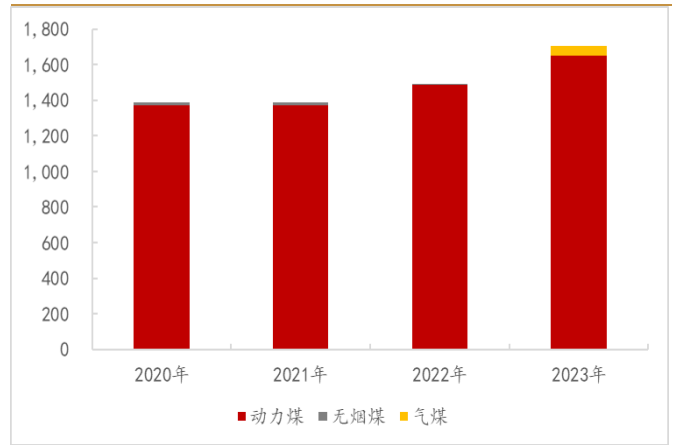
图 52：2016-23 年公司煤炭业务单位成本（元/吨）变化


数据来源：wind，西南证券整理

公司高家梁、红庆梁煤矿生产稳定，动力煤仍是公司业绩基石。红二煤矿 2023 年 12 月实现联合试运转，已经开始贡献产量，随着煤矿逐步达产，公司产量有望进一步提升。2023 年公司气煤产销量占公司煤炭产销量比重为 3.1%，另外气煤毛利率相比动力煤更高，随着红一煤矿和红二煤矿逐步达产后，气煤占公司煤炭产销量比重有望提升，将为公司贡献更多业绩弹性。（气煤变质程度更高，属于炼焦煤分类）

图 53: 2020-23 年公司各煤种产量变化 (万吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

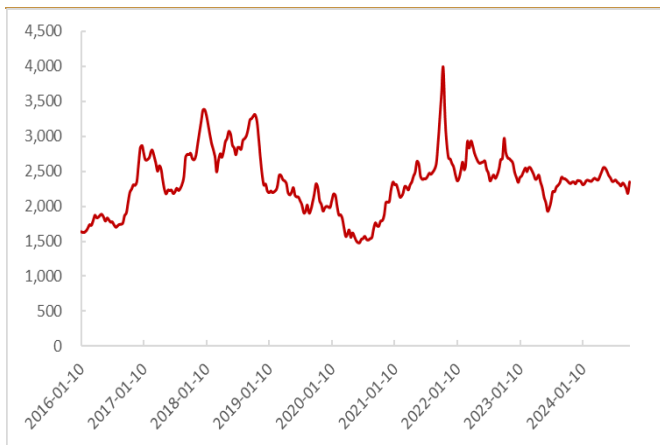
图 54: 2020-23 年公司各煤种销量变化 (万吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

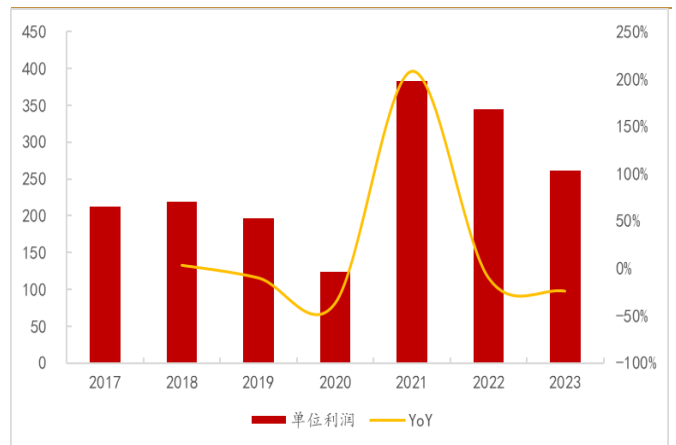
3.2 非煤业务: 化工业务盈利好转, 铁路专线投产降本

3.2.1 煤价平稳运行, 甲醇盈利改善

公司甲醇业务面临价格下跌和成本上升的双重压力, 导致亏损情况加剧。2023 年, 甲醇的每吨售价降至 1837 元, 比 2021 年减少了 131 元; 而每吨的制造成本却上升至 2532 元, 较 2021 年增加了 234 元。2024 年上半年有所好转, 甲醇每吨售价为 1766 元, 每吨成本降至 1997 元, 使得每吨的毛亏损减少至 231 元, 相比 2023 年全年有所改善, 毛利提升了 465 元。在成本方面, 原料煤是甲醇生产的主要成本, 2023 年其占比达到了 41%。2024 年国内煤炭价格持续下降, 随着甲醇与原料煤价格差距的扩大, 预计甲醇业务的经营状况将逐步好转。

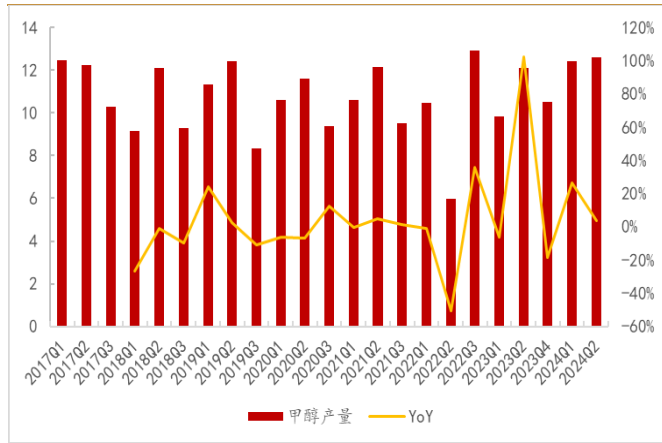
图 55: 2016-24Q3 甲醇市场价格变化 (元/吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

