

**昊华能源 (601101.SH) 市场煤优质标的，静待业绩释放**

2022年06月22日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**
**张绪成（分析师）**
**陈晨（分析师）**
**薛磊（联系人）**

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

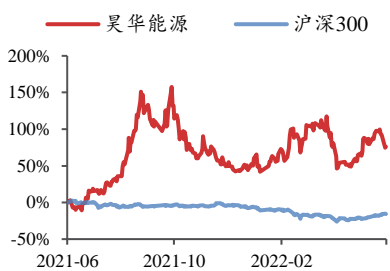
xuelei@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

日期	2022/6/21
当前股价(元)	9.15
一年最高最低(元)	14.07/4.58
总市值(亿元)	109.80
流通市值(亿元)	109.80
总股本(亿股)	12.00
流通股本(亿股)	12.00
近3个月换手率(%)	250.71

**股价走势图**


数据来源：聚源

**● 低估值高弹性市场煤标的，具备三方面亮点，首次覆盖，给予“买入”评级**  
 公司具备三方面亮点，一是公司煤炭业务为市场化定价，同时拥有一定比例的化工煤，业绩弹性大；二是公司煤炭-化工-运输产业链一体化降低成本；三是红墩子煤矿一期和二期将在 2022 年下半年和 2023 年陆续投产，两年产能总计增加 480 万吨，煤矿产能增量可观。我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 26.01/29.90/32.89 亿元，同比增长 29%/15%/10%，折合 EPS 分别是 2.17/2.49/ 2.74 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.2/3.7/3.3 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**● 煤炭业务：煤炭储量丰富，产能扩张迅速**

公司目前可采储量约为 12 亿吨，2 座在产大型高效矿井位于内蒙古鄂尔多斯，分别为年产 750 万吨的高家梁煤矿和年产 600 万吨的红庆梁煤矿，红墩子一期（240 万吨/年）和二期（240 万吨/年）有望于 2022 年和 2023 年陆续投产，总产能将达到 1830 万吨。

**● 煤炭业务：市场煤定价灵活，煤价上行周期具有超额收益**

公司商品煤以市场价格销售为主，业绩弹性较大，销售结构中大约 70% 电煤，其余 30% 为化工煤。公司业绩弹性较大体现在两点：（1）电煤现货价格上限执行 1.5 倍年度长协，因此相比于长协占比较高的公司具有更大的盈利空间。（2）化工煤没有类似电煤的现货价格上限，弹性更大，煤价上行周期的超额收益更加明显。

**● 煤化工和铁路运输：协同构建“煤-化-运”产业链**

公司甲醇产能为 40 万吨/年，2021 年公司所产的 44.8 万吨甲醇全部销售，产销两旺。但是由于成本端上升迅速，总体来看，毛利依然为不佳。公司铁路运输业务稳健运行，利润保持稳定。

**● 风险提示：**（1）煤价超预期下跌风险；（2）安全生产风险；（3）新建产能不及预期风险。

**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,362	8,369	9,896	11,482	12,494
YOY(%)	-21.1	91.8	18.2	16.0	8.8
归母净利润(百万元)	48	2,014	2,601	2,990	3,289
YOY(%)	-83.5	4105.9	29.1	15.0	10.0
毛利率(%)	36.9	64.5	65.7	66.2	66.0
净利率(%)	1.1	24.1	26.3	26.0	26.3
ROE(%)	0.6	20.9	22.2	21.8	20.1
EPS(摊薄/元)	0.04	1.68	2.17	2.49	2.74
P/E(倍)	229.2	5.5	4.2	3.7	3.3
P/B(倍)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况 .....	4
2、 煤炭业务：市场煤弹性较大，新增产能即将释放 .....	6
2.1、 公司煤炭储量丰富，产能扩张迅速 .....	6
2.2、 市场煤定价灵活，煤价上行周期具有超额收益 .....	8
2.3、 公司煤炭业务：成本控制优异，盈利状况优异 .....	9
3、 煤化工和铁路运输：协同构建“煤—化—运”产业链 .....	13
4、 盈利预测与估值 .....	16
5、 风险提示 .....	18
附： 财务预测摘要 .....	19

## 图表目录

图 1： 北京能源集团有限责任公司持股 63.31%，是公司单一控股股东 .....	4
图 2： 营业收入中煤炭占比超过 80% .....	5
图 3： 毛利结构中煤炭占比超过 90% .....	5
图 4： 2021 年以来，营业收入大幅走高 .....	5
图 5： 2021 年以来，归母净利润大幅走高 .....	5
图 6： 公司煤炭业务生产中，动力煤比例不断提升 .....	9
图 7： 公司煤炭业务销售中，动力煤比例不断提升 .....	9
图 8： 2021 年公司煤炭板块产销两旺，相较 2020 年有一定提升 .....	10
图 9： 2021 年公司吨煤成本有所下降 .....	10
图 10： 2021 年公司毛利率水平有较大提升 .....	10
图 11： 2020 年煤炭成本结构中，人工成本占比为 33% .....	11
图 12： 2021 年煤炭业务成本中电力成本占比提升较大 .....	11
图 13： 2021 年公司吨煤销售均价提升较大 .....	12
图 14： 近三年公司甲醇产销量基本稳定 .....	13
图 15： 2021 年甲醇价格有所提升 .....	13
图 16： 2021 年公司甲醇单位成本上升 .....	13
图 17： 2021 年甲醇毛利有所下滑 .....	13
图 18： 2020 年甲醇成本中原料煤和燃料费占比近 50% .....	14
图 19： 2021 年甲醇成本中原料煤和燃料费占比提升 .....	14
图 20： 公司铁路运输业务营收和成本波动较小 .....	15
图 21： 近年来，公司铁路运输业务毛利有所提升 .....	15
表 1： 公司主要子公司分工明确，业务结构清晰 .....	4
表 2： 公司煤矿储量丰富，产能扩张在即 .....	6
表 3： 公司 2022 年到 2024 年预计产量增速可观 .....	7
表 4： 各公司销售均价，昊华能源价格变动幅度大 .....	8
表 5： 各公司毛利率变动情况，昊华能源毛利率提升非常明显 .....	8
表 6： 2021 年吨煤成本有所提升 .....	11
表 7： 2021 年受益于市场景气，公司煤炭板块收入、毛利率同步提升 .....	11
表 8： 2021 年甲醇单位成本受到原料煤的大幅提升有较大比例上行 .....	14

