

昊华能源 (601101) / 煤炭开采

证券研究报告/公司深度报告

2021年07月30日

**评级：买入(首次)**

分析师：陈晨

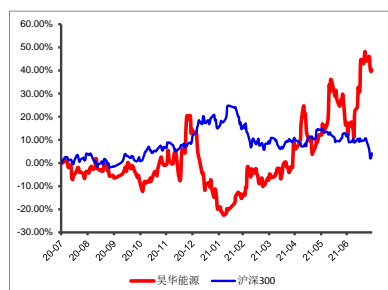
执业证书编号：S0740518070011

电话：

Email: chenchen@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,200.0
流通股本(百万股)	1,200.0
市价(元)	5.85
市值(百万元)	7,020.0
流通市值(百万元)	7,020.0

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,533	4,362	6,910	7,431	8,610
增长率 yoy%	-4.78%	-21.15%	58.40%	7.54%	15.87%
净利润(百万元)	262	48	1,450	1,700	2,069
增长率 yoy%	-65.11%	-81.73%	2927.38%	17.27%	21.67%
每股收益(元)	0.22	0.04	1.21	1.42	1.72
每股现金流量	1.59	1.47	1.34	2.51	2.19
净资产收益率	3.86%	0.63%	18.71%	20.80%	23.80%
P/E	26.78	146.57	4.84	4.13	3.39
PEG	0.37	0.60	0.17	0.06	0.01
P/B	1.03	0.92	0.91	0.86	0.81

备注：股价日期为7月29日收盘价

**报告摘要**

- 公司概况：京能集团煤炭业务的上市平台，集煤炭、化工、运输产业链于一体。**昊华能源是北京能源集团旗下煤炭产业运行主体，2010年在上交所实现上市，实际控制人是北京市委国资委，京能集团目前持股63.31%（2021年Q1）。昊华能源是集煤炭、化工、运输为一体综合性能源公司，2020年昊华能源煤炭、化工、铁路收入占比分别为82%、14%、3%，毛利占比分别为101%、-7%、4%。
- 煤矿开采条件优异，在产产能1350万吨/年，新建产能480万吨/年。**近年来公司实现了地区的战略转移，“十三五”期间公司京西520万吨/年产能实现全部退出，目前在产煤矿为内蒙古地区的高家梁煤矿（热值约5000大卡）和红庆梁煤矿（热值大于5000大卡），煤种优质、储量丰富，核定年产能1350万吨/年，权益产能960万吨/年。公司目前在推进建设宁夏的红墩子煤矿项目，红一煤矿（240万吨/年）和红二煤矿（240万吨/年）分别预计2022年和2023年试生产，按照公司战略规划，2025年末总产能力争达到3000万吨，煤矿生产规模将实现进一步扩张。
- 煤炭业务市场化定价为主，盈利弹性非常显著。**随着京西矿区退出，公司逐渐以生产动力煤为主，得益于煤炭销售定价模式偏市场化，2021上半年商品煤综合售价404元/吨，同比大幅上涨38%（+110元/吨），实现吨煤毛利259元/吨（毛利率为64%），实现权益净利润5.8-6.5亿元，同比大幅增加516%到590%。其中，第二季度预计权益净利润为4.1-4.8亿元，环比增加2.4-3.1亿元，折算吨煤税后净利润约159-186元/吨。
- 煤化工及铁路业务：与煤炭主业协同发展。**煤化工主要是甲醇在产产能40万吨/年，甲醇原料煤内外购皆有，从近三年数据来看，甲醇收入规模占公司14%-16%。2020年度和2021年一季度煤化工业务亏损，随着甲醇价格的上涨，2021年二季度煤化工业务扭亏为盈。铁路方面主要是东铜铁路项目（22.14公里），助力高家梁煤炭外销，2020年煤炭发运量657万吨，同比增长21%。从近三年的数据来看，铁路运输收入规模占公司2%-3%，毛利占比3%-4%，毛利率在49%到59%之间。
- 盈利预测与估值：我们预测公司2021-2023年归属于母公司的净利润分别为14.5/17.0/20.7亿元，同比增长2927%、17%、22%，折合EPS分别是1.21/1.42/1.72元/股，当前股价（5.85元/股）对应PE分别为4.8/4.1/3.4倍，过去若干年公司成功实现了主产地的战略转移，实现了凤凰涅槃般的重生，目前具备两大核心看点，一是煤炭销售采取市场化定价机制业绩弹性大，二是新建产能增长幅度36%在行业内稀缺，首次覆盖，给予公司“买入”评级。**
- 风险提示：（1）煤价超预期下跌风险；（2）行政性干预手段不确定性；（3）可再生能源持续替代风险；（4）安全生产风险；（5）研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；（6）矿井涉及诉讼风险。**

## 投资主题

### 报告亮点

市场上对昊华能源的深度覆盖较为欠缺，我们此次深度覆盖弥补了这一不足。报告对公司三大业务板块进行了详细的分析梳理，尤其是核心业务煤炭开采，过去若干年公司成功实现了主产地的战略转移，实现了凤凰涅槃般的重生，当前公司具备两大核心看点，一是煤炭销售采取市场化定价机制业绩弹性大，二是新建产能增长幅度 36% 在行业内稀缺。2021 上半年，公司实现权益净利润 5.8-6.5 亿元，同比大幅增加 516% 到 590%，业绩弹性在行业内实属罕见。我们对公司持有的非洲煤业股权及账上价值进行了梳理，认为这块资产对公司影响较小，另外我们也对矿井涉及的诉讼问题也进行了风险提示。

### 投资逻辑

公司概况：京能集团煤炭业务的上市平台，集煤炭、化工、运输产业链于一体。

煤矿开采条件优异，在产产能 1350 万吨/年，新建产能 480 万吨/年。

煤炭业务市场化定价为主，盈利弹性非常显著。

煤化工及铁路业务：与煤炭主业协同发展。

### 关键假设、估值与盈利预测

本篇报告的关键假设中煤炭量、价、成本等见后文，我们预测公司 2021-2023 年归属于母公司的净利润分别为 14.5/17.0/20.7 亿元，同比增长 2927%、17%、22%，折合 EPS 分别是 1.21/1.42/1.72 元/股，当前股价（5.85 元/股）对应 PE 分别为 4.8/4.1/3.4 倍，过去若干年公司成功实现了主产地的战略转移，实现了凤凰涅槃般的重生，目前具备两大核心看点，一是煤炭销售采取市场化定价机制业绩弹性大，二是新建产能增长幅度 36% 在行业内稀缺，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 内容目录

公司：煤炭、化工、运输产业链一体化 .....	- 5 -
煤炭业务：产能增长有空间，业绩弹性大.....	- 7 -
京西矿区已全部关闭，京外产能增长空间大 .....	- 7 -
市场化定价机制，公司业绩弹性大.....	- 11 -
煤化工及铁路业务：与煤炭主业协同发展.....	- 14 -
盈利预测与估值.....	- 16 -
风险提示.....	- 18 -

