

昊华能源 (601101.SH)

2024年06月19日

深度系列二：煤炭新产能贡献增量，高分红可期
——公司深度报告
投资评级：买入（维持）

日期	2024/6/18
当前股价(元)	9.65
一年最高最低(元)	10.79/5.30
总市值(亿元)	138.96
流通市值(亿元)	138.96
总股本(亿股)	14.40
流通股本(亿股)	14.40
近3个月换手率(%)	83.72

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

● 煤炭新产能贡献增量，高分红可期，维持“买入”评级

公司煤炭业务优质产能稳定释放，煤炭生产成本优势突出，动力煤生产稳固业绩基础，炼焦配煤新产能释放有望进一步贡献业绩弹性。我们下调 2024 年盈利预测并新增 2025-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 17.6/19.7/20.3 亿元（2024 年前值为 32.9 亿元），同比+68.8%/+12.5%/+3.0%；EPS 分别为 1.22/1.37/1.41 元，对应当前股价 PE 为 7.9/7.0/6.8 倍。红二煤矿已于 2023 年 12 月实现联合试运转，2024 年将开始贡献产量，伴随红一、红二煤矿投产和达产，公司炼焦配煤生产比例有望增加，煤炭业务毛利率有望提升，且近年来公司资产负债率持续下降，货币资金/归母净利润、未分配利润/归母净利润比重皆高于行业平均水平，叠加公司资本开支规模整体可控，公司分红比例提升未来可期，维持“买入”评级。

● 煤炭业务：煤炭产量稳步释放，贡献主要业绩增长

截至 2023 年末，公司煤炭产能达 1930 万吨/年，其中权益产能 1328 万吨/年，当前公司产能处于爬坡阶段，尤其是红二煤矿 240 万吨产能已开始联合试运转，未来公司将继续重点在内蒙、宁夏等煤炭富集地区积极寻求有投资价值的煤炭资源项目，“十四五”期间计划到 2025 年末努力实现煤炭核定产能 3000 万吨。近年来，公司精细成本管理，积极寻求降本增效方法，成本控制处于行业领先水平，吨煤毛利具备可比优势，叠加红一、红二煤矿以生产气煤为主，且有少量 1/2 中粘煤，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤，毛利率相比动力煤更高，红一、红二煤矿产量释放有望贡献业绩弹性。

● 非煤业务：打造“煤-化-运”一体化产业链，协同效应明显

煤化工业务方面，昊华能源控股鄂尔多斯市昊华国泰化工有限公司一期规模年产 40 万甲醇，近年来，公司甲醇业务单吨价格持续下降、单吨成本持续增长，导致单吨亏损幅度不断扩大，2024 年以来，公司甲醇业务盈利整体有所改善，甲醇业务对公司业绩拖累有望减弱。铁路运输业务方面，东铜线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，2017-2023 年间铁路运输业务毛利率平均为 59.7%，盈利整体维持相对稳定水平；红庆梁煤矿铁路专用线项目已于 2023 年 7 月取得自治区发改委核准，项目为红庆梁煤矿配套项目，主要用于红庆梁煤矿煤炭运输，目前正在积极办理开工手续。

● 高现金流叠加负债率下行，公司分红比例提升未来可期

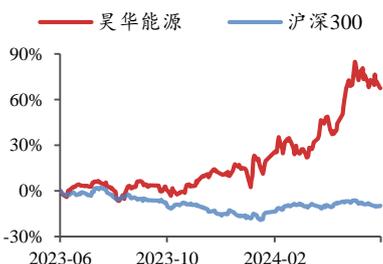
2023 年公司分红比例为 48.46%，同比+12pct，以 2023 年 12 月 31 日收盘价计算，公司股息率为 5.5%，截至 2024 年 6 月 7 日，公司股息率为 3.5%，维持相对较高水平。近年来公司资产负债率稳步下降，资本开支整体可控，截至 2023 年末公司货币资金/归母净利润为 5 倍，未分配利润/归母净利润为 4.9 倍，公司分红水平仍具备提升条件，随着红一煤矿、红二煤矿逐渐投产和达产，公司盈利能力有望进一步提升，未来公司分红比例提升可期。

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

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,287	8,437	10,419	10,680	11,149
YOY(%)	11.0	-9.1	23.5	2.5	4.4
归母净利润(百万元)	1,344	1,040	1,755	1,974	2,033
YOY(%)	-33.3	-22.6	68.8	12.5	3.0
毛利率(%)	54.7	52.7	61.5	60.8	60.9
净利率(%)	14.5	12.3	16.8	18.5	18.2
ROE(%)	15.9	11.8	15.7	15.8	14.6
EPS(摊薄/元)	0.93	0.72	1.22	1.37	1.41
P/E(倍)	10.3	13.4	7.9	7.0	6.8
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