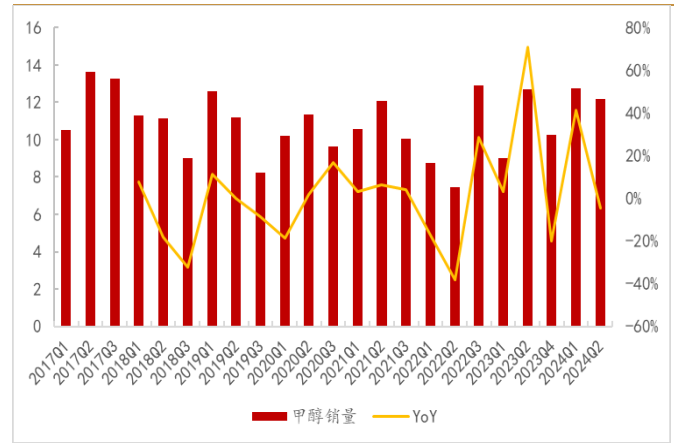
图 56: 2017-23 年公司煤化工业务单位利润 (元/吨) 变化


数据来源: wind, 西南证券整理

由于煤炭价格变动，甲醇行业的盈利能力受到挑战。公司一期工程具备年产 40 万吨甲醇的能力，主要使用煤炭作为原料。甲醇生产所需煤炭主要来自红庆梁煤矿，年需求量约 100 万吨，其余部分则通过外购作为配煤使用。在 2017 至 2022 年间，公司的甲醇产销量保持相对稳定，平均年产量为 43.9 万吨，平均年销量为 44.3 万吨。然而，2023 年由于甲醇生产装置的停机检修，产销量均出现了显著下降，全年产量降至 32.5 万吨，同比下降 24.2%，销量为 32.1 万吨，同比下降 25.8%。

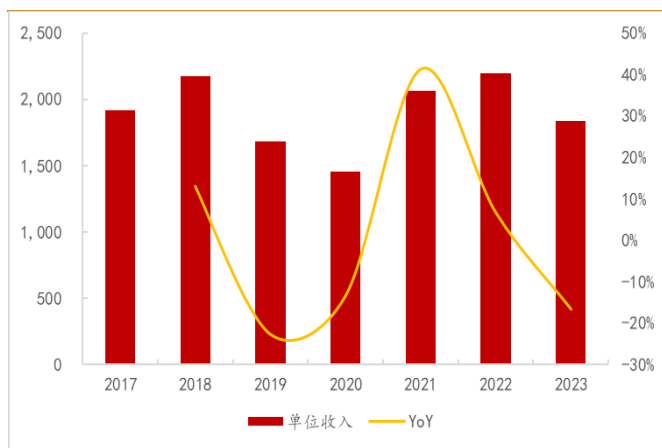
图 57：2017-24Q2 公司甲醇产量及同比变化（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

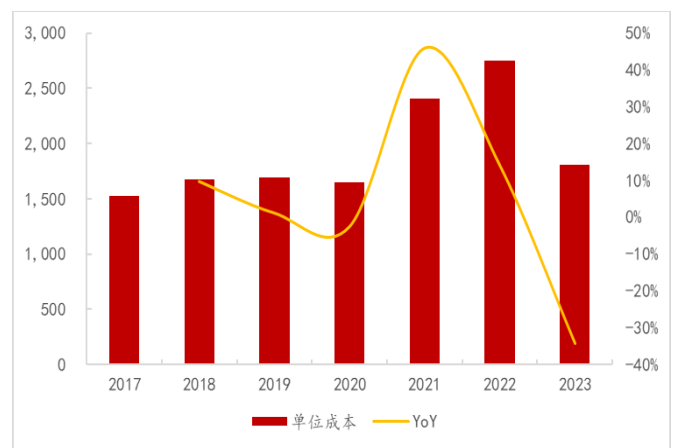
图 58：2017-24Q2 公司甲醇销量及同比变化（万吨）


数据来源：wind，西南证券整理

2017 年以来公司煤化工业务单位收入自 2018 年开始下滑至 2020 年有所回升，2023 年同比回落 16.5%，单位成本则相对稳定，2022 年达到峰值后 2023 年得益于降本增效举措的施行大幅回落 34.3%，甲醇业务盈利能力仍处于承压状态但有所好转。2023 年煤化工业务成本为 8.1 亿元，同比下滑 25.8%，增速转正为负，可见公司煤化工业务成本控制能力增强，成本端的下降主要源于原料煤价格的下滑，随着当前煤价企稳回落，叠加公司减亏举措的实施，甲醇业务盈利能力或将有所改善。

图 59：2017-23 年公司煤化工业务单位收入（元/吨）变化


数据来源：wind，西南证券整理

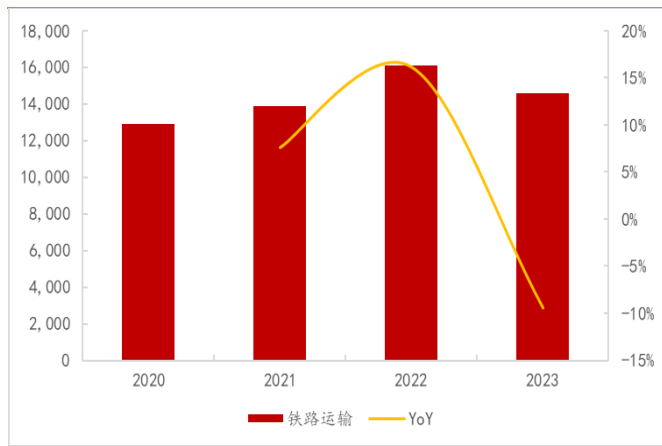
图 60：2017-23 年公司煤化工业务单位成本（元/吨）变化


数据来源：wind，西南证券整理

3.2.2 煤电化运协同一体，铁路业务降本增效

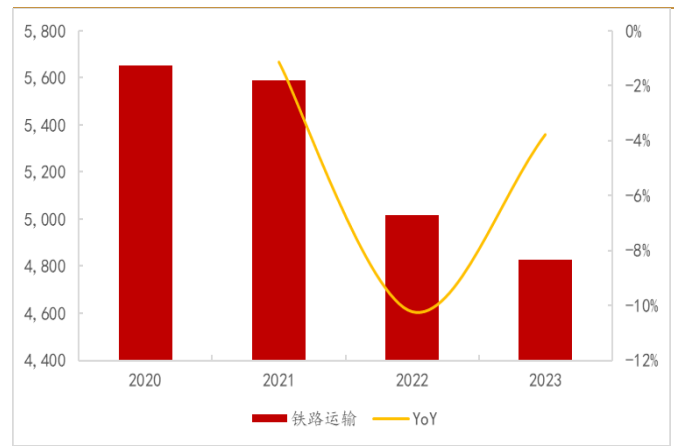
公司 2023 年铁路运输业务收入端及成本端均较上一年有所下滑。其中铁路运输业务营业收入为 1.5 亿元，同比下滑 9.4%；营业成本为 4827.3 万元，同比下滑 3.8%。铁路运输收入端主要是为煤电化运一体化蓄势，目前随着一体化系统逐步完善趋于稳定，成本端随着铁路的陆续投入使用开始逐年下降。公司铁路全长 22.1 公里，主要负责万利矿区的高家梁和王家塔煤矿的煤炭外运工作，年运输量约为 600 万吨，设计运输能力达到 1000 万吨，铁路运输业务的毛利率平均为 60%，显示出盈利能力相对稳定。同时红庆梁煤矿的铁路线建设也在稳步推进中，预计铁路线全长 8.8 公里，近期和远期的运输量预计分别为 400 万吨和 600 万吨/年，该专线项目已于 2023 年 7 月获得自治区发改委的批准，作为煤矿的配套工程，主要用于煤炭的运输工作，目前正积极准备开工前的手续。