## 图表目录

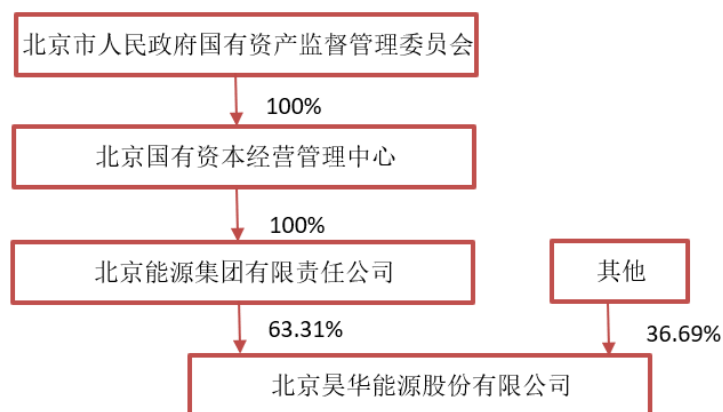
图表 1：京能集团持股比例为 63.31%（2021 年 3 月末） .....	- 5 -
图表 2：京能集团近五年营业收入占比.....	- 6 -
图表 3：京能集团近五年各板块业务毛利占比.....	- 6 -
图表 4：京能集团近五年各板块毛利率.....	- 6 -
图表 5：昊华能源煤-化-运产业链在产产能情况 .....	- 7 -
图表 6：昊华能源 2016 年以来收入占比结构.....	- 7 -
图表 7：昊华能源 2016 年以来毛利占比结构.....	- 7 -
图表 8：昊华能源主要矿井生产能力情况 .....	- 8 -
图表 9：2018 年以来昊华能源主要矿井经营情况.....	- 8 -
图表 10：2015 年收购京东方能源股权多付款项追偿进展.....	- 10 -
图表 11：2013 年以来昊华能源对非洲煤业持股比例及账面价值情况.....	- 10 -
图表 12：非洲煤业近年来原煤产量情况.....	- 11 -
图表 13：非洲煤业近年来业绩亏损情况.....	- 11 -
图表 14：2014 年以来公司煤炭产销量（万吨 %） .....	- 11 -
图表 15：近 4 年以来公司主要煤种生产占比情况（万吨 %） .....	- 11 -
图表 16：近 4 年以来公司主要煤种销售占比情况（万吨 %） .....	- 12 -
图表 17：2020 年公司煤炭产品收入占比情况.....	- 12 -
图表 18：2020 年公司煤炭产品销售成本占比情况.....	- 12 -
图表 19：2020 年公司煤炭产品毛利占比情况.....	- 12 -
图表 20：昊华能源吨煤均价历年走势.....	- 13 -
图表 21：公司煤炭单位生产成本历年走势.....	- 13 -
图表 22：公司煤炭单位毛利及毛利率历年走势.....	- 13 -
图表 23：2012 年以来公司收入情况 .....	- 14 -
图表 24：2016 年以来公司归母净利润情况 .....	- 14 -

图表 25: 2016 年以来公司甲醇产销量.....	- 14 -
图表 26: 2016 年以来甲醇单位价格.....	- 14 -
图表 27: 2016 年以来公司甲醇单位成本.....	- 15 -
图表 28: 2016 年以来公司甲醇单位毛利.....	- 15 -
图表 29: 2017 年以来公司甲醇成本情况 (元/吨) .....	- 15 -
图表 30: 2020 年甲醇成本构成.....	- 15 -
图表 31: 2016 年以来公司铁路运输经营情况.....	- 16 -
图表 32: 2016 年以来公司铁路运输盈利情况.....	- 16 -
图表 33: 昊华能源主要产品产销量及价格成本预测.....	- 17 -
图表 34: 动力煤上市公司的估值比较.....	- 18 -
图表 35: 三张报表摘要.....	- 19 -

## 公司：煤炭、化工、运输产业链一体化

- 京能集团 2020 年增持方案后持股 63.31%。**昊华能源（601101.SH）是北京能源集团煤炭产业的上市平台，成立于 2002 年，2010 年在上交所实现上市，是北京市唯一一家国有煤炭生产供应企业。京能集团是集电力、煤炭、新能源等产业为一体的特大型能源集团，担负着确保首都能源供应安全的重任。2020 年，公司控股股东京能集团通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计增持公司股份 12,113,242 股，占公司总股本的 1.01%，累计增持金额 5,218.44 万元。截至 2021 年 3 月末，京能集团共持有公司 759,677,953 股 A 股股份，占公司总股本的 63.31%。公司的实际控制人是北京市国资委。

**图表 1：京能集团持股比例为 63.31%（2021 年 3 月末）**



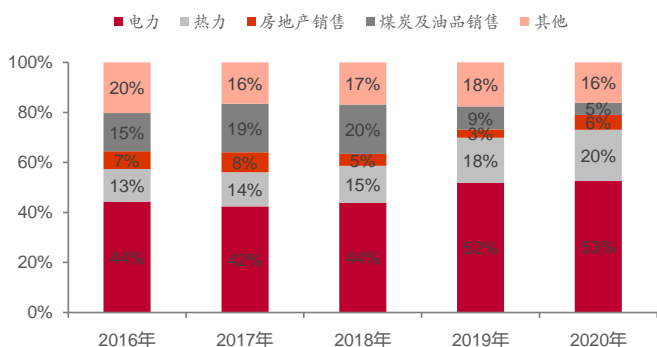
来源：wind，中泰证券研究所

- 集团旗下具有 4 大主营业务：**京能集团主营业务主要分为电力/热力/房地产销售/煤炭及油品销售/其他五大板块，旗下具有京能电力、京能清洁、京能置业及昊华能源等核心公司。
  - 电力板块，**集团电力板块主要由京能电力和京能清洁负责运营，目前仍以火电为主，截至 2020 年底，公司控股装机容量 2900 万千瓦，上网电量 1007 亿千瓦时，2020 年供电标准煤耗为 295 克/千瓦时。截至 2020 年底，共 11 项电力在建项目，合计装机容量 516.50 万千瓦，预计总投资 238.49 亿元。（集团债券评级书）
  - 热力板块，**集团热力板块的经营主体为热力集团，2020 年底，负责北京市 8 座大型热电厂、7 座尖峰燃气供热厂，自主管理面积 4.89 亿平方米，占北京市总供热面积比例的 38%（同比增长 2 个百分点），管道长度 2853 公里，同比增长 4.5%，热力供应站 6202 座，同比增长 5.6%。（集团债券评级书）
  - 煤炭板块，**主要由昊华能源上市公司负责运营。（集团债券评级书）
  - 房地产销售板块，**集团房地产销售板块主要由京能置业负责运营，主要包括房地产开发、园区建设、物业经营等子领域，2020 年销售面积 20.21

万平方米，截至 2020 年底，持有土地面积合计 52.59 万平方米，可供出售面积 16.51 万平方米。（集团债券评级书）

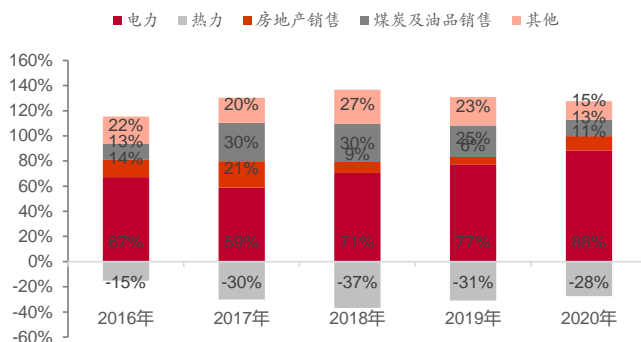
- **其他板块**，包括节能环保、贸易、旅游服务、立体智能车库等业务。（集团债券评级书）
- **2020 年集团煤炭板块营收占比为 5%，毛利占比为 13%**。2020 年集团各板块业务总收入 670.5 亿元，其中电力/热力/房地产销售/煤炭及油品销售/其他板块的收入分别为 353 亿元/137 亿元/40 亿元/32 亿元/108 亿元，占比分别为 53%/20%/6%/5%/16%。2020 年集团各板块业务总毛利 100.8 亿元，其中电力/热力/房地产销售/煤炭及油品销售/其他板块的毛利分别为 89.0 亿元/-27.7 亿元/11.4 亿元/13.4 亿元/14.7 亿元，占比分别为 88%/-28%/11%/13%/15%。

图表 2：京能集团近五年营业收入占比



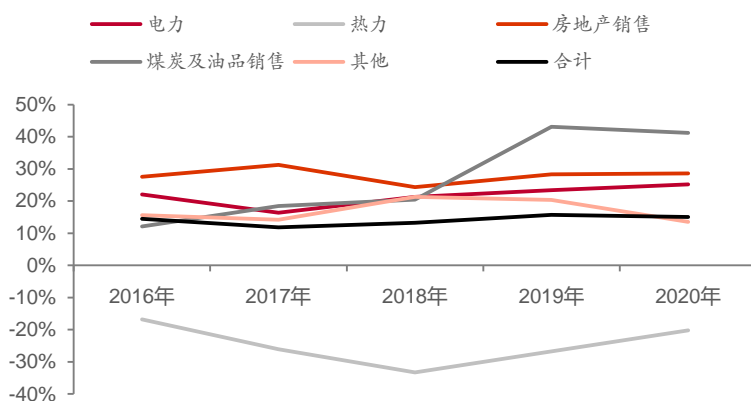
来源：北京能源集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年度跟踪评级报告、北京能源集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告及跟踪评级安排、中泰证券研究所