目录

1、 背靠北京市国资委，外延式发展取得阶段性成果.....	4
2、 煤炭业务：煤炭产量稳步释放，贡献主要业绩增长.....	7
2.1、 外埠煤矿建设有序推进，煤炭产量处于爬坡阶段.....	7
2.2、 动力煤生产稳定业绩基础，炼焦配煤生产有望贡献业绩弹性.....	9
2.3、 煤炭生产成本优势突出，吨煤毛利有望持续提升.....	11
3、 非煤业务：打造“煤-化-运”一体化产业链，协同效应明显.....	12
3.1、 煤化工业务：煤价逐渐高位回归，甲醇盈利能力有望改善.....	12
3.2、 铁路运输业务：“煤矿+物流”产业链延伸，盈利维持相对稳定.....	14
4、 高现金叠加负债率下行，公司分红比例提升未来可期.....	15
5、 盈利预测与投资建议.....	17
6、 风险提示.....	19
附： 财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 公司控股股东为京能集团，持股比例 63.31%.....	4
图 2： 公司打造“煤-化-运”一体化产业链，业务协同效应明显.....	5
图 3： 2021 年以来公司营收保持高位.....	6
图 4： 2021 年以来公司毛利虽有回落但仍维持高位.....	6
图 5： 2021 年以来公司毛利率保持较高水平.....	6
图 6： 2021 年以来公司归母净利润虽有回落但仍维持高位.....	6
图 7： 近年来公司煤炭业务营收增速相对较高.....	7
图 8： 近年来公司煤炭业务营收占比不断提升.....	7
图 9： 煤炭及铁路运输业务毛利率相对较高.....	7
图 10： 2023 年煤炭业务贡献公司 102.9%的毛利.....	7
图 11： 2020 年京西四矿全部关停以来公司煤矿产能处于爬坡阶段（万吨/年）.....	8
图 12： 公司煤炭产能逐步由京西转移至内蒙和宁夏.....	9
图 13： 2021 年以来煤炭产销量随新产能投产稳步提升.....	9
图 14： 2023 年动力煤销售占公司营业收入比重为 83.1%，占公司毛利比重为 90.8%.....	9
图 15： 2023 年后气煤产量占比有望逐步提升.....	10
图 16： 2023 年后气煤销量占比有望逐步提升.....	10
图 17： 公司吨煤成本优势明显（元/吨）.....	11
图 18： 公司吨煤售价相对较低（元/吨）.....	11
图 19： 公司吨煤毛利具备可比优势（元/吨）.....	12
图 20： 甲醇产销总体稳定，2023 年检修影响产销量.....	13
图 21： 甲醇营收周期性波动，2023 年甲醇营收较弱.....	13
图 22： 2021 年以来甲醇成本因煤价提高而大幅上行.....	13
图 23： 2018 年以来甲醇业务盈利偏弱.....	13
图 24： 2024 年以来甲醇单吨亏损幅度减小.....	14
图 25： 2024 年以来原料煤单位成本下降明显（元/吨）.....	14
图 26： 2024 年以来甲醇与动力煤价差走扩（元/吨）.....	14
图 27： 2019 年以来铁路运输业务营收规模稳步增长.....	15
图 28： 2019 年以来铁路运输业务盈利能力稳步提升.....	15
图 29： 2021 年以来公司分红比例稳步提升.....	15
图 30： 2021 年以来公司每股股利明显提升.....	15
图 31： 2019 年以来公司资产负债率整体有所下行.....	16
图 32： 现金到期债务比及已获利息倍数处于较高水平.....	16
图 33： 2019 年以来公司资本支出维持增长.....	16
图 34： 货币资金、货币资金/归母净利润倍数较高.....	17
图 35： 未分配利润、未分配利润/归母净利润倍数较高.....	17

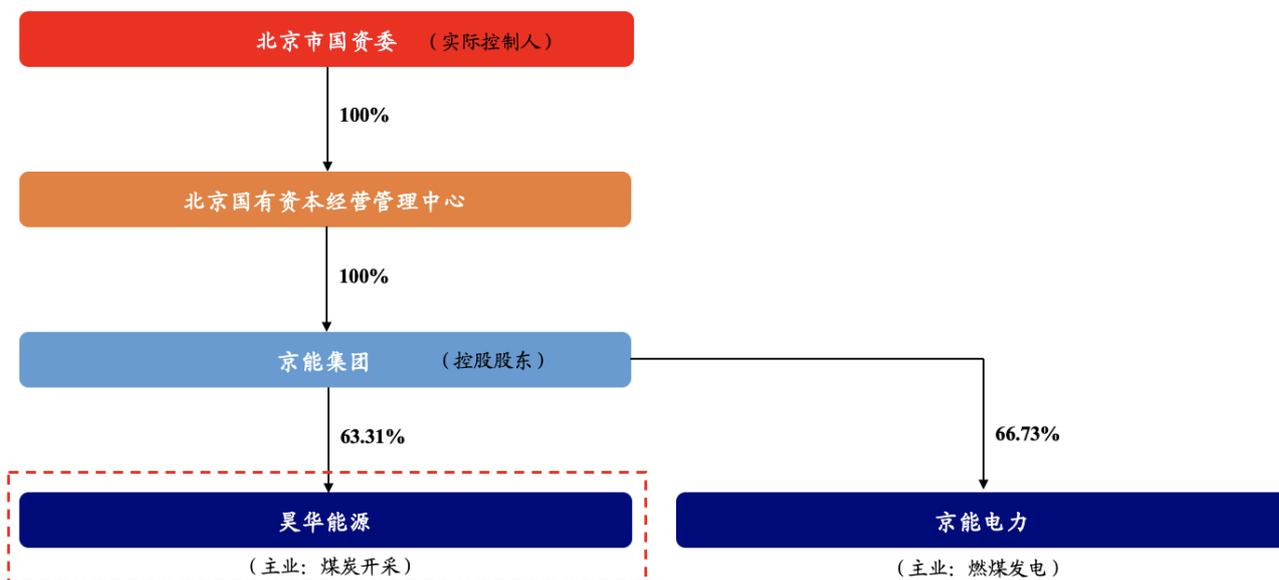
表 1： 京西四矿已于 2016-2020 年有序退出煤炭开采领域.....	8
--	---

表 2: 截至 2023 年末, 公司煤矿核定产能 1930 万吨/年、权益产能 1328 万吨/年	8
表 3: 气煤吨煤毛利较动力煤更高, 红一、红二煤矿逐步达产有望贡献业绩弹性	10
表 4: 煤价上行周期中昊华能源吨煤售价涨幅较大	11
表 5: 煤价上行周期中昊华能源煤炭业务毛利率涨幅较大	11
表 6: 2024-2026 年公司煤炭业务毛利预计为 62.6/63.4/66.1 亿元	18
表 7: 2024-2026 年公司煤化工业务毛利预计为 0.04/0.09/0.22 亿元	18
表 8: 2024-2026 年公司铁路运输业务毛利预计为 1.0/1.1/1.2 亿元	18
表 9: 预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 17.6/19.7/20.3 亿元, 对应当前股价 PE 为 7.9/7.0/6.8 倍	18

1、背靠北京市国资委，外延式发展取得阶段性成果

控股股东为京能集团，实控人为北京市国资委。北京昊华能源股份有限公司（简称：昊华能源）成立于 2002 年，由北京京煤集团作为主发起人，联合中煤、首钢、五矿以及煤科总院四家股东共同发起设立，是北京市属国有煤炭生产供应企业。公司于 2010 年在上海证券交易所首发上市，2017 年成为京能集团二级平台公司。截至 2024 年 3 月 31 日，公司控股股东为北京能源集团（简称：京能集团），持股比例为 63.31%，实际控制人为北京市国资委。京能集团布局煤炭、电力、热力、清洁能源等业务，旗下有昊华能源（主业：煤炭开采）和京能电力（主业：燃煤发电）两家能源上市平台，公司未来将继续依托京能集团的股东优势，充分发挥煤、电协同优势，增强企业市场竞争力，稳步提升公司盈利能力。