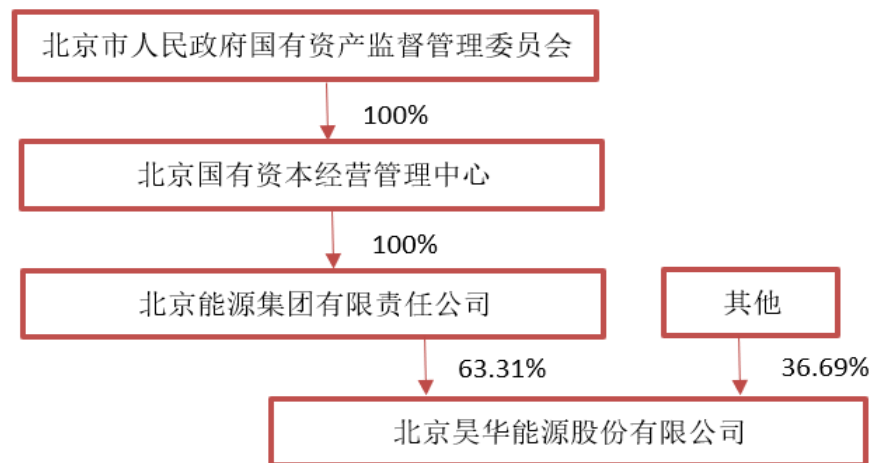
---

表 9: 煤炭板块盈利预测 .....	16
表 10: 甲醇板块盈利预测 .....	17
表 11: 铁路板块盈利预测 .....	17
表 12: 可比公司比较中, 昊华能源 PE 被明显低估 (估值日期: 2022 年 6 月 21 日) .....	17

## 1、公司概况

北京能源集团有限责任公司持股 63.31%，是公司控股股东。昊华能源（601101.SH）2002 年在北京成立，由京煤集团作为主发起人，联合中煤集团、首钢总公司、五矿发展及煤科总院等四家法人股东以发起方式共同设立；2010 年于上交所上市；截至 2022 年 3 月 31 日，控股股东北京能源集团有限责任公司持股 63.31%，为公司控股股东，实际控制人为北京市国资委。

图1：北京能源集团有限责任公司持股 63.31%，是公司单一控股股东



资料来源：公司公告、开源证券研究所

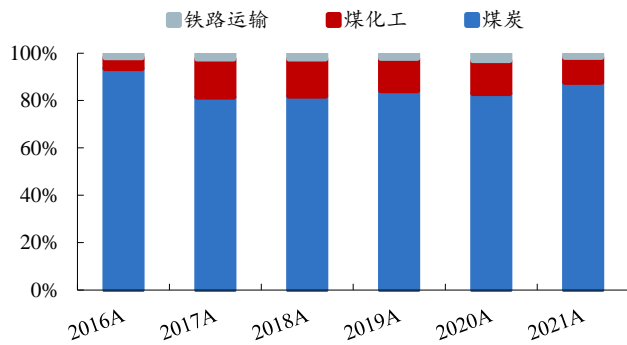
公司主营业务为煤炭生产与销售、甲醇的生产及销售及铁路专用线运输，主要产品为煤炭和甲醇。公司各个子公司分工明确，业务清晰：昊华精煤负责运营高家梁煤矿，杭锦旗西部能源开发有限公司负责运营红庆梁煤矿，宁夏红墩子矿业有限公司负责建设和运营红墩子煤矿，国泰化工主营业务为煤化工制造，主要产品为甲醇，东铜铁路物流有限公司提供铁路货运服务。

表1：公司主要子公司分工明确，业务结构清晰

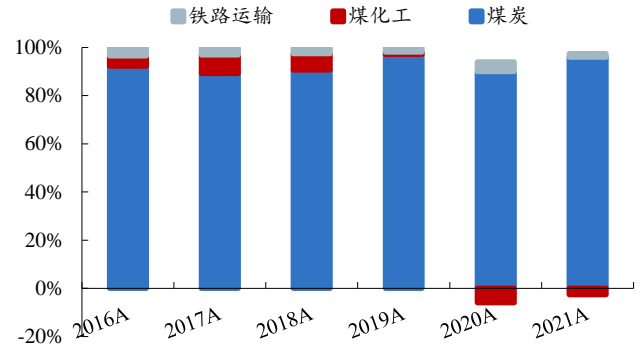
公司名称	持股比例	主要业务
昊华精煤有限责任公司	80%	运营高家梁煤矿
杭锦旗西部能源开发有限公司	60%	运营红庆梁煤矿
宁夏红墩子矿业有限公司	60%	建设和运营红墩子煤矿
昊华国泰化工有限公司	96.67%	煤化工制造，主要产品为甲醇
东铜铁路物流有限公司	59%	铁路货运服务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

昊华能源主营业务为煤炭生产与销售、甲醇的生产及销售及铁路专用线运输，其中**煤炭业务是重中之重**：多年来，煤炭板块的营业收入占比超过 80%，从毛利来看，毛利贡献率超过 90%，其中 2021 年，由于煤炭价格的一路飞涨，一方面导致了煤炭板块毛利的大幅上涨，另一方面也导致制造甲醇的成本过高，最终煤化工板块毛利为负，而煤炭板块的毛利率超过了 100%。铁路运输的毛利比较稳定，近年来毛利贡献率在 2—5% 之间小范围波动。

**图2：营业收入中煤炭占比超过 80%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

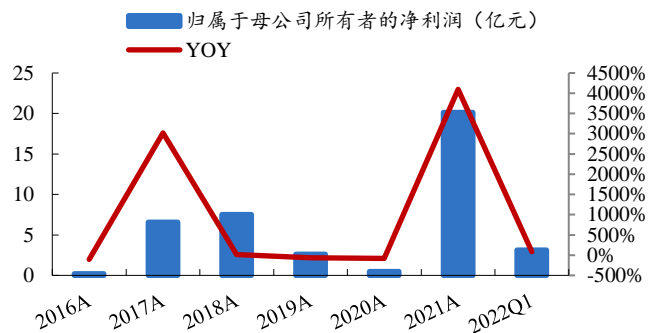
**图3：毛利结构中煤炭占比超过 90%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**2021 年和 2022 年 Q1，公司业绩持续发力。**2021 年全年，由于煤炭价格持续增长，公司产销两旺，量价齐升，最终业绩表现非常亮眼，营业总收入达到 83.69 亿元，实现归属于上市公司股东净利润 20.14 亿元，同比增长 41.05 倍，创公司历史新高。2022 年 Q1，公司虽然受到煤矿断层的短期影响导致产量不足，但是受益于煤炭价格的景气，依然取得了不错的业绩，2022 年 Q1 营业收入为 17.44 亿元，同比增速为 27%，归母净利润为 3.14 亿元，同比增速达到 82.56%。

**图4：2021 年以来，营业收入大幅走高**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图5：2021 年以来，归母净利润大幅走高**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、煤炭业务：市场煤弹性较大，新增产能即将释放