图表 3：京能集团近五年各板块业务毛利占比



来源：北京能源集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年度跟踪评级报告、北京能源集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告及跟踪评级安排、中泰证券研究所

图表 4：京能集团近五年各板块毛利率



来源：北京能源集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年度跟踪评级报告、北京能源集团有限责任公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告及跟踪评级安排、中泰证券研究所

- **昊华能源：集煤炭、化工、运输产业链于一体的综合型能源公司。**根据



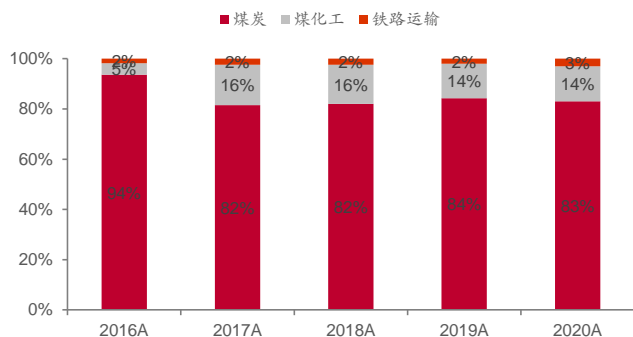
上市公司披露，截至 2020 年末，公司在产煤矿 2 座，合计产能 1350 万吨，权益产能为 960 万吨，甲醇产能 40 万吨，权益产能为 39 万吨，铁路线路为 22.14 公里，权益为 13 公里。

**图表 5: 昊华能源煤-化-运产业链在产产能情况**

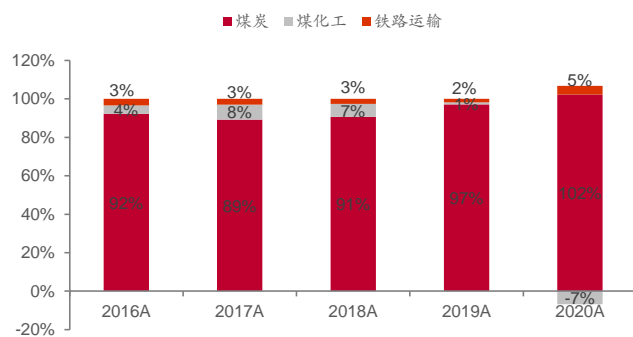
公司名称	项目	产能	持股比例	权益产能
鄂尔多斯市昊华精煤有限责任公司	高家梁煤矿 (万吨)	750	80%	600
杭锦旗西部能源开发有限公司	红庆梁煤矿 (万吨)	600	60%	360
鄂尔多斯市昊华国泰化工有限公司	甲醇 (万吨)	40	97%	39
鄂尔多斯市东铜铁路物流有限公司	铁路 (公里)	22.14	59%	13

来源：上市公司债券评级书、中泰证券研究所

- **昊华能源收入及利润主要来源于煤炭业务。**昊华能源 2020 年公司实现营业收入 43.6 亿元，同比下降 21%，营业成本 27.5 亿元，同比上升 8%，毛利总额 16.1 亿元，毛利率为 37%。其中，煤炭业务营业收入为 36.0 亿元，占比 82%，毛利 16.3 亿元，占比 101%；化工业务营业收入为 6.0 亿元，占比 14%，毛利-1.1 亿元，占比为-7%；铁路业务营业收入为 1.3 亿元，占比 3%，毛利 0.7 亿元，占比为 4%。

**图表 6: 昊华能源 2016 年以来收入占比结构**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 7: 昊华能源 2016 年以来毛利占比结构**


来源：wind、中泰证券研究所

## 煤炭业务：产能增长有空间，业绩弹性大

京西矿区已全部关闭，京外产能增长空间大

- **京能集团煤炭业务主要由昊华能源负责运营。**十三五以来，昊华能源有序推进京西煤矿平稳退出，陆续关停了长沟峪（110 万吨/年）、木城涧（150 万吨/年）、大安山（160 万吨/年）、大台煤矿（100 万吨/年）等四个煤矿，合计产能 520 万吨/年，北京地区的煤炭生产已经于 2020 年前全部关停。与此同时，昊华能源加快向内蒙古、宁夏等资源富集地区

布局煤炭产业，在内蒙古鄂尔多斯市先后建成年产 750 万吨煤炭的高家梁煤矿、年产 600 万吨煤炭的红庆梁煤矿，2019 年成功并购产能 660 万吨/年的宁夏红墩子煤业有限公司，煤炭产业全面实现了由京内转向京外。立足国内的同时，昊华能源也积极拓展海外项目，2012 年公司通过认购增发股份方式成为 MCM 公司(原非洲煤业公司)大股东。

- **截至 2020 年底，昊华能源煤矿合计产能 1830 万吨/年，权益产能 1248 万吨/年。**2020 年，昊华能源在产煤矿为内蒙古地区的高家梁煤矿和红庆梁煤矿，合计产能 1350 万吨/年，权益产能 960 万吨/年，在建煤矿 2 座，合计产能 480 万吨/年，权益产能为 288 万吨/年，可采储量合计为 12.1 亿吨。2020 年高家梁煤矿产能利用率保持高水平，产量 750 万吨，同比增长 1.35%；销量 797.66 万吨，同比增长 1.48%；平均销售价格 282.68 元/吨，同比下降 0.8%。红庆梁煤矿 2020 年前八月煤炭产量 465.47 万吨，为 2019 年全年产量的 92.54%；销量 412.36 万吨，为 2019 年全年销量的 81.8%；平均销售价格 228.46 元/吨，同比上升 2.3%。2020 年 8 月，红庆梁煤矿因无采矿权证被要求停产，红庆梁煤矿于 2021 年 1 月 7 日获得采矿权证，并于当月恢复生产。

图表 8：昊华能源主要矿井生产能力情况

矿井名称	主要煤种	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	核定年产能 (万吨/年)	煤矿所属子公司	持股比例	权益产能 (万吨/年)	平均剩余可采年限
高家梁煤矿	不粘煤	6.48	4.12	2.53	750	鄂尔多斯市昊华精煤有限责任公司	80%	600	42
红庆梁煤矿	不粘煤	6.84	4.46	2.97	600	杭锦旗西部能源开发有限公司	60%	360	59
红墩子煤业 (红一煤矿)	以气煤 (QM) 为主, 少量 1/2 中粘煤	4.65	1.87	0.73	240	宁夏红墩子煤业有限公司	60%	144	51.8
红墩子煤业 (红二煤矿)	以气煤 (QM) 为主, 少量 1/2 中粘煤	3.45	1.65	1.22	240	宁夏红墩子煤业有限公司	60%	144	51
<b>合计</b>	-	<b>21.42</b>	<b>12.1</b>	<b>7.45</b>	<b>1830</b>	-	-	<b>1248</b>	-

来源：北京能源集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年度跟踪评级报告、公司年报、中泰证券研究所

图表 9：2018 年以来昊华能源主要矿井经营情况

矿井名称	产量 (万吨)			销量 (万吨)			平均销售价格 (元/吨)		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
高家梁煤矿	593	740	750	570.08	786	797.66	348.34	285.06	282.68
红庆梁煤矿	278	503	465.47	274.41	504	412.36	212.8	223.32	228.46
红墩子煤业 (红一煤矿)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
红墩子煤业 (红二煤矿)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>871</b>	<b>1243</b>	<b>1215.47</b>	<b>844.49</b>	<b>1290</b>	<b>1210.02</b>	<b>295.03</b>	<b>260.9</b>	<b>264.2</b>