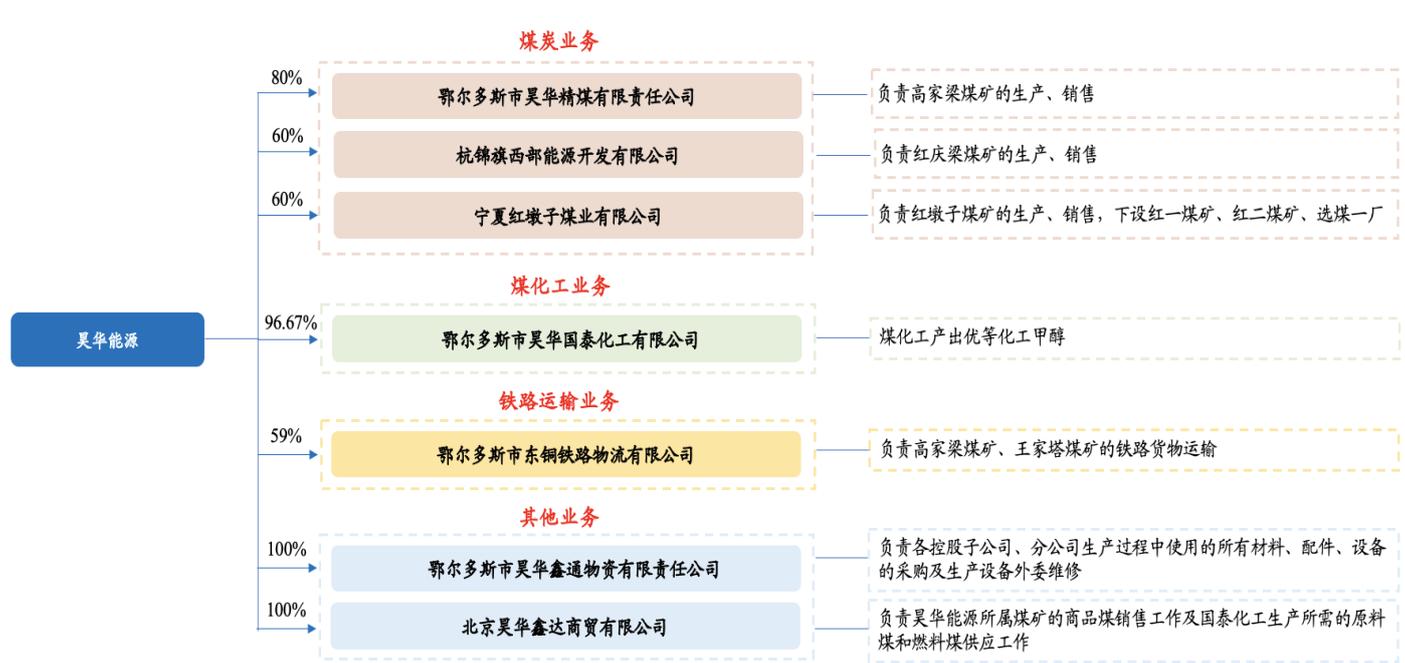
图1：公司控股股东为京能集团，持股比例 63.31%



资料来源：Wind、开源证券研究所
备注：数据截止 2024 年 3 月 31 日

公司已形成“煤炭-铁路-煤化工”一体化经营模式。“十四五”期间，公司坚持内涵式发展和外延式发展并重的战略思路，主要业务范围覆盖我国中西部能源富集地区（鄂尔多斯及宁东地区）。煤炭业务方面，公司持有鄂尔多斯市昊华精煤有限责任公司、杭锦旗西部能源开发有限公司、宁夏红墩子煤业有限公司 80%、60%、60%的股权，分别负责高家梁煤矿、红庆梁煤矿以及红墩子煤矿的生产销售；煤化工业务方面，公司持有鄂尔多斯市昊华国泰化工有限公司 96.67%的股权，主要产品为甲醇；铁路运输业务方面，公司持有鄂尔多斯市东铜铁路物流有限公司 59%的股权，负责高家梁煤矿、王家塔煤矿的铁路货物运输；此外，公司下设全资子公司鄂尔多斯市昊华鑫通物资有限责任公司、北京昊华鑫达商贸有限公司，其中鑫通物资主要负责各控股子公司、分公司生产过程中使用的所有材料、配件、设备的采购及生产设备外委维修，鑫达商贸主要负责昊华能源所属煤矿的商品煤销售工作及国泰化工生产所需的原料煤和燃料煤供应工作。