### 2.1、公司煤炭储量丰富，产能扩张迅速

**关闭京西四矿，寻求优质矿产。**公司在 2016 年之前主要经营京西长沟峪煤矿（100 万吨/年，2016 年关停）、木城涧煤矿（150 万吨/年，2018 年关停）、大安山煤矿（170 万吨/年，2019 年关停）和大台煤矿（100 万吨/年，2020 年关停）（以下简称“京西四矿”，合计产能 520 万吨/年），2015 年京西四矿对公司的净利润贡献超过 60%。但是由于中共中央国务院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。同时京西四矿建矿时间长，开采时间久，均属于中老年矿井。各矿虽均有一定剩余可采储量，属于优质无烟煤，但已进入深部开采地带，深部煤层赋存条件极其复杂，工作面生产能力下降；同时深部开采致使提升设备、人员大幅增加，开采成本上升；在 2016 年左右煤炭产能过剩的情况下，关闭也具有经济效益。**与此同时，公司战略转移西部，寻求优质煤矿资源，**公司陆续在内蒙古鄂尔多斯建成了年产 750 万吨煤炭的高家梁煤矿和年产 600 万吨的煤炭的红庆梁煤矿，2019 年成功并购了宁夏红墩子煤矿，公司建设运营红一煤矿（年产能 240 万吨）、红二煤矿（年产能 240 万吨）以及选煤一厂（规模 600 万吨/年）。

截至 2021 年底，公司产能合计为 1350 万吨/年（高家梁煤矿在 2021 年推进智能化建设，实际产能估计有所提升，在公司 2022 年计划产能中，高家梁 2022 年计划产量提升到 850 万吨），同时红墩子煤业红一和红二煤矿预期将分别于 2022 年和 2023 年投产，**2022 年底公司预计产能增加至 1590 万吨/年，2023 年底公司预计产能增加至 1830 万吨/年，公司产能释放在即，成长能力出众。**

**表2：公司煤矿储量丰富，产能扩张在即**

主要矿区	主要煤种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	证实储量 (万吨)	年产能 (万吨)	状态
高家梁煤矿	不粘煤	64128	40191	24405	750	全产运行
红庆梁煤矿	不粘煤	67830	44043	30710	600	全产运行
红一煤矿	以气煤(QM)为主，少量 1/2 中粘煤	46453	18703	7302	240	2022 年投产
红二煤矿	以气煤(QM)为主，少量 1/2 中粘煤	34530	16513	12164	240	2023 年投产
合计		212941	119450	74581		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

备注：资源储量为 2021 年末数据

**高家梁煤矿：煤质优越，智能化提升产能。**高家梁煤矿的煤种为低灰、低硫、发热量高的不粘煤与长焰煤，属烟煤品种，是优质的动力煤品种。高家梁煤矿从初始建设起就保持了较高的技术水准，矿井按照建设高产高效现代化矿井的模式进行设计。技术和装备属世界一流，矿井采煤综合机械化程度达 100%，公司选用的长壁综合机械化采煤法安全、稳健运转多年。与此同时，**高家梁煤矿持续扩产，是公司目前最重要的产能贡献：**2010 年 10 月，高家梁煤矿一期完工，生产能力达到 300 万吨/年，2012 年 11 月，高家梁煤矿二期完工验收，产能提升到 600 万吨/年。2018 年 10 月，



内蒙古自治区煤炭工业局同意高家梁一号矿生产能力由 600 万吨/年核增至 750 万吨/年。2020 年公司智能化建设初见成效,2020 年与 2019 年相比较,回采工效率从 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,改善了员工作业环境,降低了劳动强度。2021 年,公司推进智能化建设,高家梁煤矿建成两套智能化综采工作面,单面单班增产 1000 吨,已达到同行业先进水平;建设完成两套快速掘进系统,实现掘、锚同步作业,单巷月进尺突破 900 米。公司 2022 年度生产计划中,高家梁煤矿计划生产 850 万吨,产能相比 2021 年度提升 100 万吨。

**红庆梁煤矿:许可证逐步齐全,稳定贡献盈利。**2010 年 6 月,公司收购西部能源 60%的股权,取得红庆梁煤矿的建设经营权,红庆梁井田煤矿位于鄂尔多斯市塔然高勒矿区,距离高家梁煤矿 80 公里,具有一定协同效应。该煤田赋存条件稳定、地质构造简单、储量可靠,瓦斯含量低、无水害。红庆梁井田开发建设年产 600 万吨大型煤矿,于 2017 年底试运转,该项目已取得国家发改委核准。2018 年-2020 年,红庆梁矿井分别生产原煤 278 万吨、503 万吨和 465.47 万吨。2021 年 1 月,西部能源取得了内蒙古自治区自然资源厅和鄂尔多斯市自然资源局颁发的《中华人民共和国采矿许可证》,2021 年 8 月,红庆梁煤矿开始试运转,2021 年 12 月 23 日,红庆梁煤矿取得了内蒙古自治区能源局颁发的《安全生产许可证》,有效期 2021 年 12 月 22 日至 2024 年 12 月 22 日。红庆梁煤矿的生产经营逐步走上正规,根据公司年报,2022 年红庆梁煤矿计划满产生产 600 万吨,有望给公司稳定贡献利润。

**红墩子煤矿:投产在即,增量可观。**2019 年 9 月 27 日,昊华能源出资 31.58 亿元,以承债收购方式收购宁夏红墩子煤业有限公司(以下简称“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、红三煤矿和配套选煤厂。公司所属的生产经营单位有红一煤矿(240 万吨)、红二煤矿(240 万吨)、选煤一厂(600 万吨)。红墩子井田煤为中等变质的气煤、1/2 中粘煤,具有水分低、中灰~高灰、高挥发分、低~中硫、低磷、特低氯等特点,以中热值煤为主,煤灰熔点较高,耐磨性好。原煤经浮选可作炼焦配煤、动力用煤等。公司于 2020 年 8 月正式复工建设红一煤矿,同年 9 月复工建设红二煤矿,红一煤矿计划首采工作面试生产时间为第 24 个月;红二煤矿计划首采工作面试生产时间为第 33 个月;因此我们推断 2022 年红一煤矿产量预计为 50 万吨,2023 年红二煤矿产量预计为 70 万吨。合计 2022 年红墩子煤矿产量为 50 万吨,2023 年为 310 万吨,2024 年为 480 万吨。红墩子产煤用途:红墩子煤矿位于宁夏,宁夏是中国重要的煤化工基底,需求非常稳健,同时也可能为控股股东的京能集团旗下项目周边电厂供给原料用煤,下游需求稳定。

表3: 公司 2022 年到 2024 年预计产量增速可观

单位:万吨	规划产能	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
高家梁煤矿	750	750	-	850	850	850
红庆梁煤矿	600	465	-	600	600	600
红一煤矿	240	0	0	50	240	240
红二煤矿	240	0	0	0	70	240
总计	1930	1215	1372	1500	1760	1930
预计产量增速		-5%	12.92%	9.33%	17.33%	9.66%

