

昊华能源 (601101.SH)

煤炭、甲醇业务双修复，业绩弹性可期

优于大市

核心观点

昊华能源是京能集团旗下唯一煤炭上市平台，已形成“煤矿+煤化工+物流”的产业格局。公司2003年成立，2010年上市，是京能集团旗下唯一煤炭上市平台，京能集团持股63.31%，北京市国资委是实控人。公司已经形成“煤炭+运输+化工”一体化的业务结构，其中自产煤主业以不到75%的收入贡献了超过92%的毛利，是当前公司营收、利润的核心，煤化工业务是下游的重要产业延伸，煤炭物流、铁路运输更多依托自有铁路专线配套煤炭主业发展，以终端直销、一票到厂的一体化服务打通产销链路，提高煤炭主业的兑现效率。

煤炭业务业绩弹性大，中期产能目标翻倍。截至2025年底公司核定总产能1930万吨/年，整体剩余可采年限54.90年，公司已形成“内蒙古+宁夏”双基地生产格局。在煤价中枢大幅提升&成本优化的共振下，公司煤炭业务弹性较大。一方面，公司市场煤占比约75%，且拥有约24%+的配焦煤产能，煤炭售价弹性较大；另一方面，2025年受煤质下滑、产能爬坡期成本高企、计提超1亿元减值等影响，红墩子煤业亏损4.2亿元，是公司业绩的最大拖累项，而2026年以上影响基本消退，公司业绩修复空间较大。此外公司“十五五”战略目标“再造一个昊华”，未来将通过煤矿核增、集团资产注入、外部收购等方式实现煤炭产能翻倍的目标。

煤化工业务经营有望大幅改善。公司煤化工业务核心主体为国泰化工，拥有40万吨/年甲醇产能。2021-2024年受成本端煤价大幅上行等的影响，甲醇业务是公司利润表中的拖累项。进入2025年后煤价中枢大幅回落&公司有效成本管控，甲醇毛利率自2019年以来再度转正至8%。2026年3月起受地缘冲突影响，国内甲醇价格大幅上涨，甲醇与煤炭价差远超公司盈亏平衡线，甲醇业务盈利有望改善。

盈利预测与估值：预计公司2026-2028年归母净利润分别为13.3/13.9/14.5亿元，对应PE分别为11.5/11.1/10.6。我们认为公司合理估值区间在人民币12.0-12.9元之间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：煤炭和甲醇等大宗商品价格波动风险、安全生产事故影响、产能释放不及预期、分红率不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,138	8,027	9,548	9,619	9,686
(+/-%)	8.3%	-12.2%	19.0%	0.7%	0.7%
归母净利润(百万元)	1037	512	1331	1387	1445
(+/-%)	-0.3%	-50.6%	159.7%	4.3%	4.1%
每股收益(元)	0.72	0.36	0.92	0.96	1.00
EBIT Margin	25.6%	15.4%	24.9%	25.4%	25.9%
净资产收益率(ROE)	8.7%	4.3%	10.7%	10.7%	10.7%
市盈率(PE)	14.8	29.9	11.5	11.1	10.6
EV/EBITDA	8.8	12.8	7.3	6.9	6.7
市净率(PB)	1.28	1.29	1.23	1.18	1.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳

0755-81982908

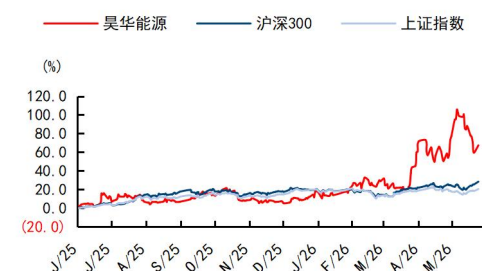
huruiyang@guosen.com.cn

S0980523060002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	12.00 - 12.90 元
收盘价	11.17 元
总市值/流通市值	16085/16085 百万元
52周最高价/最低价	14.65/6.87 元
近3个月日均成交额	466.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
公司沿革及经营概况	5
业绩随煤价周期波动，修复可期	7
经营指标改善，分红率逐年提升	8
煤炭：拓展宁蒙双基地，业绩弹性较大	9
甲醇：受益于甲醇-煤炭价差走扩，盈利修复	12
物流与贸易：打通“产-运-销”全链条，提高经济效益	15
同业比较	16
盈利能力	16
营运能力	17
偿债能力	18
盈利预测	19
假设前提	19
未来 3 年业绩预测	22
估值与投资建议	23
相对估值	23
投资建议	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	25

图表目录

图 1: 昊华能源股权穿透图	5
图 2: 昊华能源发展历程	6
图 3: 公司营业收入变化	7
图 4: 公司归母净利润变化	7
图 5: 公司营业收入结构	7
图 6: 公司毛利结构	7
图 7: 经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)	8
图 8: 货币资金变化 (亿元)	8
图 9: 分红金额及分红率变化 (亿元)	8
图 10: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金变化 (亿元)	8
图 11: 公司 ROE 变化	9
图 12: 资产负债结构	9
图 13: 公司煤炭产销量变化 (万吨)	10
图 14: 分煤种产销量变化 (万吨)	10
图 15: 主要控股参股煤炭相关公司净利润情况 (万元)	11
图 16: 公司吨煤盈利情况 (元/吨)	11
图 17: 公司甲醇产销量变化 (万吨)	13
图 18: 国泰化工净利润变化 (万元)	13
图 19: 公司甲醇盈利情况 (元/吨)	13
图 20: (甲醇-煤炭) 价差与国泰化工利润的关系 (元/吨)	14
图 21: 铁路运输业务经营情况 (亿元)	15
图 22: 煤炭物流业务经营情况 (亿元)	16
图 23: 可比公司 ROE (%)	17
图 24: 可比公司 ROA (%)	17
图 25: 可比公司毛利率 (%)	17
图 26: 可比公司净利率 (%)	17
图 27: 可比公司存货周转天数 (天)	18
图 28: 可比公司应收账款周转天数 (天)	18
图 29: 可比公司总资产周转率	18
图 30: 可比公司净营业周期	18
图 31: 可比公司资产负债率 (%)	19
图 32: 可比公司 EBITDA/带息债务	19
图 33: 可比公司货币资金/短期债务	19
图 34: 可比公司现金流量利息保障倍数	19
图 35: 油煤价格变化 (美元/桶, 元/吨)	20
图 36: 油煤价格回归结果	20
图 37: 秦皇岛 5500K 煤价变化 (元/吨)	21

图 38: 3 月以来国内甲醇价格大幅上涨 (元/吨)	21
表 1: 公司所属煤矿情况	9
表 2: 公司所属煤矿投产时间	10
表 3: 吨煤成本明细 (元/吨)	10
表 4: 吨煤成本明细 (元/吨)	12
表 5: 国泰化工净利润敏感性分析	14
表 6: 国泰化工盈利测算	14
表 7: 公司业务拆分	22
表 8: 未来 3 年盈利预测表	22
表 9: 可比公司对比	23
表 10: 同类公司估值比较	23

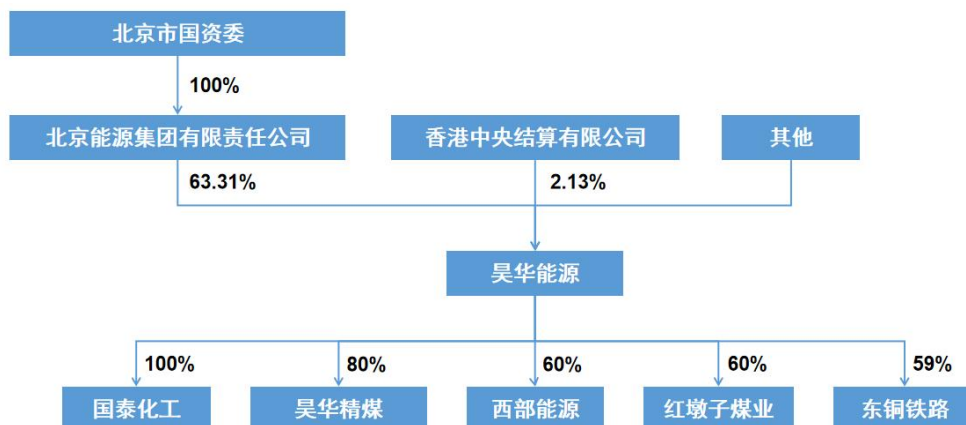
公司概况

公司沿革及经营概况

昊华能源主营业务为煤炭生产与销售、甲醇生产与销售及铁路专用线运输，已经形成“煤炭+运输+化工”的一体化业务模式。公司是北京市国资体系下的重要能源平台，京能集团旗下唯一煤炭上市平台，京能集团持股 63.31%，北京市国资委是实控人。

京能集团是北京市政府设立的国有独资企业，成立于 2004 年，由两家市属投资公司合并组建，后又先后整合北京市热力集团、北京京煤集团，不断完善产业布局。目前集团形成热力、电力、煤炭、健康文旅协同发展的多元业态，核心承担保障首都能源安全稳定供应的重要职能。截至 2025 年底，集团资产规模突破 5000 亿元，下辖千余家全资及控股企业、百余家参股企业，员工超 3.4 万人，业务布局覆盖全国 33 个省市并延伸至海外，控股六家上市公司，整体盈利实力位居北京市属企业前列。在核心业务领域，集团综合实力突出：总发电装机达 5874 万千瓦，可再生能源装机超 3100 万千瓦、占比过半，两项装机规模均处于地方能源企业第一梯队；煤炭核准产能 2730 万吨/年；整体供热面积达 6.03 亿平方米，其中在北京地区供热面积超 4 亿平方米，占据首都核心区八成以上供热市场。

图1：昊华能源股权穿透图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司最早源于京西老矿区资源整合，后逐步向内蒙古、宁夏等资源禀赋更优地区延伸，形成从北京本地煤炭企业向“蒙宁双基地资源型煤企”的转型。公司的发展历程可划分为五个阶段：

