仅供内部参考，请勿外传

昊华能源（601101.SH）

2026 年 08 月 10 日

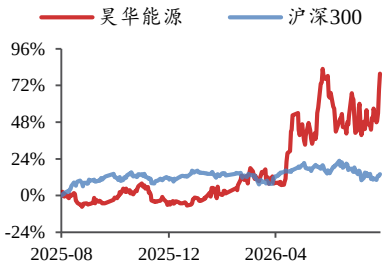
西北动力煤低长协弹性标的，高分红彰显投资价值

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/8/7
当前股价(元)	13.50
一年最高最低(元)	14.65/7.06
总市值(亿元)	194.40
流通市值(亿元)	194.40
总股本(亿股)	14.40
流通股本(亿股)	14.40
近 3 个月换手率(%)	189.7

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤价下行致业绩承压，高分红凸显价值—公司信息更新报告》-2026.4.25

《Q3 业绩受产量下滑影响，关注 Q4 产量修复与化工扭亏—公司信息更新报告》-2025.10.29

《H1 煤价大跌致业绩承压，关注煤矿成长性与高分红—公司信息更新报告》-2025.8.27

王高展（分析师）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

● **西北动力煤低长协弹性标的，高分红彰显投资价值，维持“买入“评级**

公司为京能集团旗下重要煤炭上市平台，坐拥内蒙、宁夏动力煤优质矿井，煤化运一体布局。2026 年煤价中枢上移，公司煤炭市场化销售占比高，业绩有望充分释放，且甲醇业务盈利有望进一步增厚。鉴于煤价上行超预期，我们上调了公司 2026-2028 年的盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 13.05/14.96/16.98 亿元（原预测为 11.42/14.96/16.73 亿元），EPS 分别为 0.91/1.04/1.18 元（原预测为 0.79/1.04/1.16 元），当前股价对应 PE 分别为 14.9/13.0/11.5 倍。公司为西北动力煤低长协弹性标的，分红、股息率居行业前列，投资价值显现，维持“买入“评级。

● **煤炭主业：资源丰富增量可期，低长协贡献高业绩弹性**

资源量方面，截至 2025 年末公司煤炭可采储量 10.60 亿吨，核定产能 1930 万吨/年对应可采年限 55 年。**增量方面，**2026-2027 年红一、红二煤矿产能拟各核增 60 万吨产能，核增申请推进中；汉水泉三号井等集团优质矿井均存在注入预期，十五五末核定产能增量或陆续并表。2026H1 公司煤炭产量 1002 万吨，yoy+2.70%，预计 2026 全年煤炭产量约 1800 万吨，同比持平。公司煤种为不粘煤、长焰煤和气煤，大部分以动力煤销售，气煤可洗出 25%炼焦配煤进行销售，炼焦配煤占公司煤炭销量约 5%。**定价方面，**2025 年公司长协煤销量占比仅 26%，周期上行阶段业绩有望充分释放。此外，红墩子煤业过断层、减值计提等负面影响渐退，且逐步开采至九号优质配焦煤层，公司煤炭结构有望进一步优化。

● **其他业务：甲醇经营稳健盈利向上，铁路运量提升协同发展**

公司煤化工业务核心产品为甲醇，2025 年吨毛利扭亏为盈，2026 年甲醇价格中枢上移，吨利有望进一步扩大。产量方面，公司 2026 年甲醇产量受检修影响或降至 44 万吨，整体经营稳健。此外，公司东铜铁路设计输送能力 1000 万吨/年，2025 年运量突破 725 万吨，红庆梁专线设计运量 400 万吨/年预计 2027 年投运。

● **风险提示：**能源价格超预期下跌、安全生产与合规风险、环保政策风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,138	8,027	9,630	9,612	9,870
YOY(%)	8.3	-12.2	20.0	-0.2	2.7
归母净利润(百万元)	1,037	512	1,305	1,496	1,698
YOY(%)	-0.3	-50.6	154.6	14.7	13.5
毛利率(%)	44.8	35.1	43.4	46.1	47.7
净利率(%)	11.3	6.4	13.5	15.6	17.2
ROE(%)	10.5	4.3	11.5	11.3	11.2
EPS(摊薄/元)	0.72	0.36	0.91	1.04	1.18
P/E(倍)	18.8	37.9	14.9	13.0	11.5
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 西北煤化运一体布局，高分红彰显投资价值 4
1.1、 京能集团控股，西北煤化运一体化布局 4
1.2、 煤炭贡献核心利润，周期上行业绩释放 5
1.3、 财务持续优化，高股息彰显投资价值 7
2、 煤炭业务：资源丰富增量可期，低长协贡献高业绩弹性 9
2.1、 公司煤炭资源储备丰富，自有产能释放与集团资产注入可期 9
2.2、 低长协动力煤贡献业绩弹性，红墩子负面影响渐退结构优化可期 10
3、 煤化工业务：甲醇经营稳健，价格中枢上移业绩释放 13
4、 运输业务：经营稳健业务协同，运力稳步提升 15
5、 盈利预测和投资建议 17
6、 风险提示 18
附：财务预测摘要 19

图表目录

图 1： 公司向外扩张，现核心矿井为内蒙古高家梁、红庆梁矿及宁夏红墩子煤业 4
图 2： 公司股权集中，控股股东京能集团持股占比达 63.31%（截至 2026Q1 末） 4
图 3： 2026Q1 公司营业总收入同比增长 3% 5
图 4： 预计公司 2026Q2 归母净利润同比+146% 5
图 5： 2026Q1 公司净利率回升至 16% 5
图 6： 2025 年公司毛利率高于可比公司平均水平 5
图 7： 2025 年公司煤炭业务营收占比 74.60% 6
图 8： 2025 年公司煤炭业务毛利占比超 90% 6
图 9： 2025 年公司煤化工毛利率转正 6
图 10： 2025 年公司煤炭业务毛利率为 43% 6
图 11： 2026Q1 公司期间费用较 2025 年末明显下降 7
图 12： 2026Q1 公司期间费用率居可比公司平均水平 7
图 13： 2026Q1 公司资产负债率回落至 47.26% 7
图 14： 公司资产负债率低于可比公司平均水平 7
图 15： 2025 年公司现金分红比例达 70% 8
图 16： 2026 年公司预期股息率居可比公司前列 8
图 17： 公司可采年限居可比公司平均水平 9
图 18： 2025 年公司核定产能 1930 万吨/年 9
图 19： 2026H1 公司煤炭产量 1002 万吨，yoy+2.70% 10
图 20： 2025 年公司长烟煤、不粘煤产量占比 80% 10
图 21： 2025 年公司长烟煤、不粘煤销量占比 79% 10
图 22： 2025 年公司气煤成本偏高导致吨利较低 11
图 23： 2025 年红墩子煤业净利润为 4.19 亿元 11
图 24： 公司市场煤销量占比约 74% 11
图 25： 公司市场煤占比高，周期上行充分受益（元/吨） 11
图 26： 公司煤炭生产成本稳中有降（元/吨） 12
图 27： 公司成本结构保持稳定 12

仅供内部参考，请勿外传

图 28：2026Q2 公司吨利抬升至 213 元/吨 13
图 29：2026Q1 公司吨利居可比公司平均水平（元/吨） 13
图 30：2025 年公司甲醇产销量同比上涨 15% 13
图 31：2025 年公司甲醇经营计划达成率 117% 13
图 32：煤价走低，公司甲醇单位成本呈下降趋势 14
图 33：公司甲醇单位成本结构相对稳定 14
图 34：2026H1 公司甲醇吨毛利进一步抬升（元/吨） 14
图 35：2026 年 7 月内蒙古甲醇价格同比+12%（元/吨） 14
图 36：公司东铜铁路服务高家梁等煤矿煤炭外运 15
图 37：公司铁路运量 2025 年达 645 万吨创历史新高 15
图 38：2025 年公司运输业务毛利抬升（元/吨） 16
图 39：2025 年公司运输业务各细分成本下降（元/吨） 16
图 40：2025 年公司铁路运输业务毛利率 63% 16
图 41：公司运输业务利润率稳定 16

表 1：公司核心管理层从业经历丰富 8
表 2：截至 2025 年末，公司煤炭可采储量 10.60 亿吨 9
表 3：集团体内矿井储备充足，潜在可注入产能达 2100 万吨 9
表 4：2025 年公司两大销售平台合计净利润 5168 万元 12
表 5：红庆梁专用线预计 2027 年 5 月建成通车，预计贡献 400 万吨/年煤炭运力增量 15
表 6：公司估值居可比公司平均水平（2026 年 8 月 7 日收盘价） 17