数据来源:公司公告、开源证券研究所

基于公司高家梁煤矿的智能化技改、红庆梁煤矿的稳健运行，以及红墩子煤矿的两期的陆续投产，同时考虑煤炭市场的景气，公司产销两旺是大概率事件。我们预测公司产量在未来三年有明显的增速，2022年增速达到9.33%，2023年增速为17.33%，2024年增速为9.66%，产量增速较为可观。

## 2.2、市场煤定价灵活，煤价上行周期具有超额收益

公司产品煤以市场价格销售为主，业绩弹性较大。公司产品以动力煤为主，由于之前京西四矿所产的无烟煤库存被逐渐消耗，2021年度动力煤销量1210万吨（占比95.65%），无烟煤销量55万吨（占比4.35%）。公司大部分动力煤为电煤，大约在70%左右，其余30%为化工煤。因此公司业绩弹性较大体现在两个方面：（1）电煤现货价格上限执行1.5倍年度长协，因此相比于长协占比较高的中国神华、中煤能源、陕西煤业等公司具有更大的盈利空间。（2）化工煤没有类似电煤的现货价格上限，因此虽然公司在化工煤上占比不算很高，但是弹性更大，煤价上行周期的超额收益更加明显。

表4：各公司销售均价，昊华能源价格变动幅度大

销售均价（元/吨）	2017	2018	2019	2020	2021	变动率
昊华能源	425.40	365.56	317.40	274.68	514.05	87.15%
中国神华	339.66	338.02	376.37	366.83	517.46	41.06%
兖矿能源	500.74	589.50	599.47	470.44	793.16	68.60%
陕西煤业	394.95	384.61	395.62	380.94	626.80	64.54%
晋控煤业	429.75	405.76	383.55	379.93	582.94	53.43%
山煤国际	391.91	315.17	336.87	326.45	634.51	94.37%
潞安环能	541.66	565.40	537.62	465.07	793.96	70.72%
电投能源	133.52	139.04	135.79	143.64	162.29	12.98%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：各公司毛利率变动情况，昊华能源毛利率提升非常明显

毛利率	2017	2018	2019	2020	2021	变动率
昊华能源	49.95%	59.98%	62.09%	45.25%	74.48%	64.60%
中国神华	30.70%	28.21%	27.11%	27.40%	27.60%	0.73%
兖矿能源	46.83%	44.67%	39.12%	34.98%	43.88%	25.44%
陕西煤业	56.26%	49.45%	41.28%	27.44%	64.17%	133.86%
晋控煤业	54.60%	53.57%	56.93%	36.48%	55.90%	53.23%
山煤国际	62.36%	66.33%	62.66%	52.31%	71.48%	36.65%
潞安环能	45.26%	43.11%	41.95%	35.77%	52.88%	47.83%
电投能源	43.38%	44.40%	48.13%	48.35%	47.53%	-1.70%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

在2021年煤价大幅上行的大背景下，昊华能源的销售均价变动率达到87.15%，处于领先水平，远高于长协煤占比达到80%的中国神华（变动率为41.06%）和长协比例近半的陕西煤业（变动率为64.54%）；此外，2021年昊华能源的毛利率上升迅速，从2020年的45.25%提升到了2021年74.48%，对比中国神华的0.73%有较大领先。综合可以看出，公司以市场煤为主的销售定价模式使得公司业绩弹性较大，超额收益明显。

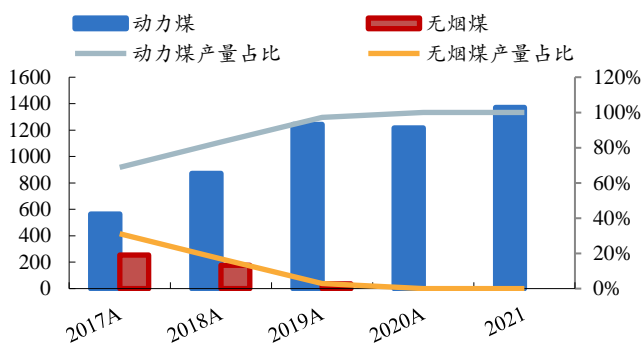


### 2.3、公司煤炭业务：成本控制优异，盈利状况优异

公司 2021 年全年生产煤炭 1372 万吨，销售煤炭 1386 万吨。2021 年公司两大矿井满产运营，在现有产能为 1350 万吨（高家梁产能 750 万吨，红庆梁产能 600 万吨）的情况下，生产 1372 万吨煤炭，产能利用率达到 101.63%。2021 年全年销售 1386 万吨，其中动力煤销量为 1370 万吨（占比 98.85%），无烟煤销量为 16 万吨（占比 1.15%）。

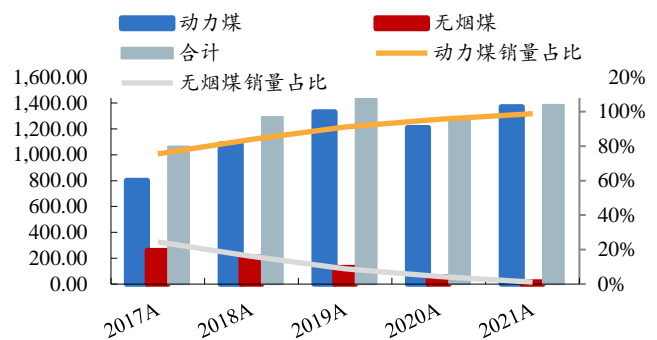
2021 年动力煤价格大幅提升，红庆梁煤矿顺利复产，公司产销两旺，盈利大幅提升。2021 年由于动力煤价格的大幅提升以及公司红庆梁煤矿产能的恢复，最终公司煤矿板块盈利大幅提升，2021 年煤炭业务收入为 73.15 亿元，同比提升了 103.36%，同时煤炭业务成本略有下降，2021 年煤炭业务成本为 18.66 亿元，同比下降了 5.23%，体现了公司综合成本控制能力的优越性。