第一阶段：京西矿区奠基与股份制改制（1948 年—2003 年）。公司历史可追溯至 1948 年成立的平西煤炭公司，此后历经多次重组整合，逐步奠定了北京地区的煤炭产业基础，成为北京市属国有煤炭生产供应主体。早期主要矿井集中在京西门头沟区的木城涧、大安山、大台、长沟峪等老矿区。2002 年 12 月 31 日，由北京京煤集团有限责任公司联合首钢集团、中国中煤能源集团、五矿发展和煤炭科学技术研究院共同发起设立，在北京市工商行政管理局正式注册登记，改制为股份有限公司。2003 年 1 月 8 日，北京昊华能源股份有限公司正式成立。

第二阶段：异地拓矿与资源外延（2004 年—2009 年）。这一阶段公司开始突破京西老矿区的地理限制，向资源禀赋更优的蒙西地区延伸。2004 年 1 月，公司出

资 3.6 亿元购买鄂尔多斯高家梁矿权，开创了国有企业异地购买矿权的先例，迈出京外扩张的关键一步。2006 年，木城涧煤矿综合机械化采煤工作面投入试生产，成为北京第一个综采工作面。2007 年 11 月，高家梁煤矿建设工程正式开工。2009 年 9 月，万利矿区铜匠川铁路专用线开工建设，标志着公司开始构建“煤矿+运输”协同体系。

第三阶段：上市扩张与产能跃升（2010 年—2015 年）。2010 年 1 月，高家梁煤矿完成全部建设工程并进入试生产；同年 3 月，公司在上海证券交易所首发上市，成为北京市属煤炭行业首家 A 股上市公司；同年 6 月，公司受让杭锦旗西部能源开发有限公司 60% 股权，成功收购红庆梁井田矿业权，形成内蒙古双矿格局。2011 年，东铜铁路正线铺通，运输协同能力落地。2012 年 12 月，高家梁煤矿取得年产 600 万吨生产许可证，标志着该矿正式建成。2015 年 8 月，国泰化工合成车间接出第一桶甲醇产品，公司业务从纯煤炭向“煤炭+化工”延伸。这一阶段公司完成了从区域煤企向多基地、多业务上市平台的跃升。

第四阶段：京西退出与“双基地”布局形成（2016 年—2019 年）。这一阶段公司完成了从京西老矿区的全面退出和控股权变更。2016 年 3 月，长沟峪煤矿停产并正式关闭，同年国泰化工取得安全生产许可证。2018 年 9 月，大安山煤矿停止生产。2019 年 1 月，京煤集团与京能集团签订国有股权无偿划转协议，京能集团以 63.31% 持股比例成为控股股东，实际控制人变更为北京市国资委。2019 年 9 月，大台煤矿停产，至此昊华能源京西所有生产煤矿全部关闭退出。同月，公司出资 31.58 亿元收购宁夏红墩子煤业 60% 股权及 19.36 亿元相关债权，新增产能 480 万吨/年，形成“内蒙古+宁夏”双基地布局。

第五阶段：持续推进“煤矿+”产业链（2020 年至今）。公司围绕“煤为核心、煤电平衡、协同发展”战略持续推进。2020 年 7 月，首列敞顶集装箱列车驶入东铜铁路，煤炭集装箱运输正式开通运营；同年 9 月，红墩子煤业红一煤矿取得采矿许可证。2021 年 1 月，红庆梁煤矿取得采矿许可证，内蒙古第二矿正式具备合法生产资格。2022 年 11 月，西部能源首个 6.5 米大采高智能化综采工作面正式投产，标志着公司智能化矿井建设取得突破。2023 年红一煤矿顺利通过竣工验收，同年红二煤矿实现联合试运转。2025 年，红二煤矿取得安全生产许可证；此外公司深度拓展“煤矿+”业务，终端销售占比超 68%，其中红墩子煤业直销占比 95%，并加强产—运—销协作，铁路煤炭发运量突破 725 万吨，创历史新高。

图2：昊华能源发展历程

1948年 基业肇始 1948年平西煤炭公司成立；2003年北京昊华能源股份有限公司正式成立。	2004年1月 异地拓矿 出资3.6亿元成功购买鄂尔多斯高家梁矿权，迈出了跨区域发展的关键一步。
2010年3月 成功上市 公司在上海证券交易所首发上市，成为北京市属煤炭行业首家A股上市公司。	2010年6月 双矿格局 收购红庆梁井田矿业权，在内蒙古地区形成高家梁、红庆梁双矿联动的产业布局，扩大资源储备。
2011年 运输协同 东铜铁路正线顺利铺通，构建起煤炭运输的关键通道，大幅提升物流效率，实现煤炭生产与运输的高效协同。	2012年12月 核心产能落地 高家梁煤矿正式建成投产，标志着公司在内蒙古的核心产能形成，提升了可持续发展能力。
2016年8月 产业延伸 国泰取得安全生产许可证，业务从纯煤炭向“煤炭+化工”延伸。	2019年9月 京西退出 大台煤矿停产，标志京西所有生产煤矿全部关闭退出。
2019年9月 内蒙双基地格局形成 公司收购宁夏红墩子煤业60%股权，新增产能480万吨/年，形成“内蒙古+宁夏”双基地布局。	2023-2025年 创新跃升 红一、红二煤矿相继投产运营，“煤矿+”业务深度拓展，铁路煤炭发运量创历史新高，构建起多基地协同发展新格局。

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

业绩随煤价周期波动，修复可期

公司业绩近年来波动较大。2019 年，公司一次性计提与京东方能源相关资产减值准备 29628 万元，业绩大幅下滑。2020 年业绩继续大幅下滑主要系煤炭产销量同比下降、煤炭销售结构发生较大变化、甲醇价格同比大幅下降等。2021-2022 年，公司煤炭产量增长与价格红利共振，推动业绩实现爆发式增长。2023-2025 年行业景气度回落，随着煤炭市场价格逐步回归合理区间，压缩盈利空间，公司归母净利润自高点持续回落。2025 年受煤价中枢的继续回调、部分煤矿开采过程中煤质波动以及红二煤矿新投产成本高企等因素影响，公司业绩跌至近年来的低点。2026Q1，煤炭产销量增长抵消煤价下降的影响并带动煤炭板块毛利增加，叠加收到参股公司分红、投资收益增加，公司归母净利润同比+15.6%；同时甲醇价格 3 月份大幅上涨，同时煤价反弹，公司全年业绩有望修复。

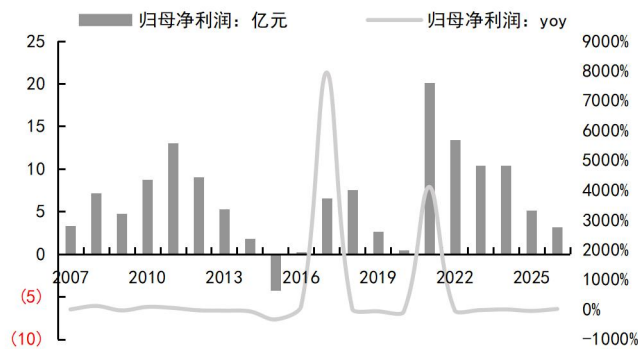
从业务结构看，煤炭主业以不到 75%的收入贡献了超过 92%的毛利，是当前公司营收、利润的核心，煤化工业务是下游的重要产业延伸，煤炭物流、铁路运输更多依托自有铁路专线配套煤炭主业发展，以终端直销、一票到厂的一体化服务打通产销链路，提高煤炭主业的兑现效率。从占比来看，2025 年自产煤炭、煤炭物流、煤化工、铁路运输营收占比分别为 74.9%、12.2%、11.7%、1.1%，毛利润占比分别为 92.2%、2.0%、2.7%、2.0%。

图3：公司营业收入变化



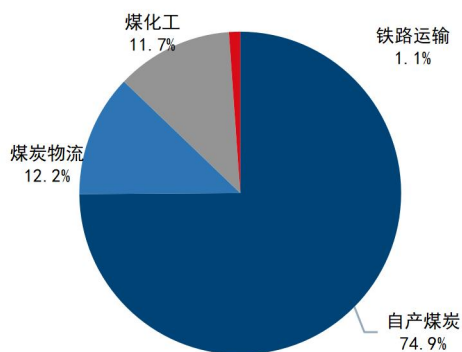
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润变化



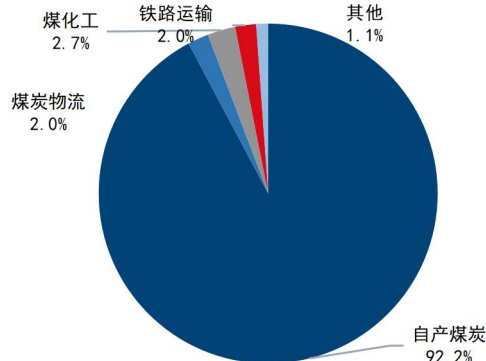
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司营业收入结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营指标改善，分红率逐年提升

随着在建项目的逐渐投产，公司已经从高投入、高杠杆扩张期逐渐切换至“产能兑现+现金回收+资本运作预备期”。

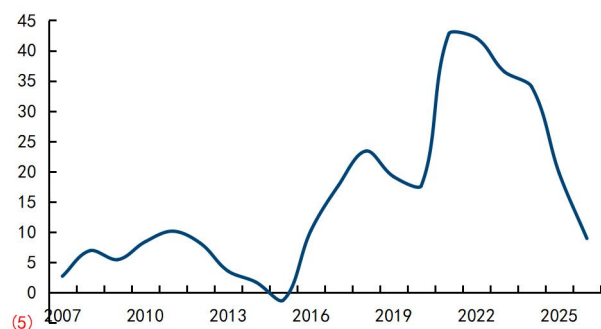
公司资产负债率从 2007-2009 年不足 10% 的低位起步，随着西部能源、红墩子煤业等项目并购与建设投入快速上升，在 2019 年收购红墩子后升至高位，之后随着高景气周期下业绩改善&现金流积累开始明显下降，2026Q1 降至 47.3%。