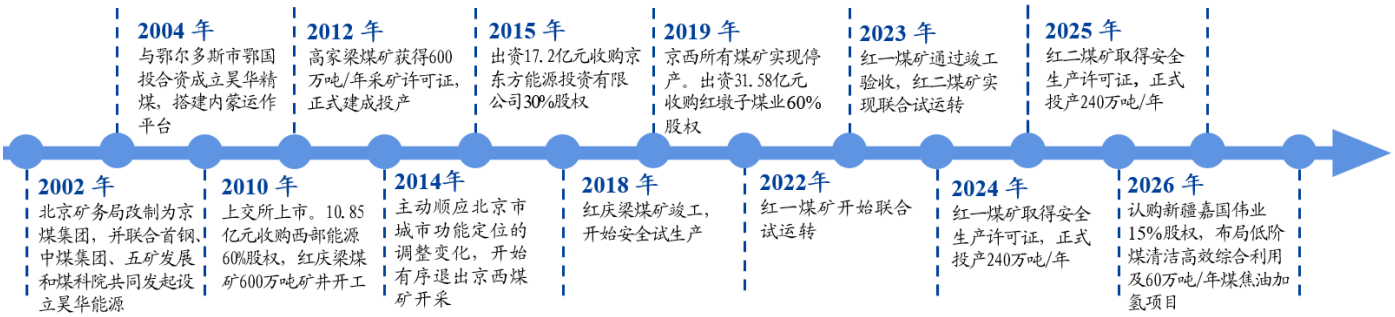
仅供内部参考，请勿外传

1、 西北煤化运一体布局，高分红彰显投资价值

1.1、 京能集团控股，西北煤化运一体化布局

起源京西老矿区，蒙宁外延扩张，煤化运一体化布局。北京昊华能源股份有限公司（简称“昊华能源”）总部位于北京，2002 年由京煤集团等发起设立，2010 年于上交所上市，主营煤炭、甲醇产销等，煤炭以动力煤为主，公司早期矿井集中于京西老矿区（木城涧、大安山、长沟峪矿等，因首都定位、资源枯竭等原因均已关停），2004 年以来持续推进异地收矿扩张，现核心矿井为内蒙古高家梁、红庆梁矿及宁夏红墩子煤业。公司聚焦煤炭生产，扩大煤炭产能，合理延伸产业链，煤化运一体化布局，经营稳健向好。

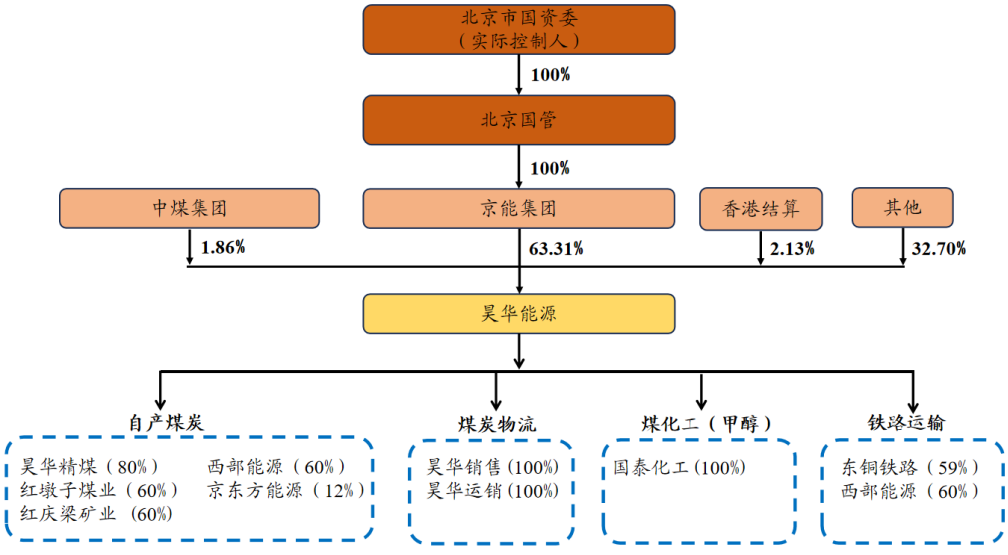
图1：公司向外扩张，现核心矿井为内蒙古高家梁、红庆梁矿及宁夏红墩子煤业



资料来源：Wind、公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司股权集中，北京市国资委为实控人，控股股东京能集团持股 63.31%。2019 年公司控股股东因国有股权无偿划转由京煤集团变更为京能集团，实控人为北京市国资委不变。截至 2026Q1 末，京能集团持有公司 63.31%的股份，持股相对集中。国资控股背景有望持续赋能公司成长，在公司资源整合及产业协同方面提供助力。

图2：公司股权集中，控股股东京能集团持股占比达 63.31%（截至 2026Q1 末）



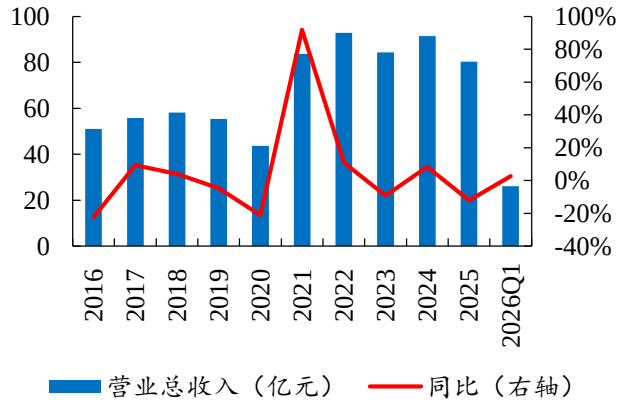
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2、 煤炭贡献核心利润，周期上行业绩释放

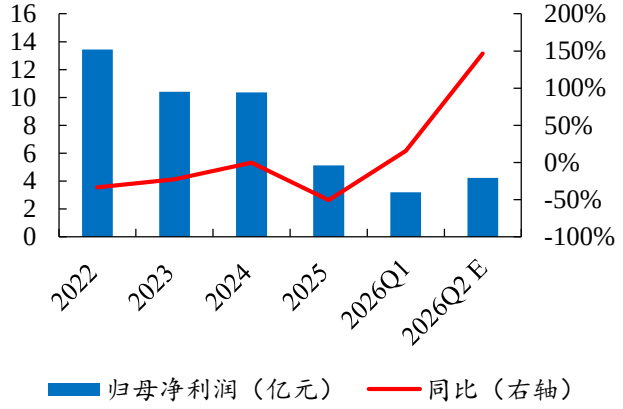
业绩拐点确立，2026Q2 公司业绩高增利润释放。2025 年公司实现营收 80.27 亿元，同比-12%，归母净利润 5.12 亿元，同比-51%，主要系煤炭价格中枢下行拖累。2026 年以来煤价中枢上移，公司盈利弹性释放。2026 年 7 月 13 日公司发布 2026 年半年度业绩预增公告，预计 2026H1 归母净利润 7.43 亿元，同比+66%，其中预计 2026Q2 归母净利润 4.23 亿元，同比+146%，归母净利润季度同比增幅扩大。

图3：2026Q1 公司营业总收入同比增长 3%



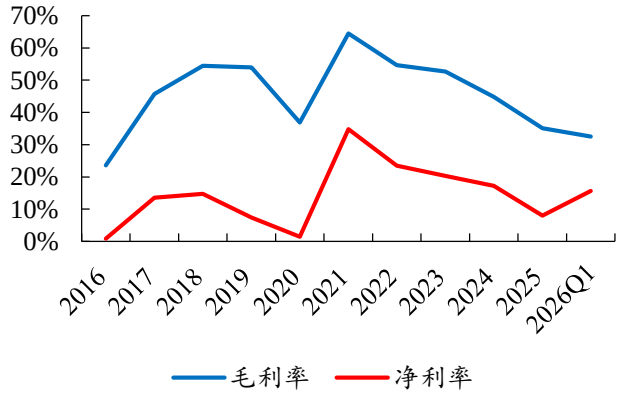
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：预计公司 2026Q2 归母净利润同比+146%



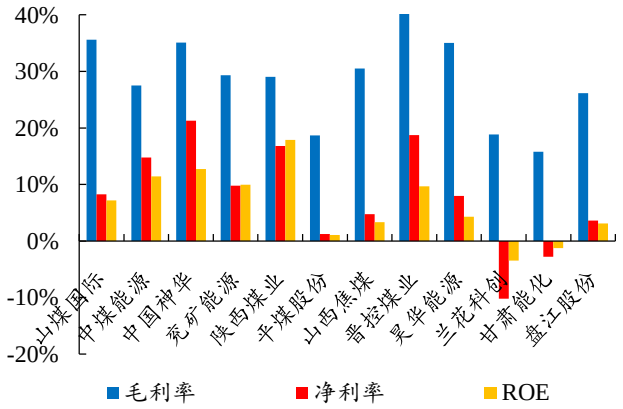
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026Q1 公司净利率回升至 16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年公司毛利率高于可比公司平均水平