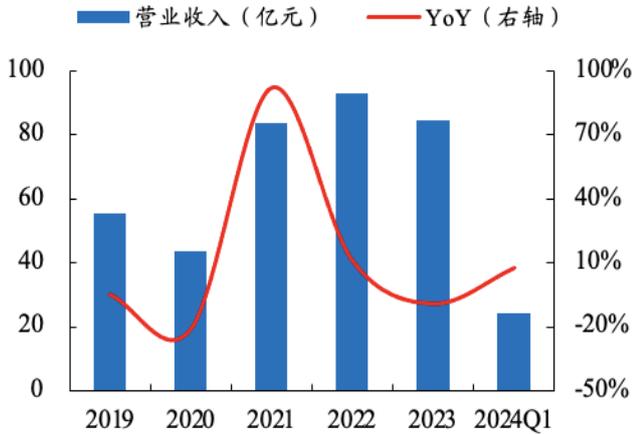
图2：公司打造“煤-化-运”一体化产业链，业务协同效应明显



资料来源：公司公告、开源证券研究所

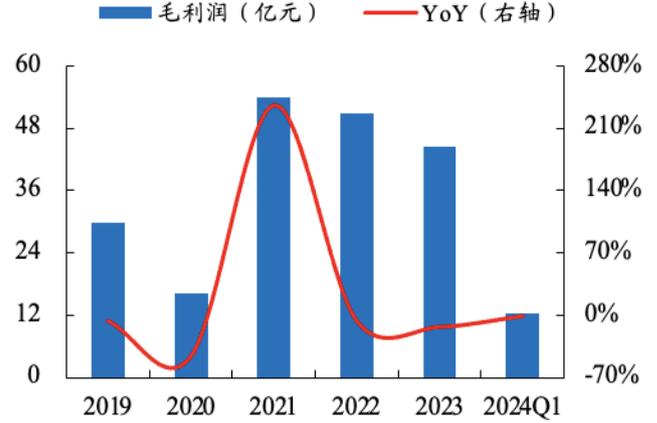
煤价高位&成本控制&成长性兼备，公司高盈利可期。2021年受益于全球煤价大涨影响，公司营业收入同比增长91.9%至83.7亿元，实现毛利54亿元，同比+253.3%，毛利率64.5%，同比+27.6pct，归母净利润20.1亿元，同比+4095.8%；2022年在煤炭价格继续上行的情况下，公司实现营业收入92.9亿元，同比+11%，营收水平创历史新高，但由于受红一煤矿投入试运转以及材料价格、电费价格上涨等因素影响，2022年公司营业成本达42.1亿元，同比+41.6%，一定程度上拖累公司业绩，2022年公司实现毛利50.8亿元，同比-5.9%，毛利率54.7%，同比-9.8pct，实现归母净利润13.3亿元，同比-33.3%；随着红一煤矿投入试运转并逐渐释放产量，2023年公司煤炭销量大增，但在煤炭综合价格下行的影响下，公司2023年营业收入同比-9.2%至84.4亿元，与此同时，在安全生产费用计提标准、人工成本、电力成本等大幅增长的背景下，公司通过严控材料消耗定额、修旧利废、回收复用、自发电、智能化系统升级减员等方式严控生产成本，2023年公司营业成本40亿元，同比-5%，2023年公司实现毛利44.4亿元，同比-12.6%，毛利率52.6%，同比-2.1pct，实现归母净利润10.4亿元，同比-22.6%，盈利降幅较2022年有所收窄。当前国内煤炭供需仍处于紧平衡状态，国内煤价有望维持在相对高位运行，且在公司优异的成本控制下，红一、红二煤矿试运转后公司经营成本有望维持相对稳定，叠加公司煤炭产能逐步释放后产量持续提升，未来公司业绩成长可期。

图3：2021年以来公司营收保持高位



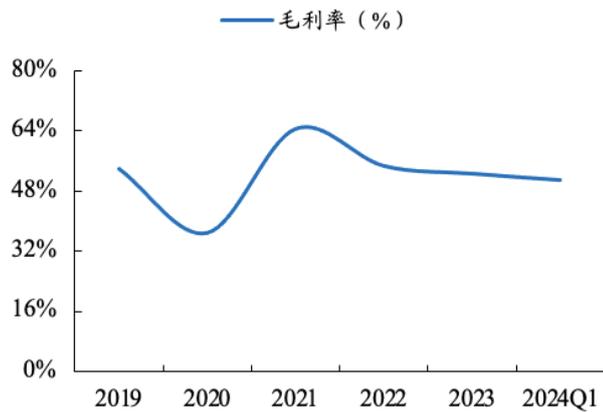
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021年以来公司毛利虽有回落但仍维持高位



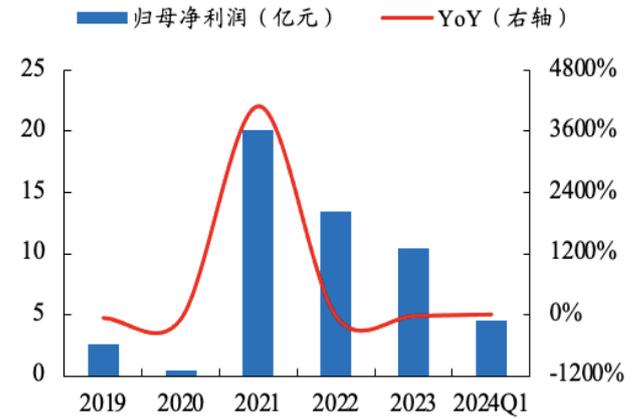
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021年以来公司毛利率保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

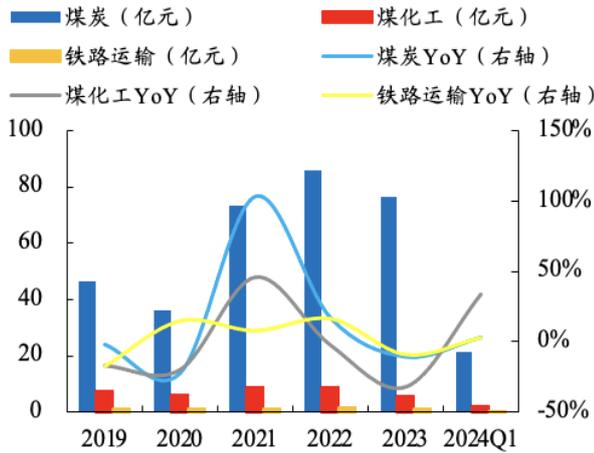
图6：2021年以来公司归母净利润虽有回落但仍维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

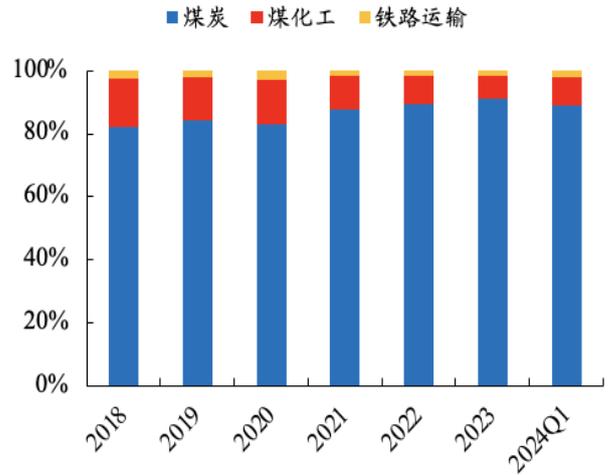
煤炭业务贡献公司主要盈利。分业务来看，受煤价上涨影响，公司煤炭业务营收整体快速增长，2018-2023年间煤炭业务营业收入CAGR为10.1%，高于同期煤化工业务-8.1%及铁路运输业务1.3%的营收复合增长率。在营业收入高速增长的情况下，公司煤炭业务营收占比不断提升，2023年煤炭业务营业收入占公司营业收入比重达91.2%，较2018年+9.2pct，相比而言，煤化工及铁路运输业务营业收入占公司营业收入比重较2018年分别-8.6pct、-0.6pct。2018-2023年间公司煤炭业务毛利率整体相对稳定，2023年公司煤炭业务毛利率为58.29%，较2018年-1.69pct，2023年煤炭业务毛利占比为102.9%，较2018年提升12.2pct；受原料煤及燃料煤价格上涨影响，公司煤化工业务毛利率出现明显下滑，2023年煤化工业务毛利率为-37.87%，较2018年-61.34pct，2023年煤化工毛利占比为-5.1%，较2018年-11.9pct；2018-2023年公司铁路运输业务盈利水平稳步提升，2023年铁路运输业务毛利率为66.92%，较2018年+7.98pct，2023年铁路运输业务毛利占比为2.3%，较2018年-0.3pct。