公司资本开支呈明显脉冲特征：2019 年以来，随着红墩子煤业的收购&建设、红庆梁煤矿的建设等，2023 年公司资本支出达到历史高位约 24 亿元，此后随着在建项目陆续投产回落至 2025 年的 11 亿元。

公司经营活动现金流净额随行业周期波动较大，但货币资金随着经营改善逐渐积累，从此前不足 20 亿元，提升至当前的 50 亿元左右。

经营向好，分红率提高。经营改善以来，公司积极回报股东，2024 年分红率 63.6%，2025 年虽然业绩大幅下滑，但公司将分红率提至 70.3%。未来在没有大额资产支出的情况下，公司有望维持较高的分红率。

图7：经营活动产生的现金流量净额变化（亿元）



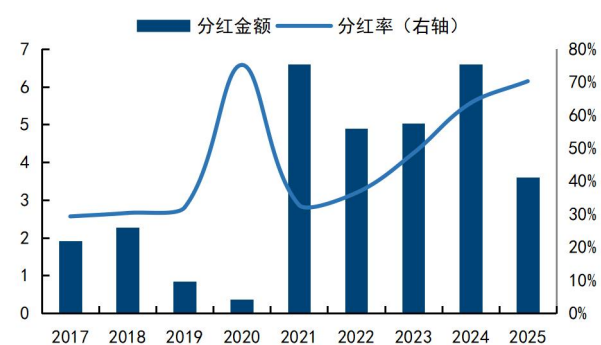
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：货币资金变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：分红金额及分红率变化（亿元）



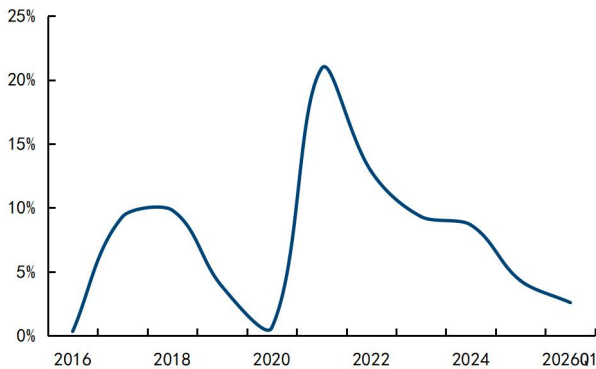
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: 公司 ROE 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 资产负债结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

煤炭：拓展宁蒙双基地，业绩弹性较大

公司已构建起以“内蒙古+宁夏”双基地为核心的煤矿生产格局。截至 2025 年底，公司核定总产能 1930 万吨/年，权益产能合计 1328 万吨/年；拥有煤炭资源总量约 20.95 亿吨，可采储量 10.6 亿吨，整体剩余可采年限 54.90 年，资源储备丰富。煤炭产品以动力煤为主，主要供应电厂燃料使用；同时，红墩子煤业所产气煤经洗选后，可用作炼焦配煤或气化原料。

- **内蒙古基地：**公司在内蒙古基地拥有两大主力矿井，是当前产能与盈利的核心来源。其中昊华精煤旗下的高家梁煤矿，核定产能 850 万吨/年，公司持股 80%，对应权益产能 680 万吨/年，煤种为不粘煤，是公司产能规模最大、盈利贡献最稳定的核心矿井；西部能源旗下的红庆梁煤矿，核定产能 600 万吨/年，公司持股 60%，对应权益产能 360 万吨/年，煤种为长焰煤/不粘煤，剩余可采年限 60.76 年，服务年限较长，与高家梁煤矿构成公司在内蒙古地区的产能支柱。
- **宁夏基地：**在宁夏基地，公司通过红墩子煤业布局了红一、红二两座气煤矿井，进一步丰富了煤种结构与产能储备。红一/红二煤矿核定产能均为 240 万吨/年，公司均持股 60%，两座矿井的气煤产品可适配下游化工、发电等多元需求，拓宽了公司的客户覆盖范围与盈利场景。

表1: 公司所属煤矿情况

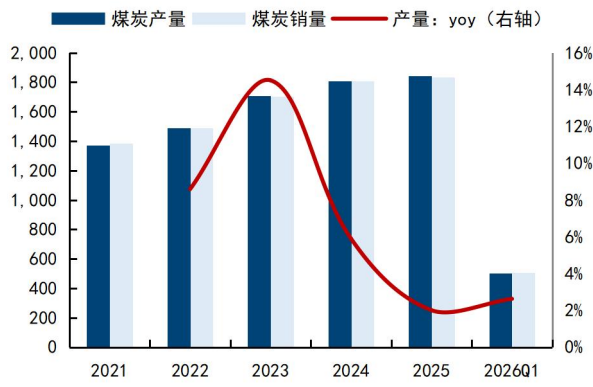
子公司	矿井/项目	煤种	核定产能 (万吨/年)	持股比例	权益产能 (万吨/年)	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	剩余可采年限
昊华精煤	高家梁煤矿	不粘煤	850	80%	680	64,889.10	37,235.37	43.81
西部能源	红庆梁煤矿	长焰煤/不粘煤	600	60%	360	64,621.29	36,455.25	60.76
红墩子煤业	红墩子煤业（红一煤矿）	气煤	240	60%	144	45,786.44	16,172.26	67.38
红墩子煤业	红墩子煤业（红二煤矿）	气煤	240	60%	144	34,156.63	16,091.98	67.05
合计		-	1,930	69%	1,328	209,453	105,955	54.90

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着在建项目的陆续投产，公司煤炭产销量呈现“稳步爬坡后高位企稳”的态势。从 2021 年到 2025 年，公司煤炭产量从约 1370 万吨稳步增长至 1840 万吨左右，销量与产量基本同步，保持了较高的产销率。2021-2023 年随着红庆梁煤矿、红一煤矿的投产，公司煤炭产量快速增加，2023 年增速达到约 14.5% 的峰值。

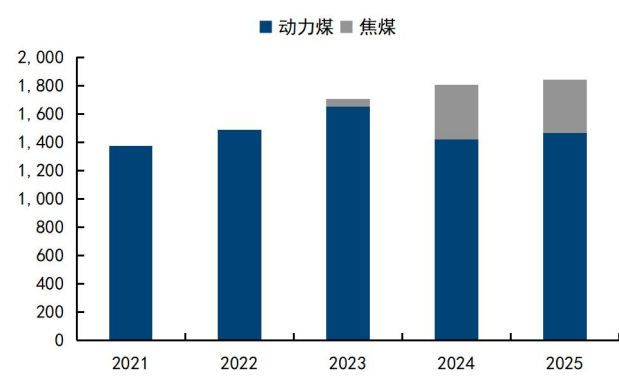
2024-2025 年，随着公司主力矿井进入稳定生产阶段，产量增速自然回落进入平台期。2025 年，公司实现煤炭产量 1843 万吨，同比增加 36 万吨、同比增长约 2%，创历史新高。此外，随着红一、红二煤矿的投产，公司煤炭产量中配焦煤的占比提升至 20.5%。

图13: 公司煤炭产销量变化（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 分煤种产销量变化（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2: 公司所属煤矿投产时间

矿井名称	联合试运转时间	投产时间
高家梁煤矿	2010 年 6 月完成联合试运转（一期）；2012 年二期完成联合试运转	2012 年 12 月正式投产（取得 600 万吨/年生产许可证），后续产能持续核增
红庆梁煤矿	2018 年 4 月启动首次联合试运转；2021 年 8 月再次备案联合试运转	2021 年 12 月取得安全生产许可证，全面合规稳定生产
红一煤矿	2022 年 9 月启动联合试运转	2024 年 4 月取得安全生产许可证，正式投产运营
红二煤矿	2023 年 12 月启动联合试运转	2025 年 3 月取得安全生产许可证，正式投产运营

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

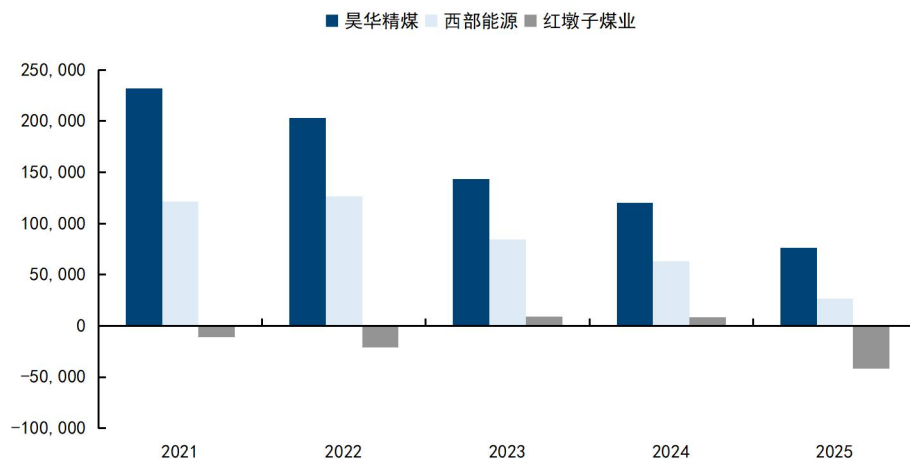
从盈利看，公司煤炭业务盈利的本质在于“成熟矿井稳产+红墩子减亏爬坡”。从 2025 年的盈利情况看，昊华精煤+西部能源合计贡献利润约 7.7 亿元，而红墩子煤业亏损 4.2 亿元，对应公司减利约 2.5 亿元。公司主力矿井高家梁煤矿、红庆梁煤矿生产成本处于行业领先水平，成本优势显著。而红墩子煤业是影响公司利润释放的核心原因，2025 年净利润亏损主要原因系①红三煤矿因开发经济效益不可行计提全额在建工程减值准备 10,419.02 万元；②煤矿产能处于爬坡期、吨煤成本较高，但煤价中枢降低，盈利不足以覆盖折旧摊销、财务等费用；③红墩子煤矿开采遇到断层和破碎带，影响煤质。目前红墩子煤矿生产的最坏阶段已经过去，随着产量爬坡，有望成为拉动公司业绩改善的核心力量。