来源：北京能源集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年度跟踪评级报告、中泰证券研究所



- **高家梁煤矿的煤炭产品极具竞争力，应用智能化开采技术。**高家梁煤矿以不粘煤为主，特点是低硫、低灰，产能为 750 万吨。不断改进洗选工艺，洗精煤率达到 60%，产品竞争力更加突出。高家梁煤矿热值低位发热量为 5058 卡，高位发热量为 6523 卡，全水分 23.27%，分析水分 7.44%，灰分 7.73%，挥发分 28.47%，固定碳 56.36%，全硫 0.32%，焦渣特征为 2 号（指标数据来自煤炭江湖）。高家梁煤矿近水平、缓倾斜、倾斜煤层高产高效长壁综合机械化开采技术经过多年应用已经非常安全、成熟，并已经开始应用智能化开采技术；高家梁煤矿已完成了两个综采工作面设备的智能化改造，2020 年与 2019 年相比较，回采工效从 249.7 吨/工提高至 280.06 吨/工，提高 12.2%；工作面生产人数由 12 人减少至 10 人，极大地改善了员工作业环境，降低了劳动强度，为内蒙矿区后续项目的建设、生产和经营提供了宝贵的实践经验。
- **红庆梁煤矿已取得采矿许可证。**红庆梁煤矿已于 2021 年 1 月份取得采矿许可证，目前正在办理安全生产许可证等其他相关证照，产能 600 万吨/年，目前红庆梁煤矿进行维护性开采。红庆梁煤矿煤质较好，含硫量低，具有较强的环保优势，发热量较高家梁的略高。
- **昊华能源正推进红墩子煤业项目的建设，目前合计核定产能 480 万吨/年。**2019 年 9 月 27 日，昊华能源出资 31.58 亿元收购宁夏红墩子煤业有限公司（“红墩子煤业”）60% 股权，红墩子煤业煤炭项目含红墩子矿区红一煤矿、红二煤矿、红三煤矿、配套选煤厂。2020 年 9 月，公司取得红墩子煤业（红一煤矿）采矿权证；2021 年 4 月，公司取得红墩子煤业（红二煤矿）采矿权证。截至 2020 年底，红墩子煤业（红一煤矿）和红墩子煤业（红二煤矿）合计核定产能 480 万吨/年，预计总投资 84.59 亿元，由于仍处于建设期，因此尚无煤炭产出。其中，红墩子煤业（红一煤矿）正在施工救护楼及场地硬化等工程，预计 2022 年 7 月试生产；红墩子煤业（红二煤矿）正在施工副井井筒装备工程，预计 2023 年 4 月试生产。
- **2021 年计划投资 14.78 亿元，加快红墩子煤矿的建设。**红墩子煤矿产品主要是焦煤、动力煤，焦煤主要用于冶金，动力煤主要用于电厂和煤化工企业。红墩子煤业位于宁夏，宁夏地区是煤化工基地，现在主要有神华、宝丰等煤化工基地，每年煤炭需求比较稳定，而且存在较大缺口。同时有助于分散和化解昊华能源京外产能集中于内蒙古单一地区的风险，为昊华能源建立新的接续基地提供支撑。
- **公司十四五期间的战略规划是“煤为核心、煤电平衡、协同发展”。**按照公司战略规划，2025 年末总产能力争达到 3000 万吨，现阶段含在建矿井的公司煤炭总产能是 1830 万吨，与公司规划目标还有一定差距，公司有望在煤炭资源富集区寻找一些新的煤炭项目。
- **公司 2015 年收购京东方能源股权多付款项及利息 11.6 亿元已全部收回。**2015 年 2 月 11 日公告，公司出资 17.2 亿元收购北京工投持有的鄂尔多斯市京东方能源投资有限公司（“京东方能源”）30% 股权。2019 年 12 月 27 日公告，上海证券交易所问询函指出，京东方集团的巴彦淖井田 9.6 亿吨资源配置分属于京东方能源、溟盛能源两个主体，京东方能源仅拥有 4.5 亿吨配置资源量。经公司自查发现，京东方能源实际拥有巴彦淖井田 4.5 亿吨配置资源量，公司按照 9.6 亿吨进行账务处理，致使收购 30% 股权时公司多支付了股权交易价款 90,548.63 万元。2021

年3月13日公告，相关方同意返还收购30%股权时公司多付款项，即多付款项90,548.63万元和相应利息24,968.78万元，共计115,517.41万元。2021年3月29日，公司收到多付款项和利息，共计115,517.41万元，并对2015-2019年度财务报表进行追溯调整。

**图表 10: 2015 年收购京东方能源股权多付款项追偿进展**

公告日期	进展
2015年2月11日	昊华能源出资17.2亿元收购北京工投持有的京东方能源的30%股权
2019年12月27日	上海证券交易所问询函指出，京东方集团的巴彦淖井田9.6亿吨资源配置分属于京东方能源、昊盛能源，京东方能源仅拥有4.6亿吨配置资源量
2019年12月28日	公司自查发现，京东方能源实际拥有巴彦淖井田4.5亿吨配置资源量
2021年3月13日	相关方同意返还多付款项90,548.63万元和相应利息24,968.78万元，共计115,517.41万元
2021年3月29日	公司收到相关方返还的多付款项90,548.63万元和相应利息24,968.78万元，共计115,517.41万元

来源：wind、中泰证券研究所

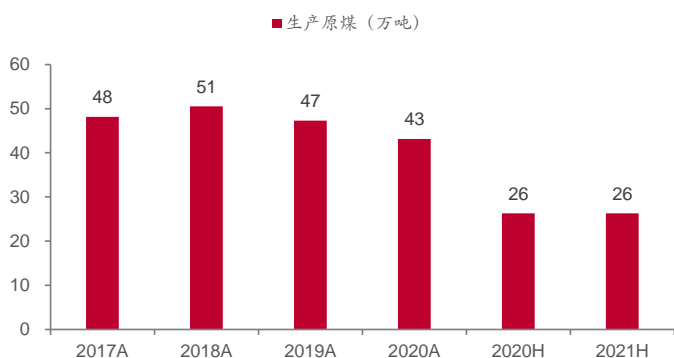
- 截至2020年底，公司持有MCM（非洲煤业）股份14.97%，账面价值2.33亿元，对公司影响较小。2012年，公司全资子公司香港公司出资1亿美元认购非洲煤业普通股股票，并于2013年2月7日完成23.60%股权认购事项，成为非洲煤业第一大股东。近年来MCM公司持续亏损，昊华能源公司也对其持续进行减值损失计提，截至2020年底，公司间接持有MCM公司股份14.97%，对其权益投资的账面价值为2.33亿元。MCM位于南非，当前处于战略调整阶段，其主要为主焦煤和高发热量动力煤，非洲煤业旗下麦卡多项目设计产能从1260万吨/年降至400万吨/年，威乐煤矿开采计划从2020年延迟到2022年，建设时间仍有一定不确定性。2020年（2019年7月1日至2020年6月30日），MCM生产煤炭43.1万吨，亏损0.13亿美元。

**图表 11: 2013 年以来昊华能源对非洲煤业持股比例及账面价值情况**

时间	期末持股比例 (%)	期末长期股权投资账面价值 (亿元)
2013年	23.60	1.43
2014年	26.60	7.16
2015年	24.00	5.45
2016年	24.00	6.06
2017年	16.41	3.32
2018年	16.41	2.93
2019年	16.41	2.6
2020年	14.97	2.33

来源：wind、中泰证券研究所

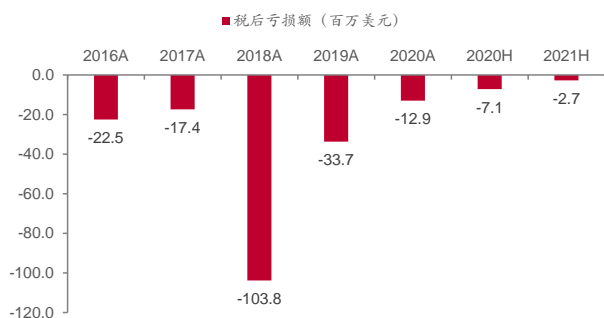
图表 12: 非洲煤业近年来原煤产量情况



来源: 非洲煤业公司年报、中泰证券研究所

备注: 2017A 指的是 2016 年 7 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日, 2020H 指的是 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 1 月 1 日, 下同。