图7：近年来公司煤炭业务营收增速相对较高



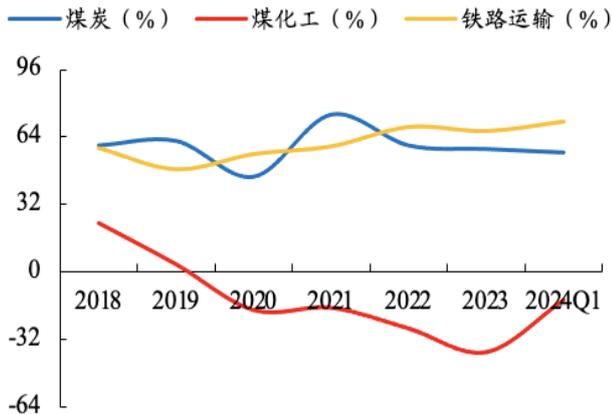
数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图8：近年来公司煤炭业务营收占比不断提升



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图9：煤炭及铁路运输业务毛利率相对较高



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图10：2023年煤炭业务贡献公司102.9%的毛利



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

2、煤炭业务：煤炭产量稳步释放，贡献主要业绩增长

2.1、外埠煤矿建设有序推进，煤炭产量处于爬坡阶段

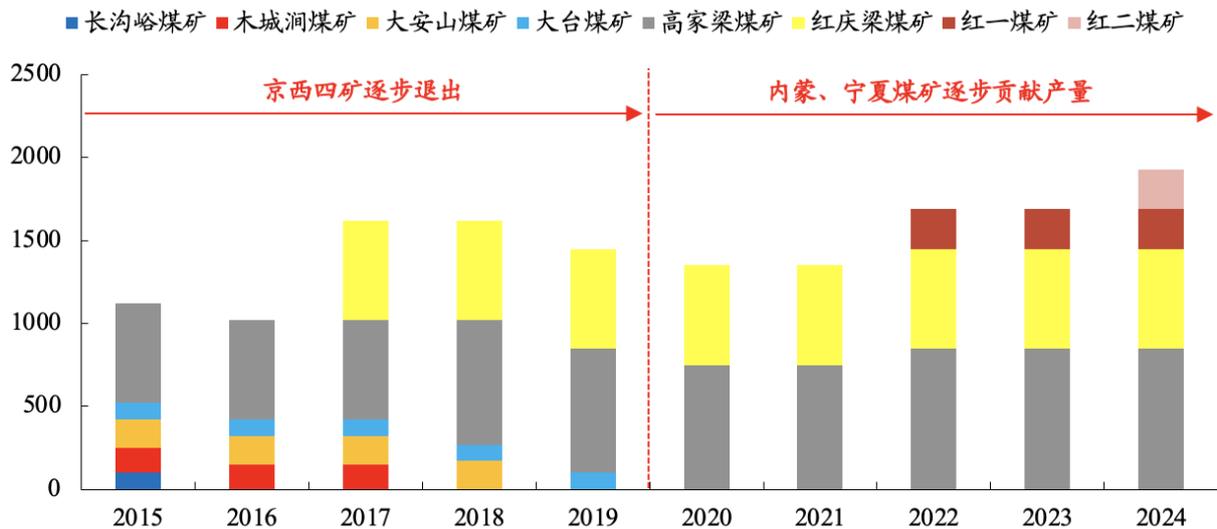
京西矿区顺应政策，矿井逐步退出。2002年公司挂牌成立后主要以京西四矿生产经营为主，但由于京西四矿建设开采时间较早，煤炭资源面临枯竭困境。2016年在国家启动供给侧结构性改革、积极推进产能去化的背景下，公司按照“产量逐年递减，矿井逐步停产”的方式，引导公司所属京西矿区四个生产矿——长沟峪煤矿（产能100万吨/年）、木城涧煤矿（产能150万吨/年）、大安山煤矿（产能170万吨/年）和大台煤矿（产能100万吨/年），分别于2016年、2018年、2019年和2020年有序退出煤炭开采领域。

表1: 京西四矿已于 2016-2020 年有序退出煤炭开采领域

矿井名称	核定产能 (万吨/年)	当前状态
长沟峪煤矿	100	2016 年已退出
木城涧煤矿	150	2018 年已退出
大安山煤矿	170	2019 年已退出
大台煤矿	100	2020 年已退出
合计	520	-

数据来源: 煤炭工业、开源证券研究所

自建与收购并举, 积极推进外埠煤矿布局。继 2006 年公司开工建设高家梁煤矿后, 公司通过自建、产能核增、收购等方式不断提高外埠煤矿产能规模, 截至 2023 年末, 公司在内蒙鄂尔多斯和宁夏宁东两地拥有 4 座煤矿, 煤炭核定产能达 1930 万吨/年, 其中权益产能 1328 万吨/年, 合计可采储量为 11.2 亿吨, 可开采年限达 58.2 年。此外, 公司将继续在内蒙、宁夏等煤炭富集地区积极寻求有投资价值的煤炭资源项目, “十四五”期间(到 2025 年末)计划努力实现煤炭核定产能 3000 万吨。

图11: 2020 年京西四矿全部关停以来公司煤矿产能处于爬坡阶段 (万吨/年)