图6：公司煤炭业务生产中，动力煤比例不断提升



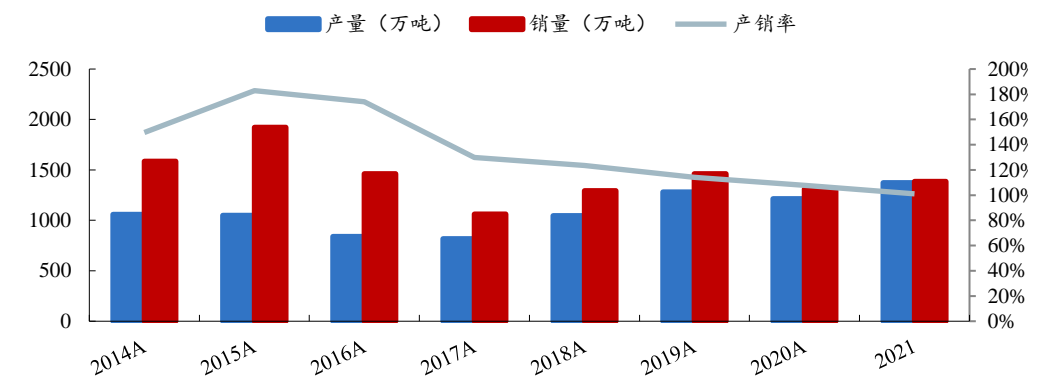
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司煤炭业务销售中，动力煤比例不断提升



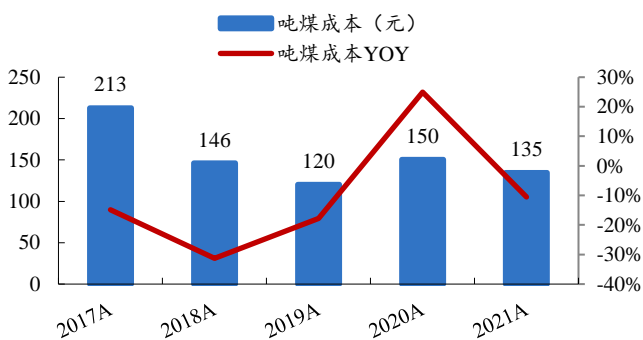
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司产销量的走势情况体现了公司业务的转型过程。2017 年开始，京西四矿的逐步退出，公司煤炭产品的产销量有一定程度的下滑，2017 年跌至 717 万吨，随着高家梁煤矿的不断扩产，以及红庆梁煤矿的投产，产量有所提升。2020 年 8 月，红庆梁煤矿涉及采矿证不齐全被迫停产，也导致了 2020 年公司产量有所下滑。不过，随着红庆梁煤矿在 2021 年办理完成了采矿许可证等证件，红庆梁矿区也在 2021 年 8 月正式复产，根据公司 2022 年产量指引，2022 年度高家梁和红庆梁将全产运行，盈利能力有了强力保障。

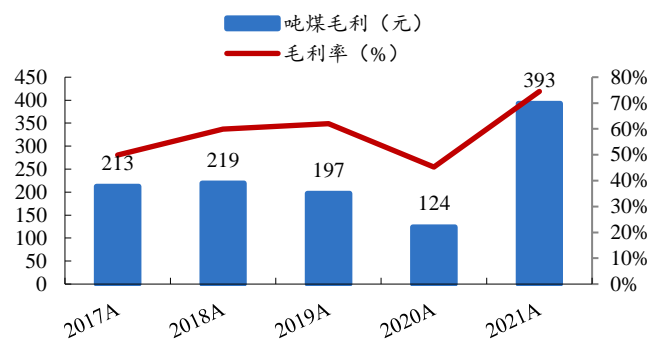
**图8：2021年公司煤炭板块产销两旺，相较2020年有一定提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**煤炭业务成本：吨煤销售成本下降因产品结构调整，综合成本控制优异。**公司2021年吨煤成本为135元，比起2020年的150元同比下降10%，这主要是因为公司产品结构调整所导致的，因为2020年公司销售的外购贸易煤较多，这部分业务较大的抬升了整体成本，而2021年贸易煤的比例大大减少，因此尽管因为电力成本提升导致了生产成本有一定提升，但是这部分业务结构的调整还是拉低了总体成本，也体现出了公司总体经营能力的提升。吨煤成本的下降直接贡献于吨煤毛利的提升，公司2021年煤炭业务的毛利率因此有了一定程度的提升。

**图9：2021年公司吨煤成本有所下降**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：2021年公司毛利率水平有较大提升**


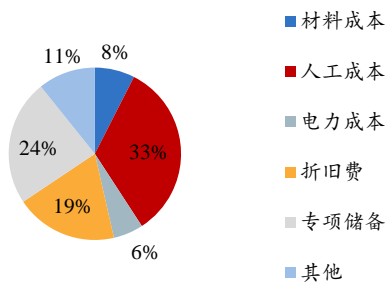
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**生产成本提升：因外购电力成本提升，生产成本略有提升。**公司生产用电系外购电力，因此受到电力成本上行的影响较大，公司单吨煤炭生产所用电力成本从2020年的6.08提升至13.64，同比上升124%，除此之外，人工成本的上行和材料成本的上行也相应提升了成本，最终整体单吨煤炭生产成本从2020年的107.93元提升至119.63元，同比提升了11%。不过，相比于销售价格的大幅提升，生产成本提升程度还是比较有限的。

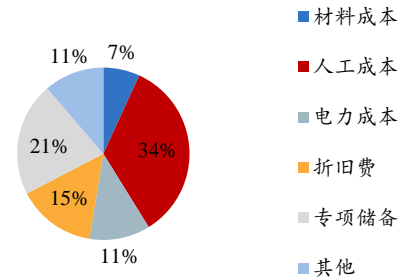
**表6：2021年吨煤成本有所提升**

元/吨	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	21年变动率
材料成本	17.97	28.45	21.05	8.47	8.10	8	1%
人工成本	92.76	85.96	58.76	38.08	35.96	41	14%
电力成本	10.39	9.36	7.66	6.60	6.08	14	124%
折旧费	19.69	18.24	17.33	19.09	20.68	18	-14%
专项储备	27.15	26.63	27.79	26.18	25.50	26	0%
其他	8.05	17.67	27.10	5.03	11.62	14	16%
合计	176.02	186.32	159.68	103.44	107.93	120	11%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：2020年煤炭成本结构中，人工成本占比为33%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

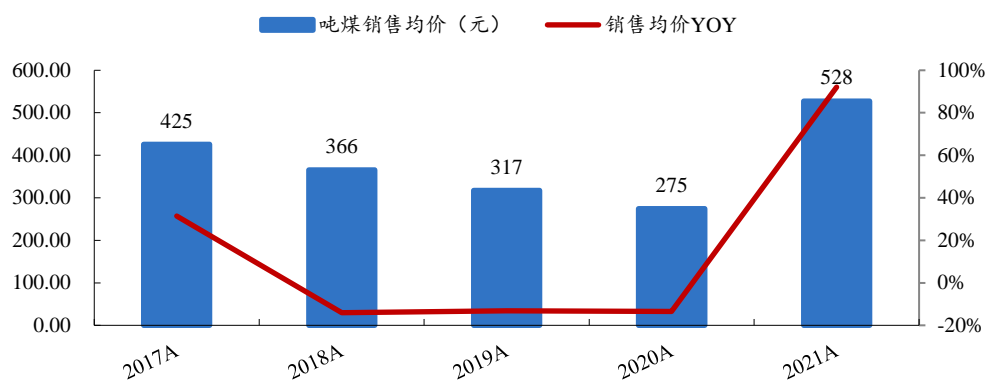
**图12：2021年煤炭业务成本中电力成本占比提升较大**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表7：2021年受益于市场景气，公司煤炭板块收入、毛利率同步提升**