图 61：2020-23 年公司铁路运输业务收入走势（万元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 62：2020-23 年公司铁路运输业务成本走势（万元）



数据来源：wind，西南证券整理

3.3 分红政策支持高股息优选，安全生产可控

3.3.1 分红政策鼓励，煤炭仍是高股息优选

2023 年以来，国家政策鼓励和支持上市公司分红。2023 年 12 月证监会发布《上市公司现金分红》，明确鼓励现金分红、引导合理分红；2024 年 1 月国资委提出将市值管理纳入央企负责人业绩考核，提倡加大现金分红力度回报投资者；2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。

表 4：2010 年以来鼓励和引导上市企业分红政策

时间	部门	政策	内容
2010.1	国务院	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	上市公司要诚实守信、规范运作，专注主业、稳健经营，不断提高经营水平和发展质量。上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员要各尽其责，公平对待所有股东。对损害上市公司利益的行为，上市公司要依法维权。鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。
2012.5	证监会	《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》	强调上市公司分红的制度化、公司章程化，进一步增强上市公司现金分红的透明度，便于投资者形成稳定的回报预期，公司应做好现金分红事项的信息披露，并在公司章程中载明公司的利润分配政策尤其是现金分红政策的具体内容，利润分配的形式，利润分配尤其是现金分红的期间间隔，现金分红的具体条件，发放股票股利的条件，各期现金分红最低金额或比例等。
2013.1	上交所	《上海证券交易所上市公司现金分红指引》	大部分上市公司并没有宣布股利政策，但从指引内容来看，未来存在上市公司确定股利政策的可能。现金分红比例低于30%的需要披露具体情况；上交所提出政策优惠鼓励上市公司分红，主要是在再融资、并购重组、治理评优等方面。公司可以选择以下4种股利政策之一，作为现金分红政策：固定金额政策、固定比率政策、超额股利政策以及剩余股利政策。
2013.11	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》	非硬性要求，突出现金分红要求，并具体规定现金分红比例。一是公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；二是公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；三是公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。
2015.8	财政部、银保监会、证监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	积极鼓励上市公司现金分红，降低上市公司现金分红成本，提高长期投资收益回报，上市公司应建立健全现金分红制度，保持现金分红政策的一致性、合理性和稳定性；鼓励上市公司结合本公司所处行业特点、发展阶段和盈利水平，增加现金分红在利润分配中的占比；完善鼓励长期持有上市公司股票的税收政策；加大对上市公司现金分红信息披露的监管力度，加强联合执法检查。
2021.12	国务院	《国务院办公厅关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	探索增加居民财产性收入，鼓励和引导上市公司现金分红，完善投资者权益保护制度。
2023.12	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	完善差异化分红政策。一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平，专注主业；二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏；三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。
2024.1	国资委	全面推开上市公司市值管理考核	国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024.4	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

数据来源：wind，西南证券整理

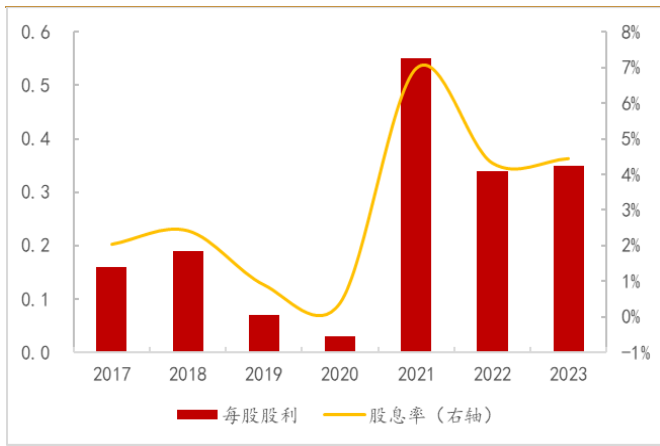
从煤炭公司 2023 年分红情况来看，分红比例排名前五的上市公司分别是盘江股份（82.1%）、中国神华（75.2%）、山西焦煤（67.1%）、平煤股份（60.6%）、陕西煤业（60%），整体分红比例在所有板块中相对较高，昊华能源 2023 年分红比例为 48.5%，分红比例处于煤炭上市公司正常水平；股息率排名前五的上市公司分别是冀中能源（9%）、平煤股份（8.8%）、潞安环能（8.8%）、兰花科创（8.4%）、山西焦煤（7.8%），股息率较高的煤炭上市公司以炼焦煤为主，但是焦煤在我国煤炭存储占比低于动力煤，相对较为稀缺，昊华能源 2023 年股息率为 3.8%，叠加红二煤矿开始贡献焦煤产量，股息率将进一步提升。