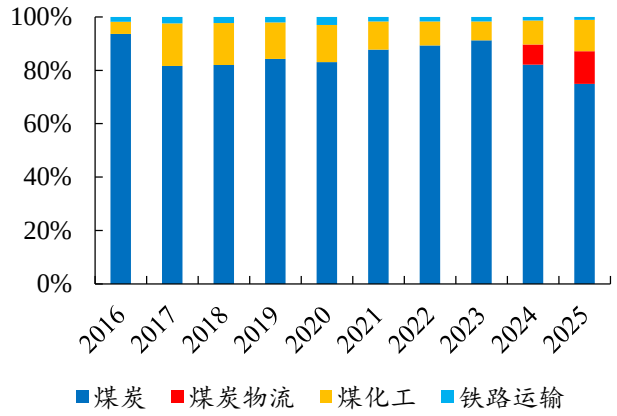


数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

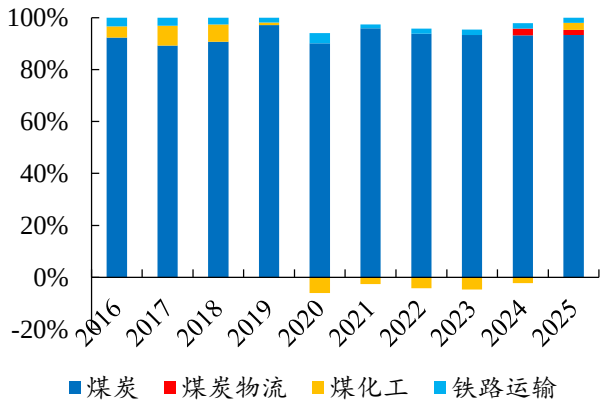
煤炭业务贡献公司毛利超 90%，2025 年煤化工毛利扭亏为盈。2025 年公司煤炭、煤化工业务营收占比分别为 74.60%/11.69%，分别同比-6.99/+2.75pct。毛利率分别为 43.33%/7.96%，分别同比-9.59/+19.34pct。煤炭业务毛利率下行主要系煤价中枢回落，但毛利占比仍超 92%，贡献公司核心利润。煤化工毛利率自 2020 年起持续为负，2025 年毛利率转正。2026 年煤化工核心产品甲醇价格中枢上移，利润有望进一步修复。

图7：2025 年公司煤炭业务营收占比 74.60%



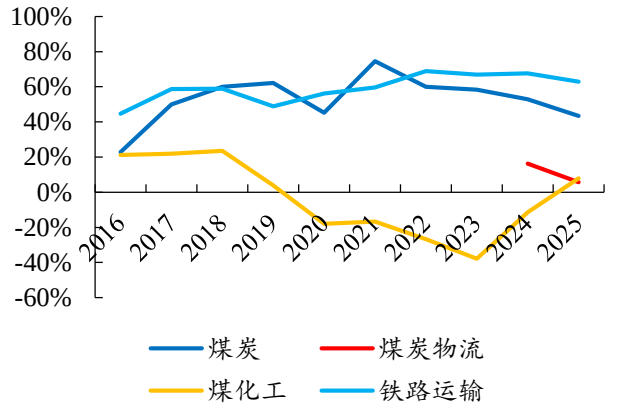
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025 年公司煤炭业务毛利占比超 90%



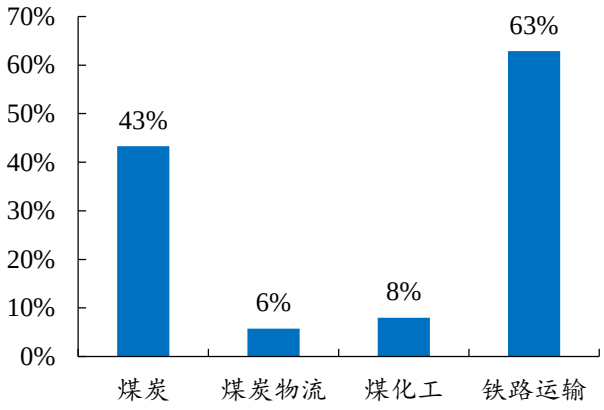
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年公司煤化工毛利率转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025 年公司煤炭业务毛利率为 43%

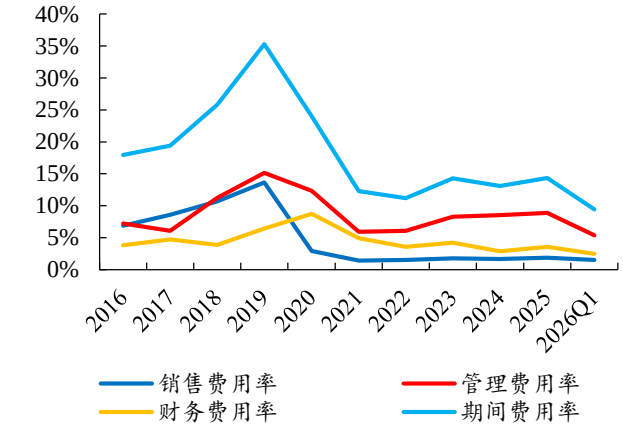


：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

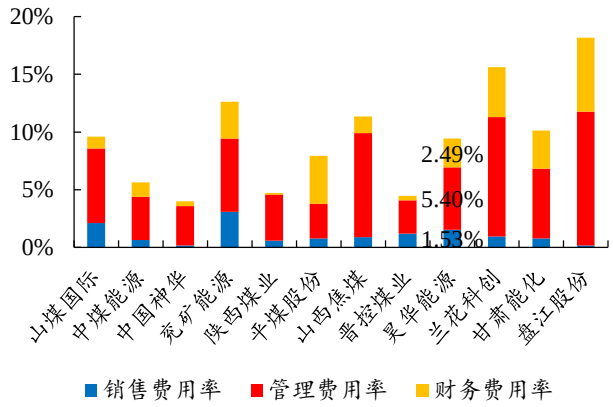
公司费用管控成效显著，期间费用率大幅压降至行业平均水平。2026Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 1.53%/5.40%/2.49%，yoy+0.26/+0.17/-0.15pct。期间费用率合计 9.42%，yoy+0.28pct，已从 2019 年 35%大幅降至个位数水平。横向比较看，公司期间费用仍处于可比公司平均水平，但整体来看，期间费用率呈现下行趋势。

图11：2026Q1 公司期间费用较 2025 年末明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2026Q1 公司期间费用率居可比公司平均水平

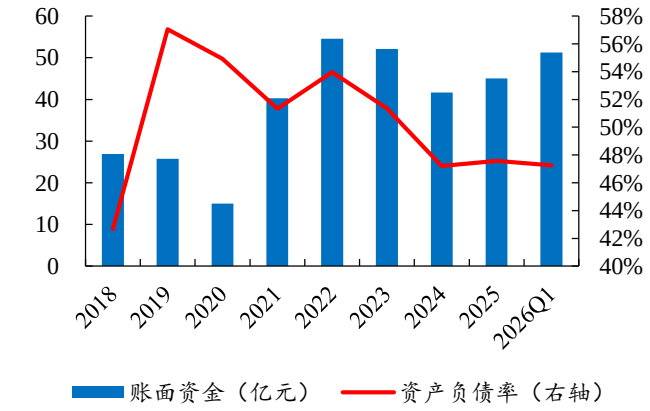


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 财务持续优化，高股息彰显投资价值

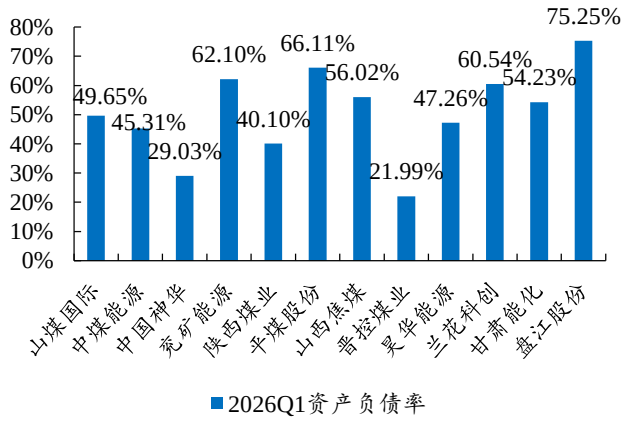
公司财务状况持续优化，2026 年预期股息率居可比公司前列。财务方面，截至 2026Q1 末，公司账面货币资金 51.24 亿元，较 2025 年末+13.69%，资产负债率 47.26%，较 2025 年末微降 0.67pct。2019 年公司负债率上升的主要系收购红墩子煤业有息负债增加，此后公司持续压降有息负债。2026Q1 公司资产负债率低于可比公司平均水平。2026 年煤价中枢上行，公司资产负责率有望进一步改善。**股息率方面，**截至 2026 年 8 月 3 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司延续 2025 年分红比例测算预期股息率，昊华能源预期股息率达 5.59%，位居可比公司前列，高分红高业绩弹性体现公司投资价值。

图13：2026Q1 公司资产负债率回落至 47.26%



数据来源：Wind、开源证券研究所

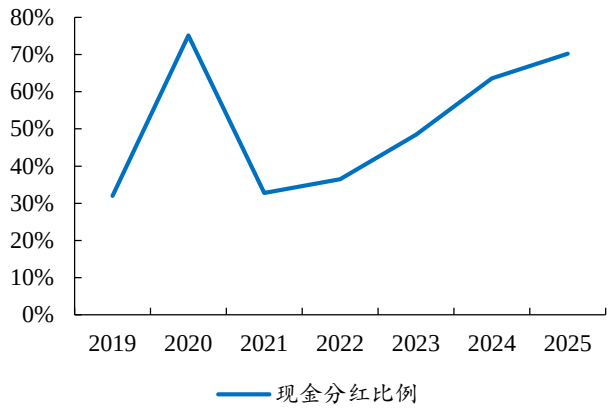
图14：公司资产负债率低于可比公司平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