煤矿板块总体情况	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
煤炭板块营业收入（亿元）	45.22	47.23	46.34	35.97	73.15
煤炭板块营业成本（亿元）	22.63	18.9	17.57	19.69	18.66
煤炭板块毛利（亿元）	22.59	28.33	28.77	16.28	54.49
煤炭销量（万吨）	1063	1292	1460	1310	1387
吨煤销售均价（元）	425	366	317	275	528
销售均价 YOY	31%	-14%	-13%	-13%	92%
吨煤成本（元）	213	146	120	150	135
吨煤成本 YOY	-15%	-31%	-18%	25%	-10%
吨煤毛利（元）	213	219	197	124	393
毛利率（%）	50%	60%	62%	45%	74%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

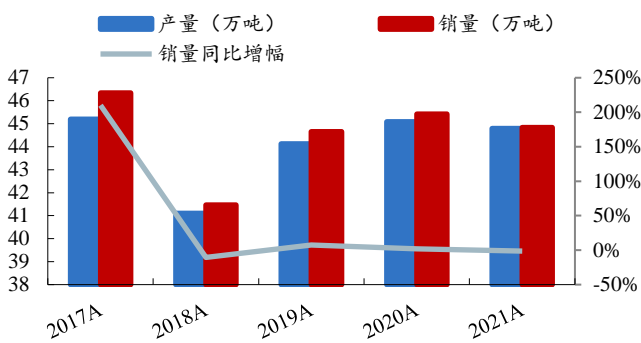
**图13：2021年公司吨煤销售均价提升较大**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、煤化工和铁路运输：协同构建“煤—化—运”产业链

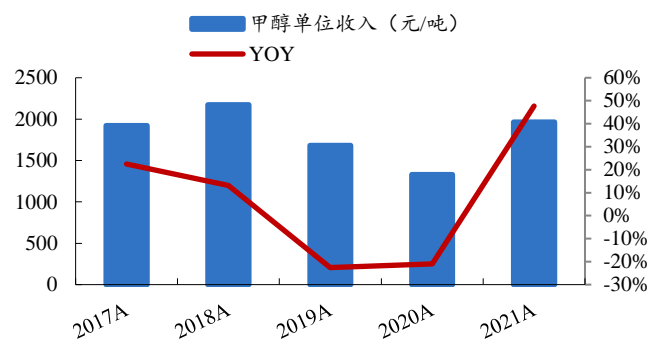
**煤化工业务：**公司子公司国泰化工负责经营公司的煤化工业务，产能为 40 万吨/年煤制甲醇项目。公司对国泰化工持股为 96.67%，目前甲醇的原材料煤炭一部分来源于红庆梁煤炭，一部分来源于其他煤矿的外购。2021 年，公司产量为 44.8 万吨，相比于去年同比减少 0.67%，2021 年公司所产的 44.8 万吨甲醇全部销售，产销两旺。2021 年甲醇价格提升较大，公司销售均价为 1963/吨，相比去年提升 48%，但是由于成本端上升同样迅速，单吨成本由 2020 年的 1567 元提升至 2021 年的 2300 元，同比提升了 47%，因此总体来看，毛利依然为负数。

图14：近三年公司甲醇产销量基本稳定



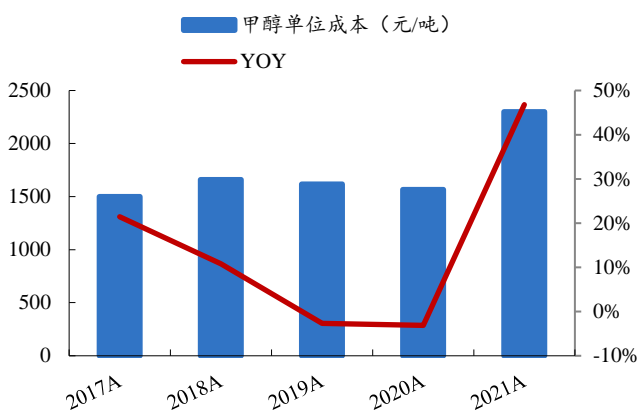
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2021年甲醇价格有所提升



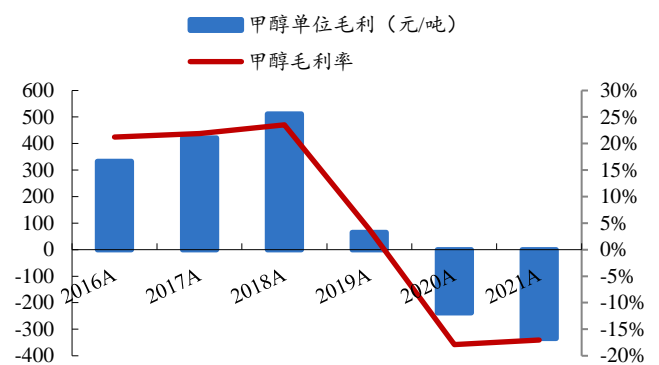
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2021年公司甲醇单位成本上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：2021年甲醇毛利有所下滑



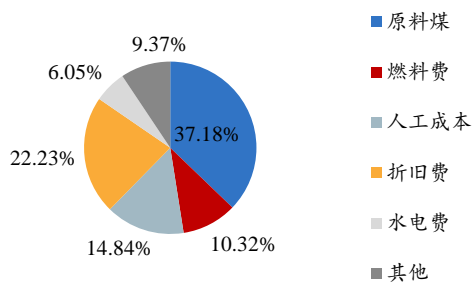
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**甲醇成本结构分析：**2021 年公司甲醇制造成本提升较大，单吨制造成本上升到了 2322 元，相比于 2020 年同比提升了 49.65%，其中上升最明显的两项是原料煤和燃料费，这两项事实上都是受到煤炭价格影响的，原料煤价格同比 2020 年提升了 93.41%，燃料费同比 2020 年提升了 107.42%，这两项成本的翻倍提升极大抬升了甲醇制造的单位成本，其中原料煤成本占比从 2020 年的 37.18% 上升到了 48.06%，燃料费的成本从 2020 年的 10.32% 提升到了 14.31%，二者的大幅度提升最终导致了毛利为负。