数据来源: 公司公告、中国环境报理事会、京能集团、人民网、开源证券研究所

表2: 截至 2023 年末, 公司煤矿核定产能 1930 万吨/年、权益产能 1328 万吨/年

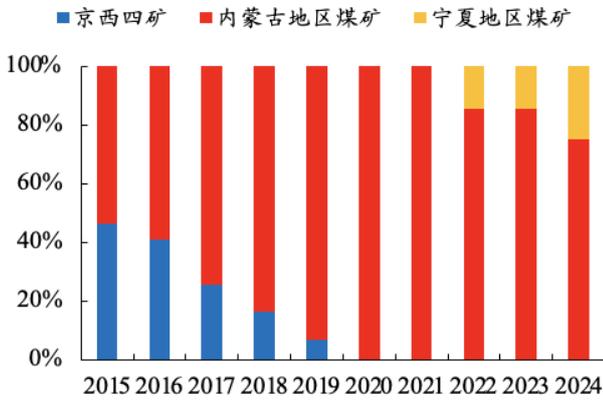
矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
高家梁煤矿	昊华精煤	内蒙古鄂尔多斯	不粘煤	80%	62460	40905	48	850	680	在产
红庆梁煤矿	西部能源	内蒙古鄂尔多斯	长焰煤、不粘煤	60%	66345	38395	64	600	360	在产
红一煤矿	红墩子煤业	宁夏银川	气煤	60%	46151	16577	69	240	144	在产
红二煤矿	红墩子煤业	宁夏银川	气煤	60%	34520	16457	69	240	144	在产
合计	-	-	-	-	209476	112335	58	1,930	1328	-

数据来源: 公司公告、煤炭视界、京能集团、艺羽能源圈、金台资讯、开源证券研究所

煤矿产能向内蒙和宁夏转移, 新产能投产助力煤炭产销量稳步提升。2020 年京西四矿已全部关停, 2023 年公司内蒙古地区及宁夏地区煤矿产能占比分别提升至

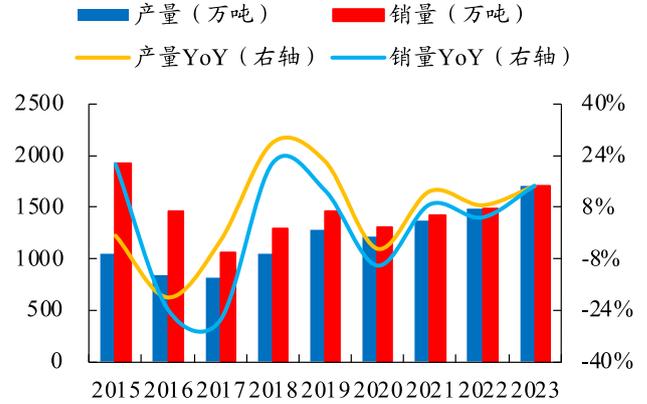
75.1%、24.9%，且随着红一煤矿和红二煤矿建成投产，公司煤炭产销量逐渐释放，2023 年公司煤炭产量 1706 万吨，同比+14.5%，煤炭销量 1705 万吨，同比+14.5%。