图表 13: 非洲煤业近年来业绩亏损情况

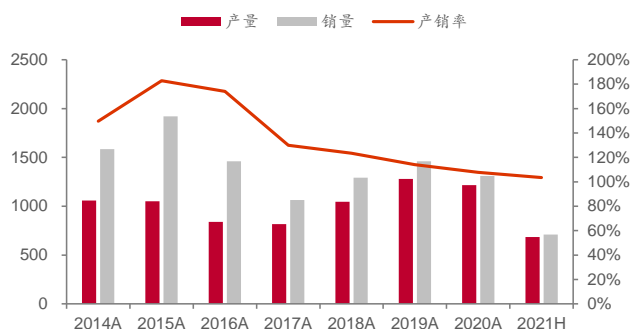


来源: 非洲煤业公司年报、中泰证券研究所

### 市场化定价机制, 公司业绩弹性大

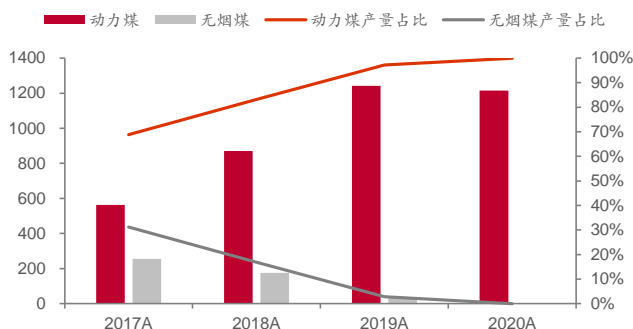
- 2020 年煤炭产量 1215 万吨, 煤炭销量 1310 万吨。**2020 年, 公司煤炭产量 1215 万吨, 同比减少 5%, 煤种全部为动力煤。由于京西煤田四个煤矿的退出, 公司不再生产无烟煤, 目前公司仅生产动力煤。煤炭销售 1310 万吨, 同比减少 10%, 其中自产动力煤销量 1210 万吨 (占比 95.6%)、无烟煤销量 55 万吨 (占比 4.4%)。
- 2020 年煤炭产品的销售收入和毛利主要来自动力煤。**由于新冠疫情和红庆梁煤矿停产等因素的影响, 煤炭销售规模整体下降, 2020 年煤炭营业收入为 36.0 亿元, 同比下降 22%; 2020 年煤炭营业成本为 19.7 亿元, 同比增加 12%; 2020 年煤炭毛利为 16.3 亿元, 同比下降 43.4%。分煤种来看, 动力煤销售收入 32.0 亿元 (占比 85%), 无烟煤销售收入 5.7 亿元 (占比 15%); 动力煤销售成本 17.7 亿元 (占比 82%), 无烟煤销售成本 3.9 亿元 (占比 18%); 动力煤毛利 14.3 亿元 (占比 89%), 无烟煤销售毛利 1.8 亿元 (占比 11%)。

图表 14: 2014 年以来公司煤炭产销量 (万吨 %)

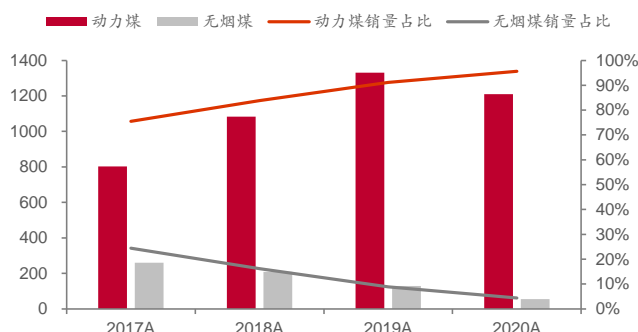


来源: wind、中泰证券研究所

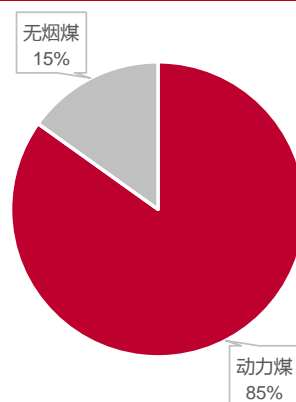
图表 15: 近 4 年以来公司主要煤种生产占比情况 (万吨 %)



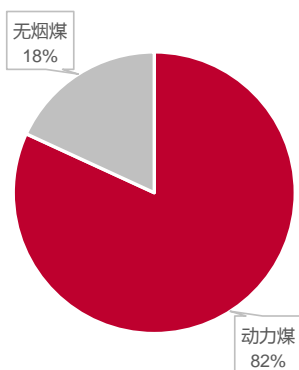
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 16: 近 4 年以来公司主要煤种销售占比情况 (万吨 %)**


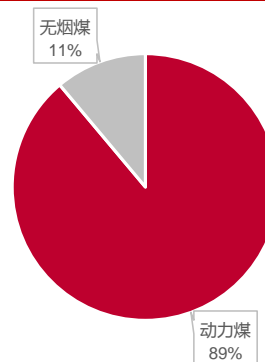
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 17: 2020 年公司煤炭产品收入占比情况**


来源: wind、中泰证券研究所

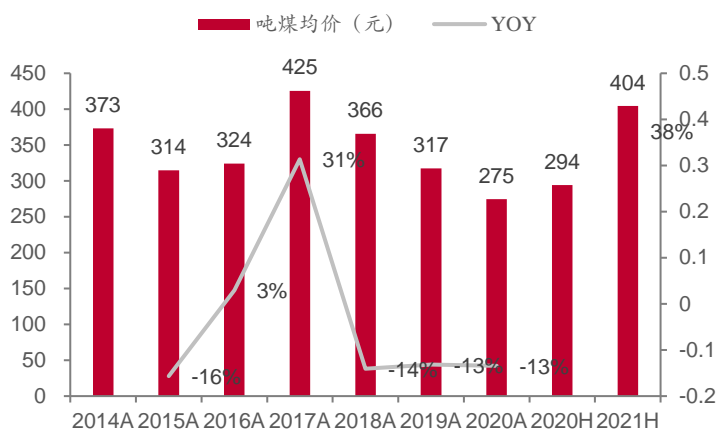
**图表 18: 2020 年公司煤炭产品销售成本占比情况**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 19: 2020 年公司煤炭产品毛利占比情况**


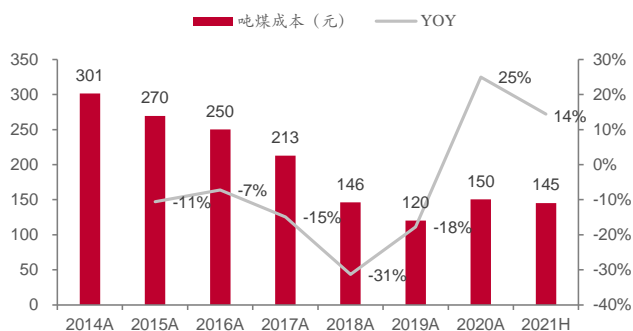
来源: wind、中泰证券研究所

- 得益于公司煤炭定价方式市场化，2021 年上半年价格上涨显著。**从公司煤炭销售价格表现来看，与全行业走势较为一致。2014-2015 年，产能过剩时代，公司煤炭均价下降，从 373 元/吨降至 314 元/吨；2016-2018 年供给侧结构性改革背景下煤价回升，其中 2017 年煤价高达 425 元/吨，2019-2020 年随着行业产量释放，煤价再次回调，从 317 元/吨调整至 275 元/吨。2021 年上半年，鉴于京西地区矿区已无产量，公司煤炭产量全部来自内蒙，得益于煤炭销售定价模式主要为市场方式，商品煤综合售价 404 元/吨，同比大幅上涨 38% (+110 元/吨)，对比来看，同期长协偏多的新集能源综合售价从 418 元/吨涨至 527 元/度，涨幅为 26% 低于昊华能源。