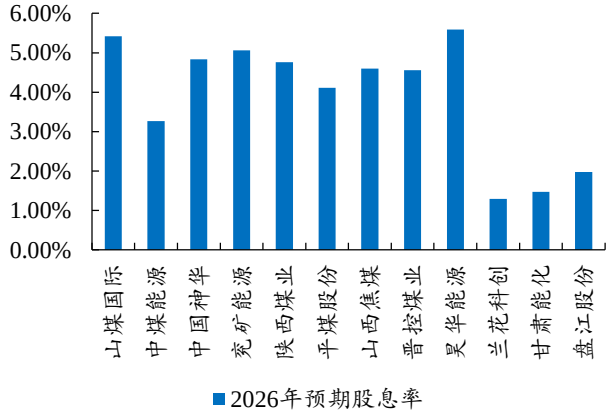
仅供内部参考，请勿外传

图15：2025 年公司现金分红比例达 70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2026 年公司预期股息率居可比公司前列



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2026 年兖矿能源分红比例假设为 55%，兰花科创、甘肃能化延续 2024 年分红比例

公司管理层行业经验丰富。公司核心管理层多出京能集团体系，深耕煤炭、煤化工行业多年，兼具矿山运营、财务管理、资本运作及国资统筹经验，行业积淀深厚，风险把控与资源协调能力较强，能够在周期波动、安全环保常态化监管背景下，保障煤炭与煤化工主业稳健运营。

表1：公司核心管理层从业经历丰富

姓名	职位	年龄	主要工作经历
薛令光	董事长、总经理	54	工程硕士，高级工程师。曾任大安山煤矿党委副书记、纪委书记，西部能源总经理，国泰化工董事长，昊华能源副总经理、董事会秘书等职。现任昊华能源党委书记、董事长、总经理。
厚伯苌	董事	53	法律硕士、工学硕士，高级经济师、高级政工师。曾任北京京能热电党委书记，北京能源集团党委宣传部部长、新闻中心主任，京能清洁能源及京能电力党委副书记、工会主席等职。现任昊华能源董事、党委副书记、工会主席。
柴有国	董事	49	工程硕士，正高级会计师，高级工程师，高级经济师。曾任京隆发电总会计师、北京国际电气工程副总经理、昊华能源副总经理兼总会计师等职。现任京能集团财务和资产管理部部长，昊华能源董事。
刘国立	董事	56	研究生学历，经济学硕士，高级经济师。曾任北京能源投资集团董事会办公室副主任、天创房地产总经理等职。现任京能集团投资企业专职董事，昊华能源董事。
张明川	董事、副总经理	55	大学本科，高级会计师。曾任京能（赤峰）能源总会计师，京能电力后勤服务党委副书记、总经理，京能服务管理执行董事、党委书记、董事长等职。现任昊华能源董事、副总经理、总会计师、董事会秘书。
李长立	董事	57	大学学历，工商管理硕士。曾任中煤秦皇岛公司业务一部经理，中煤秦皇岛进出口副总经理，中煤能源山东执行董事、总经理，中煤能源南京执行董事、总经理等职。现任中国煤炭销售运输公司党委委员、副总经理，昊华能源董事。

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2、煤炭业务：资源丰富增量可期，低长协贡献高业绩弹性

2.1、公司煤炭资源储备丰富，自有产能释放与集团资产注入可期

公司煤炭资源丰富，提升煤炭核定产能，剑指“再造一个昊华”。公司煤种为不粘煤、长焰煤和气煤，大部分以动力煤销售，红墩子煤业气煤经洗选后部分以炼焦配煤或气化原料销售。截至 2025 年末，公司煤炭可采储量 10.60 亿吨，核定产能 1930 万吨/年，对应可采年限 55 年。**增量方面，**公司十五五规划提出“再造一个昊华”，具体途径包括：（1）已有煤矿产能核增：2026-2027 年红一、红二煤矿产能拟各核增 60 万吨产能，申请推进中；（2）集团及外部优质矿井注入：汉水泉三号井、巴彦淖井田、查干淖尔一号井均存在潜在注入预期，对应核定产能 2100 万吨/年，可采储量 41 亿吨，目前仍处项目在建初期，十五五末核定产能增量或陆续并表。

表2：截至 2025 年末，公司煤炭可采储量 10.60 亿吨

公司	矿井名称	地理位置	煤种	状态	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	可采年限（年）	权益比例	权益产能（万吨/年）
昊华精煤	高家梁煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	不粘煤	在产	3.72	850	44	80%	680
西部能源	红庆梁煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	长焰煤、不粘煤	在产	3.65	600	61	60%	360
红墩子煤业	红一煤矿	宁夏银川市	气煤	在产	1.62	240	67	60%	144
红墩子煤业	红二煤矿	宁夏银川市	气煤	在产	1.61	240	67	60%	144
合计					10.60	1930	55	69%	1328

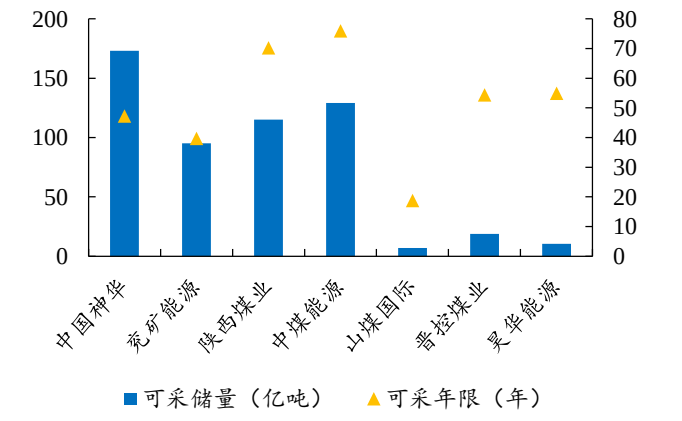
资料来源：能源局、发改委、证券日报、公司公告、开源证券研究所

表3：集团体内矿井储备充足，潜在可注入产能达 2100 万吨

集团下属	矿井	地理位置	煤种	状态	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	可采年限（年）	权益比例	权益产能（万吨/年）
京能矿业	查干淖尔一号井	内蒙古锡林郭勒	褐煤	在建	14	500	288	51%	255
京东方能源	巴彦淖井	内蒙古鄂尔多斯市	不沾煤	在建	12	800	147	24%	193
京能建设	汉水泉三号井	新疆哈密市	长焰煤、不粘煤	在建	15	800	186	100%	800
合计					41	2100	195	59%	1248

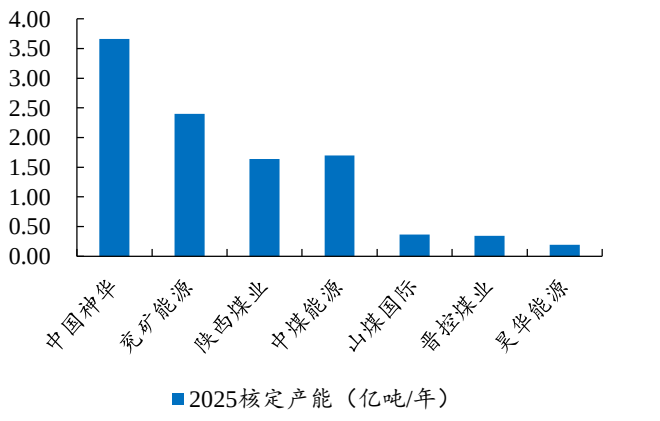
资料来源：Wind、环境保护部、发改委、京能集团官网、建设招投标网、证券时报、开源证券研究所

图17：公司可采年限居可比公司平均水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图25 年公司核定产能 1930 万吨/年

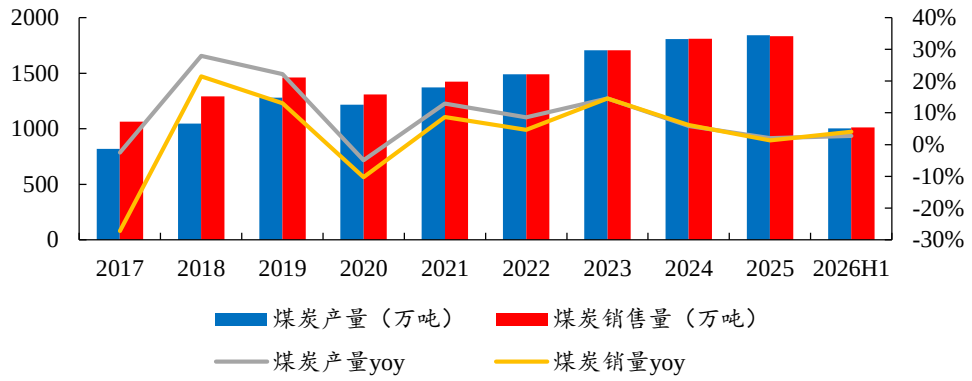


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

公司煤炭经营稳健，2026 年煤炭产量或同比持平。自 2023 年红二煤矿试运转以来，公司煤炭年产量稳步增长，2023/2024/2025 年公司商品煤产量分别为 1706/1806/1843 万吨（2025 年规划商品煤产量为 1750 万吨，超额完成）。公司在西北地区最早开发的高家梁煤矿和红庆梁煤矿，经过技术改进与智能化改造，总产能稳定在 1450 万吨/年。红墩子煤业下属红一、红二煤矿总产能 480 万吨/年。2026H1 公司煤炭产量 1002 万吨，yoy+2.70%，公司煤炭产销量预计保持稳定，2026 年煤炭产量或同比持平。