表3: 吨煤成本明细（元/吨）

	2020	2021
材料成本	7.5	8.1
人工成本	33.4	40.6
电力成本	5.6	13.5
折旧费	19.2	17.5
专项储备	23.7	25.3
运输成本	-	-
其他	10.8	13.4
吨煤开采成本	100.2	118.4
吨煤销售成本	150.4	162.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 吨煤销售成本=煤炭业务成本/煤炭销量

图15: 主要控股参股煤炭相关公司净利润情况（万元）

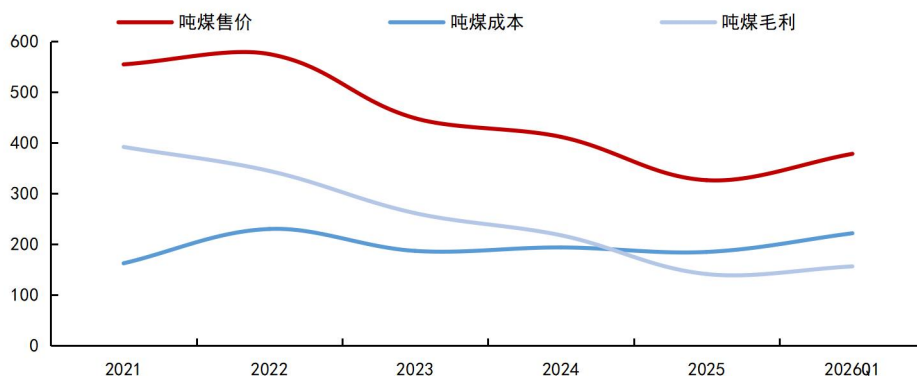


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现货占比 75%左右，价格弹性大。内蒙古地区是公司主要的长协煤生产销售基地，长协煤销售占比 20%-30%，宁夏基地销售少部分长协煤；公司整体市场煤销售占比约 75%。此外，宁夏基地所售配焦煤价格弹性大于动力煤，进一步放大煤炭售价弹性。

成本波动主要与新矿投产有关，吨煤毛利与煤价变化基本一致。2023 年公司吨煤成本由高点回落，核心驱动是到厂价结算的煤炭销售量大幅减少致运费大幅下降，以及红一煤矿投产、红庆梁产能释放摊薄了固定成本，这有效对冲煤炭售价下降。2025 年，在煤价触底与成本回升的双重挤压下，公司吨煤毛利跌至底部；成本端，红二煤矿 3 月正式投产，产能利用率较低，折旧、财务费用等固定成本无法被充分摊薄，单吨成本较高，拉高了公司整体吨煤成本。2026 年一季度，随着煤价触底反弹，吨煤毛利修复。未来随着红二煤矿产能利用率提升，成本有望逐步回落，叠加煤价回暖，吨煤毛利将进入持续修复通道。

图16: 公司吨煤盈利情况（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4: 吨煤成本明细（元/吨）

	2022	2023	2024	2025
材料成本	23.1	16.2	16.3	19.5
人工成本	50.3	61.7	66.5	59.8
电力成本	19.4	17.3	15.5	12.2
折旧费	16.9	24.9	28.5	30.9
专项储备	29.4	48.9	42.5	39.5
运输成本	74.2	4.7	-	-
其他	17.2	13.6	24.7	23.2
小计	230.4	187.2	194.0	185.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司“十五五”战略“做精煤炭主业，再造一个昊华”。一方面公司将持续优化产品结构、提高精煤产率；另一方面规划煤炭产能较当前至少翻倍。未来公司提升煤质、增加煤炭产能的核心驱动力来自三个维度：

- 一是红墩子矿区九号煤层的开拓延伸。九号煤层资源量接近 1 亿吨，赋存条件比较稳定，煤质好，开采后炼焦配煤的比例会有大幅提升。2027-2028 年红二、红一煤矿将陆续开采进九号煤层。
- 二是红墩子潜在核增逐步兑现。公司持续推进红一、红二矿核增，未来两矿的年产能均有望从 240 万吨核增至 300 万吨。
- 三是内外部并购。一是集团所属的哈密汉水泉二号煤矿，储量 54 亿吨，煤种为不粘煤和长焰煤，具有低灰、低硫、高发热量等特点，是优质的火力发电和煤化工用煤，具有大规模、集约化开发的条件设计，但至今未取得探矿权证，集团承诺在煤矿经营所需资质完备后，投入正常生产后一年内，将其注入昊华能源；二是公司参股的京东方能源（公司持有其 11.54%的股权）拥有巴彦淖井田一号矿，煤炭资源量 4.5 亿吨，煤质为不粘煤，设计产能 800 万吨/年，未来有望通过资本运作并入公司体内。此外，公司也会审慎推进集团内外优质项目收购。

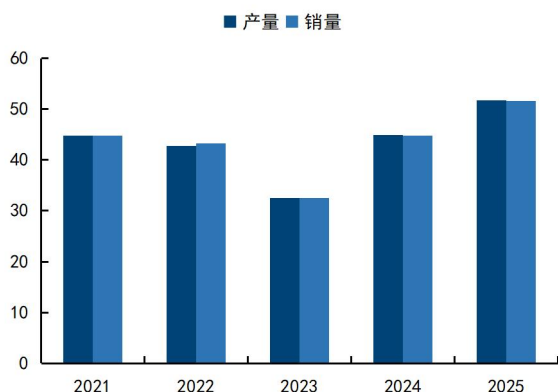
甲醇：受益于甲醇-煤炭价差走扩，盈利修复

公司煤化工业务核心主体为国泰化工，拥有 40 万吨/年甲醇产能，位于鄂尔多斯杭锦旗，甲醇化工生产工艺先进。国泰化工甲醇单位产品能耗小于 1700kgce/t，达到国家先进值；甲醇单位产品用水量优于国家标准，部分指标达到国家标杆值。拥有甲醇合成催化剂及其制备方法等 40 余项专利，是国家级高新技术企业，具备较好的经营基础。

过去多年，甲醇业务是公司利润表中的拖累项；但 2025 年起，该业务已出现经营拐点迹象。2021-2022 年国泰化工产能利用率超过 100%，但由于煤炭价格中枢的大幅上涨，亏损超 3 亿。2023 年甲醇生产线出现系统性故障，整体老化，当年产量大幅下滑 24%，同时国泰化工计提资产减值准备 30,116.64 万元，减少合并报表归属于上市公司股东的净利润 29,113.76 万元。此外，甲醇价格回落但成本端煤炭价格仍在高位，加剧亏损。2024 年装置完成大修后全面复产，甲醇产销量回升至 45 万吨左右，与此同时成本端煤价中枢下滑为减亏奠定基础，此外 2024 年公司聚焦降低煤炭采购成本、技术创新赋能、减人提效、转变采购方式、争取惠企政策、拓展销售路径等多项降本增效具体措施，使得经营亏损同比大幅度减少。2025 年，公司甲醇销量 51.61 万吨，创历史最高水平。同时，受益于成本端煤价的大幅下滑以及公司有效的成本管控，甲醇毛利率自 2019 年以来再度转正至

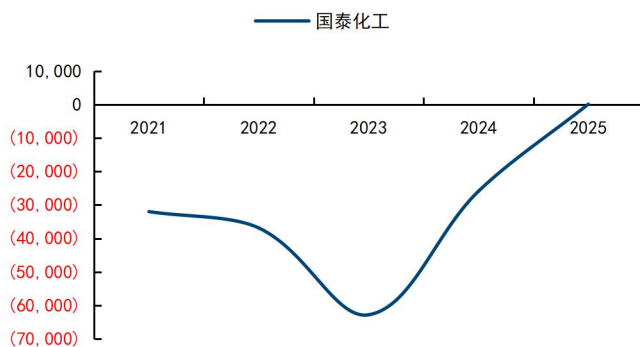
8%，国泰化工实现利润总额 83.05 万元，同比减亏 2.6 亿元。

图17：公司甲醇产销量变化（万吨）



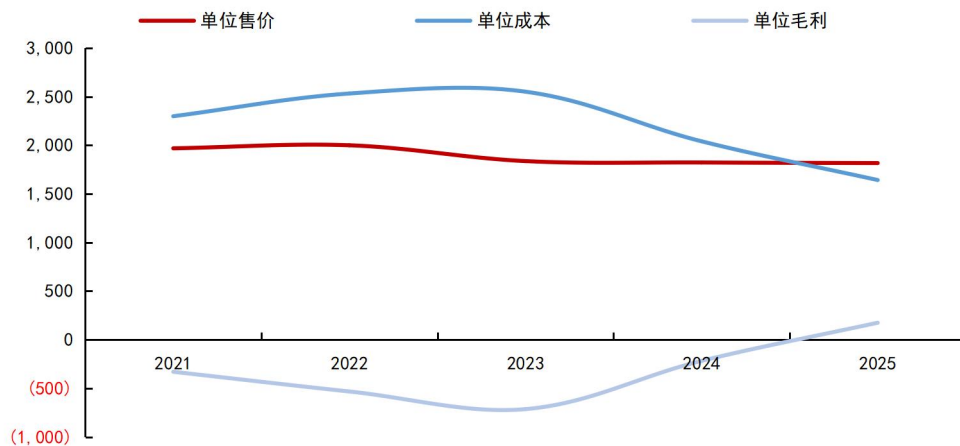
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：国泰化工净利润变化（万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

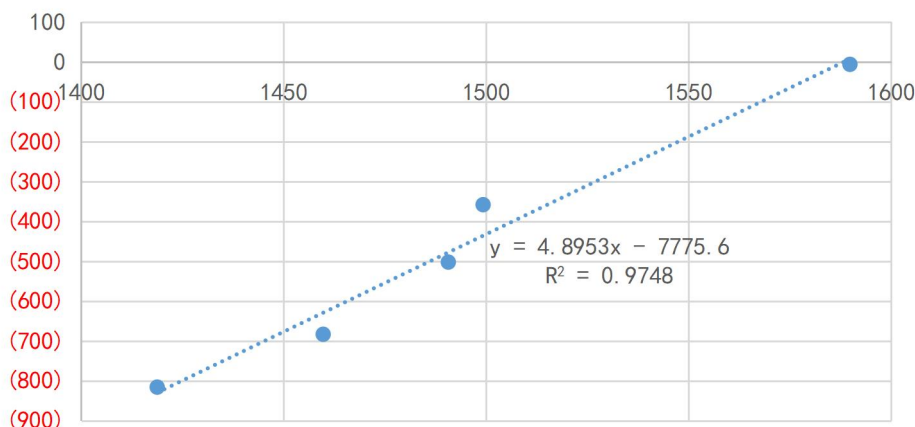
图19：公司甲醇盈利情况（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

复盘国泰化工近年来的盈利情况，以（甲醇-煤价）为横轴，国泰化工甲醇单吨净利润为纵轴作图，得到拟合公式 $y=4.8953x - 7775.6$ ，且相关系数接近 1，计算可得当（甲醇-煤价）的价差大于 1585.9 元/吨时，国泰化工开始盈利。其盈利预测的敏感分析如表 5 所示。当煤价固定不变时，甲醇售价每上行一档（约 93 元/吨），全年净利润增厚约 4500 万元；当甲醇售价固定时，原料煤每上行 20 元/吨，全年净利润减少约 1800 万元。当前内蒙古当地甲醇价格 2600 元/吨，煤价 560 元/吨，国泰化工的盈利明显改善。

图20: (甲醇-煤炭) 价差与国泰化工利润的关系 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 横轴为 (甲醇-煤炭) 价差 (含税), 纵轴为公司单位甲醇净利润 (元/吨)

表5: 国泰化工净利润敏感性分析

净利润: 万元	甲醇价 (含税)								
	2034	2147	2260	2373	2486	2599	2712	2825	2938
500	-5850	-1350	3150	7650	12150	16650	21150	25650	30150
520	-7650	-3150	1350	5850	10350	14850	19350	23850	28350
540	-9450	-4950	-450	4050	8550	13050	17550	22050	26550
560	-11250	-6750	-2250	2250	6750	11250	15750	20250	24750
580	-13050	-8550	-4050	450	4950	9450	13950	18450	22950
600	-14850	-10350	-5850	-1350	3150	7650	12150	16650	21150
620	-16650	-12150	-7650	-3150	1350	5850	10350	14850	19350
640	-18450	-13950	-9450	-4950	-450	4050	8550	13050	17550
660	-20250	-15750	-11250	-6750	-2250	2250	6750	11250	15750
680	-22050	-17550	-13050	-8550	-4050	450	4950	9450	13950
700	-23850	-19350	-14850	-10350	-5850	-1350	3150	7650	12150
720	-25650	-21150	-16650	-12150	-7650	-3150	1350	5850	10350
740	-27450	-22950	-18450	-13950	-9450	-4950	-450	4050	8550

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望 2026-2028 年, 假设甲醇销售均价稳定在 2000-2100 元/吨 (不含税)、年销量 45 万吨, 原料煤和燃料煤价格上涨 15% 左右, 其他生产成本在公司的有效管控下基本维持 2025 年的水平, 2026 年预计实现净利润 0.5 亿元, 2027、2028 年净利润稳定在 0.2 亿元, 煤化工由过去拖累上市公司利润的亏损资产, 转变为利润贡献板块。

表6: 国泰化工盈利测算

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销量: 万吨	45	43	32	45	52	45	45	45
营业收入: 亿元	8.8	8.6	5.9	8.2	9.4	9.5	9.0	9.0
-单位售价	1968	1999	1837	1823	1817	2100	2000	2000
营业成本: 亿元	10.3	11.0	8.1	9.1	8.6	8.2	8.1	8.1
-原料煤: 元/吨	1130	1325	1018	910	746	853	822	822
-燃料煤: 元/吨	337	274	295	210	180	200	196	196
-人工成本: 元/吨	260	285	428	313	247	280	280	280
-折旧费: 元/吨	351	364	490	323	272	272	272	272

-水电费：元/吨	83	117	128	126	110	110	110	110
-其他：元/吨	159	167	143	148	117	117	117	117
-单位成本小计：元/吨	2320	2532	2502	2030	1672	1831	1796	1796
营业毛利：亿元	-1.5	-2.3	-2.2	-0.9	0.8	1.2	0.9	0.9
各项费用合计：亿元	1.7	1.4	4.1	1.7	0.8	0.68	0.68	0.68
-单位费用：元/吨	386	319	1248	371	151	151	151	151
净利润：亿元	-3.2	-3.7	-6.3	-2.6	0.0	0.5	0.2	0.2

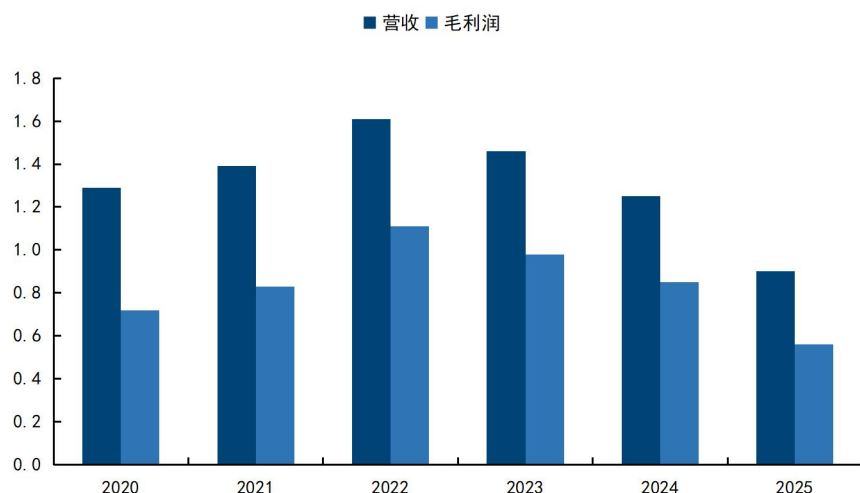
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

物流与贸易：打通“产-运-销”全链条，提高经济效益

公司依托自有东铜铁路+在建矿区专线，打通“产-运-销”全链条，形成“煤矿+物流+贸易”的产业格局，通过内部运力降本、外部外运增收、终端一体化锁价三重逻辑优化经营，既压低自产煤综合运费、增厚煤炭主业毛利，又实现铁路运输、煤炭物流双业务独立创收。

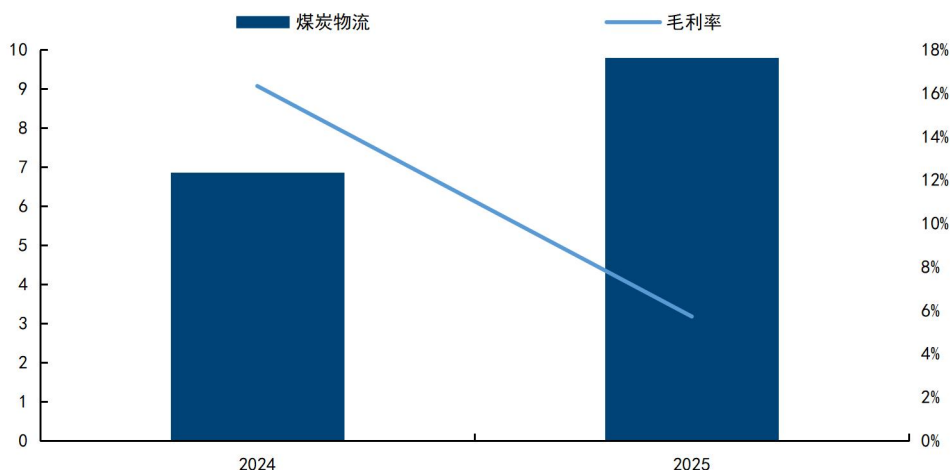
- **东铜铁路（公司持股 59%）**：设计等级为铁路工企Ⅰ级，单线电气化铁路，接轨点为国铁包西线东胜西站，终点铜匠川车站，中间设王家塔万吨组合站，正线全长 22.138 公里，承担万利矿区高家梁、王家塔煤矿煤炭外运任务。运输煤炭约 600 万吨/年，设计运输能力 1000 万吨/年。2025 年，铁路煤炭发运量突破 725 万吨，创历史新高。且近年来毛利率中枢 60-70%，盈利能力较强。
- **红庆梁铁路专用线（在建远期运力）**：接轨于包神铁路公司塔韩线李家车站，主要承担红庆梁煤矿煤炭的运输任务，正线全长 8.869 千米，建设期为 2 年，预计将于 2027 年 5 月建成通车，设计年运量 400 万吨，远期有望提升至 600 万吨。建成后红庆梁煤矿可通过铁路直达国铁干线，大幅削减运输费用。
- **提供“一票到厂”服务，增加经济效益**。公司依托铁路大客户优惠政策让利客户，持续推广“一票到厂”业务，与多家钢厂建立长期合作关系，稳定铁路运输供应量的同时提高经济效益。

图21：铁路运输业务经营情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：煤炭物流业务经营情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

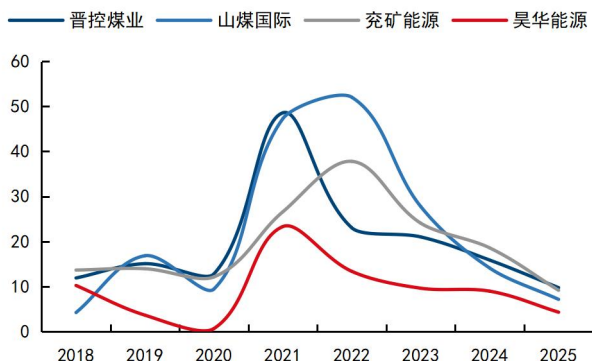
同业比较

公司主营业务为煤炭+煤化工+物流，我们选取晋控煤业、山煤国际、兖矿能源 3 家上市公司作为同行业可比公司。

盈利能力

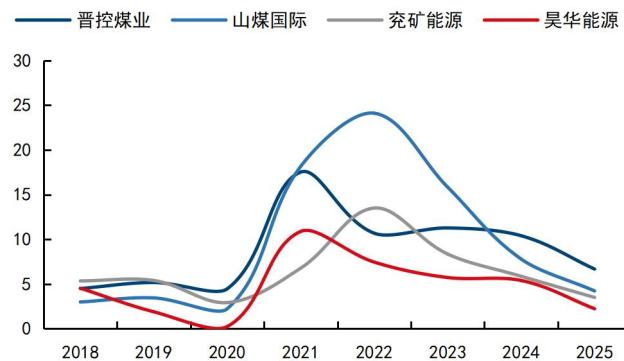
四家煤炭上市公司市场煤占比均较高，盈利整体跟随煤炭行业周期一致波动。山煤国际盈利弹性最为突出，ROE、ROA 在景气上行阶段涨幅领跑可比公司，周期下行阶段回落幅度也相对更大；兖矿能源依托煤化一体化全产业链布局，四项盈利指标波动相对平缓，晋控煤业各项盈利中枢长期处于较高位置，凭借优质的煤炭资源，整体盈利能力较强；而昊华能源呈现鲜明分化特征，依托优质煤源与自有铁路物流降本优势，公司毛利率常年稳居可比首位，产品端盈利空间优势显著，2021 年高煤价环境下低成本优势充分释放，净利率迅速攀升至第一家，ROE 与 ROA 同步大幅修复但峰值仍低于山煤、兖矿，2021 年后在煤价下行环境中，凭借物流一体化带来的成本对冲，毛利率与盈利下行斜率优于多数同业，伴随后续铁路专线投产、产量逐步释放、固定成本持续摊薄，公司 ROE 与净利率具备修复空间。

图23: 可比公司 ROE (%)



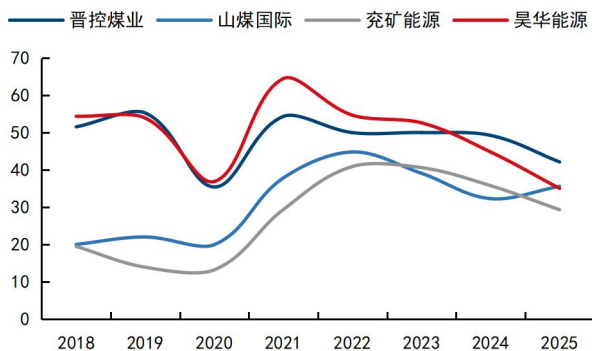
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 可比公司 ROA (%)



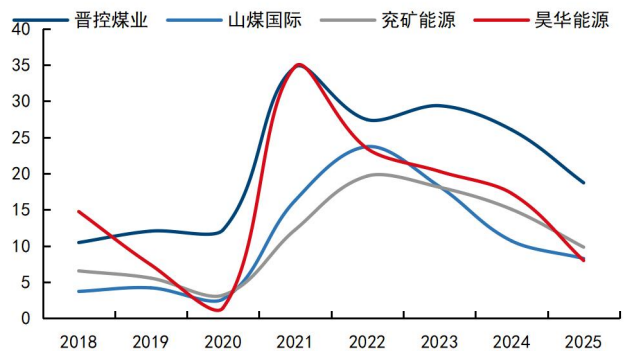
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图25: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图26: 可比公司净利率 (%)

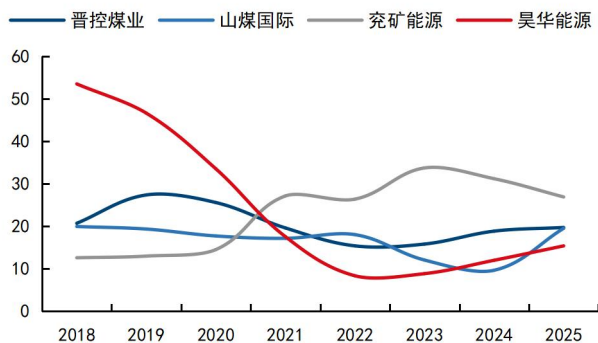


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力

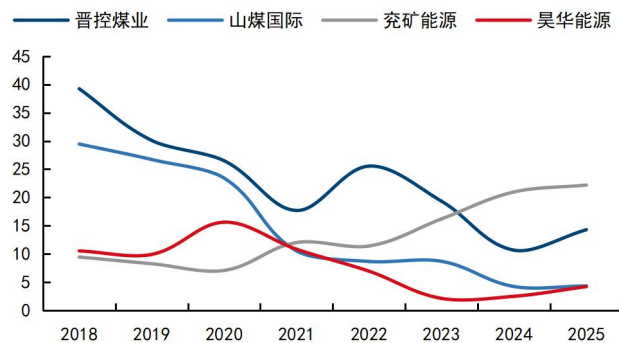
存货周转方面,昊华能源凭借“产-运-销”一体的运营模式,提高产品周转效率,存货周转天数从2018年显著高于同行快速回落至行业低位,应收账款周转效率也较高;兖矿能源受煤化一体化原料备货影响存货周转较低;晋控煤业、山煤国际存货周转则长期平稳震荡。总资产周转率维度,山煤国际依托煤炭贸易业务实现资产周转全板块领先;兖矿能源受重资产投放影响周转先升后降,晋控煤业则保持平稳;昊华因煤化工、自有铁路等大额固定资产拖累整体周转率垫底,但产能逐步释放带动指标边际改善;净营业周期体现供应链议价实力,四家企业整体由正转负,晋控煤业、昊华能源常年保持深度负值,产业链议价能力较强。整体而言,昊华能源依托“产-运-销”的布局,应收与供应链周转全面优化,仅重资产压制资产周转,晋控经营稳健均衡,山煤靠贸易拉高周转但指标波动性大,兖矿一体化布局拖累周转效率、却可依靠全产业链平抑周期风险。

图27: 可比公司存货周转天数（天）



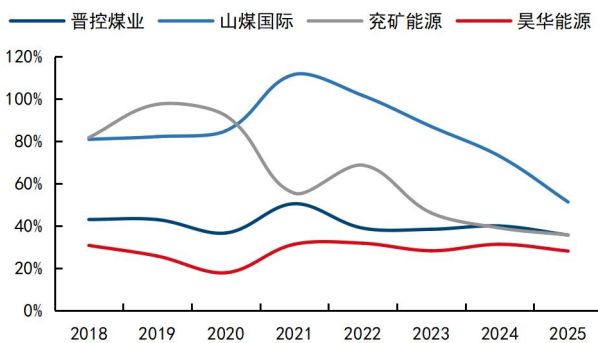
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 可比公司应收账款周转天数（天）



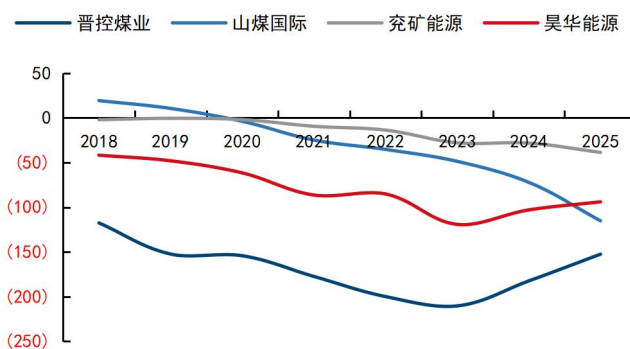
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图29: 可比公司总资产周转率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图30: 可比公司净营业周期

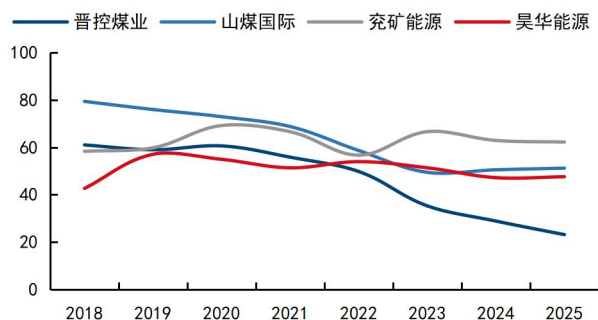


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

偿债能力

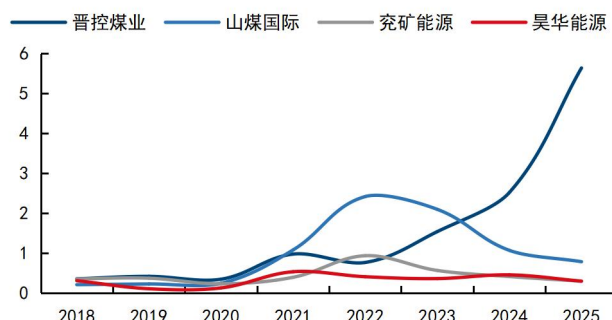
煤炭行业周期上行带动四家企业整体偿债能力持续修复。晋控煤业是本轮降杠杆与偿债改善幅度最突出的标的，前期高负债水平持续大幅回落，叠加盈利与经营性现金流持续走强，盈利对存量债务、利息的覆盖能力、货币资金对短期债务的保障力度在可比公司中提升最快，当前长短期综合偿债实力最优；受近年来多次大规模收购与较多在建工程影响，兖矿能源资产负债率保持较高水平；山煤国际受益于行业景气盈利回暖，各项偿债指标逐年改善，债务风险持续缓释，综合偿债水平稳步上行；昊华能源在煤价上行周期中付息能力显著提升，但受历史项目投入带来的存量债务影响，盈利覆盖整体带息债务、货币资金覆盖短期负债的水平偏弱于另外三家，综合偿债能力在四家可比公司中相对靠后。

图31: 可比公司资产负债率 (%)



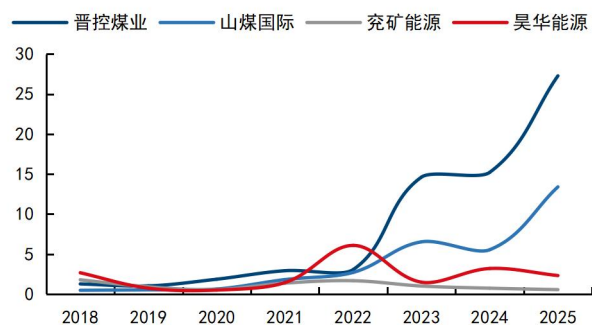
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图32: 可比公司 EBITDA/带息债务



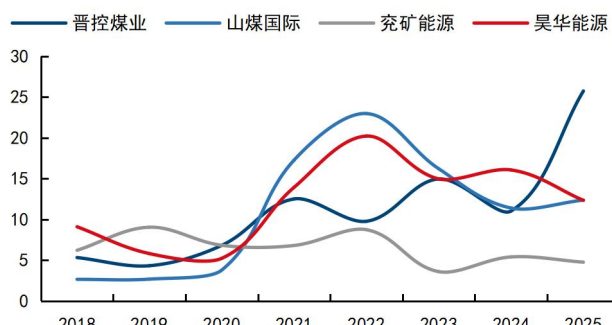
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 可比公司货币资金/短期债务



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图34: 可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司从事的主要业务是生产销售煤炭、甲醇等, 分版块来看:

1、煤炭业务

产销量: 公司目前煤炭产能 1930 万吨/年, 红二煤矿 2025 年 3 月正式投产, 产能逐渐爬坡, 此外红一和红二煤矿受煤层地质条件影响, 洗选过后的高附加值炼焦配煤产量较少, 2027-2028 年进入 9 号煤层后预计这一现象有所改善。预计 2026-2028 年公司煤炭销量分别为 1885/1915/1930 万吨。

售价:

短期看, 中东地缘冲突抬升国际能源价格&安检趋严, 国内煤价中枢大幅抬升, 价格中枢有望上移至 800-900 元/吨区间。中东冲突对煤炭抬升的核心驱动力在于能源替代效应与进口成本的系统性抬升。一方面, 中东地区是全球核心的油气输出地, 霍尔木兹海峡承载了全球约 30% 的海上原油贸易量和 20% 的 LNG 贸易量。冲

突导致原油和 LNG 供需平衡急剧收紧。由于日韩、中国台湾地区、欧洲等地区对中东油、气依赖度较高，在面临断供风险时，这些经济体被迫转向高性价比的煤炭作为替代能源。这种刚性替代需求直接推高了以澳煤为代表的国际高卡煤价格。另一方面，原油价格的上涨直接传导至航运成本，经测算，布伦特原油每上涨 10 美元/桶，煤炭海运费约增加 2.5-4 美元/吨，叠加中东航线战争风险保费增加，进口煤的到岸成本大幅攀升。这导致进口煤与内贸煤价格出现严重倒挂，沿海终端用户的采购重心被迫转向国内市场，进口煤的“价格天花板”效应转变为对国内煤价的强力底部支撑。

根据油煤价格回归模型，布伦特原油每上涨 1 美元/桶，秦皇岛煤价平均上涨约 8.39 元/吨。在 2026 年油价中枢 90 美元/桶的假设下，对应秦皇岛 5500K 煤价中枢约 870 元/吨，在 2026 年油价中枢 100 美元/桶的假设下，对应秦皇岛 5500K 煤价中枢约 955 元/吨。此外，我们还做了 ECM 长短期价格传导模型，结果显示短期看原油价格当期变动对秦皇岛煤价有显著正向短期冲击，油价每上涨 1 美元/桶，煤价短期上行 2.73 元/吨；长期看，油价对煤价存在稳定的正向长期传导。

图35：油煤价格变化（美元/桶，元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36：油煤价格回归结果

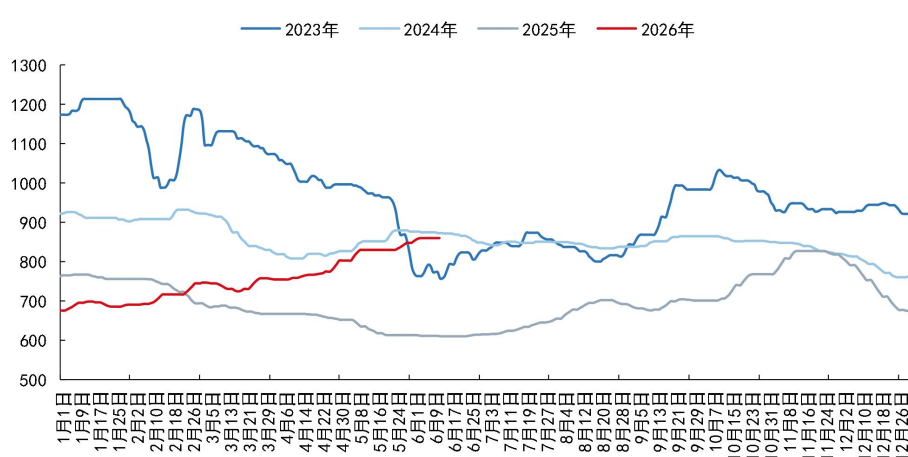
Dependent Variable: QINHUANGDAO				
Method: Least Squares				
Date: 05/06/26 Time: 09:22				
Sample: 1/04/2020 5/02/2026				
Included observations: 331				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	232.4215	35.21838	6.599438	0.0000
BRENT	8.389049	0.450550	18.61956	0.0000
R-squared	0.513089	Mean dependent var	864.8235	
Adjusted R-squared	0.511609	S.D. dependent var	242.4816	
S.E. of regression	169.4582	Akaike info criterion	13.10911	
Sum squared resid	9447590.	Schwarz criterion	13.13209	
Log likelihood	-2167.558	Hannan-Quinn criter.	13.11828	
F-statistic	346.6882	Durbin-Watson stat	0.080012	
Prob(F-statistic)	0.000000			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

特别重大安全事故引发全国性安检趋严，国内产能供应受限。2026年5月22日山西长治沁源县通洲集团留神峪煤矿发生特大瓦斯爆炸事故，事故最终造成82人遇难、2人失联、128人受伤，涉事矿井存在私设隐蔽工作面、人卡不符等多项重大违法违规生产行为，国务院挂牌督办事故调查，多名属地监管干部被追责处理。供给端，根据钢联数据，自5月23日起山西停产煤矿累计135座，合计产能1.55亿吨，之后虽逐渐复产，但产能释放有限。除山西外，山西、内蒙古等地安检同步收紧。旺季在即，全国性安检趋严或限制产能释放，进一步推高煤价中枢。

中期看：供应收紧&需求高位，煤价中枢预计位于750-850元/吨。进口端面临减量。印尼煤炭出口受政策调控已出现明显下滑，澳大利亚、俄罗斯煤炭产量增长有限，且贸易向日韩、东南亚等地区倾斜，蒙古煤进口有增量，但主要是焦煤。国内煤炭主产地增量主要在新疆，但疆煤外运路途较远，一般在港口煤价位于850元/吨以上才有利润。而且部分开采年限较长的产地面临资源枯竭、产能退出的问题。此外，安检趋严后，产能释放受限。需求端，下游发电用煤占比最大，约55%，虽然煤炭的核心战略定位正从“主体基础能源”向“兜底保障与系统调节性能源”转变，但在AI算力中心等新型基础设施建设爆发下，需求韧性较强，中期看有望保持需求峰值。化工用煤则提供最强边际增量，随着新疆等地大量煤化工项目落地，预计每年将带来3000-4000万吨以上的用煤需求增量。钢铁、建筑用煤受制于宏观周期，虽延续拖累态势，但下滑幅度收窄。整体看，中期煤炭供应收紧但需求维持高位。

图37: 秦皇岛 5500K 煤价变化（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上，假设 2026–2028 年公司吨煤平均售价分别为 395/394/395 元/吨。

成本：随着红墩子煤业产能利用率的提高，固定成本摊薄，此外，红庆梁铁路专用线建成后，运输成本下降，整体看预计公司未来 3 年吨煤成本进入下降通道。假设 2026–2028 年吨煤成本分别为 184/182/180 元/吨。

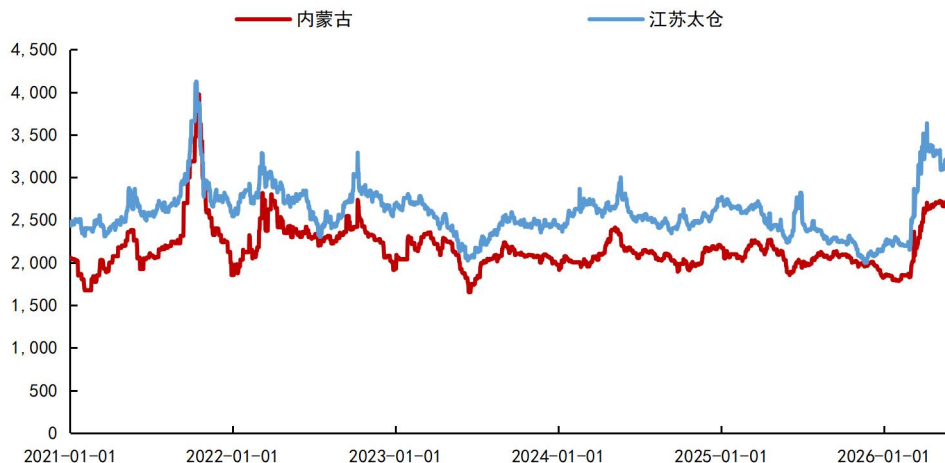
2、煤化工业务

产销量：公司拥有 40 万吨/年甲醇产能，考虑 2026 年会进行停产检修，预计产销量相比 2025 年有所下降，假设 2026–2028 年公司甲醇销量为 45/45/45 万吨。