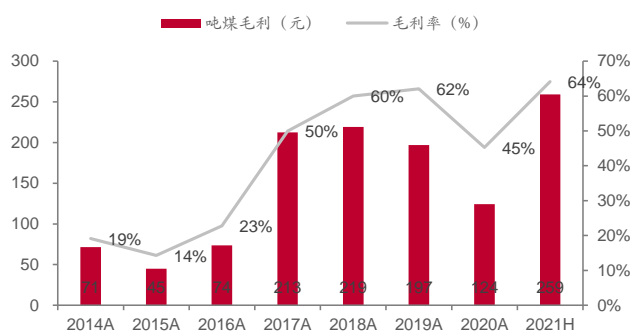
**图表 20: 昊华能源吨煤均价历年走势**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 2021 上半年公司煤炭板块实现毛利率为 64%，吨煤毛利为 259 元/吨。**随着京西老矿关停以及低成本的内蒙矿区产量上升，2014 年-2019 年公司吨煤销售成本逐渐下降，从 301 元/吨下降至 120 元/吨。2020 年由于产量下滑，吨煤成本有所回升，2020 年吨煤成本 150 元/吨，同比上升 25%。2020 年度受煤炭价格中枢下降和红庆梁煤矿停产等因素综合影响，公司盈利能力有所下滑。2020 年，公司实现单位煤炭毛利为 124 元/吨，同比减少 37%，低于 2014-2019 年平均值 136 元/吨，2020 年毛利率为 45%，高于 2014-2019 年平均值 38%。2021 年上半年，公司综合售价 404 元/吨，同比增长 38%，公司吨煤成本 145 元/吨，同比增长 14%，实现吨煤毛利 259 元/吨 (+55%)，毛利率为 64%，煤炭价格上涨促使盈利水平大幅抬升。

**图表 21: 公司煤炭单位生产成本历年走势**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

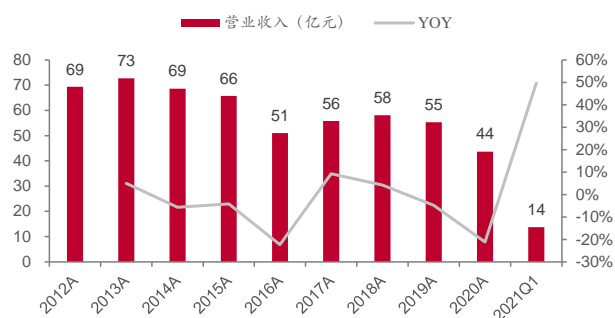
**图表 22: 公司煤炭单位毛利及毛利率历年走势**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2021 上半年公司业绩异常亮眼，权益净利润同比增长 515.91%到 590.24%。**2021 上半年煤价较去年同期实现较大幅度增长，产销量同比也有一定增长，2021 年一季度，公司实现营业收入 13.7 亿元，同比增长 49.7%，归属于上市公司股东净利润为 1.72 亿元，同比大幅增长 587%。2021 年半年度业绩预增公告表明，预计 2021 年上半年，公司实现归属于上市公司股东的净利润在 5.8 亿元至 6.5 亿元，同比增加 4.86

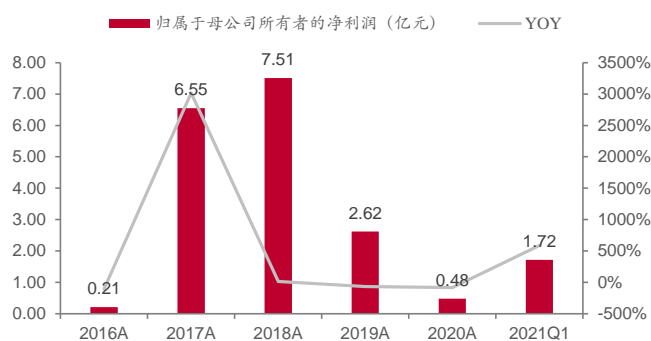
亿元到 5.56 亿元，同比增加 515.91%到 590.24%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润在 5.8 亿元至 6.5 亿元，同比增加 4.86 亿元到 5.56 亿元，同比增加 519.26%到 594.00%。第二季度预计权益净利润为 4.1-4.8 亿元，环比增加 2.4-3.1 亿元，考虑第二季度商品煤销量 364 万吨，假设权益占比为 71%，权益产量为 258 万吨，单二季度吨煤税后净利润约 159-186 元/吨。

图表 23: 2012 年以来公司收入情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 2016 年以来公司归母净利润情况

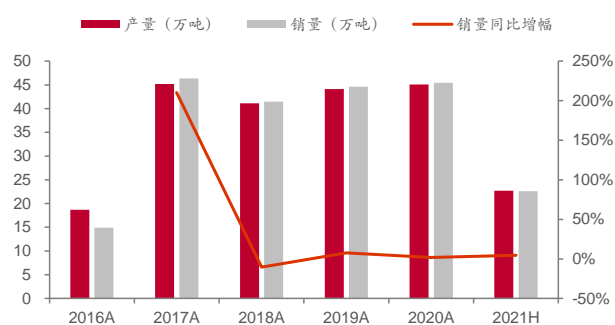


来源: wind、中泰证券研究所

## 煤化工及铁路业务: 与煤炭主业协同发展

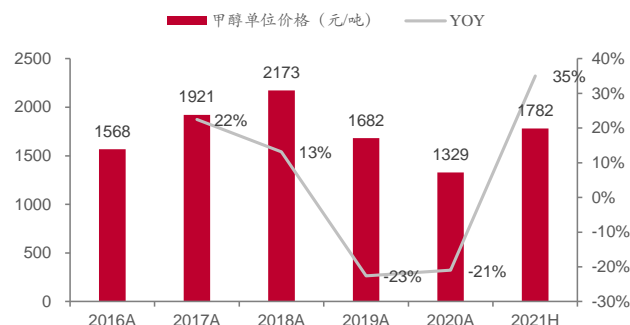
- 公司煤化工业务为 40 万吨/年甲醇项目。**2016 年 9 月，国泰化工 40 万吨煤制甲醇项目正式投入运营，公司对国泰化工持股 96.67%，甲醇权益产能 38.7 万吨。目前甲醇的原料煤一部分来源于红庆梁煤矿，一部分来源于其他煤矿的外购。2020 年，公司甲醇产量 45.08 万吨，同比增加 2.15%；甲醇销量 45.42 万吨，同比增加 1.72%。由于国泰化工甲醇价格持续低迷，2020 年综合售价为 1329 元/吨，同比下降 21%，2020 年甲醇营业收入 6.0 亿元，同比减少 19.42%，营业成本 7.1 亿元，同比减少 1.43%，毛利为-1.08 亿元，毛利率-17.89%，毛利率同比减少 21.72 个百分点。

图表 25: 2016 年以来公司甲醇产销量



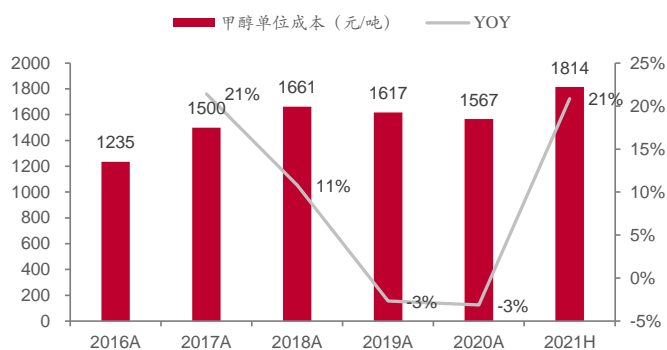
来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 2016 年以来甲醇单位价格