表 5：2023 年部分煤炭公司分红比例及股息率情况

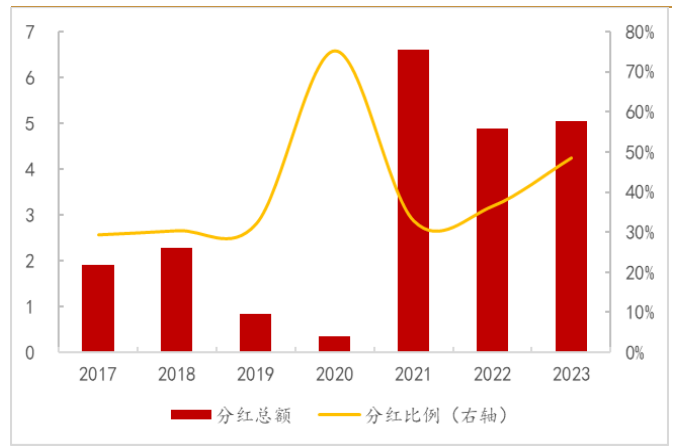
证券代码	证券简称	股价（元） 2024/08/30	市值（亿元） 2024/08/30	归母净利润（亿元） 2024/08/30	PE 2024/08/30	PB 2024/08/30	2023年 分红比例↓	2023年 股息率
600395.SH	盘江股份	5.29	113.56	0.37	75.46	1.05	82.1%	4.7%
601088.SH	中国神华	40.55	7,725.42	295.04	14.14	2.11	75.2%	5.1%
000983.SZ	山西焦煤	7.98	453.03	19.66	10.73	1.27	67.1%	7.8%
601666.SH	平煤股份	9.29	229.94	13.93	7.27	0.97	60.6%	8.8%
601225.SH	陕西煤业	24.66	2,390.79	105.56	11.83	2.69	60.0%	5.1%
601699.SH	潞安环能	14.30	427.77	22.27	8.82	0.93	60.0%	8.8%
600188.SH	兖矿能源	14.20	1,223.18	75.68	8.15	2.98	57.1%	6.6%
600575.SH	淮河能源	3.56	138.35	5.75	12.89	1.23	55.5%	3.1%
600123.SH	兰花科创	7.95	118.07	5.52	8.09	0.75	53.1%	8.4%
600348.SH	华阳股份	7.21	260.10	12.99	7.50	0.97	50.0%	7.2%
601101.SH	昊华能源	8.66	124.70	8.59	10.47	1.06	48.5%	3.8%
600985.SH	淮北矿业	14.46	389.45	29.35	6.99	0.96	43.3%	6.0%
000937.SZ	冀中能源	5.53	195.41	10.02	7.58	0.91	42.9%	9.0%
601001.SH	晋控煤业	14.34	240.01	14.36	7.16	1.39	40.1%	4.8%
601898.SH	中煤能源	13.27	1,563.61	97.88	10.06	1.21	37.7%	4.4%
000552.SZ	甘肃能化	2.53	135.40	8.97	9.99	0.82	30.8%	2.9%
600546.SH	山煤国际	11.56	229.17	12.91	7.26	1.52	30.3%	4.4%
601918.SH	新集能源	8.10	209.83	11.76	10.61	1.46	18.4%	1.5%

数据来源：wind，西南证券整理

昊华能源自 2010 年上市以来，共分红 14 次，上市以来累计实现净利润为 108.3 亿元，累计现金分红为 36.9 亿元，上市以来平均分红率为 34.1%；近三年平均归母净利润为 14.7 亿元，近三年平均现金分红金额为 5.5 亿元，近三年以来平均分红率为 37.4%，近 12 个月股息率在煤炭行业中排名 21 名，2023 年股息率在煤炭行业中排名 18 名，均处于上游水平。公司 2021 年每股股利和分红总额均大幅增长，从 2022 年开始保持稳定，2023 年公司每股股利 0.35 元，股息率 3.8%，分红总额 5.04 亿元，分红比例 48.5%，均较前一年同比有所增长。

图 63：2017-23 年公司每股股利（元）及股息率变化


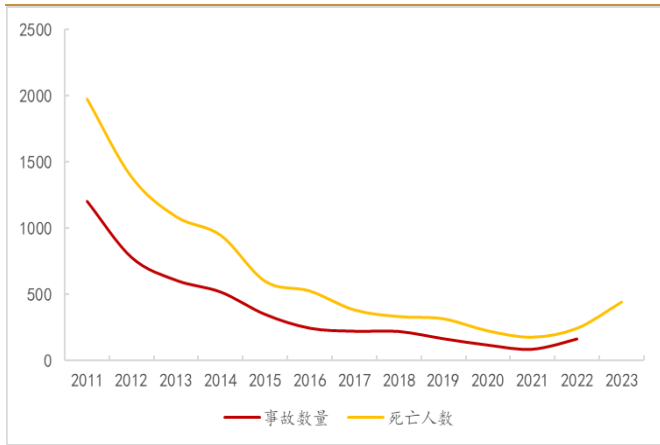
数据来源：wind，西南证券整理

图 64：2017-23 年公司分红总额（亿元）及分红比例变化


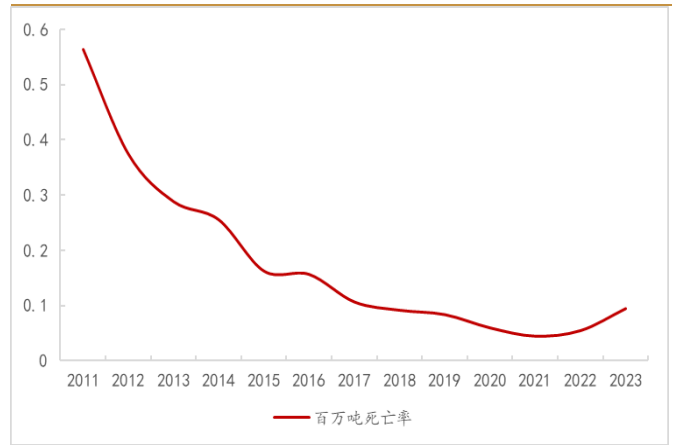
数据来源：wind，西南证券整理

3.3.2 煤矿安全问题恶化，平安京能理念护航

2023 年中国煤矿安全生产事故数量有所反弹。根据国家矿山安全监察局的数据，全年发生煤矿安全生产事故死亡人数为 443 人，百万吨死亡率为 0.094，同比上升了 23.7%。这一上升趋势与前几年相比有所变化，因为在 2018 年以来，中国的煤矿百万吨死亡率一直保持在 0.1 以下，但是 2023 年的事故数量和死亡人数的增加，煤矿安全生产方面还需进一步加强管理和预防措施。为提高煤矿安全生产水平，政府部门采取了一系列措施，包括加强监管监察、推动智能化信息化建设、淘汰退出不安全的煤矿、强化企业安全生产主体责任等，国家矿山安全监察局发布了《智能化矿山数据融合共享规范》，旨在提升矿山安全生产管理的智能化水平，通过技术手段增强安全监管能力。同时，也在积极推进矿山安全生产的法律法规建设，提高矿山安全生产的科技支撑能力，以及加强矿山安全生产的宣传教育和培训工作。