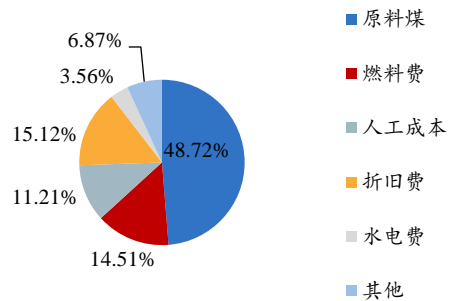
**表8：2021年甲醇单位成本受到原料煤的大幅提升有较大比例上行**

甲醇单位成本 (元/吨)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2021年变动率
原料煤	568	576	589	577	1,131	96.09%
燃料费	158	153	142	160	337	110.29%
人工成本	160	216	269	230	260	13.13%
折旧费	331	375	350	345	351	1.80%
水电费	121	122	109	94	83	-11.97%
其他	154	209	126	145	160	9.69%
总计	1,492	1,651	1,586	1,552	2,322	49.65%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图18：2020年甲醇成本中原料煤和燃料费占比近50%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图19：2021年甲醇成本中原料煤和燃料费占比提升**


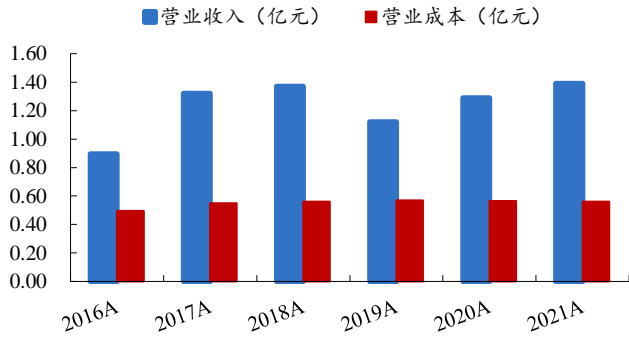
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**铁路运输控制煤炭运输成本，盈利能力有所保障。**公司的铁路运输业务由东铜铁路物流有限公司负责，公司持有东铜铁路59%的股权，负责运营鄂尔多斯市万利矿区铜匠川铁路专用线，主要承担万利矿区内高家梁矿、王家塔矿、杨家村矿等国家规划矿井的煤炭运输任务。装车塔为快速定量装车筒仓装车方式，并配有防冻、防尘、压实设施。正线全长22.018公里，自包西铁路通道东胜西站引出，向东南方跨国道、铁路、多条快速路及高速公路，沿铜匠川向北到达高家梁工业广场。

2021年，东铜铁路营业收入为1.39亿元，同比2020年增加了7.88%，营业成本有所下降，为0.56亿元，同比降低0.95%，毛利为0.83亿元，同比增加14.79%，毛利率为60%，比2020年增加了4个百分点。

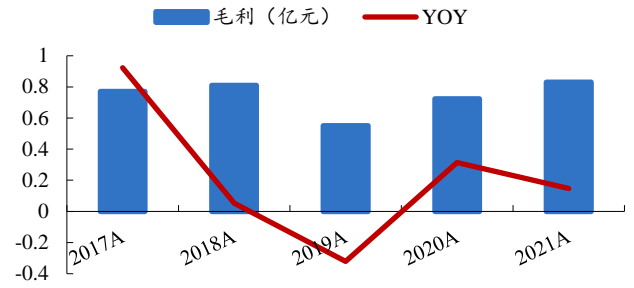


图20: 公司铁路运输业务营收和成本波动较小



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 近年来, 公司铁路运输业务毛利有所提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与估值

公司自产商品煤和煤化工等核心业务拆分的主要预测依据：

(1) 考虑 2022 年高家梁煤矿由 750 万吨扩产到 850 万吨，且 2022 年红墩子一期（240 万吨）开始投产，2023 年红墩子二期（240 万吨）开始投产，我们推断 2022 年红一煤矿产量预计为 50 万吨，2023 年红二煤矿产量预计为 70 万吨。我们预计煤炭市场保持高景气，产能利用率为 100%，2022/2023/2024 年总计公司煤炭产能和预计产量为 1500/1760/1930 万吨。

(2) 考虑 2022 年行业维持高景气，我们预测 2022/2023/2024 年公司市场煤单位售价分别为 583/587/587 元/吨。市场煤成本涨幅速度略高于销售价格涨幅，2022/2023/2024 年分别为 150/160/170 元/吨。

(3) 考虑公司煤化工产品产能实际情况，我们预测 2022/2023/2024 年甲醇产销两旺，产量分别为 44/44/44 万吨，销量为 44/44/44 万吨。考虑 2022 年一季度经营表现及结合原油、原料煤价格上涨情况，我们预测 2022/2023/2024 年甲醇单位售价分别为 1997/1950/1950 元/吨，甲醇单位成本分别为 2400/2400/2400 元/吨。

**盈利预测与估值：**我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 26.01/29.90/ 32.89 亿元，同比增长 29%/15%/10%，折合 EPS 分别是 2.17 /2.49/ 2.74 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.2/3.7/3.3 倍，我们选取业务与公司相近的 7 家公司，中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际、潞安环能、电投能源，2022-2023 年平均 PE 为 6.2/5.9，昊华能源估值在同行中明显偏低，考虑公司具备三方面亮点，一是公司煤炭业务定价市场化，充分享受市场价格上涨带来的业绩增厚；二是煤炭-化工-运输产业链一体化降低成本；三是红墩子煤矿一期和二期将在 2022 年下半年和 2023 年陆续投产，煤矿产能增量可观。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表9：煤炭板块盈利预测

煤炭板块盈利预测	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
煤炭销量 (万吨)	1063	1292	1460	1309.54	1386.5	1515	1777.6	1949.3
煤炭产量 (万吨)	818	1,047	1,279	1,215	1,372	1500	1760	1930
产销率	130%	123%	114%	108%	101%	101%	101%	101%
营业收入 (亿元)	45.22	47.23	46.34	35.97	73.15	88.26	104.26	114.33
平均售价 (元)	425.40	365.56	317.40	274.68	527.59	582.58	586.54	586.54
市场价格参考 (元)	389.66	395.88	385.02	392.15	764.60	792.62	792.62	792.62
价格比例	109.17%	92.34%	82.44%	70.04%	69.00%	74%	74%	74%
产能 (万吨)	-	-	-	1215	1372	1500	1760	1930
产能利用率	-	-	-	100%	100%	100%	100%	100%
营业成本 (亿元)	22.63	18.9	17.57	19.69	18.66	22.73	28.44	33.14
平均成本 (元)	212.89	146.28	120.34	150.36	134.58	150.00	160.00	170.00
吨煤毛利 (元)	212.51	219.27	197.05	124.32	393.00	432.58	426.54	416.54
毛利率	49.96%	59.98%	62.08%	45.26%	74.49%	74%	73%	71%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表10：甲醇板块盈利预测**