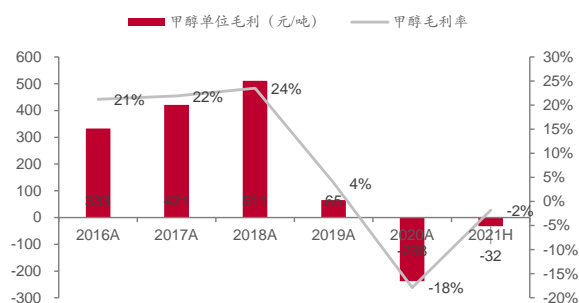


来源: wind、中泰证券研究所



**图表 27: 2016 年以来公司甲醇单位成本**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 28: 2016 年以来公司甲醇单位毛利**


来源: wind、中泰证券研究所

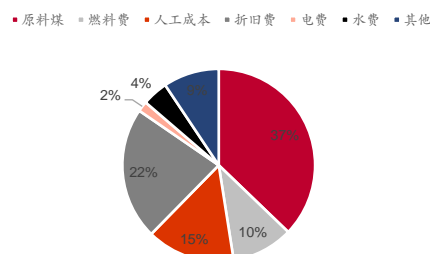
- 2021 年第二季度甲醇毛利额实现扭亏为盈。**2021 年上半年，公司甲醇价格及原料煤价格均上涨较多，上半年国泰化工甲醇项目实现了一定程度的减亏。2021 年上半年，甲醇产销量分别为 22.7 万吨和 22.6 万吨，同比增长 2%、5%，综合售价 1782 元/吨 (+35%)，平均成本 1814 元/吨 (+21%)，甲醇收入和成本分别为 4.0 亿元和 4.1 亿元，毛利为亏损 725 万元，同比减亏 3200 万元。2021 年第二季度，公司甲醇产销量分别为 12.2 万吨和 12.1 万吨，相对 2021 年一季度增长 14.7%和 14.4%。石油价格的持续走高推升了甲醇价格的上涨，2021 年二季度甲醇单位价格和单位成本分别为 1881 元/1853 元，分别同比一季度上涨 12.8%/4.9%。二季度甲醇单位毛利为 29 元/吨，环比一季度上涨 129 元/吨（一季度每吨甲醇亏损 100 元/吨）。
- 甲醇成本结构分析，原料煤、燃料费、人工、折旧等占比最大。**从甲醇成本构成来看，2020 年原料煤成本占比最大，占每吨甲醇成本的 37%，其次为折旧费占比 22%，人工成本占比 15%、燃料费占比 10%等。

**图表 29: 2017 年以来公司甲醇成本情况 (元/吨)**

甲醇产品单位成本	2017A	2018A	2019A	2020A
原料煤	568	576	589	577
燃料费	158	153	142	160
人工成本	160	216	269	230
折旧费	331	375	350	345
电费	57	50	40	27
水费	64	71	69	67
其他	154	209	126	145
小计	1,492	1,651	1,586	1,552

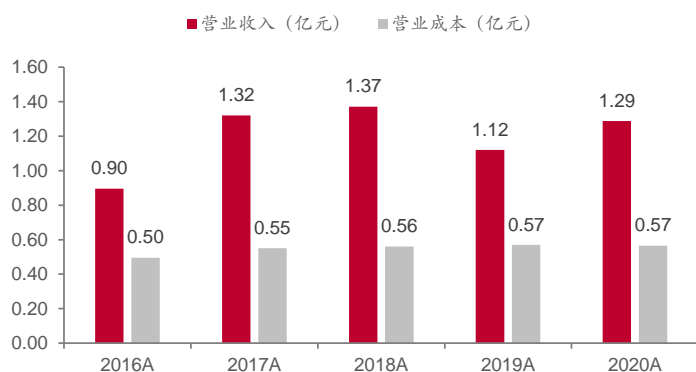
来源: 公司年报、中泰证券研究所

备注: 甲醇单位成本=甲醇营业成本/销售量

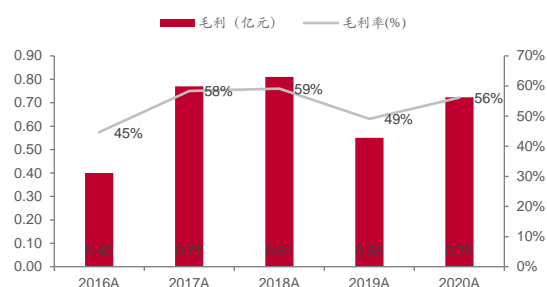
**图表 30: 2020 年甲醇成本构成**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 公司加强煤炭铁路运输，发挥铁路发运优势。**公司铁路运输业务主要由东铜铁路公司负责运营（持股 59%），东铜铁路项目正线全长 22.138 公里，承担万利矿区高家梁、王家塔煤矿及周边煤炭外运任务，线内目前有高家梁、王家塔煤矿 2 处装车点。东铜铁路公司根据国家“公转铁”政策要求，积极争取铁路运输优惠政策，开通大列发运和集装箱等新业务，增加煤炭铁路运量。2020 年，东铜铁路公司实现煤炭发运量 657 万吨，同比增长 21.22%。铁路运输业务营业收入 1.3 亿元，同比增加 14.6%，营业成本 0.57 亿元，同比减少 1.49%，毛利 0.7 亿元，同比增加 31%，毛利率为 56%，同比增加 7 个百分点。

**图表 31：2016 年以来公司铁路运输经营情况**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 32：2016 年以来公司铁路运输盈利情况**


来源：wind、中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

- 公司具体业务拆分及预测如下：**
  - (1) 2021-2023 年，结合公司产能规划及 2021 上半年实际表现，我们预测公司商品煤产量+5%、+5%、+18%，商品煤销量增长+3%、5%和+18%。
  - (2) 2021-2023 年，考虑煤价上行及 2021 上半年实际表现，我们预测公司商品煤单位售价增长+60%、+3%和+0%。
  - (3) 2021-2023 年，考虑产量上升及 2021 上半年实际表现，我们预测公司商品煤单位成本增长-5%、-5%和+0%。
  - (4) 2021-2023 年，结合公司甲醇产能规划及 2021 上半年实际表现，我们预测公司甲醇产量+1%、0%、0%，销量增长 0%、0%和 0%。

- (5) 2021-2023 年，考虑甲醇价格中枢上行及 2021 上半年实际表现，我们预测公司甲醇单位售价增长+40%、+5%和+5%。
- (6) 2021-2023 年，考虑甲醇成本上行及 2021 上半年实际表现，我们预测公司甲醇单位成本增长+18%、+2%和+0%。

**图表 33: 昊华能源主要产品产销量及价格成本预测**

煤炭业务 (万吨)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
商品煤产量	1047	1279	1215	1280	1350	1590
YOY	28%	22%	-5%	5%	5%	18%
商品煤销量	1292	1460	1310	1344	1418	1670
商品煤产销率%	123%	114%	108%	105%	105%	105%
煤炭价格 (元/吨)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
商品煤综合售价	366	317	275	439	450	450
YOY	-14%	-13%	-13%	60%	3%	0%
商品煤综合成本	146	120	150	143	136	136
YOY	-31%	-18%	25%	-5%	-5%	0%
煤炭业务收入 (百万元)	4723	4634	3597	5907	6385	7521
煤炭业务成本 (百万元)	1890	1757	1969	1920	1924	2265
煤炭销售毛利 (百万元)	2833	2877	1628	3987	4462	5255
煤炭销售毛利率	60%	62%	45%	67%	70%	70%
吨煤毛利润 (元/吨)	219	197	124	297	315	315
煤化工业务	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
甲醇产量	41	44	45	45	45	45
YOY	-9%	7%	2%	1%	0%	0%
甲醇销量	41	45	45	45	45	45
甲醇产销率%	101%	101%	101%	0%	0%	0%
甲醇价格 (元/吨)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
甲醇综合售价	2173	1682	1329	1860	1953	2051
YOY	13%	-23%	-21%	40%	5%	5%
甲醇综合成本	1661	1617	1567	1849	1886	1886
YOY	11%	-3%	-3%	18%	2%	0%
甲醇业务收入 (百万元)	901	751	604	841	883	927
甲醇业务成本 (百万元)	689	722	712	836	853	853
甲醇销售毛利 (百万元)	212	29	-108	5	31	75
甲醇销售毛利率	24%	4%	-18%	1%	3%	8%
甲醇毛利润 (元/吨)	511	65	-238	12	68	166

来源: wind、中泰证券研究所

- 我们预测公司 2021-2023 年归属于母公司的净利润分别为 14.5/17.0/20.7 亿元，同比增长 2927%、17%、22%，折合 EPS 分别是 1.21/1.42/1.72 元/股，当前股价 (5.85 元/股) 对应 PE 分别为 4.8/4.1/3.4 倍，过去若干年公司成功实现了主产地的战略转移，实现了凤凰涅槃般的重生，目前具备两大核心看点，一是煤炭销售采取市场化定价机制业绩弹性大，二是新建产能增长幅度 36% 在行业内稀缺，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**图表 34: 动力煤上市公司的估值比较**