图 65：2011-23 年中国煤矿事故数量（起）及死亡人数（人）


数据来源: wind, 西南证券整理

图 66：2011-23 年中国煤矿事故百万吨死亡率


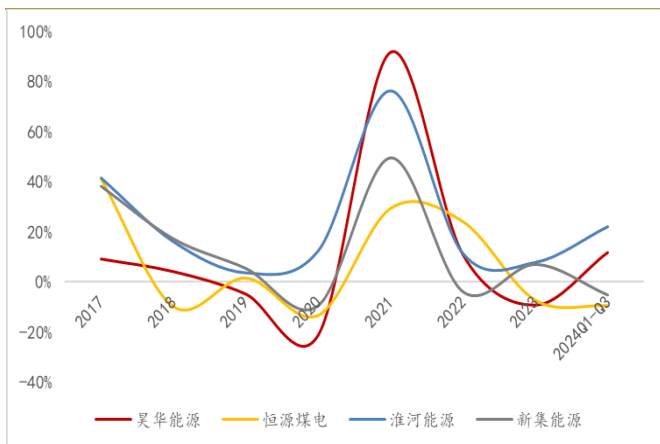
数据来源: wind, 西南证券整理

2024 年公司采取一系列涉及安全生产的活动, 为公司持续稳定生产保驾护航。通过贯彻实施安全理念, 坚持“生命至上、平安京能”的安全理念, 将安全生产作为企业发展的重要部分, 确保安全与发展工作的统筹兼顾。驻矿督查常态化, 严格执行驻矿督查制度, 对企业的安全生产制度、管理体系、风险管控等进行检查, 同时加强员工的安全教育培训。公司在安全生产方面取得了显著成效, 一季度多次检查均展现出高水平的安全生产环境, 也为公司的高质量发展创造了有利条件。

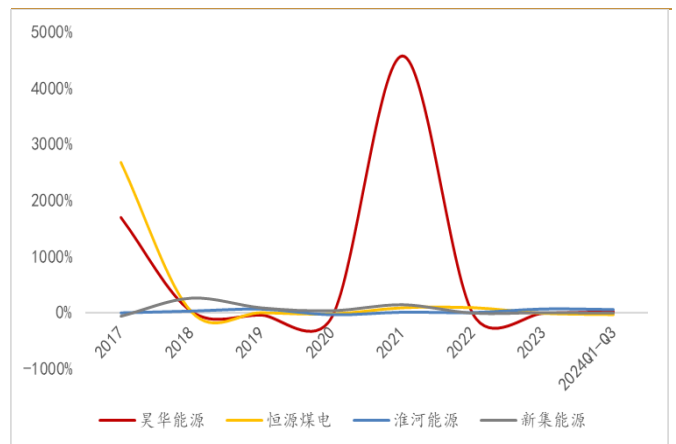
4 财务分析：营收状况好转，盈利能力增强

4.1 营收状况好转，研发投入增加

公司积极回馈股东, 2021 年后随着净利润显著提升, 公司分红大幅上升。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, 营业收入和归母净利润有所下降, 公司 2024Q1-Q3 营业收入同比增长 11.8%, 净利润同比增长 21.2%, 归母净利润同比增长 8.2%, 均实现正增长, 且在同类型动力煤公司中均排名靠前。

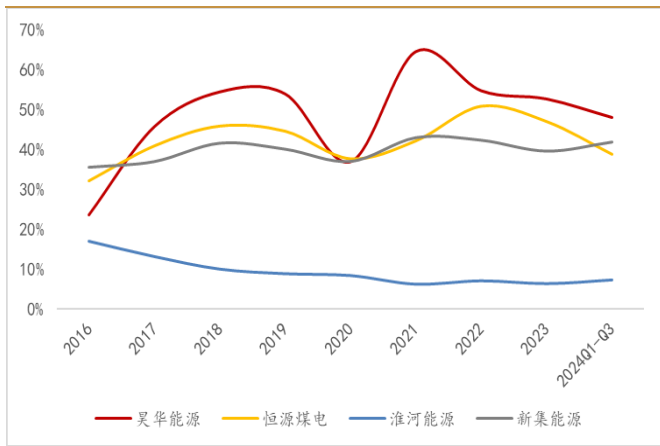
图 67：公司营业收入同比增速变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

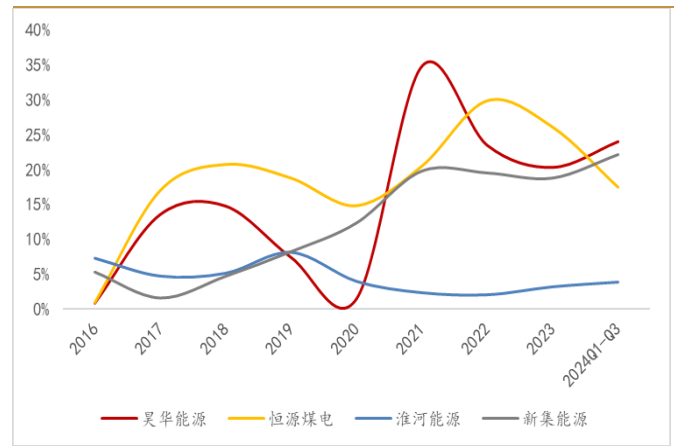
图 68：公司归母净利润同比增速变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

公司 2024Q1-Q3 毛利率 48%，净利率 24%，在同类型动力煤公司中均排名前列。由于炼焦煤毛利率约为 40% 左右高于动力煤毛利率约为 30% 左右，随着红一煤矿和红二煤矿逐步达产，炼焦煤产销量占比提升，将为公司贡献更多业绩弹性，此外公司市场煤销售占比较高，约为 40% 左右高于行业平均水平 20%，与其他长协煤销售占比较高的煤企相比，公司盈利弹性优势明显。

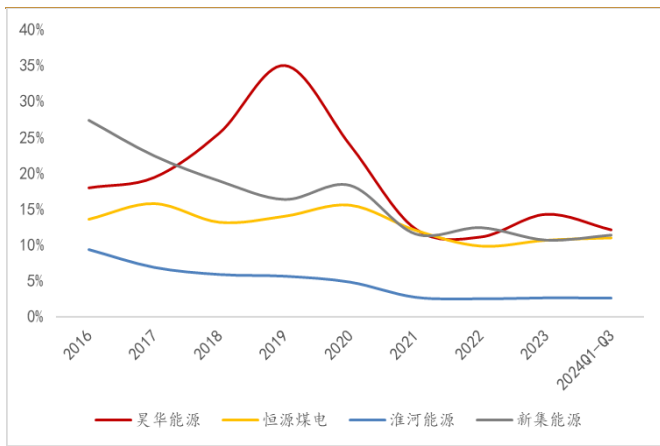
图 69：公司毛利率变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