图12：公司煤炭产能逐步由京西转移至内蒙和宁夏



数据来源：公司公告、中国环境报理事会、京能集团、人民网、开源证券研究所

图13：2021 年以来煤炭产销量随新产能投产稳步提升

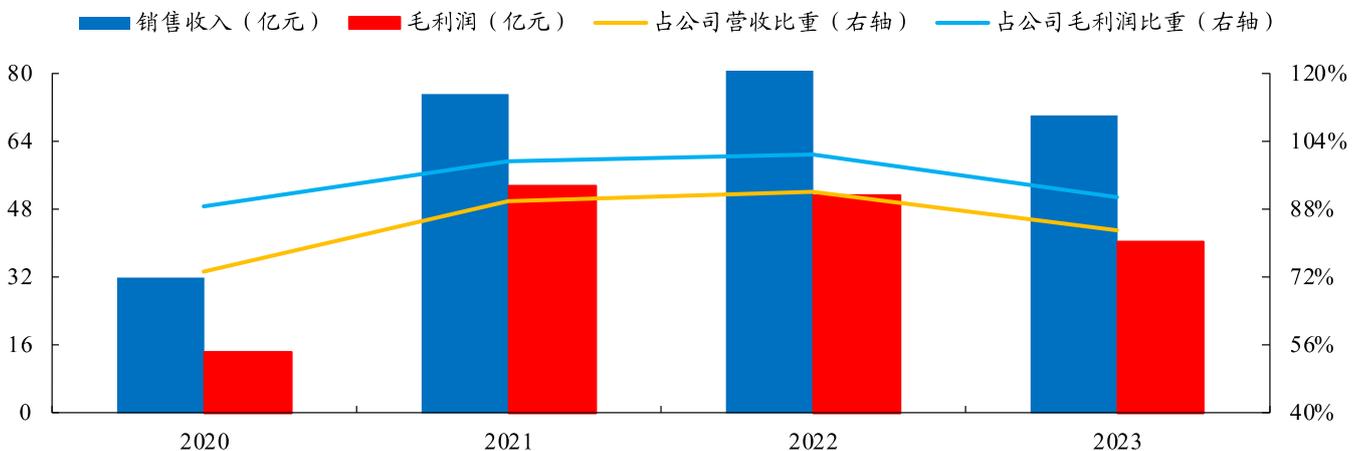


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、动力煤生产稳定业绩基础，炼焦配煤生产有望贡献业绩弹性

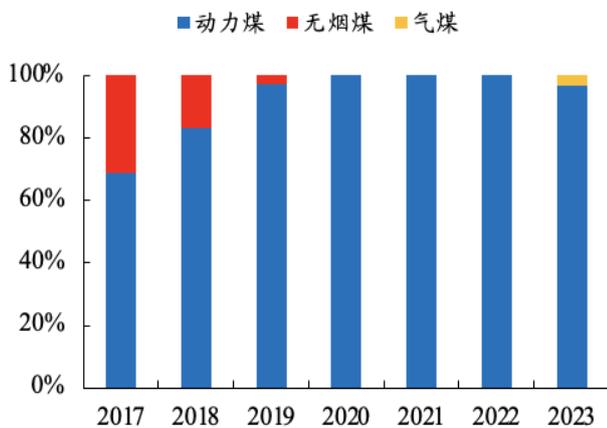
高家梁、红庆梁煤矿生产稳定，动力煤仍是公司未来业绩基石。高家梁煤矿于 2006 年开工建设，历经三年建成投产，初始产能 600 万吨，2018 年产能核增至 750 万吨，2022 年产能增加至 850 万吨。2010 年公司出资 10.85 亿元收购杭锦旗西部能源开发有限公司 60% 的股权，取得红庆梁煤矿建设经营权，同时为公司增加 7.42 亿吨煤炭资源量；红庆梁煤矿于 2012 年 5 月开工建设，于 2017 年 12 月联合试运转，设计产能 600 万吨/年，目前红庆梁煤矿正在积极准备申请产能核增的相关工作。高家梁煤矿及红庆梁煤矿主要生产销售动力煤，所产动力煤销售占公司营收及毛利比重不断提升，2023 年公司动力煤销售营收占公司营业收入比重由 2017 年的 31.6% 提升至 83.1%，动力煤销售毛利占公司毛利比重由 2017 年的 44.4% 提升至 90.8%。未来高家梁及红庆梁煤矿有望实现稳定生产，为公司稳定盈利提供保障。

图14：2023 年动力煤销售占公司营业收入比重为 83.1%，占公司毛利比重为 90.8%

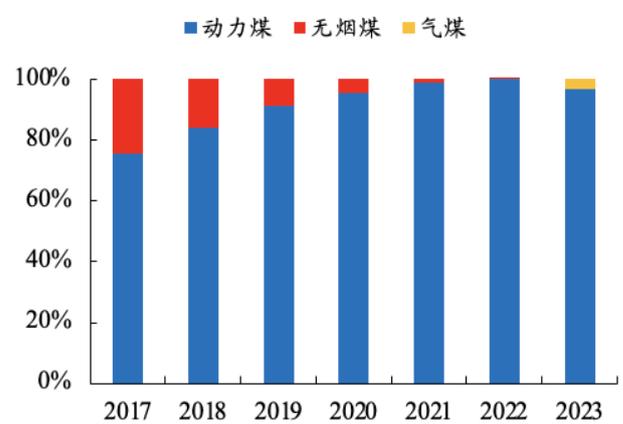


数据来源：公司公告、开源证券研究所

红一、红二煤矿逐步达产，炼焦配煤生产有望贡献业绩弹性。2019 年公司以承债收购方式收购红墩子煤业 60% 股权及 19.36 亿元相关债权，红墩子煤业下设红一煤矿、红二煤矿、选煤一厂，其中红一煤矿设计生产能力 240 万吨，红二煤矿设计生产能力 240 万吨，两矿煤种均以气煤为主，少量 1/2 中粘煤，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤；选煤一厂项目为红一、红二煤矿配套建设煤炭加工项目，建设规模 500 万吨。红一煤矿 2022 年 9 月投入联合试运转，2023 年顺利通过竣工验收，2024 年 4 月获得安全许可证，标志着正式成为生产煤矿；红二煤矿 2023 年 12 月实现联合试运转，预计 2024 年将开始贡献产量。未来随着红一煤矿及红二煤矿逐步达产，公司产量有望进一步提升。2023 年公司气煤产销量占公司煤炭产销量比重为 3.1%，由于气煤毛利率相比动力煤更高，红一煤矿和红二煤矿逐渐达产后，气煤占公司煤炭产销量比重有望提升，将为公司贡献更多业绩弹性。

图15：2023 年后气煤产量占比有望逐步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2023 年后气煤销量占比有望逐步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：气煤吨煤毛利较动力煤更高，红一、红二煤矿逐步达产有望贡献业绩弹性

煤炭品种	产量 (万吨)	销量 (万吨)	销售收入 (万元)	销售成本 (万元)	吨煤价格 (元/吨)	吨煤成本 (元/吨)	吨煤毛利 (元/吨)	毛利率
动力煤	1652.8	1651.8	701241.5	297790.8	424.5	180.3	244.2	57.5%
气煤	53.6	53.4	63974.2	21363.3	1198.9	400.3	798.5	66.6%
合计	1706.3	1705.2	765215.7	319154.1	448.8	187.2	261.6	58.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场煤销售占比高，煤价上行周期业绩弹性更大。公司市场煤销售占比较高，其中内蒙地区的高家梁、红庆梁煤矿（主要生产动力煤）长协销售约占 60%，而宁夏地区的红一、红二煤矿（主要生产气煤）主要以现货市场价销售。按照公司 1930 万吨/年的总产能计算，假设 4 对煤矿均按照核定产能生产，且产销率均为 100%，预计公司长协煤销售占比为 45%，市场煤销售占比为 55%。由于市场煤价格具有弹性，在面对市场煤价波动时，公司有更多灵活性来调整其销售策略，助力公司从市场煤价格上涨中获益。2021 年国内煤价上行期间，公司全年吨煤售价为 514 元/吨，较 2020 年提升 87.1%，煤炭业务毛利率为 74.5%，较 2020 年提升 29.2pct，与中国神华、兖矿能源、新集能源、陕西煤业等长协煤销售占比较高的煤企相比，公司盈利弹性优势明显。

表4：煤价上行周期中昊华能源吨煤售价涨幅较大

	2021	较 2020 年涨幅	2022	较 2020 年涨幅	2023	较 2020 年涨幅
昊华能源	514	87.1%	575	109.4%	449	63.4%
中国神华	607	42.5%	664	56.0%	607	42.7%
兖矿能源	793	68.6%	1213	157.8%	803	70.7%
新集能源	537	59.5%	432	28.2%	446	32.6%
陕西煤业	627	64.5%	723	89.8%	652	71.1%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