名称	总市值 (20210729)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
陕西煤业	1,044	149	146	149	7.0	7.2	7.0
中国神华	3,199	392	445	456	8.2	7.2	7.0
兖州煤业	743	71	114	122	10.4	6.5	6.1
中煤能源	814	59	128	131	13.8	6.3	6.2
<b>动力煤均值</b>					<b>9.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>
昊华能源	70	0.5	14.5	17.0	146.2	4.8	4.1

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 除了昊华能源, 其他公司业绩预期皆为 wind 一致预期。

## 风险提示

- **(1) 煤价超预期下跌风险。**若商品煤售价大幅下跌, 公司业绩将受到影响或大幅波动, 根据我们模型测算, 煤价每下降 50 元/吨 (11%), 在其他假设不变的情况下, 将影响公司 2021 年归母净利润下降 3.1 亿元 (21%)。
- **(2) 行政性干预手段不确定性风险。**供给侧改革仍是影响行业供需格局的重要因素, 但为了保供应稳价格, 可能使得行政性调控手段存在力度过大等风险。
- **(3) 可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大, 若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展, 虽然目前还没有形成较大的规模, 但长期的替代需求影响将持续存在, 目前还处在量变阶段。
- **(4) 安全生产风险。**煤炭开采和煤化工生产等过程中, 可能存在一定的安全风险。
- **(5) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**
- **(6) 矿井涉及诉讼风险。**2021 年 1 月昊华精煤和西部能源两家子公司, 收到内蒙古自治区鄂尔多斯市中级人民法院出具的《传票》《起诉状》等法律文书。鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司诉请判决昊华精煤补偿在 2006 年高家梁井田 1-7 号井采矿权转让过程中给原告带来的国有资产损失, 要求昊华精煤折价补偿因采矿权转让交易给鄂国投造成的国有资产损失 33419.43 万元, 并由昊华精煤承担本案诉讼费用; 杭锦旗鑫河国有资产投资经营有限公司诉请判决西部能源补交红庆梁煤矿探矿权转让价款, 要求西部能源补交探矿权转让价款 67421.83 万元。两诉讼合计金额 100841.26 万元。目前上述案件正在审理中。

**图表 35: 三张报表摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>5,533</b>	<b>4,362</b>	<b>6,910</b>	<b>7,431</b>	<b>8,610</b>
增长率	-4.8%	-21.1%	58.4%	7.5%	15.9%
营业成本	-2,549	-2,752	-2,827	-2,848	-3,190
% 销售收入	46.1%	63.1%	40.9%	38.3%	37.0%
毛利	2,984	1,611	4,083	4,583	5,421
% 销售收入	53.9%	36.9%	59.1%	61.7%	63.0%
营业税金及附加	-302	-305	-484	-520	-603
% 销售收入	5.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
营业费用	-754	-127	-193	-208	-241
% 销售收入	13.6%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-822	-533	-435	-468	-542
% 销售收入	14.9%	12.2%	6.3%	6.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	1,106	645	2,970	3,387	4,034
% 销售收入	20.0%	14.8%	43.0%	45.6%	46.9%
财务费用	-357	-382	-484	-483	-517
% 销售收入	6.5%	8.8%	7.0%	6.5%	6.0%
资产减值损失	-299	-101	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-43	-10	0	0	0
% 税前利润	—	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	408	153	2,537	2,954	3,568
营业利润率	7.4%	3.5%	36.7%	39.8%	41.4%
营业外收支	-45	-17	-20	-20	-20
税前利润	363	135	2,517	2,934	3,548
利润率	6.6%	3.1%	36.4%	39.5%	41.2%
所得税	-235	-261	-604	-708	-862
所得税率	64.6%	192.6%	24.0%	24.1%	24.3%
净利润	408	62	1,812	2,125	2,586
少数股东损益	146	14	362	425	517
归属于母公司的净利润	262	48	1,450	1,700	2,069
净利率	4.7%	1.1%	21.0%	22.9%	24.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	408	62	1,812	2,125	2,586
加: 折旧和摊销	64	507	624	742	823
资产减值准备	299	101	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	385	379	484	483	517
投资收益	43	10	0	0	0
少数股东损益	146	14	362	425	517
营运资金的变动	3,593	-647	-1,307	-335	-1,297
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,914</b>	<b>1,763</b>	<b>1,613</b>	<b>3,016</b>	<b>2,629</b>
固定资本投资	-1,973	-148	-2,000	-2,000	-1,000
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,761</b>	<b>-1,030</b>	<b>-2,500</b>	<b>-2,500</b>	<b>-1,500</b>
股利分配	-84	-84	-1,087	-1,275	-1,552
其他	1,904	-1,716	2,851	938	828
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,820</b>	<b>-1,800</b>	<b>1,763</b>	<b>-337</b>	<b>-723</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-27</b>	<b>-1,067</b>	<b>876</b>	<b>179</b>	<b>405</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,576	1,499	2,375	2,554	2,959
应收款项	496	354	925	382	1,056
存货	331	181	319	159	350
其他流动资产	296	125	256	161	317
流动资产	3,700	2,159	3,874	3,256	4,683
% 总资产	15.5%	8.7%	13.4%	10.7%	14.1%
长期投资	260	233	200	168	138
固定资产	7,930	7,830	9,277	10,601	11,192
% 总资产	33.1%	31.5%	32.2%	34.8%	33.8%
无形资产	9,346	10,321	10,772	11,220	11,666
非流动资产	20,242	22,718	24,980	27,202	28,431
% 总资产	84.5%	91.3%	86.6%	89.3%	85.9%
<b>资产总计</b>	<b>23,941</b>	<b>24,877</b>	<b>28,854</b>	<b>30,458</b>	<b>33,114</b>
短期借款	1,990	2,114	4,671	6,619	8,719
应付款项	1,557	1,304	1,559	1,194	1,743
其他流动负债	2,842	1,293	1,164	1,047	943
流动负债	6,389	4,711	7,394	8,860	11,405
长期贷款	2,220	3,683	4,917	4,580	4,000
其他长期负债	5,050	5,273	4,862	4,486	4,143
<b>负债</b>	<b>13,659</b>	<b>13,667</b>	<b>17,173</b>	<b>17,927</b>	<b>19,548</b>
普通股股东权益	6,784	7,641	7,750	8,175	8,692
少数股东权益	3,498	3,569	3,931	4,356	4,873
<b>负债股东权益合计</b>	<b>23,941</b>	<b>24,877</b>	<b>28,854</b>	<b>30,458</b>	<b>33,114</b>

**比率分析**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.22	0.04	1.21	1.42	1.72
每股净资产 (元)	5.65	6.37	6.46	6.81	7.24
每股经营现金净流 (元)	1.59	1.47	1.34	2.51	2.19
每股股利 (元)	0.07	0.07	0.91	1.06	1.29
<b>回报率</b>					
净资产收益率	3.86%	0.63%	18.71%	20.80%	23.80%
总资产收益率	1.70%	0.25%	6.28%	6.98%	7.81%
投入资本收益率	5.22%	0.88%	13.05%	12.78%	14.09%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	-4.78%	-21.15%	58.40%	7.54%	15.87%
EBIT增长率	-2.98%	-45.90%	296.26%	14.26%	19.41%
净利润增长率	-65.11%	-81.73%	2927.38%	17.27%	21.67%
总资产增长率	25.74%	3.91%	15.99%	5.56%	8.72%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	15.2	24.8	23.6	22.4	21.3
存货周转天数	21.5	21.1	13.0	11.6	10.6
应付账款周转天数	104.6	110.8	105.2	100.0	95.0
固定资产周转天数	517.0	650.3	445.6	481.5	455.6
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	70.30%	59.08%	85.88%	88.16%	89.17%
EBIT利息保障倍数	3.8	1.9	6.0	6.9	7.7
资产负债率	57.05%	54.94%	59.52%	58.86%	59.03%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。