售价：2026 年受中东冲突影响，国内甲醇价格在 3 月份出现大幅上涨，价格中枢抬升，2027–2028 年进口修复、传统 MT0 投产放缓，预计价格中枢回落至 2000 元/吨左右。

成本：原料煤和燃料煤占成本的 50%以上，因此假设 2026–2028 年成本波动方向与煤价一致，分别为 1831/1796/1796 元/吨。

图38: 3 月以来国内甲醇价格大幅上涨（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7：公司业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
煤炭业务						
收入（亿元）	76.5	74.6	59.9	74.4	75.5	76.2
毛利（亿元）	44.6	39.5	26.0	39.7	40.7	41.5
毛利率	58.3%	52.9%	43.3%	53.3%	54.0%	54.5%
煤化工业务						
收入（亿元）	5.9	8.2	9.4	9.5	9.0	9.0
毛利（亿元）	-2.2	-0.9	0.8	1.2	0.9	0.9
毛利率	-37.9%	-11.4%	8.0%	12.8%	10.2%	10.2%
其他						
收入（亿元）	2.0	8.6	11.0	11.7	11.7	11.7
毛利（亿元）	2.1	2.5	1.4	1.6	1.6	1.6
毛利率	104.7%	28.4%	13.0%	14.1%	14.1%	14.1%
合计						
总营收（亿元）	84.4	91.4	80.3	95.5	96.2	96.9
毛利（亿元）	44.4	41.0	28.1	42.5	43.3	44.1
毛利率	52.7%	44.8%	35.1%	44.5%	45.0%	45.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计昊华能源 2026-2028 年营收为 95.5/96.2/96.9 亿元，同比 +19.0%/+0.7%/+0.7%，对应毛利润分别为 42.5/43.3/44.1 亿元，归母净利润分别为 13.3/13.9/14.5 亿元。

未来 3 年业绩预测

表8：未来 3 年盈利预测表

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入：百万元	8027	9548	9619	9686
营业成本：百万元	5213	5297	5288	5279
销售费用：百万元	150	178	180	181
管理费用：百万元	705	839	845	851
财务费用：百万元	287	242	212	180
营业利润：百万元	939	2230	2325	2420
利润总额：百万元	924	2215	2310	2405
归属于母公司净利润：百万元	512	1331	1387	1445
EPS：元/股	0.36	0.92	0.96	1.00
ROE	4.3%	10.7%	10.7%	10.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，以及公司属于周期行业，我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

相对估值

我们预计昊华能源 2026–2028 年 EPS 分别为 0.92/0.96/1.00 元，我们重点选取与公司同行业的煤炭公司进行比较，分别为晋控煤业、兖矿能源、山煤国际。

1) **兖矿能源**：公司煤矿储量丰富，煤炭产能有较大增长空间，且公司持续推进高端煤化工、高端装备制造、物流等产业，成长潜力较大。公司商业模式为以煤为基础的煤化一体运营，长协煤占比低；现金分红比例较高。

2) **晋控煤业**：公司拥有优质的煤炭资源，经营稳健，资产质量好；资产注入正在推进、产能增长可期；且背靠中国第二大煤炭生产集团，未来资产注入空间较大。

3) **山煤国际**：公司生产优质的配焦用煤和动力用煤，其中动力煤基本为长协煤；分红比例较高。

表9：可比公司对比

	昊华能源	兖矿能源	晋控煤业	山煤国际
业务模式	以煤为主，煤电一体	煤化一体	以煤为主	以煤为主
煤矿资源	产煤区 90%以上的煤炭储量属煤炭资源丰富，煤矿主要分布在山西省、陕西省、内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区和澳大利亚；产品涵盖动力煤、喷吹煤和焦理想的化工用煤。	公司主采低灰、低硫、挥发分适中、高热值煤种，适用于发电、水泥、建材等多领域需求。	下属煤矿位于大同、忻州、临汾、长治、晋城等煤炭主产区，煤种多以贫煤为主，具有低硫、低灰分、高热值等特点，属于优质的配焦用煤和动力用煤。	
2025 年长协煤占比	25%左右	25%左右	50%左右	60%–70%
2025 年营业收入：亿元	80.3	1,449.3	131.1	204.7
2025 年归母净利润：亿元	5.1	83.8	18.3	11.7
2025 年分红率：%	70.3	59.9	50.0	60.3
2025 年末资产负债率：%	47.6	62.2	23.2	51.2

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表10：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601001.SH	晋控煤业	优于大市	18.94	317	1.45	1.58	1.72	13.06	12.00	11.03
600546.SH	山煤国际	无评级	12.31	244	1.11	1.20	1.31	11.11	10.27	9.43
600188.SH	兖矿能源	优于大市	19.38	1,945	1.72	1.79	1.96	11.27	10.81	9.91
	平均值	–	–	–	–	–	–	11.81	11.03	10.12
601101.SH	昊华能源	优于大市	10.65	153	0.92	0.96	1.00	11.53	11.05	10.62

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及预测，股价按照 6 月 21 日收盘价

根据 Wind 一致性预期，上述可比公司 2026 年 PE 平均值为 11.8。我们认为昊华能源业绩改善可期，且中期看产能有翻倍增长空间，同时分红率较高，参考业内平均估值水平，预计公司 2026 年合理 PE 水平为 13–14，对应公司股票合理估值区间为人民币 12.0–12.9 元。

投资建议

预计公司 2026-2028 年收入分别为 95.5/96.2/96.9 亿元，归属母公司净利润 13.3/13.9/14.5 亿元，每股收益分别为 0.92/0.96/1.00 元。我们认为公司股票合理估值区间在人民币 12.0-12.9 元之间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在人民币 12.0-12.9 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的兖矿能源、晋控煤业等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 6 月 21 日收盘价给予有 13%-21% 的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 我们假设公司未来 3 年收入同比+19.0%/+0.7%/+0.7%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 44.5%/45.0%/45.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

大宗商品价格波动风险

公司主营煤炭、甲醇等业务，与宏观经济、行业政策关联度较高。若未来宏观经济走弱、产业政策调整，或煤炭、甲醇等大宗商品价格因周期波动、供需变化出现大幅下跌，将可能对公司盈利稳定性造成不利影响。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况，影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况，影响公司投资价值。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4164	4507	5831	6834	8423	营业收入	9138	8027	9548	9619	9686
应收款项	301	192	228	230	231	营业成本	5040	5213	5297	5288	5279
存货净额	225	220	215	212	209	营业税金及附加	826	711	846	852	858
其他流动资产	102	93	110	111	112	销售费用	153	150	178	180	181
流动资产合计	4792	5011	6384	7386	8975	管理费用	769	705	839	845	851
固定资产	12478	12259	11826	11332	10786	研发费用	12	8	9	9	9
无形资产及其他	8770	8792	8441	8090	7740	财务费用	263	287	242	212	180
投资性房地产	1102	1252	1252	1252	1252	投资收益	(1)	78	78	78	78
长期股权投资	1315	1314	1314	1314	1314	资产减值及公允价值变动	(60)	(109)	0	0	0
资产总计	28456	28627	29215	29374	30067	其他收入	47	10	5	5	5
短期借款及交易性金融负债	1302	1836	1836	1836	1836	营业利润	2074	939	2230	2325	2420
应付款项	1748	1652	1614	1592	1574	营业外净收支	(53)	(15)	(15)	(15)	(15)
其他流动负债	1481	1259	1220	1207	1197	利润总额	2021	924	2215	2310	2405
流动负债合计	4531	4746	4670	4635	4607	所得税费用	445	284	554	577	601
长期借款及应付债券	5553	5436	5436	5436	5436	少数股东损益	540	127	331	345	359
其他长期负债	3348	3439	3439	2939	2939	归属于母公司净利润	1037	512	1331	1387	1445
长期负债合计	8902	8876	8876	8376	8376	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	13433	13622	13545	13011	12982	净利润	1037	512	1331	1387	1445
少数股东权益	3060	3113	3245	3383	3527	资产减值准备	(221)	49	(1)	(5)	(5)
股东权益	11963	11893	12425	12980	13558	折旧摊销	923	1030	1586	1650	1703
负债和股东权益总计	28456	28627	29215	29374	30067	公允价值变动损失	60	109	0	0	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	263	287	242	212	180
每股收益	0.72	0.36	0.92	0.96	1.00	营运资本变动	36	(202)	(126)	(539)	(34)
每股红利	0.73	0.66	0.55	0.58	0.60	其它	571	1	134	142	149
每股净资产	8.31	8.26	8.63	9.01	9.41	经营活动现金流	2406	1500	2923	2637	3257
ROIC	8.05%	3.60%	9%	10%	10%	资本开支	0	(626)	(801)	(801)	(801)
ROE	8.66%	4.31%	11%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	45%	35%	45%	45%	45%	投资活动现金流	1	(625)	(801)	(801)	(801)
EBIT Margin	26%	15%	25%	25%	26%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	28%	42%	43%	43%	负债净变化	161	(117)	0	0	0
收入增长	8%	-12%	19%	1%	1%	支付股利、利息	(1044)	(948)	(798)	(832)	(867)
净利润增长率	-0%	-51%	160%	4%	4%	其它融资现金流	(1688)	1599	0	0	0
资产负债率	58%	58%	57%	56%	55%	融资活动现金流	(3454)	(532)	(798)	(832)	(867)
股息率	6.8%	6.2%	5.2%	5.4%	5.7%	现金净变动	(1047)	343	1324	1003	1589
P/E	14.8	29.9	11.5	11.1	10.6	货币资金的期初余额	5211	4164	4507	5831	6834
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	4164	4507	5831	6834	8423
EV/EBITDA	8.8	12.8	7.3	6.9	6.7	企业自由现金流	0	1060	2443	2144	2748
						权益自由现金流	0	2542	2262	1984	2613

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032