图19：2026H1 公司煤炭产量 1002 万吨，yoy+2.70%

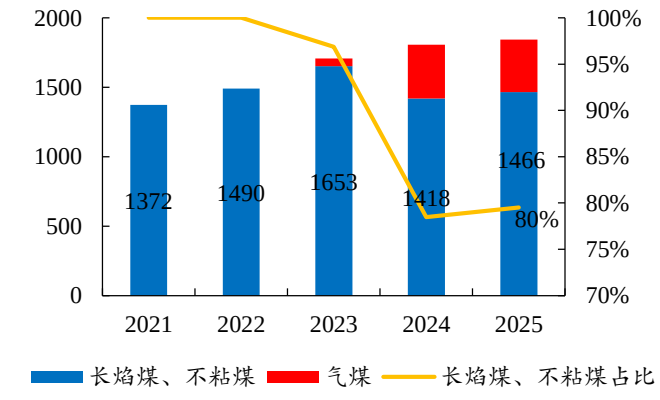


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.2、 低长协动力煤贡献业绩弹性，红墩子负面影响渐退结构优化可期

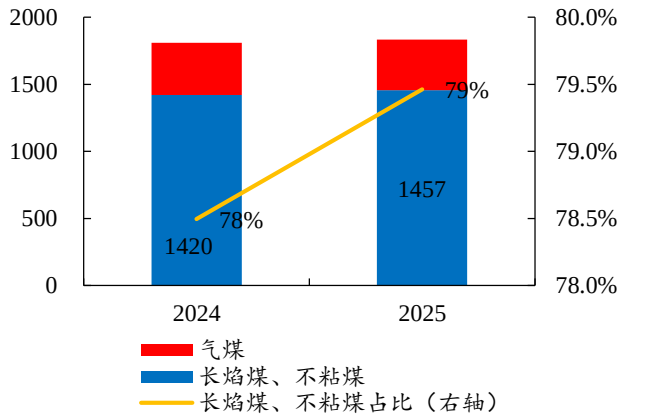
公司煤炭销售以动力煤为主，气煤可洗出 25%炼焦配煤进行销售。2025 年公司长焰煤、不粘煤产量、销量分别为 1466、1457 万吨，占煤炭产量、销量 80%、79%，为公司核心煤种。**长焰煤、不粘煤**大部分按动力煤进行销售至电厂，其中高家梁矿少部分洗出喷吹配煤销售至钢厂。红墩子煤业红一煤矿 2023 年投产，**主产气煤**（2025 年气煤洗出约 25%炼焦配煤销售，约 95 万吨，剩余以动力煤销售）。整体看公司动力煤产量占比约 95%。

图20：2025 年公司长烟煤、不粘煤产量占比 80%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2025 年公司长烟煤、不粘煤销量占比 79%

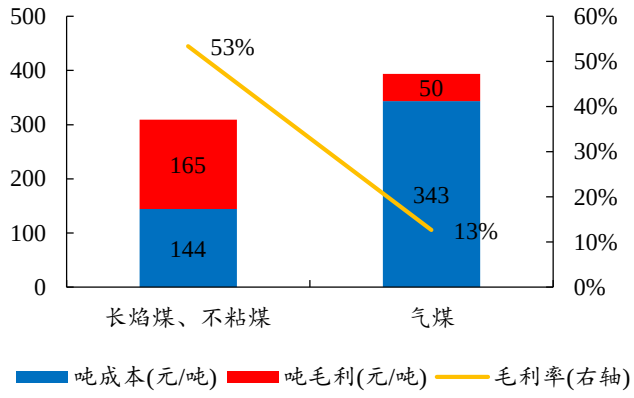


数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

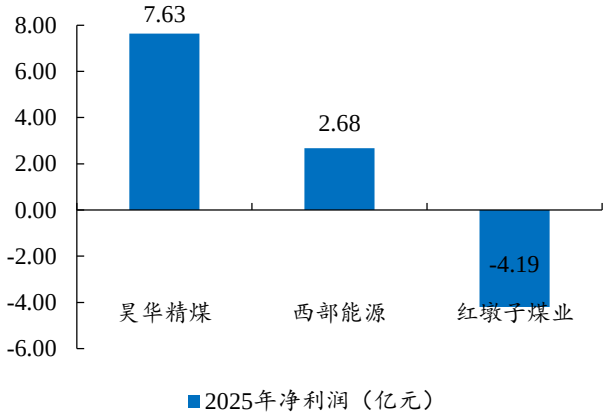
红墩子煤业负面影响渐退，经营向好。分煤种看，2025 年长焰煤、不粘煤吨价、成本、毛利、毛利率分别为 309、144、165 元/吨、53%，气煤吨价、成本、毛利、毛利率分别为 393、343、50 元/吨、13%。气煤吨价高于长焰煤、不粘煤，但成本高企，吨利承压，2025 年公司气煤生产主体红墩子煤业净利润亏损 4.19 亿元。气煤吨成本高企主要系（1）2025 年红二煤矿新投产，产能利用率偏低；（2）开采遇断层和破碎带；（3）红三煤矿开发经济效益不足，在建工程减值计提。**展望后市，**红一、红二煤矿断层已过产量恢复，红二煤矿逐步满产有望摊薄成本，红三煤矿减值计提影响消除。此外，2027-2028 年公司红二、红一煤矿陆续进入九号煤层开采，九号煤层资源量约 1 亿吨，煤质优良，开采洗选后炼焦配煤占比有望大幅提升。2026H1 红墩子煤业产量释放扭亏为盈，2026 全年净利润或同比显著减亏，经营向好。

图22：2025 年公司气煤成本偏高导致吨利较低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

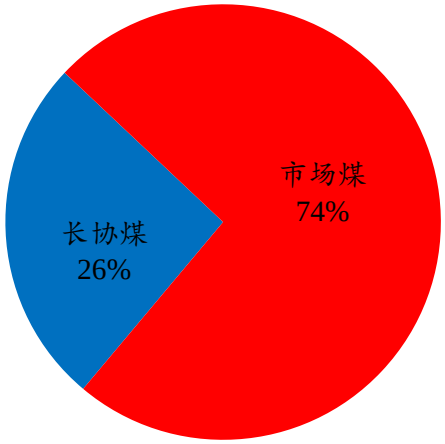
图23：2025 年红墩子煤业净利润亏损 4.19 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

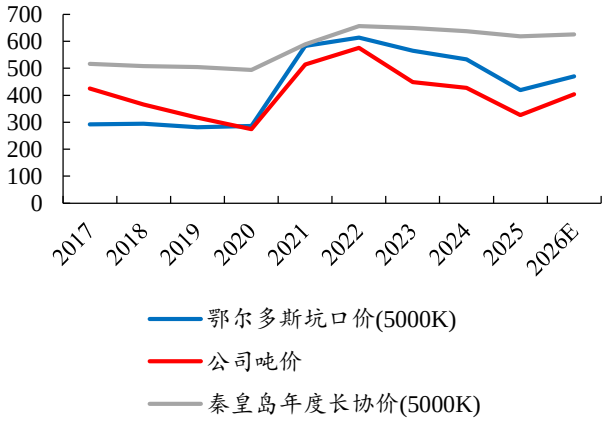
公司市场煤销量占比约 74%，周期上行业绩弹性可期。2025 年公司商品煤销量约 1833 万吨，其中长协煤销量约 475 万吨，占比约 26%，市场煤销售占比达 74%，预计 2026 年公司市场煤销量占比相对维稳。从热值看，公司销售长协煤热值区间为 4100-4300K，市场煤热值 5000K，市场煤更为优质、价值更高。公司长协比例低，周期上行阶段业绩弹性可期。

图24：公司市场煤销量占比约 74%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司市场煤占比高，周期上行充分受益（元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

公司煤炭贸易业务通过压缩流通环节与灵活配煤扩大市场占有度、降低运输成本。销售公司作为煤炭销售中心，统一负责商品煤销售、化工用煤供应及物流统管，通过外部采购煤炭经掺配后以“一票到厂”模式直达终端，进货随行就市、物流服务费及运输优化贡献增量收益。2025 年公司煤炭终端销售占比超 68%，其中红墩子煤业直销占比达 95%。昊华运销作为 2024 年 9 月新设的产地端销售公司，侧重本地客户整合与运输方案优化，与昊华销售共同制定营销策略，补强产地端销售能力。双平台分工明确，贸易环节利润空间进一步打开。

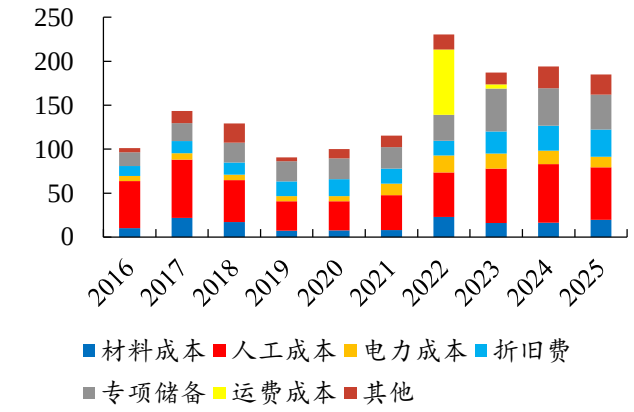
表4：2025 年公司两大销售平台合计净利润 5168 万元

销售公司	2025 年净利润(亿元)	主营业务
昊华销售	0.41	公司所属煤矿商品煤销售，配煤提质增效，定制化科学掺配。国泰化工原料煤/燃料煤供应
昊华运销	0.10	与昊华销售共同制定营销策略，整合客户信息与优化运输方案，探索（煤矿+物流+贸易）新业态

资料来源：公司公告、开源证券研究所

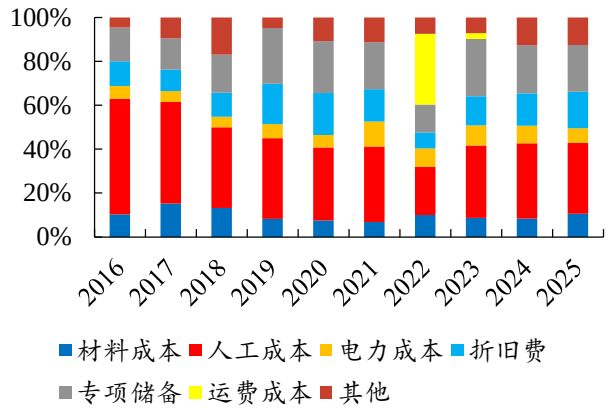
资源禀赋构筑公司煤炭成本优势，吨煤成本重回下降通道。2017-2019 年公司内蒙古生产基地持续放量，较好的资源禀赋带动吨煤成本由 212 元/吨降至 120 元/吨，降幅 43.4%，成本优势快速建立。此后随着红一、红二煤矿先后运营，初期偏高的成本构成阶段性扰动，吨煤成本上升。但随着两座煤矿生产技术逐渐成熟，预计公司煤炭生产成本重回下降通道。2023 年后公司单独拆分物流业务后，各项成本结构保持稳定。

图26：公司煤炭生产成本稳中有降（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：公司成本结构保持稳定

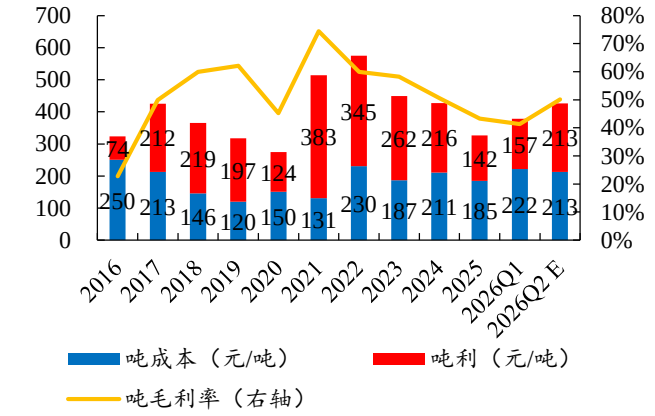


数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

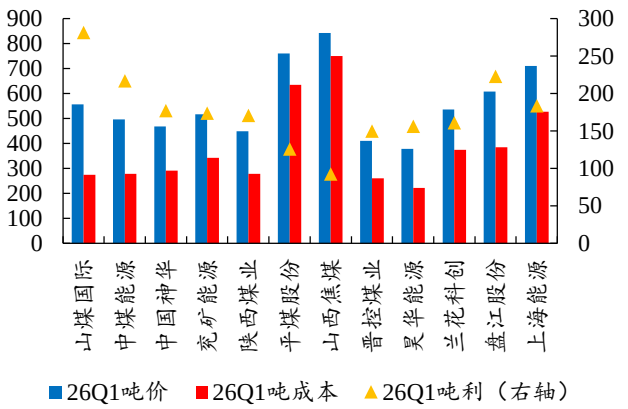
公司吨成本季度环比下降，吨利稳步抬升。2026Q2 公司吨煤成本降至 213 元/吨，季度环比-9 元/吨，吨煤毛利 213 元/吨，季度环比+57 元/吨，公司吨成本季度环比下降，受益于煤价上行，吨利稳步上移。横向比较看，公司吨毛利居可比公司平均水平。受红墩子煤业产能修复等因素驱动，公司吨煤成本有望进一步下降。

图28：2026Q2 公司吨利抬升至 213 元/吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图29：2026Q1 公司吨利居可比公司平均水平（元/吨）

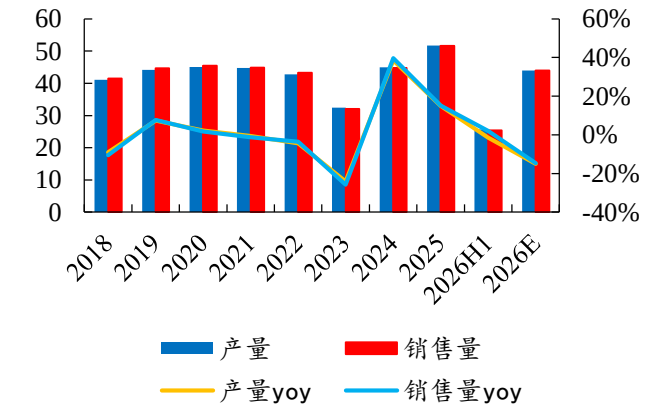


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3、 煤化工业务：甲醇经营稳健，价格中枢上移业绩释放

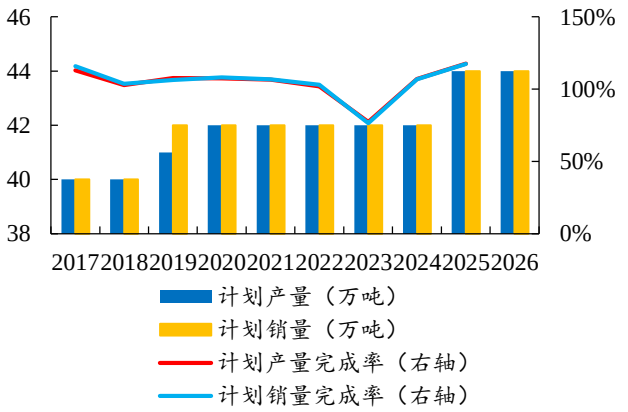
公司煤化工业务核心产品为甲醇，经营整体稳健。公司煤化工业务经营主体为全资子公司鄂尔多斯国泰化工，核心单品为甲醇（煤制甲醇产能 40 万吨/年），所产甲醇销售至周边区域。公司同时推进绿色甲醇及 DMF 产业链示范项目研发，产品矩阵有望持续丰富。公司甲醇业务 2023 年受技术故障影响短期产量下滑，公司通过工艺优化与核心技术瓶颈的突破，产能在 2024/2025 年实现全面修复，2025 年公司甲醇产量、销量达 51.72/51.61 万吨，经营计划达成率达 117%。2026 年公司甲醇计划进行 35-40 天停炉大修，全年甲醇产量或降至 44 万吨，整体经营稳健。

图30：2025 年公司甲醇产销量同比上涨 15%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2025 年公司甲醇经营计划达成率 117%

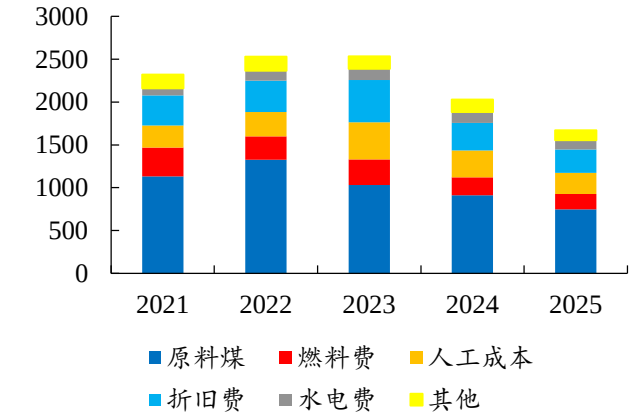


数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

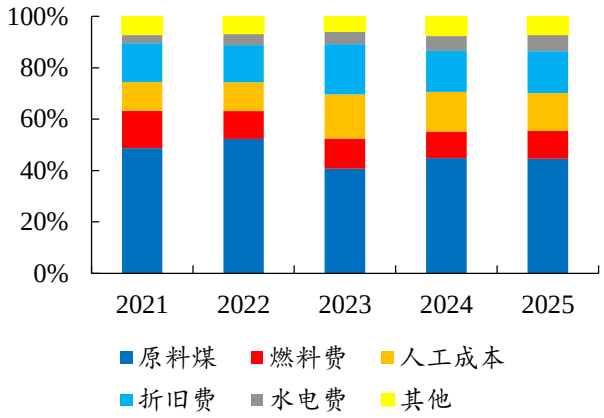
公司甲醇成本稳步下降，甲醇业务持续改善。公司甲醇生产成本稳步下降，2025 年吨成本降至 1672.03 元/吨，其中原料煤成本随煤价中枢下移及自有红庆梁化工煤自给率提升而跌至 746.13 元/吨，单位人工成本、折旧费回落至 247.17、272.19 元/吨。公司甲醇项目年用煤量约 100 万吨，其中约 70%来自红庆梁煤矿，约 30%为外购煤。燃料煤同样基本来自自有煤，均为市场化采购定价。