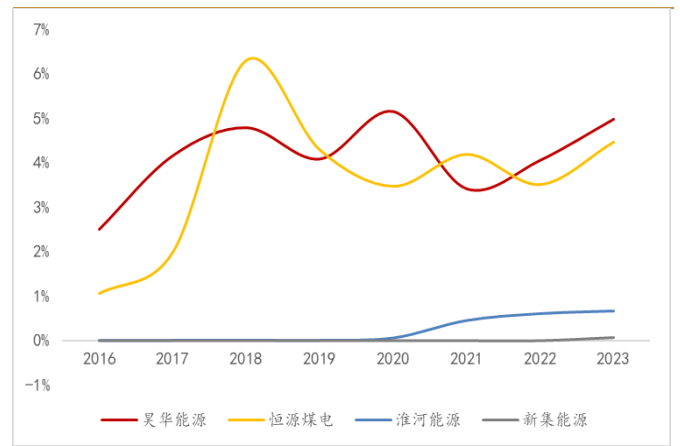
图 70：公司净利率变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

期间费用方面，2024Q1-Q3 公司期间费用率为 12.1%，同比下降 2.1pp。其中销售费用率 1.7%，财务费用率 3%，管理费用率 7.4%，另外研发费用率 0.1%。公司期间费用的下滑主要来自于财务费用和管理费用方面的下滑，降本效果明显，另外公司在研发方面投入增加，推动科技创新，坚持创新驱动发展。

图 71：公司期间费用率变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

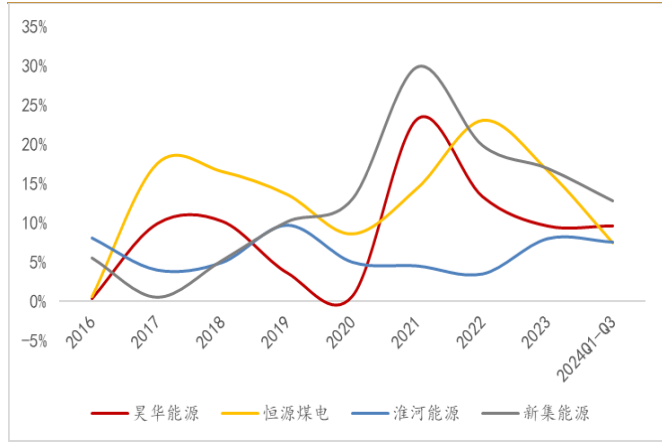
图 72：公司研发费用率变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

4.2 盈利能力提升，偿债能力稳定

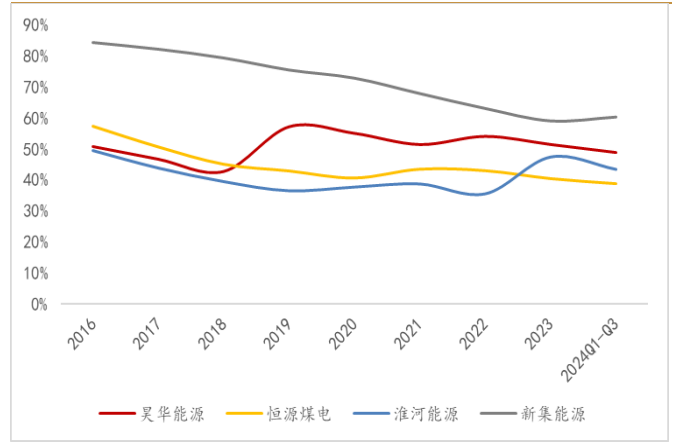
企业财务状况方面，根据杜邦分析法，2024Q1-Q3 公司净资产收益率为 9.5%，同比提升 0.3pp。其中销售利润率 24%，同比下降 0.8pp；总资产周转率 0.2%，同比上涨 0.03pp；权益乘数 2.56，同比下降 7.7pp，公司整体业绩持续修复，内生动能不断集聚，回报能力稳步提升。

图 73：公司净资产收益率（ROE）变化与可比公司对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

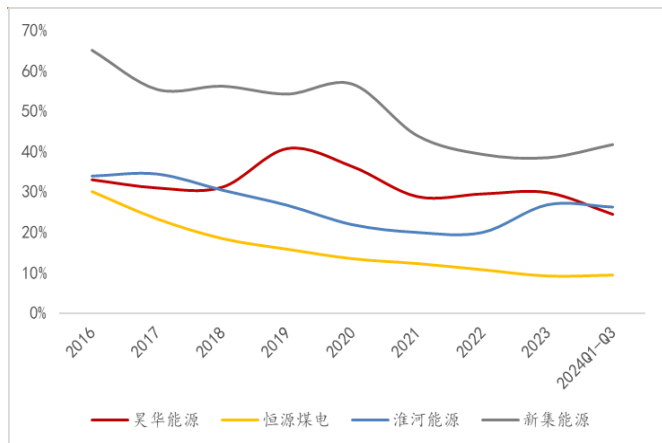
图 74：公司资产负债率变化与可比公司对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

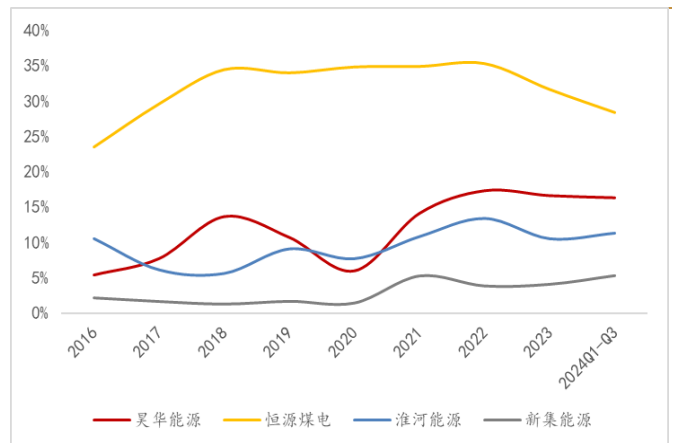
企业偿债能力方面，资产负债率同比小幅回落，稳中有降，资本结构持续优化，经营现金流与偿债能力保持稳定，财务稳定性不断增强。2024Q1-Q3 公司资产负债率 30%，同比下滑 7.4pp；有息负债率 24.3%，同比下滑 3.5pp；现金及现金等价物占比 16.3%，同比下滑 1.2pp；流动比率 2.1%，同比上涨 0.3pp；速动比率 2%，同比上涨 0.3pp。