甲醇盈利预测	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
甲醇销量（万吨）	45.2	41.1	44.13	45.08	44.79	44	44	44
甲醇产量（万吨）	46.34	41.47	44.65	45.42	44.84	44	44	44
营业收入（亿元）	8.90	9.01	7.51	6.04	8.80	8.79	8.58	8.58
营业成本（亿元）	6.95	6.89	7.22	7.12	10.30	10.56	10.56	10.56
单位售价（元/吨）	1969.03	2192.21	1701.79	1338.83	1964.72	1997.28	1950.00	1950.00
单位成本（元/吨）	1537.61	1676.40	1636.08	1578.37	2299.62	2400.00	2400.00	2400.00
单位毛利	431.42	515.82	65.71	-239.54	-334.90	-402.72	-450.00	-450.00
市场价格（元/吨）	2601.63	2879.74	2145.69	1771.85	2570.07	2663.04	2600.00	2600.00
价格比例	75.68%	76.13%	79.31%	75.56%	76.45%	75%	75%	75%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表11：铁路板块盈利预测**

铁路业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1.32	1.37	1.12	1.29	1.39	1.5	1.5	1.5
营业成本（亿元）	0.55	0.56	0.57	0.57	0.56	0.56	0.56	0.56
毛利（亿元）	0.77	0.81	0.55	0.72	0.83	0.83	0.83	0.83

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表12：可比公司比较中，昊华能源 PE 被明显低估（估值日期：2022 年 6 月 21 日）**

名称	总市值（亿元）	预期归属上市公司股东净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中国神华	6,195	503	651	699	12.3	9.5	8.9
兖矿能源	1,791	163	269	287	11.0	6.7	6.2
陕西煤业	1,913	211	246	257	9.1	7.8	7.4
晋控煤业	265	47	59	61	5.6	4.5	4.3
山煤国际	351	49	56	59	7.2	6.3	6.0
潞安环能	430	67	98	104	6.4	4.4	4.1
电投能源	277	36	60	63	7.7	4.6	4.4
均值					8.5	6.2	5.9
昊华能源	110	20.11	26.01	29.90	5.5	4.2	3.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2022-2023 年归母净利润预测，除了陕西煤业是 Wind 一致预期，其余皆为开源证券研究所预测

## 5、风险提示

(1) 煤价超预期下跌风险。若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。

(2) 安全生产风险，公司所处的煤炭开采和化工行业皆属于高风险行业，存在安全生产方面风险。

(3) 新建产能不及预期风险，公司在建工程中主要包括煤矿项目，如果因为手续、政策等方面因素制约，可能存在新建产能不及预期风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2159	5274	6978	9825	12976
现金	1499	4027	6023	8260	11813
应收票据及应收账款	230	291	325	390	388
其他应收款	124	714	276	873	377
预付账款	27	41	39	54	47
存货	181	108	222	156	258
其他流动资产	98	92	92	92	92
<b>非流动资产</b>	22718	23305	23214	23100	22966
长期投资	233	207	172	136	100
固定资产	7830	7540	7614	7566	7422
无形资产	10321	11134	11482	11828	12172
其他非流动资产	4334	4423	3947	3570	3272
<b>资产总计</b>	24877	28579	30192	32924	35941
<b>流动负债</b>	4711	5032	4623	4875	4968
短期借款	2114	1110	1110	1110	1110
应付票据及应付账款	892	1001	1166	1310	1399
其他流动负债	1705	2921	2347	2455	2460
<b>非流动负债</b>	8956	9641	8554	7460	6363
长期借款	6014	5367	4280	3187	2089
其他非流动负债	2942	4274	4274	4274	4274
<b>负债合计</b>	13667	14673	13176	12336	11331
少数股东权益	3569	4259	5427	6934	8590
股本	1200	1200	1680	1680	1680
资本公积	3322	3322	2842	2842	2842
留存收益	2865	4843	7377	10401	13726
<b>归属母公司股东权益</b>	7641	9648	11589	13655	16020
负债和股东权益	24877	28579	30192	32924	35941

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1763	4279	5086	4909	6136
净利润	62	2909	3769	4497	4946
折旧摊销	507	514	492	521	547
财务费用	382	413	334	260	169
投资损失	10	-41	-7	-13	-20
营运资金变动	621	457	498	-357	495
其他经营现金流	181	27	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1030	-201	-394	-394	-393
资本支出	1016	1461	-55	-79	-98
长期投资	0	0	36	36	36
其他投资现金流	-14	1261	-414	-437	-455
<b>筹资活动现金流</b>	-1800	-1550	-2696	-2278	-2191
短期借款	124	-1004	0	0	0
长期借款	799	-646	-1087	-1093	-1097
普通股增加	0	0	480	0	0
资本公积增加	0	0	-480	0	0
其他筹资现金流	-2723	100	-1609	-1184	-1093
<b>现金净增加额</b>	-1067	2528	1996	2237	3553

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4362	8369	9896	11482	12494
营业成本	2752	2970	3399	3883	4249
营业税金及附加	305	768	908	1054	1147
营业费用	127	119	148	172	187
管理费用	533	495	594	689	750
研发费用	5	4	5	6	6
财务费用	382	413	334	260	169
资产减值损失	-101	-13	0	0	0
其他收益	239	13	147	133	97
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-10	41	7	13	20
资产处置收益	-0	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	341	3656	4662	5563	6103
营业外收入	22	1	1	1	1
营业外支出	40	94	67	80	73
<b>利润总额</b>	323	3563	4596	5484	6031
所得税	261	654	827	987	1086
<b>净利润</b>	62	2909	3769	4497	4946
少数股东损益	14	894	1168	1506	1657
<b>归母净利润</b>	48	2014	2601	2990	3289
EBITDA	1310	4427	5323	6151	6622
EPS(元)	0.04	1.68	2.17	2.49	2.74

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-21.1	91.8	18.2	16.0	8.8
营业利润(%)	-53.1	973.5	27.5	19.3	9.7
归属于母公司净利润(%)	-83.5	4105.9	29.1	15.0	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.9	64.5	65.7	66.2	66.0
净利率(%)	1.1	24.1	26.3	26.0	26.3
ROE(%)	0.6	20.9	22.2	21.8	20.1
ROIC(%)	0.8	15.2	18.7	20.8	21.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.9	51.3	43.6	37.5	31.5
净负债比率(%)	91.2	52.4	21.1	1.2	-17.9
流动比率	0.5	1.0	1.5	2.0	2.6
速动比率	0.4	1.0	1.4	2.0	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	13.9	32.1	32.1	32.1	32.1
应付账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.04	1.68	2.17	2.49	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	3.57	4.24	4.09	5.11
每股净资产(最新摊薄)	6.37	8.04	9.66	11.38	13.35
<b>估值比率</b>					
P/E	229.2	5.5	4.2	3.7	3.3
P/B	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	22.3	6.1	4.6	3.7	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn