仅供内部参考，请勿外传！

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

昊华能源（601101.SH）动态报告

厚积蝶变聚力勃发，价值重估的京系煤炭平台

2026 年 09 月 14 日

- **北京国资企业，煤炭布局优化再出发。**公司成立于 2002 年，大股东北京能源集团持有上市公司股权 9.12 亿股、股比为 63.31%，实控人为北京市国资委。2016 年以来，公司有序关停北京的煤矿，在内蒙古煤炭开发稳步放量的同时，将宁夏确立为第二个煤炭产业基地。公司的收入和利润主要来源于煤炭业务，业绩随行业周期性波动，2025 年煤炭毛利占比 94.21%、煤化工毛利占比 2.65%，两业务毛利率分别为 38.05%、7.96%。26H1 公司业绩显著修复，营业收入为 48.11 亿元、同比增长 9.46%，归母净利润为 7.45 亿元、同比增长 66.14%。
- **股利支付率逐年提升，26 年拟派发首次中期分红。**随着公司在建项目陆续投产，2024 年起公司的资本开支有所下滑，同年公司分红比率提高了 15.16pct 至 63.63%，2025 年比率进一步提升至 70.26%，每股分红 0.25 元；2026 年，公司拟派发上市以来的首次中期分红，中期分红每股 0.11 元、合计现金红利 1.58 亿元，分红比例 21.3%，表现出公司较强的分红意愿。若 2026 年维持 25 年分红比率，以我们对公司 2026 年的利润预期 18.03 亿元和 2026 年 9 月 11 日收盘价 13.25 元计算，26 年股息率将达到 6.64%。
- **煤炭业绩弹性充足。**公司旗下拥有 4 对在产矿井，分布于内蒙古和宁夏，截至 2025 年底，在产矿井合计资源量 20.95 亿吨、可采储量 10.60 亿吨，4 对矿井总产能为 1930 万吨/年，权益产能为 1328 万吨/年。目前，公司矿井均进入稳定运营状态，预计今年产量将相对稳定。公司煤炭现货比例高达 73%，在今年煤价上涨的背景下，较高的现货比例将使得公司的煤价和业绩上涨幅度更高、利润弹性更大。
- **内生外延，增长潜力可观。1）内生：**①红墩子煤业因煤质问题、25 年矿难事故、及 25 年计提减值准备 0.99 亿元，25 年实现亏损 4.19 亿元，26 年有望扭亏，且未来随着煤质提升，煤价有望进一步增长。②公司将力争完成红墩子煤业红一煤矿 60 万吨/年产能核增、约占公司产能的 3%，同时推动红二煤矿产能核增各项前期准备工作。**2）外延：**①公司持有 11.54%股权的京东方能源拥有巴彦淖井田一号矿，其下煤炭资源量 4.5 亿吨、设计产能 800 万吨/年，目前在推进总规修编和总规环评。公司大股东京能集团合计持有京东方能源股权 45.22%、即大股东在上市公司体外拥有股权 33.68%。②大股东京能集团拥有内蒙古查干淖尔一号井、新疆汉水泉二号区煤炭资源，资源量分别为 25、54 亿吨，为避免与上市公司的同业竞争，在其经营所需资质完备后，未来有望注入上市公司。
- **投资建议：**由于煤价、甲醇价格中枢上移，公司业绩有望明显提升，且在公司高比例分红下其股息价值较为可观，我们预计 2026~2028 年公司归母净利润为 18.03/20.10/21.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.25/1.40/1.51 元，对应 2026 年 9 月 11 日收盘价的 PE 分别为 11/9/9 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤炭需求不及预期，甲醇价格大幅下跌，煤质修复不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	8,027	10,467	10,859	11,180
增长率（%）	-12.2	30.4	3.7	3.0
归属母公司股东净利润（百万元）	512	1,803	2,010	2,179
增长率（%）	-50.6	251.8	11.5	8.4
每股收益（元）	0.36	1.25	1.40	1.51
PE (X)	37	11	9	9
PB (X)	1.6	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 11 日收盘价）

推荐 维持评级

当前价格： 13.25 元

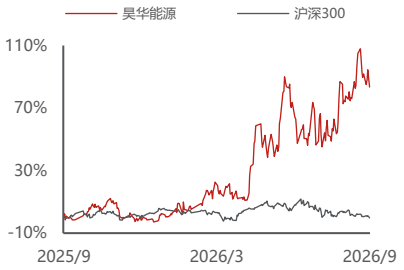


分析师 周泰
执业证书：S0590525110019
邮箱：zhoutai@glms.com.cn

分析师 王姗姗
执业证书：S0590525110021
邮箱：wangshanshan_yj@glms.com.cn

分析师 李航
执业证书：S0590525110020
邮箱：lihang@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 昊华能源（601101.SH）2026 年半年报点评：煤炭、甲醇利润高增，首次中期分红有望落地-2026/08/19
2. 昊华能源（601101.SH）2026 半年度业绩预增点评：26Q2 利润同环比大增，公司业绩弹性释放-2026/07/14
3. 昊华能源（601101.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评：分红比例提升，26Q1 业绩同比增长-2026/04/24
4. 昊华能源（601101.SH）2025 年三季报点评：业绩符合预期，煤炭业务盈利环比明显改善-2025/10/27
5. 昊华能源（601101.SH）2025 年半年报点评：业绩符合预期，业务销量环比增长-2025/08/26

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1 昊华能源：北京国资企业，煤炭布局优化再出发 3
1.1 背靠北京国资委，煤炭产能完成重构 3
1.2 26H1 业绩显著修复，分红意愿逐步提升 4
2 煤炭：业绩弹性充足，增长潜力可观 7
3 煤化工：扭亏为盈，存在进一步修复空间 12
4 盈利预测与投资建议 14
5 风险提示 15
插图目录 17
表格目录 17

仅供内部参考，请勿外传！

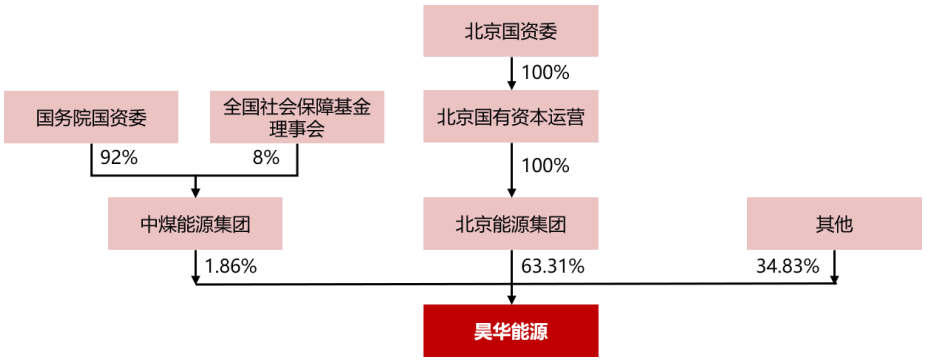
1 昊华能源：北京国资企业，煤炭布局优化再出发

1.1 背靠北京国资委，煤炭产能完成重构

国企背景深厚，背靠京能集团，实控人为北京市国资委。公司成立于 2002 年，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、煤科总院共同发起设立，其中，京煤集团前身为北京矿务局、系原煤炭部直属统配煤矿之一、1998 年起隶属北京市管理，2000 年原北京矿务局和原北京市煤炭总公司合并改制为京煤集团；2018 年，为积极响应国企改革号召、提升国有资本效率，京煤集团作为京能集团的全资子公司、将持有的昊华能源 7.48 亿股股份、即 62.3%的股权全部无偿划转给京能集团，而后京能集团变更为昊华能源的大股东。截至 26Q2 末，公司大股东北京能源集团持有上市公司股权 9.12 亿股、股比为 63.31%；实控人为北京市国资委。

大股东定位首都综合能源服务集团，布局多业态产业格局。京能集团布局热力、电力、煤炭、健康文旅等多业态产业格局，并控股京能清洁能源、京能电力、昊华能源、京能置业、北京能源国际、京能热力六家上市公司。截至 2025 年底，京能集团资产规模超 5000 亿元，发电装机规模 5874 万千瓦，其中可再生能源装机规模超 3100 万千瓦、占比超 53%，核准煤炭产能 2730 万吨/年。

图1：公司股权结构



资料来源：iFind，国联民生证券研究所
注：截至时间为 26Q2 末

公司的历史发展可以划分为三个阶段：

1）2002~2015 年：北京煤炭产业稳固基本盘，不断向外扩张。公司成立之初，原股东京煤集团以旗下从事原煤生产业务的三个煤矿木城涧（含大台矿井）、大安山、长沟峪以及从事煤炭经销业务的两家控股子公司南方公司、天津公司的股权作为初始出资，三个煤矿主产无烟煤、位于京西煤田，销售客户主要是冶金及化工企业。彼时，京煤集团下属还有门头沟煤矿、房山煤矿、杨坨煤矿及王平村煤矿，前三者因资源枯竭经有关部门批准分别于 2001 年 9 月、2003 年 9 月、2004 年 12 月破产关闭，后者因煤质较差、燃气替代北京民用煤市场，自 20 世纪 90 年代

仅供内部参考，请勿外传！

初开始一直处于停产状态。“十一五”至“十二五”期间，公司围绕煤炭产业进一步扩张，一方面通过股权收购的模式增加国内和海外的煤炭资源，包括京东方能源和 MCM，且内蒙古勘探开发的煤炭资源逐步放量；另一方面向下游拓展煤化工产业，目前公司的煤制甲醇项目即是彼时作为红庆梁煤矿的配套煤化工收购项目。

2）2016~2024 年：资产结构优化重整，第二煤炭产业发展基地确立。根据国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、北京市委《关于贯彻落实<京津冀协同发展规划纲要>的实施意见》文件精神，公司分别于 2016、2018、2019、2020 年有序关停长沟峪、木城涧、大安山和大台煤矿并完成验收工作，标志着京西矿区千年煤炭开采历史的正式结束。公司于“十二五”期间收购的京东方能源、截至 26H1 持有其 11.5%的股权比例，收购的 MCM 已经于 2024 年将股比减持至 0。此外，公司于 2019 年收购宁夏红墩子煤业 60%股权，2022、2023 年其下属两个矿井陆续启动试运转，从而公司最终将第二个煤炭产业基地确立在宁夏。

3）2025 年至今：各项资产进入运营正轨，分红进一步提升。2025 年至今，公司生产稳定运行，煤炭主业已基本完成区域迁移和产能重构；且在建煤矿均已投产，在暂无重大资本开支的情况下，公司于 2025 年将分红比例提高至 70%。

图2：公司发展历程

	2002年12月	2006年12月	2010年	2011年	2012年	2015年	2016-2020年	2019年	2022-2025年
重要变更	公司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、煤科总院共同发起设立		公司于上交所成功上市	东铜铁路专用线已全线铺通，即将试运行			标志着京西矿区千年煤炭开采历史的正式结束	布局第二个煤炭产业转移发展基地	资产结构不断优化
煤炭	京煤集团以木城涧（含大台矿井）、大安山、长沟峪煤矿及从事煤炭经销的两家控股子公司作为初始出资	控股子公司昊华精煤取得高家梁煤矿采矿权许可证	①出资10.85亿元收购杭锦旗西部能源公司60%股权，获得红庆梁井田煤炭资源；②高家梁煤矿建成投产	①设立子公司昊华能源国际，试水国际煤炭贸易和海外资源项目；②出资9亿元收购京东方能源20%股权，获得巴彦淖井田煤炭资源；	昊华国际以定向增发的方式取得非洲煤业2.47亿股股份，认购款1亿美元，股比23.6%，成为非洲煤业第一大股东，间接拥有了南非煤炭资源	出资17.2亿元购买京东方能源30%股权，购买后持有50%股权，取得控制权	①长沟峪、木城涧、大安山、大台煤矿分别于2016、2018、2019、2020年有序关停并完成验收工作。②2018年4月红庆梁煤矿进入试生产阶段。	出资31.58亿元收购宁夏红墩子煤业有限公司60%股权；	①高家梁煤矿产能核增，红一、红二煤矿陆续投产；②京东方能源增资扩股，公司持股比例被动稀释至失去控制权，从子公司变更为联营企业；③2015年后，MCM多次进行增发，昊华国际未跟投，股比被动稀释。截至2022年10月，昊华国际所持MCM股比为11.7%，而后不断减持，到2024年末股比为0；2025年昊华国际清算退出
煤化工				出资1200万元收购国泰商贸95%股权，获得在建的40万吨/年煤制甲醇项目，作为红庆梁煤矿的转化项目			2016年9月国泰化工40万吨煤制甲醇项目正式投产		

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

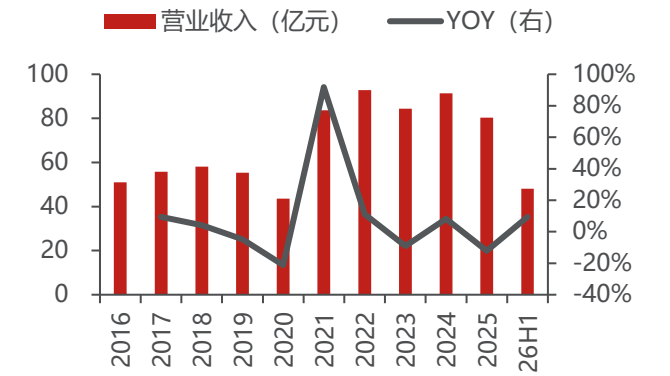
1.2 26H1 业绩显著修复，分红意愿逐步提升

业绩随行业周期性波动，26H1 利润显著修复。2016 年以来，公司的收入和利润情况基本跟随煤价波动；2021 年在煤炭行业回暖、公司量价齐升的影响下，营收和利润高增；2022 年成本大幅提升导致利润和煤价出现背离，2023 年以来

仅供内部参考，请勿外传！

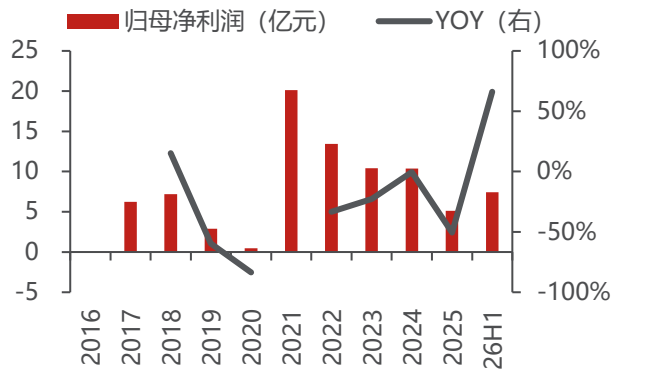
利润走势和煤价趋势相对一致。2025 年公司营业收入为 80.27 亿元、同比下降 12.16%，归母净利润为 5.12 亿元、同比下降 50.57%；26H1 营业收入为 48.11 亿元、同比增长 9.46%，归母净利润为 7.45 亿元、同比增长 66.14%。费用方面，2023~2025 年公司的期间费用率稳定在 12%~15%区间内，费用管控能力良好。

图3：26H1 公司营业收入同比增长 9.46%



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

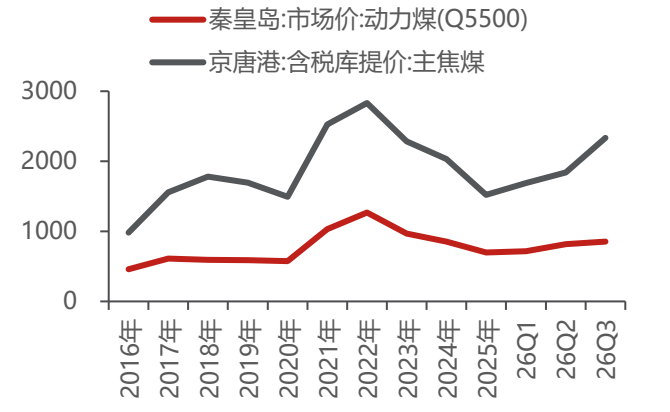
图4：26H1 公司归母净利润同比增长 66.14%



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

注：为清楚展示图表趋势，部分利润波动较大的年份 YOY 未进行标注

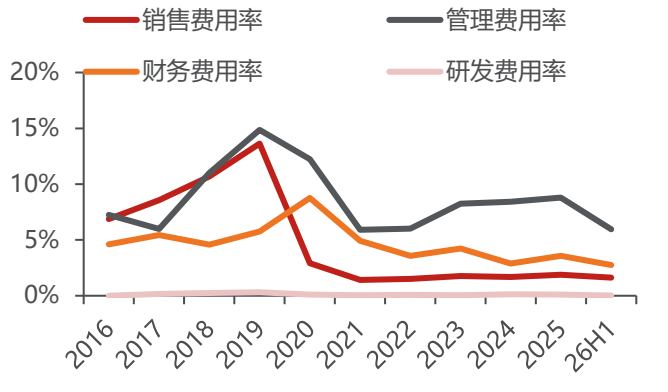
图5：26 年以来市场煤价逐步回升（元/吨）



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

注：26Q3 数据截至时间为 2026 年 9 月 11 日

图6：23 年以来公司的期间费用率相对稳定



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

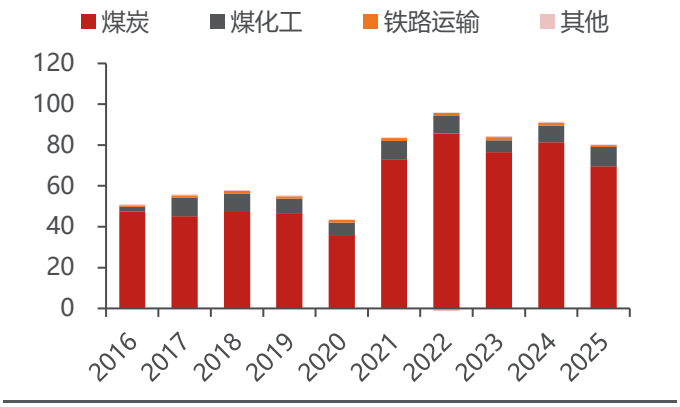
煤炭业务是公司主要的收入和利润来源。2016 年，国泰化工煤制甲醇项目正式投产，公司当年煤化工收入贡献为 4.59%，后续有所提升；煤炭收入则从 2016 年的 92.71%降至 2017 年的 81.03%。自 2021 年煤价中枢上升后，煤炭业务收入占比回到 90%左右，煤化工收入占比在 10%左右。毛利自 2020 年以来则基本由煤炭贡献，煤化工业务自 2025 年才扭亏为盈，2025 年煤炭毛利占比 94.21%、煤化工毛利占比 2.65%，两业务毛利率分别为 38.05%、7.96%。

资本开支下滑，分红意愿提高，26 年拟派发首次中期分红。随着公司在建项目陆续投产，2024 年起公司的资本开支有所下滑，同年公司分红比率提高了 15.16pct 至 63.63%，2025 年比率进一步提升至 70.26%，每股分红 0.25 元；

仅供内部参考，请勿外传！

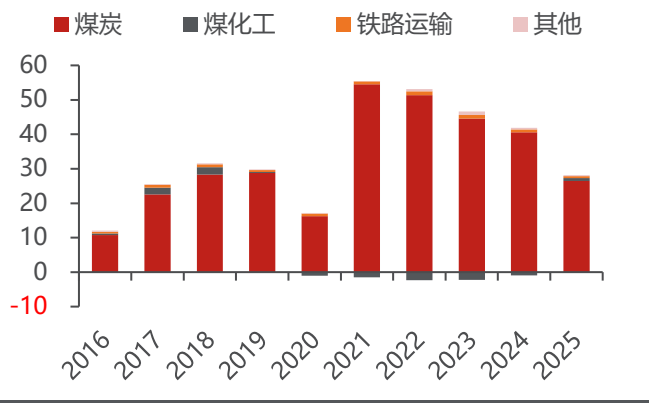
2026 年，公司拟派发上市以来的首次中期分红，中期分红每股 0.11 元、合计现金红利 1.58 亿元，分红比例 21.3%，表现出公司较强的分红意愿。若 2026 年维持 25 年分红比率，以我们对公司 2026 年的利润预期 18.03 亿元和 2026 年 9 月 11 日收盘价 13.25 元计算，26 年股息率将达到 6.64%。

图7：2016~2025 年公司分业务收入（亿元）



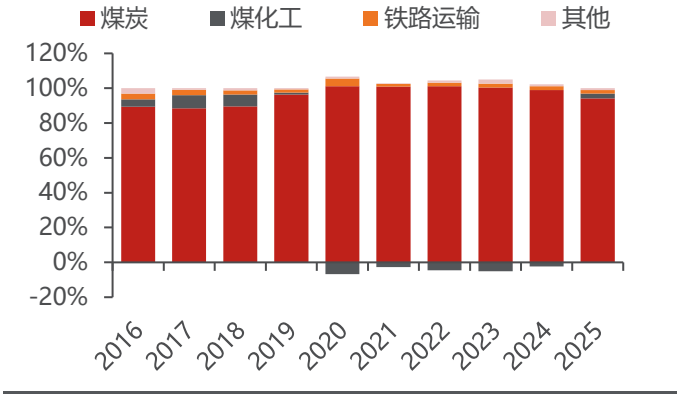
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图8：2016~2025 年公司分业务毛利（亿元）



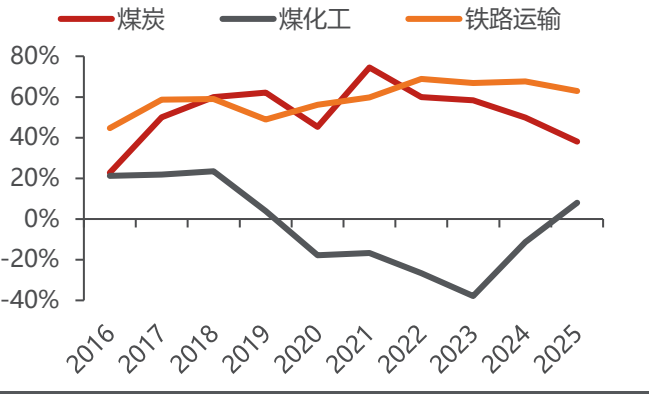
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图9：2016~2025 年公司毛利结构



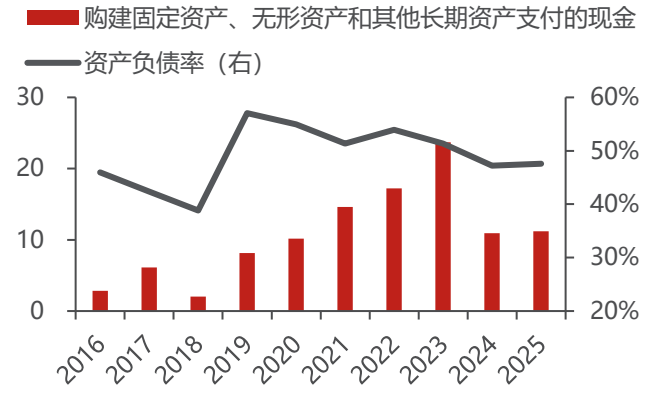
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图10：2016~2025 年公司分业务毛利率



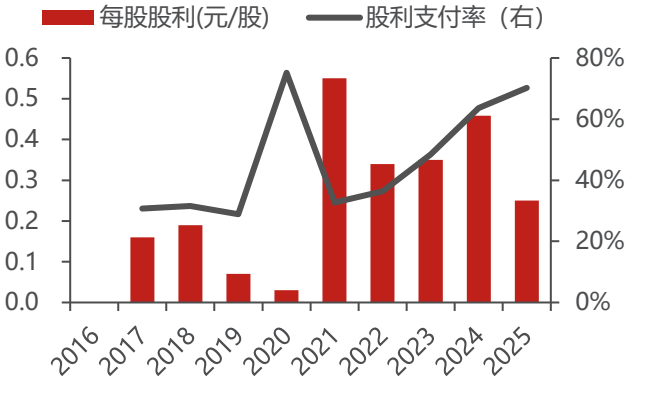
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图11：2024 年起公司资本开支下滑（亿元）



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图12：近四年公司分红比率逐年提升



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2 煤炭：业绩弹性充足，增长潜力可观

煤炭储量资源丰富，核定和权益产能为 1930 和 1328 万吨/年。公司旗下拥有 4 对在产矿井，分布于内蒙古和宁夏。截至 2025 年底，在产矿井合计资源量 20.95 亿吨、可采储量 10.60 亿吨，资源储量丰富、可采年限长，4 对矿井总产能为 1930 万吨/年，权益产能为 1328 万吨/年。

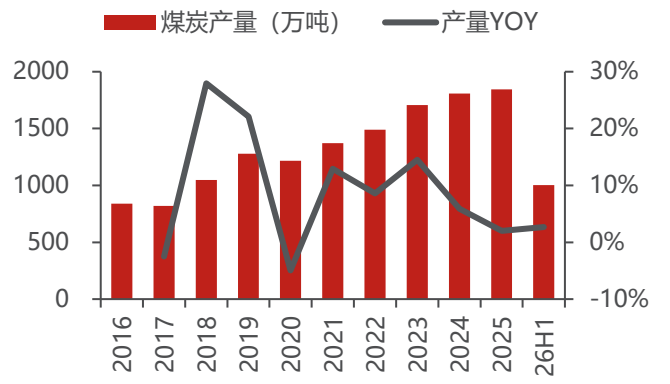
表1：公司拥有 4 座在产煤矿，总产能 1930 万吨/年

子公司	主要矿区	主要煤种	地理区位	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	证实储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	权益比例	权益产能（万吨/年）	状态
昊华精煤	高家梁煤矿	不粘煤	内蒙古鄂尔多斯	6.49	3.72	0.89	850	80%	680	在产
西部能源	红庆梁煤矿	长焰煤、不粘煤	内蒙古鄂尔多斯	6.46	3.65	3.42	600	60%	360	在产
红墩子煤业	红一煤矿	气煤	宁夏银川	4.58	1.62	0.41	240	60%	144	在产
红墩子煤业	红二煤矿	气煤	宁夏银川	3.42	1.61	1.18	240	60%	144	在产
合计				20.95	10.60	5.91	1930	69%	1328	-

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

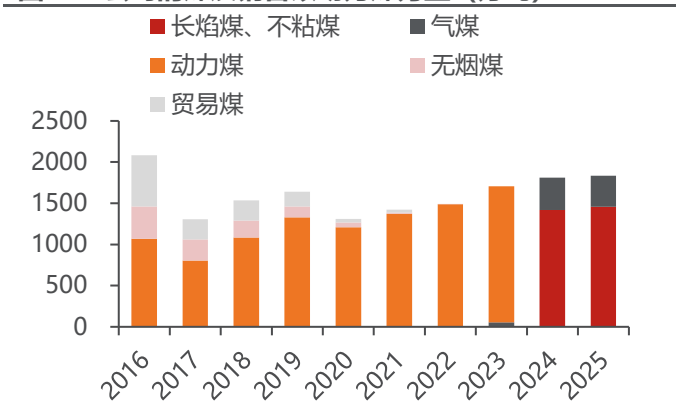
产能核增+新矿投产带动产量的历史增长，目前新项目均已投产，预计今年产量或保持稳定。尽管公司原有的北京区域的长沟峪、木城涧、大安山、大台煤矿因资源枯竭与环保政策收紧陆续于 2016、2018、2019、2020 年全面退出，但公司同步加快产能转移，红庆梁煤矿 2018 年开启试运转，高家梁煤矿于 2018 和 2022 年陆续核增，红墩子煤业的两个煤矿于 2022 和 2023 年陆续开启试运转，从而公司的煤炭产量在过去八年依然保持整体上升的趋势，2017~2025 年，公司煤炭产量从 818 万吨增长至 1843 万吨，CAGR 为 10.68%。26H1 产量为 1002 万吨，同比依然保持 2.70%的增幅，目前公司在建矿井均已投产且进入稳定运营状态，预计今年产量将保持相对稳定。

图13：公司的煤炭产量呈上升趋势



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图14：公司的煤炭销售以动力煤为主（万吨）



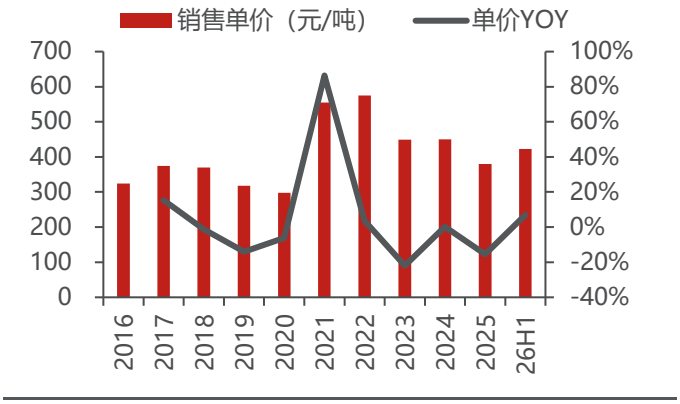
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

注：2022 年起，年报披露的煤炭销量中不含贸易量且煤炭贸易量未单独披露，但昊华鑫达仍有少量利润，因此煤炭贸易业务预计仍有少量规模

仅供内部参考，请勿外传！

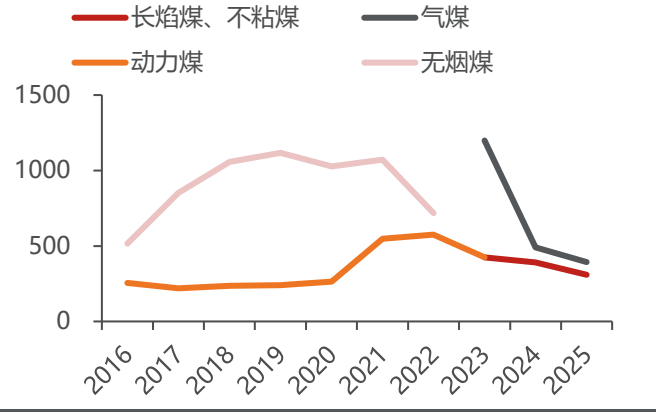
“一票到厂”提升煤价抗风险能力，公司煤价下滑幅度小于市价。公司产品以动力煤为主，主要供应电厂燃料使用。自 2023 年以来，公司探索拓展物流业务，推广“一票到厂”业务，初步形成“煤矿+物流”产业链延伸路径，增强了煤价下滑期间抗风险的能力，2023~2025 年及 26H1，公司实现煤价为 449、450、380、423 元/吨（包含煤炭物流收入），同比-21.98%、+0.27%、-15.55%、+6.96%，同期，秦皇岛港 Q5500 动力煤市场价同比-23.85%、-11.44%、-18.56%、+13.23%。销售结构上，公司曾依托于诚和国贸和昊华鑫达开展煤炭贸易业务，2017 年 3 月，公司出售了诚和国贸 100%股权，从而煤炭贸易规模大幅收缩，2025 年，公司的自产煤销售中，高家梁和红庆梁煤矿主产的长焰煤/不粘煤销量占比 79.46%，红墩子煤业主产的气煤销量占比 20.54%。煤价方面，2025 年公司长焰煤/不粘煤均价为 309 元/吨、同比下滑 20.80%，气煤均价为 393 元/吨、同比下滑 19.78%。

图15：26H1 公司实现煤价同比增长 6.96%



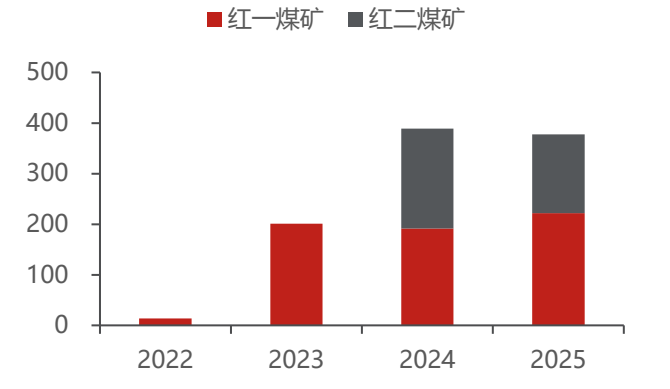
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所
注：煤价计算口径为财报口径

图16：公司分煤种煤价（元/吨）



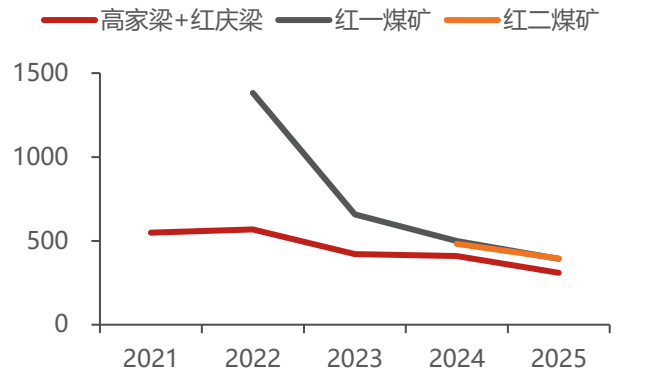
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图17：红墩子煤业的煤炭产量（万吨）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图18：分煤矿煤价（元/吨）



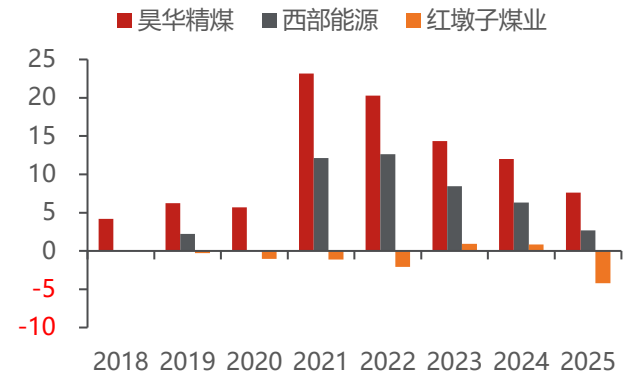
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

红墩子煤业有望扭亏为盈。从盈利情况来看，昊华精煤和西部能源盈利走势和行业情况相对吻合，2025 年实现净利润 7.63 和 2.68 亿元、同比下滑 36.53%和 57.62%，净利率分别为 27.95%和 13.11%，同比下滑 7.48pct 和 12.64pct，主

仅供内部参考，请勿外传！

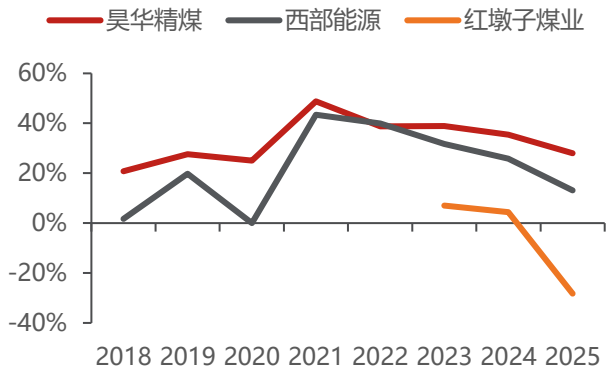
要是煤价下滑所致；而红墩子煤业 2025 年亏损 4.19 亿元，主要是：①2023 年以来，红一煤矿产量已基本稳定，然而，其实现煤价相比高家梁和红庆梁煤价的溢价于 2024 年出现显著收缩，我们预计是红墩子煤业的煤质受井下条件影响、煤质出现了下滑；②2025 年 2 月 17 日，其下属红二煤矿在联合试运转期间发生一起地面机电事故，1 人遇难，造成一定损失；③红墩子煤矿计提在建工程减值准备 0.99 亿元，主要是红三煤矿建设在技术上与经济上均不可行。随着红墩子煤业运营状态逐步稳定，预计其盈利状态将得以扭转；且红二煤矿可采煤层包含 4 号、5 号、8 号、9 号、10 号煤层，目前先行开采 4、5 号煤，随着煤层向 8、9 号过渡，预计公司的气煤煤质将有所提升，带动煤价增长。

图19：公司各煤矿的净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图20：公司各煤矿的净利率



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

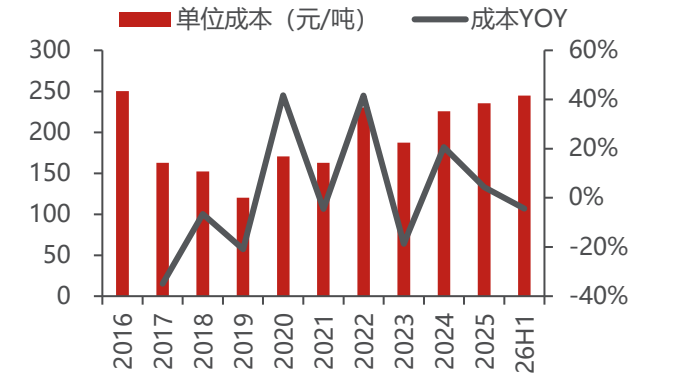
现货比例高，业绩弹性大。2025 年，公司为电厂保供煤炭 488 万吨，占其煤炭销量的 26.60%，即公司现货比例高达 73.40%，一方面得益于公司地理位置和煤质的优势，另一方面，公司自身也聚焦化工、冶金等重点领域来拓宽销售广度，2025 年，公司终端销售占比超 68%，其中红墩子煤业直销占比 95%。据 iFind 数据，26H1，秦皇岛港 Q5500 动力煤平仓价为 767 元/吨、同比增长 13%，京唐港主焦煤库提价为 1765 元/吨、同比增长 26%；26Q3 以来（截至 2026 年 8 月 24 日），两者分别达到 828、2189 元/吨，相比 25Q3 增长 24%、41%。在今年煤价上涨的背景下，公司较高的现货比例将使得公司的煤价和业绩上涨幅度更高，利润弹性更大。此外，26 年 1~7 月全国原煤产量 27.02 亿吨，同比下滑 2.9%、降幅 7765 万吨，公司历史产量都在核定产能范围内，受安监影响较小。

成本中枢有所抬升，后续预计维持稳定。由于公司前期煤炭贸易规模较大，从而 2016 年吨煤成本水平较高，随着公司贸易体量逐步缩减，2017~2021 年吨煤成本相对稳定，2022 年以来吨煤成本有所增加。截至 2025 年，公司吨煤成本为 235 元/吨，相比 2021 年增长了 73 元/吨、增幅 44.67%，其中，材料、人工、折旧、专项储备、物流成本分别增长了 11、19、13、14、14 元/吨，增幅 140%、47%、76%、56%、37%。考虑到当前各个煤矿逐步进入稳定运营期，且 2025 年起剔除物流的吨煤成本已经表现出下滑趋势，25 年为 185 元/吨、同比下降 4.60%

仅供内部参考，请勿外传！

后续吨煤成本或保持稳定。

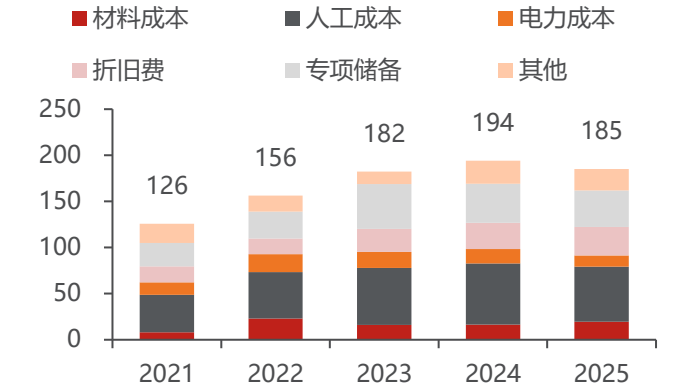
图21：26H1 吨煤成本（含物流成本）同比下降 4.40%



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

注：2022 年及之后吨煤成本披露口径发生变化，包含煤炭运输和物流费用

图22：25 年不含物流的吨煤成本同比下降 4.60%



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

内外增量并行，公司潜力较大。公司现有产能 1930 万吨/年，公司曾规划产能目标达 3000 万吨；据最新的“十五五”规划，公司将“做精煤炭主业，再造一个昊华”，未来公司产能有望通过内外并行的方式实现大幅增长。

表2：公司产能潜力

所属公司	煤矿	主要煤种	地理区位	资源量（亿吨）	可采储量（亿吨）	核定产能（万吨/年）	昊华能源/控股股东权益比例	权益产能（万吨/年）	状态	增量空间
控股子公司-红墩子煤业	红一煤矿	气煤	宁夏银川	4.58	1.62	240	60%	144	在产	计划核增产能 60 万吨/年
参股子公司-京东方能源	巴彦淖井田一号矿	不粘煤	内蒙古鄂尔多斯	4.5	-	800	11.54%	92	在推进总规修编和总规环评	京能集团合计持有京东方能源股权 45.22%，即大股东在上市公司体外拥有股权 33.68%
控股股东-京能集团	查干淖尔一号井	褐煤	内蒙古鄂尔多斯	24.85	14.45	500	51%	255	获得自治区能源局开工备案手续	-
控股股东-京能集团	汉水泉二号区煤炭资源	不粘煤、长焰煤	新疆哈密	54	-	-	100%	-	未取得探矿权证	-

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

1）内部核增：据公司 2026 年工作思路，公司将力争完成红墩子煤业红一煤矿 60 万吨/年产能核增、约占公司产能的 3%，同时推动红二煤矿产能核增各项前期准备工作。

2）内部参股未投产矿井：公司持有 11.54%股权的京东方能源拥有巴彦淖井田一号矿，位于内蒙古鄂尔多斯市，其下煤炭资源量 4.5 亿吨、设计产能 800 万吨/年，主产不粘煤，2022 年 3 月参股公司京东方能源取得了巴彦淖井田探矿权证。此外，公司大股东京能集团合计持有京东方能源股权 45.22%、即大股东在上市公司体外拥有股权 33.68%。

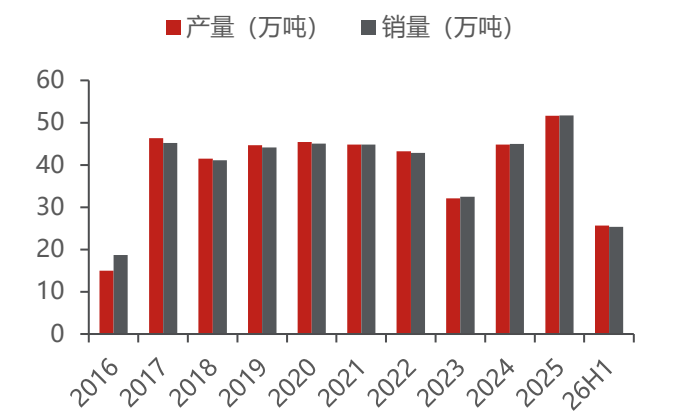
3) 外部收购：京能集团拥有：①查干淖尔一号井，位于内蒙古查干淖尔矿区，是锡盟至山东特高压输电外送通道电源点京能查干淖尔电厂配套煤矿项目，由京能集团持股 51%、冀中能源峰峰集团持股 49%，煤种为褐煤，煤炭资源量总计 24.85 亿吨、可采储量 14.45 亿吨，项目于 2019 年获得国家发改委核准、于 2022 年 4 月 26 日获得自治区能源局开工备案手续，设计产能 500 万吨/年。②汉水泉二号区煤炭资源，位于新疆哈密地区三塘湖矿区，面积 137 平方公里、煤炭储量 54 亿吨，煤种为不粘煤和长焰煤，目前尚未取得探矿权证。集团于 2018 年 12 月作出承诺，为避免与上市公司的同业竞争，在其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。

仅供内部参考，请勿外传！

3 煤化工：扭亏为盈，存在进一步修复空间

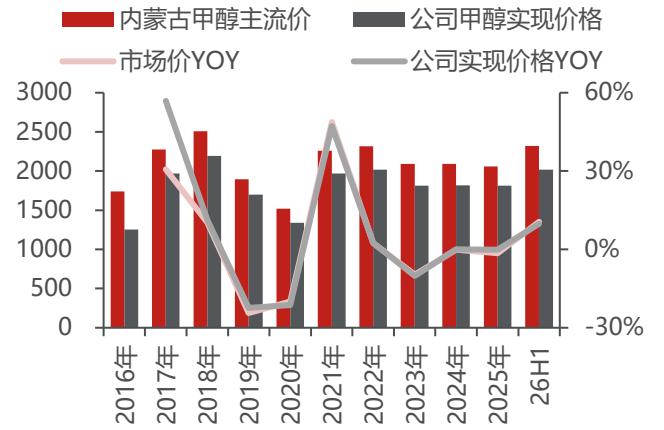
公司拥有 40 万吨/年煤制甲醇项目，25 年因产量达到新高、成本持续压降，从而项目扭亏为盈。公司煤化工业务主要由国泰化工经营，其下 40 万吨煤制甲醇项目于 2016 年 9 月正式投入运营，位于鄂尔多斯市，产品主要供应周边市场，2011 年公司出资 1200 万元收购该项目原主体国泰商贸 95%的股权，2026 年项目小股东退出，目前公司持有甲醇项目权益 100%。2017 年以来，公司甲醇项目产销量较为稳定，年产量约 40~50 万吨。2025 年，公司甲醇产量达到 51.61 万吨，同比增长 15.20%，突破历史高点；甲醇实现价格为 1813 元/吨，同比下降 0.17%；单位成本大幅压降，25 年为 1668 元/吨，同比下降 17.50%，其中，煤炭成本约占 55%(包含原料煤和燃料煤)；单位毛利 144 元/吨，扭亏为盈。26H1，甲醇产量 25.67 万吨，同比下降 1.42%，属正常波动；单位价格为 2019 元/吨，同比增长 9.86%；单位成本 1494 元/吨，同比下降 10.44%；单位毛利为 524 元/吨，同比增长 210.40%。

图23：2017 年以来公司的甲醇产销量较为稳定



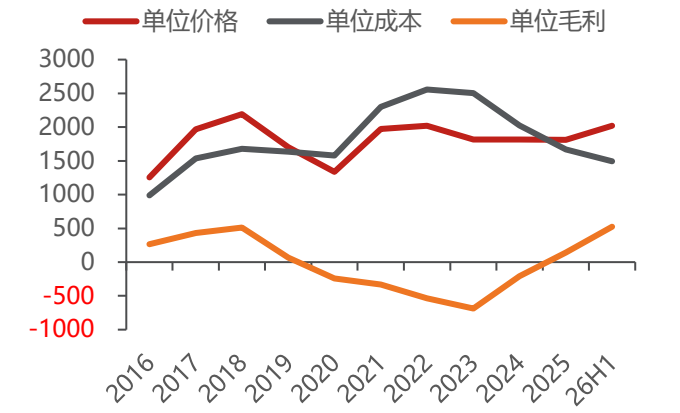
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图24：公司甲醇价格趋势和市场价趋势一致（元/吨）



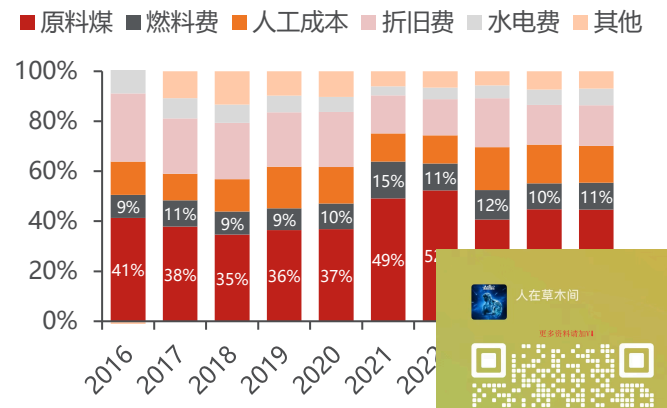
资料来源：公司公告，iFind，国联民生证券研究所

图25：25 年公司甲醇吨毛利扭亏为盈（元/吨）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图26：近两年原料和燃料煤在成本中占比 55%左右



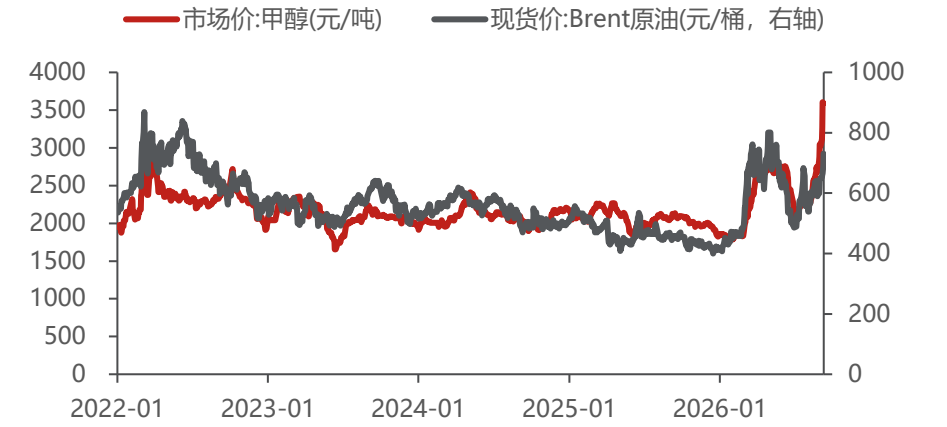
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

26 年甲醇价格大幅上涨，煤化工业绩有望进一步改善。2026 年 3 月以来，甲醇价格因国际地缘而大幅上涨，据 iFind 数据，截至 2026 年 9 月 11 日，内蒙古地区甲醇年内均价为 2377 元/吨，相比 25 全年均价增长 15.45%；内蒙古地区煤制甲醇的平均利润为 131 元/吨，相比 25 全年增长 147.91%。考虑到当前中东局势反复、甲醇价格跟随油价关联性较高，且截至 9 月 11 日的 26Q3，内蒙古地区甲醇均价为 2502 元/吨，同比依然增长 21.61%，预计 2026 年公司煤化工业绩有望进一步改善。

图27：截至 9 月 11 日的 26Q3 甲醇价格较 25Q3 增长 21.61%



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

4 盈利预测与投资建议

公司主要盈利来源为煤炭和煤化工，因此我们选取煤炭产量规模和公司近似的晋控煤业以及同时具有煤炭和煤化工业务的兖矿能源、中国神华、淮北矿业为可比公司。对比后可见，2026~2028 年可比公司平均 PE 为 14/12/12 倍，公司的 PE 则为 11/9/9 倍，低于行业均值，存在提升空间。

由于煤价、甲醇价格中枢上移，公司业绩有望明显提升，且在公司高比例分红下其股息价值较为可观，我们预计 2026~2028 年公司归母净利润为 18.03/20.10/21.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.25/1.40/1.51 元，对应 2026 年 9 月 11 日收盘价的 PE 分别为 11/9/9 倍，维持“推荐”评级。

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元）				PE（X）			
		(元)	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
601001.SH	晋控煤业	16.63	1.09	1.16	1.59	1.74	15	14	10	10
600188.SH	兖矿能源	21.38	0.84	1.79	1.92	1.95	25	12	11	11
601088.SH	中国神华	47.51	2.66	2.93	2.99	3.14	18	16	16	15
600985.SH	淮北矿业	16.71	0.56	1.25	1.37	1.42	30	13	12	12
		可比公司均值					22	14	12	12
601101.SH	**昊华能源**	**13.25**	**0.36**	**1.25**	**1.40**	**1.51**	**37**	**11**	**9**	**9**

资料来源：iFind，国联民生证券研究所；
注：股价时间为 2026 年 9 月 11 日

仅供内部参考，请勿外传！

5 风险提示

1）煤炭需求不及预期。煤炭作为国家最为重要的基础能源，随着中国经济步入增速换挡的新常态，宏观经济景气程度直接影响煤炭市场的需求状况。假如宏观经济增速放缓，用电量等下游需求或将出现萎缩，公司主业为煤炭生产与销售，与下游需求的关系密切，需求不及预期导致的煤价大幅下跌将对公司业绩产生较大影响。

2）甲醇价格大幅下跌。甲醇价格和油价关联性较强，且国际局势复杂多变，若国际局势演变导致国际油价大幅下跌，甲醇价格随之下滑可能对公司业绩产生较大影响。

3）煤质修复不及预期。公司业绩增长部分来自于煤质改善，若未来煤质改善的进度较为缓慢、或者井下条件发生变化导致煤质变动，则公司业绩可能会受到影响。

仅供内部参考，请勿外传！

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**8,027**	**10,467**	**10,859**	**11,180**
营业总收入增长率	-12.2%	30.4%	3.7%	3.0%
营业成本	5,213	5,196	5,213	5,213
毛利	**2,814**	**5,271**	**5,646**	**5,968**
毛利率	35.1%	50.4%	52.0%	53.4%
营业税金及附加	711	928	962	991
销售费用	150	196	203	209
管理费用	705	890	923	950
研发费用	8	12	12	13
财务费用	287	231	178	148
投资收益	78	78	78	78
资产减值损失	-109	-21	-21	-21
信用减值损失	4	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收益	14	25	26	26
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	**939**	**3,097**	**3,450**	**3,740**
营业外收支	-15	-15	-15	-15
利润总额	924	3,082	3,436	3,725
所得税	284	678	756	820
净利润	**640**	**2,404**	**2,680**	**2,906**
少数股东损益	127	601	670	726
归属于母公司净利润	**512**	**1,803**	**2,010**	**2,179**
归母净利润率	6.4%	17.2%	18.5%	19.5%
归母净利润增长率	-50.6%	251.8%	11.5%	8.4%
EBIT	1,256	3,271	3,571	3,831
EBITDA	2,325	4,345	4,657	4,926
EBITDA 增长率	-30.7%	86.9%	7.2%	5.8%
每股收益（元）	0.36	1.25	1.40	1.51

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	640	2,404	2,680	2,906
折旧和摊销	1,068	1,075	1,086	1,095
营运资金变动	-60	168	12	3
经营活动现金流	**1,967**	**3,867**	**3,976**	**4,181**
资本开支	-1,035	-1,099	-1,108	-1,116
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	**-987**	**-1,016**	**-1,028**	**-1,037**
股权募资	0	50	0	0
债务募资	415	-661	-480	-480
支付股利和利息	-948	-636	-1,507	-1,633
筹资活动现金流	**-732**	**-1,090**	**-1,988**	**-2,113**
现金净流量	**247**	**1,761**	**960**	**1,031**

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,507	6,268	7,228	8,259
应收账款及票据	144	213	221	228
存货	220	225	226	226
其他流动资产	141	198	202	204
流动资产合计	**5,011**	**6,905**	**7,877**	**8,917**
长期股权投资	1,314	1,313	1,312	1,310
固定资产	11,872	12,001	12,087	12,144
使用权资产	9	9	9	9
无形资产	8,792	8,792	8,792	8,792
在建工程	387	258	172	115
其他非流动资产	1,243	1,250	1,246	1,241
非流动资产合计	**23,616**	**23,622**	**23,617**	**23,611**
资产合计	**28,627**	**30,527**	**31,494**	**32,528**
短期借款	805	725	645	565
应付账款及票据	1,652	1,724	1,730	1,730
其他流动负债	2,290	2,603	2,530	2,451
流动负债合计	**4,746**	**5,051**	**4,905**	**4,746**
长期借款及应付债券	5,436	4,197	3,897	3,597
其他长期负债	3,439	4,000	4,000	4,000
非流动负债合计	**8,876**	**8,197**	**7,897**	**7,597**
负债合计	13,622	13,249	12,802	12,343
股本	1,440	1,440	1,440	1,440
少数股东权益	3,113	3,764	4,434	5,160
股东权益合计	**15,006**	**17,279**	**18,692**	**20,185**
负债和股东权益合计	**28,627**	**30,527**	**31,494**	**32,528**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	2.24	8.13	8.64	9.08
净资产收益率 ROE	4.31	13.34	14.10	14.50
偿债能力（%）				
付息债务率	25.40	19.75	17.62	15.58
资产负债率	47.58	43.40	40.65	37.95
经营效率				
应收账款周转天数	4.24	3.60	3.91	3.92
存货周转天数	15.35	15.42	15.60	15.62
应付账款周转天数	113.58	111.23	115.48	115.66
总资产周转率	0.28	0.35	0.35	0.35
估值分析（倍）				
P/E	37	11	9	9
P/S	2.4	1.8	1.8	1.7
P/B	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	9	5	4	4
分红水平				
每股股利（元）	0.25	0.88	0.98	1.06
股利支付率（%）	70.26	70.26	70.26	70.26
股息收益率（%）	1.89	6.64	7.40	8.02

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

插图目录

图 1： 公司股权结构 3
图 2： 公司发展历程 4
图 3： 26H1 公司营业收入同比增长 9.46% 5
图 4： 26H1 公司归母净利润同比增长 66.14% 5
图 5： 26 年以来市场煤价逐步回升（元/吨） 5
图 6： 23 年以来公司的期间费用率相对稳定 5
图 7： 2016~2025 年公司分业务收入（亿元） 6
图 8： 2016~2025 年公司分业务毛利（亿元） 6
图 9： 2016~2025 年公司毛利结构 6
图 10： 2016~2025 年公司分业务毛利率 6
图 11： 2024 年起公司资本开支下滑（亿元） 6
图 12： 近四年公司分红比率逐年提升 6
图 13： 公司的煤炭产量呈上升趋势 7
图 14： 公司的煤炭销售以动力煤为主（万吨） 7
图 15： 26H1 公司实现煤价同比增长 6.96% 8
图 16： 公司分煤种煤价（元/吨） 8
图 17： 红墩子煤业的煤炭产量（万吨） 8
图 18： 分煤矿煤价（元/吨） 8
图 19： 公司各煤矿的净利润（亿元） 9
图 20： 公司各煤矿的净利率 9
图 21： 26H1 吨煤成本（含物流成本）同比下降 4.40% 10
图 22： 25 年不含物流的吨煤成本同比下降 4.60% 10
图 23： 2017 年以来公司的甲醇产销量较为稳定 12
图 24： 公司甲醇价格趋势和市场价趋势一致（元/吨） 12
图 25： 25 年公司甲醇吨毛利扭亏为盈（元/吨） 12
图 26： 近两年原料和燃料煤在成本中占比 55%左右 12
图 27： 截至 9 月 11 日的 26Q3 甲醇价格较 25Q3 增长 21.61% 13

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 公司拥有 4 座在产煤矿，总产能 1930 万吨/年 7
表 2： 公司产能潜力 10
表 3： 可比公司 PE 数据对比 14
公司财务报表数据预测汇总 16

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室