图 75：公司有息负债率变化与可比公司对比情况

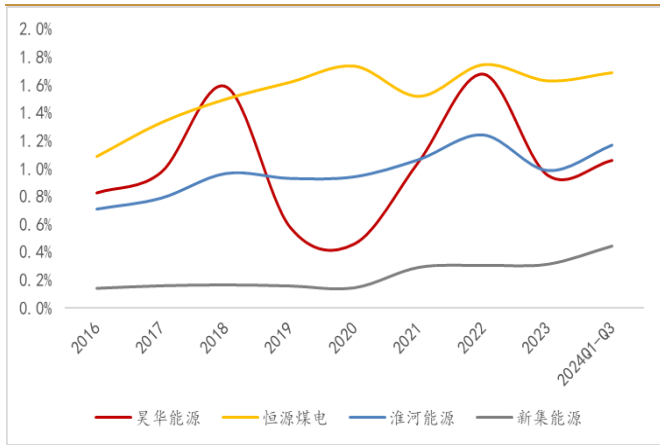


数据来源：wind，西南证券整理

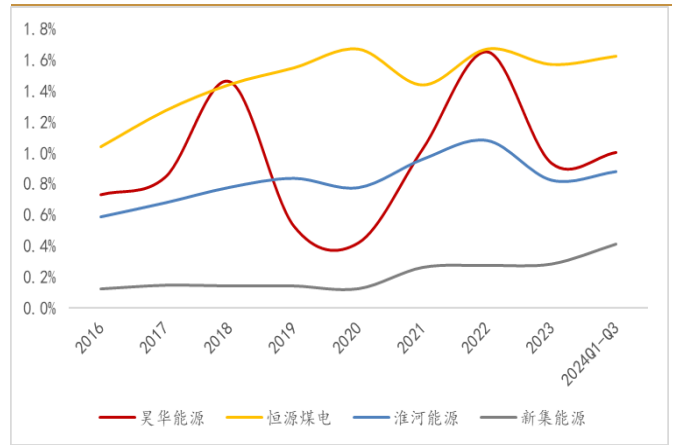
图 76：公司现金及现金等价物占比变化与可比公司对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 77：公司流动比率变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 78：公司速动比率变化与可比公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 煤炭业务方面，受益于红二煤矿的部分投产和现有煤矿的扩能扩产，煤炭业务整体将保持上涨趋势，同时公司也在积极寻找新的煤矿资源以便于完成既定的生产目标，同时公司在控制成本方面得以改善，成本端将有所下降，二者综合，预计 2024-2026 年煤炭业务销量同比增长 12%、5%、3%，吨价以 -1%、5%、2% 增速，价格中枢在 450-470 元/吨区间保持稳定；受益于产能端的扩张和成本端的控制，公司 2024-2026 年煤炭业务毛利率分别为 58.7%、61.5%、63%。

2) 煤化工业务方面，随着亏损控制方面好转，叠加 2024 年煤价小幅下滑，煤化工成本端有所好转，价格维持稳定利润有所增长，公司煤化工业务经验逐渐积累，同时成本端得以更好的控制，虽然甲醇需求依旧疲软，但是公司煤化工业务减亏效果将逐年好转，预计 2024-2026 年甲醇业务销量同比变化 -2%、-2%、1%，吨价分别变化 -5%、-2%、-1%，成本分别变化 -12%、-7%、-2%，成本下降速度高于吨价下降速度，带动毛利率呈现 -14.8%、-11.3%、-9% 的增速逐年好转。

3) 铁路运输业务方面，公司铁路运输仍处于自产自用模式，盈利模式较为稳定，相较于煤炭业务和煤化工业务变化不大，预计 2024-2026 年毛利率稳定在 62.4%、63.1%、63.8%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
煤炭业务	收入 (百万元)	7652.16	8489.69	9359.88	9833.49
	yoy	-10.7%	10.9%	10.3%	5.1%
	销量 (万吨)	1705.18	1910.72	2006.26	2066.44
	yoy	14.5%	12.1%	5.0%	3.0%
	吨价 (元/吨)	448.76	444.32	466.53	475.87
	yoy	14.5%	-1.0%	5.0%	2.0%
	成本 (百万元)	3191.54	3503.03	3604.62	3638.51
毛利率	58.3%	58.7%	61.5%	63.0%	
煤化工业务	收入 (百万元)	589.23	548.57	526.85	526.80
	yoy	-31.8%	-6.9%	-4.0%	0.0%
	销量 (万吨)	32.08	31.44	30.81	31.12
	yoy	-25.8%	-2.0%	-2.0%	1.0%
	吨价 (元/吨)	1837.00	1744.91	1710.02	1692.92
	yoy	-8.1%	-5.0%	-2.0%	-1.0%
	成本 (百万元)	713.84	629.61	586.16	574.26
毛利率	-21.1%	-14.8%	-11.3%	-9.0%	
铁路运输业务	收入 (百万元)	145.95	150.33	154.84	159.48
	yoy	-9.4%	-0.6%	-2.1%	-1.3%
	成本 (百万元)	56.00	56.56	57.13	57.70
毛利率	61.6%	62.4%	63.1%	63.8%	
合计	收入 (百万元)	8437.03	9188.59	10041.57	10519.78
	增速	-9.1%	8.9%	9.3%	4.8%
	毛利率	53.0%	54.4%	57.7%	59.4%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 91.9 亿元 (+8.9%)、100.4 亿元 (+9.3%) 和 105.2 亿元 (+4.8%)，归母净利润分别为 12.2 亿元 (+17.2%)、14.9 亿元 (+22.4%)、15.3 亿元 (+2.6%)，EPS 分别为 0.85 元、1.04 元、1.06 元，对应动态 PE 分别为 10 倍、8 倍、8 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 2.18%；
- 2) 有效税率继续保持 25%；
- 3) 市场组合报酬率 R_m ：选取近十年沪深 300 复合增长率 4.94%；
- 4) β 系数：参考公司目前的 β ，设为 1.14；
- 5) 考虑到煤炭价格回暖且公司产能扩张，假设公司预测期增长率为 4.6%；
- 6) 参考无风险利率及其他成熟产业的增速，假设永续期增长率为 2%。

表 7：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
预测期增长率	4.60%
永续期增长率	2.00%
无风险利率Rf	2.18%
市场组合报酬率Rm	4.94%
有效税率Tx	25.00%
β系数	1.14
债务资本成本Kd	4.00%
债务资本比重Wd	32.29%
股权资本成本Ke	4.86%
WACC	4.41%

数据来源：西南证券

表 8：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	182.41
净债务价值 (亿元)	-7.82
股权价值 (亿元)	174.59
每股价值 (元)	12.12

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 12.12 元。考虑旺季将至煤炭板块市场情绪较为活跃，采用相对估值法更适合当下的市场投资环境，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

综合考虑业务范围，昊华能源以动力煤为主要盈利来源，选取了同样以动力煤业务为主的 3 家煤炭上市公司恒源煤电、淮河能源和新集能源作为估值参考，昊华能源市值与三家可比公司类似，成长空间相近。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600971.SH	恒源煤电	111.36	9.28	1.70	1.13	1.23	1.34	6.57	8.51	7.78	7.14
600575.SH	淮河能源	140.29	3.61	0.22	0.27	0.29	0.34	11.15	13.53	12.61	10.75
601918.SH	新集能源	196.10	7.57	0.81	0.88	0.95	1.10	6.47	8.91	8.23	7.10
平均值								8.06	10.32	9.54	8.33
601101.SH	昊华能源	119.38	8.29	0.72	0.85	1.04	1.06	8.75	9.80	8.01	7.80

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2025 年估值为 8 倍，行业平均值为 10 倍，略低于行业平均估值水平。考虑旺季将至煤炭板块市场情绪较为活跃，采用相对估值法更适合当下的市场投资环境，伴随煤价的企稳走高以及公司新煤矿产能扩张，叠加煤化工业务盈利状况改善，降本增效政策有序推进，公司业绩将呈现稳步增长趋势，看好利润端进一步释放弹性，给予 2025 年 10 倍估值，对应目标价 10.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

煤炭价格超预期下行风险：公司生产经营所用原材料价格波动对公司生产成本影响较大。如果煤炭价格大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。

下属煤矿扩能扩产及达产进度或不及预期的风险：公司在建工程及产能扩张举措可能因为手续、政策、安全检查等方面因素制约，存在进度不及预期风险。

煤化工业务减亏增效进度或不及预期的风险：公司煤化工业务仍处于亏损状态，虽然进行减亏增效举措，仍存在减亏增效进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8437.03	9188.59	10041.57	10519.77	净利润	1711.34	2139.40	2844.69	3096.54
营业成本	3994.81	4189.20	4247.91	4270.47	折旧与摊销	804.60	2286.67	2286.67	2286.67
营业税金及附加	768.83	821.69	897.41	943.42	财务费用	356.66	520.12	181.73	191.26
销售费用	149.71	149.85	166.75	175.64	资产减值损失	-280.76	-200.00	-150.00	-120.00
管理费用	696.98	654.19	734.60	779.28	经营营运资本变动	-45.32	-350.57	-10.80	-29.74
财务费用	356.66	520.51	520.71	511.18	其他	1108.61	213.81	149.42	118.06
资产减值损失	-280.76	-200.00	-150.00	-120.00	经营活动现金流净额	3655.13	4609.43	5301.70	5542.79
投资收益	0.11	1.00	1.00	1.00	资本支出	1854.46	1438.00	665.88	561.41
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4126.20	-149.00	9.10	11.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2271.74	1289.00	674.98	572.99
营业利润	2262.65	3054.15	3625.19	3960.78	短期借款	778.85	31.15	0.00	0.00
其他非经营损益	-82.80	-77.46	-76.66	-77.95	长期借款	-2338.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	2179.85	2976.69	3548.53	3882.83	股权融资	0.48	0.00	0.00	0.00
所得税	468.51	637.60	769.33	837.22	支付股利	-489.60	-381.99	-442.15	-525.80
净利润	1711.34	2339.09	2779.20	3045.61	其他	480.69	-1565.43	223.93	-453.26
少数股东损益	671.36	920.62	1138.41	1316.07	筹资活动现金流净额	-1568.18	-1916.27	-218.22	-979.06
归属母公司股东净利润	1039.97	1218.47	1490.79	1529.54	现金流量净额	-184.71	3982.16	5758.46	5136.72
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5210.94	9193.11	14951.57	20088.29	成长能力				
应收和预付款项	784.55	821.58	888.12	938.99	销售收入增长率	-9.15%	8.91%	9.28%	4.76%
存货	109.84	112.48	110.70	113.66	营业利润增长率	-21.50%	34.98%	18.70%	9.26%
其他流动资产	47.26	35.08	37.37	42.26	净利润增长率	-21.36%	36.68%	18.82%	9.59%
长期股权投资	1315.90	1315.90	1315.90	1315.90	EBITDA 增长率	-8.89%	71.19%	9.75%	5.07%
固定资产和在建工程	12535.36	9667.83	7579.87	5560.74	获利能力				
无形资产和开发支出	8852.37	8018.62	7177.42	6371.86	毛利率	52.65%	54.41%	57.70%	59.41%
其他非流动资产	1061.11	1187.71	1156.21	1122.23	三费率	14.26%	14.42%	14.16%	13.94%
资产总计	29917.33	30352.31	33217.16	35553.94	净利率	20.28%	25.46%	27.68%	28.95%
短期借款	778.85	810.00	810.00	810.00	ROE	11.76%	14.47%	15.11%	14.69%
应付和预收款项	1798.50	1893.95	1938.44	1964.52	ROA	5.72%	7.71%	8.37%	8.57%
长期借款	5392.22	5392.22	5392.22	5392.22	ROIC	13.09%	18.61%	26.41%	36.74%
其他负债	7395.65	6092.20	6679.93	6652.78	EBITDA/销售收入	40.58%	63.79%	64.06%	64.25%
负债合计	15365.21	14188.37	14820.60	14819.53	营运能力				
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00	总资产周转率	0.28	0.30	0.31	0.31
资本公积	3083.11	3083.11	3083.11	3083.11	固定资产周转率	0.95	0.96	1.23	1.55
留存收益	6075.86	6912.34	7960.98	8964.71	应收账款周转率	133.10	178.15	167.64	167.67
归属母公司股东权益	11163.51	11854.71	12948.93	13970.70	存货周转率	32.90	34.12	32.70	33.07
少数股东权益	3388.61	4309.23	5447.64	6763.71	资本结构				
股东权益合计	14552.12	16163.94	18396.56	20734.41	资产负债率	51.36%	46.75%	44.62%	41.68%
负债和股东权益合计	29917.33	30352.31	33217.16	35553.94	带息债务/总负债	40.16%	43.71%	41.85%	41.85%
					流动比率	0.95	1.93	2.76	3.79
					速动比率	0.93	1.90	2.74	3.77
					股利支付率	47.08%	31.35%	29.66%	34.38%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	3423.91	5861.33	6432.57	6758.63	每股收益	0.72	0.85	1.04	1.06
PE	11.48	9.80	8.01	7.80	每股净资产	7.75	8.23	8.99	9.70
PB	1.07	1.01	0.92	0.85	每股经营现金	2.54	3.20	3.68	3.85
PS	1.41	1.30	1.19	1.13	每股股利	0.34	0.27	0.31	0.37
EV/EBITDA	4.32	1.67	0.70	-0.13					
股息率	4.10%	3.20%	3.70%	4.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