图32：煤价走低，公司甲醇单位成本呈下降趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

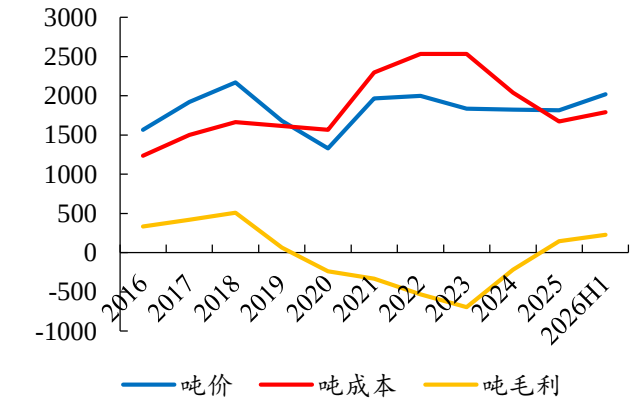
图33：公司甲醇单位成本结构相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

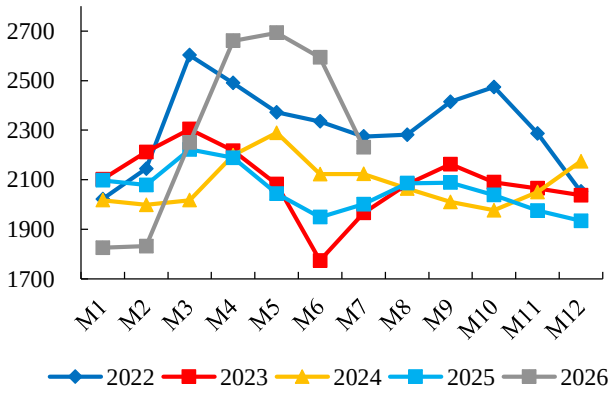
2025 年公司甲醇吨毛利扭亏为盈，2026 年价格中枢上移，业绩释放可期。公司甲醇产品 2023-2025 年吨毛利分别为-696/-218/145 元/吨，2025 年吨毛利较 2024 年上升 362 元/吨，自 2020 年以来首次由负转正，主要系原料煤成本持续走低。公司销售方面以鄂尔多斯区域烯烃生产企业为主，辅以贸易商，定价随行就市，2026 年 7 月内蒙古甲醇主流含税价 2231 元/吨，同比+12%。美伊地缘反复或演变为中长期对峙，甲醇或受影响延续相对高位运行，2026 年业绩释放可期。

图34：2026H1 公司甲醇吨毛利进一步抬升（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2026 年 7 月内蒙古甲醇价格同比+12%（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4、 运输业务：经营稳健业务协同，运力稳步提升

红庆梁专用线建成后将打开增量空间，公司销售半径持续提高。公司运输业务由持股 59%的东铜铁路运营，负责从包西铁路西站到铜匠川车站的管理。煤炭在装车站完成装车后，车皮与车头主要向呼和浩特铁路局请车，编组后经呼铁局新包神线接入包西铁路外运。东铜铁路主要服务高家梁煤矿、王家塔煤矿、杨家村矿的煤炭外运。设计输送能力 1000 万吨/年，全长 23.2 公里。2025 年，东铜铁路全年发运量突破 725 万吨，创历史新高。在建的红庆梁煤矿铁路专用线正线全长 8.87 千米，设计运量近期 400 万吨/年、远期 600 万吨/年，总投资约 7 亿元，预计 2027 年 5 月建成通车。

表5：红庆梁专用线预计 2027 年 5 月建成通车，预计贡献 400 万吨/年煤炭运力增量

运营公司	权益	所属区域	运营线路	状态	设计输送能力(万吨/年)
东铜铁路	59%	鄂尔多斯市伊金霍洛旗、东胜区	包西铁路东胜西站->铜匠川车站	在运营	1000
西部能源	60%	鄂尔多斯市达拉特旗昭君镇	包神铁路李家站->红庆梁站	预计2027年5月建成通车	近期 400 远期 600

资料来源：鄂尔多斯市人民政府、鄂尔多斯国投官网、开源证券研究所

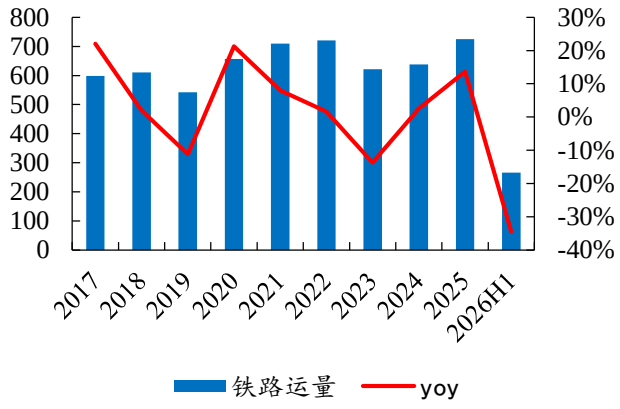
公司以客户服务为抓手深耕区域运输市场，以强化客户粘性提升区域竞争力。2023 年受下游需求走弱及行业景气下行影响，东铜铁路运量一度回落至 621.72 万吨（同比-14%），2024 年公司主动开拓外部市场，运量回升至 637.83 万吨（同比+3%），重回增长轨道。2025 年公司进一步深化与王家塔煤矿等核心客户的战略合作，提前 76 天完成王家塔煤矿年度发运量目标，服务效率与客户服务同步强化。

图36：公司东铜铁路服务高家梁等煤矿煤炭外运



资料来源：鄂尔多斯市民政局

图37：公司铁路运量 2025 年达 645 万吨创历史新高

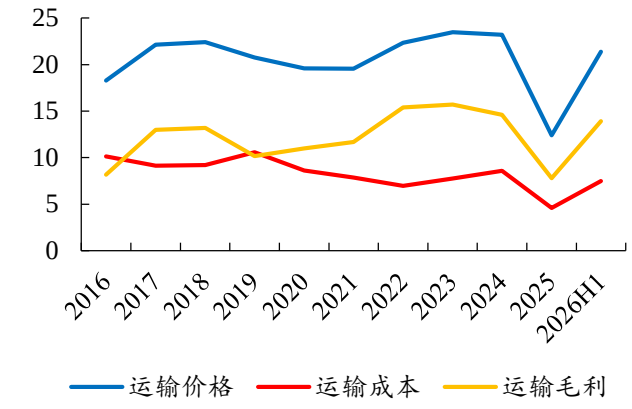


数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

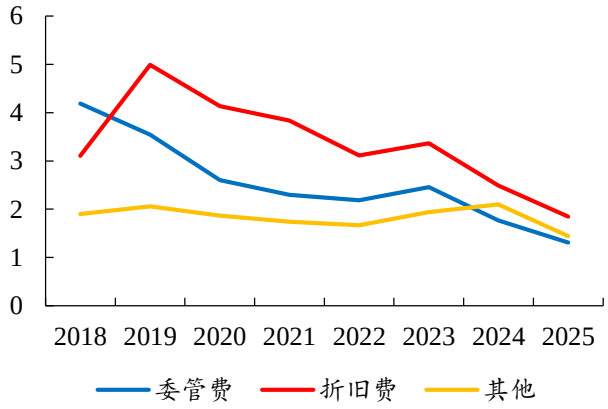
公司运输业务盈利逆周期显著领先同业，短距专用线模式构筑稳定护城河。东铜铁路主要为万利矿区高家梁、王家塔煤矿提供煤炭外运服务，客户需求与利润来源稳定，叠加“一票到厂”一体化服务将运费纳入销售结算，客户黏性持续增强。2025 年公司运输业务毛利率达 63%，大幅领先淮河能源/中国神华的 44%/38%。尤为关键的是，2024 年起运输费用自煤炭业务独立核算，63%的毛利率不含煤炭业务交叉补贴，真实反映铁路资产盈利能力。成本端规模效应显著，发运量越大吨成本越低，且未来折旧预计继续下降、委管费基本持平，运输业务盈利水平仍有进一步上行空间。

图38：2025 年公司运输业务毛利抬升（元/吨）



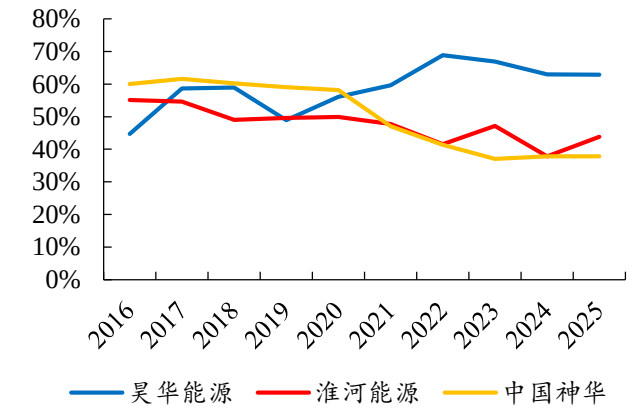
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：2025 年公司运输业务各细分成本下降（元/吨）



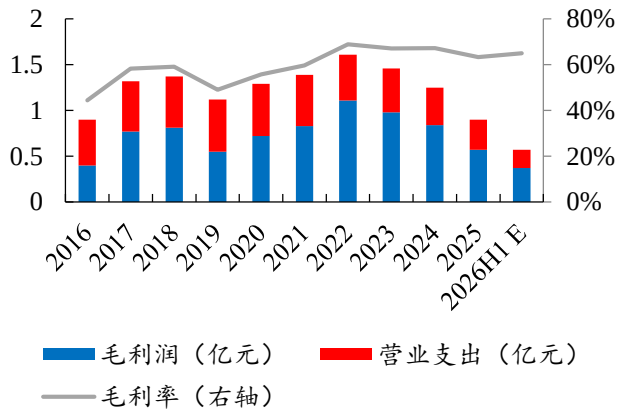
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：2025 年公司铁路运输业务毛利率 63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：公司运输业务利润率稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

5、 盈利预测和投资建议

公司为京能集团旗下重要煤炭上市平台，坐拥内蒙、宁夏动力煤优质矿井，煤化运一体化布局。2026 年煤价中枢上移，公司煤炭主业市场化销售占比高，业绩有望充分释放，甲醇业务盈利进一步增厚。鉴于煤价上行超预期，我们上调了公司 2026-2028 年的盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 13.05/14.96/16.98 亿元（原 11.42/14.96/16.73 亿元），EPS 分别为 0.91/1.04/1.18 元（原预测为 0.79/1.04/1.16 元），当前股价对应 PE 分别为 14.9/13.0/11.5 倍。公司为西北动力煤低长协弹性标的，分红、股息率居行业前列，投资价值显现，维持“买入“评级。

表6：公司估值居可比公司平均水平（2026 年 8 月 7 日收盘价）

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601898.SH	中煤能源	14.03	1.35	1.55	1.64	1.73	10.4	9.1	8.5	8.1
601088.SH	中国神华	43.94	2.66	2.70	2.83	2.96	16.5	16.3	15.5	14.8
600188.SH	兖矿能源	21.33	0.84	1.94	2.19	2.59	25.4	11.0	9.7	8.2
601225.SH	陕西煤业	25.04	1.73	2.10	2.23	2.34	14.5	11.9	11.2	10.7
601666.SH	平煤股份	8.94	0.09	0.66	0.73	0.79	95.6	13.5	12.2	11.3
000983.SZ	山西焦煤	6.61	0.21	0.51	0.56	0.59	31.3	13.1	11.9	11.3
601001.SH	晋控煤业	17.28	1.09	1.46	1.59	1.72	15.9	11.9	10.9	10.1
600546.SH	山煤国际	13.02	0.59	1.39	1.40	1.51	22.1	9.4	9.3	8.6
600123.SH	兰花科创	6.99	-0.37	0.29	0.47	0.63	-19.1	23.9	14.7	11.2
000552.SZ	甘肃能化	2.54	-0.04	0.13	0.20	0.25	-63.5	19.8	12.9	10.0
600395.SH	盘江股份	4.97	0.15	0.25	0.28	0.35	32.5	20.0	17.6	14.1
均值							**28.9**	**12.0**	**11.2**	**10.4**
601101.SH	昊华能源	13.50	0.36	0.91	1.04	1.18	37.9	14.9	13.0	11.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除昊华能源、山煤国际、兖矿能源、平煤股份 EPS 及 PE 为开源证券研究所预测值外，其他公司 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预测

仅供内部参考，请勿外传

6、 风险提示

1、 能源价格超预期下跌：公司核心产品为煤炭、甲醇，产品价格受宏观经济、能源行情等多重因素影响，存在较大不确定性。

2、 安全生产与合规风险：煤炭开采、煤化工生产过程存在各类不确定性安全隐患。一旦出现安全事故，将对公司生产经营造成不利影响。

3、 环保政策风险：节能降碳政策若对煤炭需求压制超预期，影响公司业绩。

仅供内部参考，请勿外传

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4792	5011	6445	8056	10058
现金	4164	4507	5830	7559	9419
应收票据及应收账款	209	144	128	160	144
其他应收款	92	48	120	48	125
预付账款	72	73	101	72	106
存货	225	220	245	197	243
其他流动资产	30	20	20	20	20
非流动资产	23664	23616	22550	21241	20266
长期投资	1315	1314	1311	1309	1307
固定资产	11849	11872	11185	10485	9770
无形资产	8770	8792	8409	7802	7538
其他非流动资产	1730	1639	1644	1645	1651
资产总计	28456	28627	28995	29297	30323
流动负债	4531	4746	4955	4761	4963
短期借款	550	805	805	805	805
应付票据及应付账款	1748	1652	1647	1682	1660
其他流动负债	2233	2290	2503	2274	2498
非流动负债	8902	8876	7500	6049	4708
长期借款	5553	5436	4060	2610	1268
其他非流动负债	3348	3439	3439	3439	3439
负债合计	13433	13622	12455	10810	9671
少数股东权益	3060	3113	3703	4297	4909
股本	1440	1440	1440	1440	1440
资本公积	3083	3083	3083	3083	3083
留存收益	6606	6459	7202	7936	8737
归属母公司股东权益	11963	11893	12837	14190	15743
负债和股东权益	28456	28627	28995	29297	30323

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3401	1967	2976	2988	3253
净利润	1577	640	1895	2091	2309
折旧摊销	961	1068	1013	1034	1058
财务费用	263	287	70	-22	-121
投资损失	1	-78	-26	-34	-46
营运资金变动	464	-60	44	-75	68
其他经营现金流	135	110	-20	-6	-15
投资活动现金流	-1075	-987	97	314	-29
资本支出	1092	1121	-52	-272	84
长期投资	15	-1	2	2	2
其他投资现金流	1	135	43	40	53
筹资活动现金流	-3385	-732	-1750	-1572	-1364
短期借款	-228	254	0	0	0
长期借款	161	-117	-1376	-1450	-1341
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3318	-869	-374	-122	-23
现金净增加额	-1059	247	1323	1729	1860

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9138	8027	9630	9612	9870
营业成本	5040	5213	5449	5180	5162
营业税金及附加	826	711	814	812	839
营业费用	153	150	164	163	168
管理费用	769	705	626	673	691
研发费用	12	8	9	9	9
财务费用	263	287	70	-22	-121
资产减值损失	-60	-109	0	0	0
其他收益	27	14	23	22	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	78	26	34	46
资产处置收益	0	-1	17	5	7
营业利润	2074	939	2568	2858	3203
营业外收入	4	32	22	19	24
营业外支出	57	47	72	59	59
利润总额	2021	924	2518	2819	3168
所得税	445	284	623	728	859
净利润	1577	640	1895	2091	2309
少数股东损益	540	127	590	594	612
归属母公司净利润	1037	512	1305	1496	1698
EBITDA	3257	2264	3583	3814	4087
EPS(元)	0.72	0.36	0.91	1.04	1.18

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	8.3	-12.2	20.0	-0.2	2.7
营业利润(%)	-8.3	-54.7	173.6	11.3	12.1
归属于母公司净利润(%)	-0.3	-50.6	154.6	14.7	13.5
获利能力					
毛利率(%)	44.8	35.1	43.4	46.1	47.7
净利率(%)	11.3	6.4	13.5	15.6	17.2
ROE(%)	10.5	4.3	11.5	11.3	11.2
ROIC(%)	8.2	3.7	8.9	9.5	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	47.2	47.6	43.0	36.9	31.9
净负债比率(%)	38.5	38.8	19.2	-0.0	-15.5
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.7	2.0
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	143.1	85.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.1	3.2	3.5	3.2	3.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.36	0.91	1.04	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	2.36	1.37	2.07	2.07	2.26
每股净资产(最新摊薄)	8.31	8.26	8.91	9.85	10.93
估值比率					
P/E	18.8	37.9	14.9	13.0	11.5
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.7	12.5	7.3	6.2	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（underperform）	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（underperform）	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（北交所基准指数为北证 50 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。		

仅供内部参考，请勿外传

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，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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。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3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9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