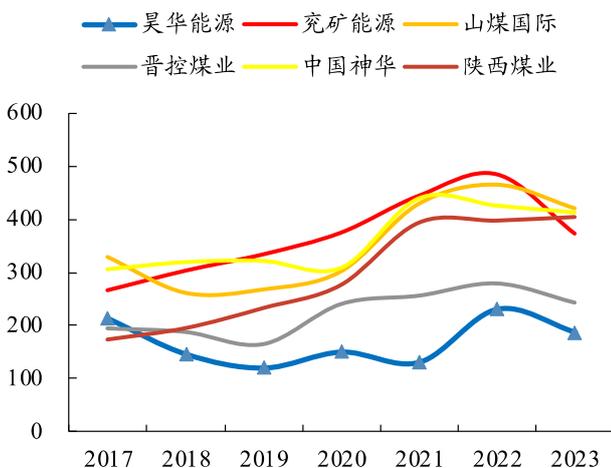
表5：煤价上行周期中昊华能源煤炭业务毛利率涨幅较大

	2021	较 2020 年涨幅	2022	较 2020 年涨幅	2023	较 2020 年涨幅
昊华能源	74.5%	29.2pct	59.9%	14.7pct	58.3%	13.0pct
中国神华	27.6%	0.1pct	35.9%	8.5pct	32.0%	4.6pct
兖矿能源	43.9%	8.9pct	60.0%	25.0pct	51.6%	16.7pct
新集能源	56.5%	11.5pct	53.0%	8.0pct	47.4%	2.5pct
陕西煤业	37.0%	9.6pct	44.9%	17.5pct	37.9%	10.4pct

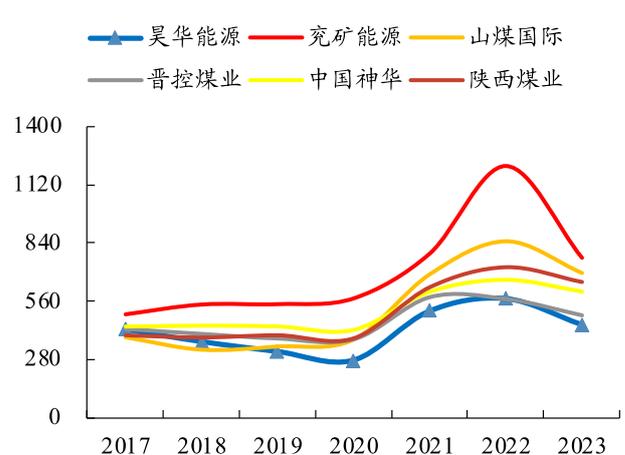
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3、煤炭生产成本优势突出，吨煤毛利有望持续提升

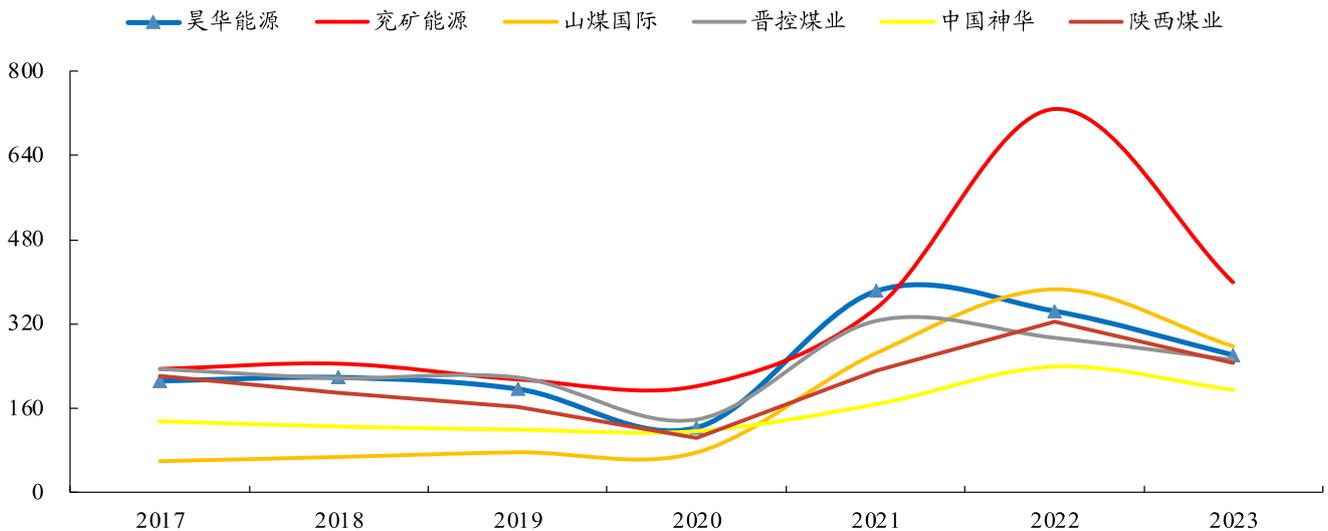
吨煤成本优势明显，吨煤毛利具备可比优势。吨煤成本方面，近年来，公司精细成本管理，积极寻求降本增效方法，成本控制处于行业领先水平，2017-2023 年间公司平均吨煤成本为 168.4 元/吨，较可比公司处于较低水平；吨煤价格方面，公司吨煤价格相对较低，2017-2023 年公司吨煤价格平均为 417.3 元/吨，低于可比公司的平均水平；吨煤毛利方面，受益于公司优异的成本管理，公司 2017-2023 年间吨煤毛利平均为 248.9 元/吨，高于山煤国际（172 元/吨）、晋控煤业（240.1 元/吨）、中国神华（156.8 元/吨）、陕西煤业（212 元/吨）的同期平均水平，展现出较强的盈利能力。

图17：公司吨煤成本优势明显（元/吨）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图18：公司吨煤售价相对较低（元/吨）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：公司吨煤毛利具备可比优势（元/吨）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

吨煤成本仍有下降空间，吨煤毛利有望持续提升。一方面，公司积极推进“绿电进企”，当前公司所属企业国泰化工（2.3MWp）、西部能源（6MWp）已建成投产两个分布式光伏项目，现正积极推进高家梁煤矿及公司其他所属煤矿分布式光伏项目，未来用电成本有望降低；另一方面，公司有效整合运力提高经营效益，目前公司控股的东铜铁路主要为高家梁煤矿和王家塔煤矿提供煤炭铁路运输服务，同时红庆梁煤矿铁路专用线项目已于2023年7月取得自治区发改委核准，项目为红庆梁煤矿配套项目，主要用于红庆梁煤矿煤炭运输，目前正在积极办理开工手续，未来随着产运一体化运行推进，公司运输成本有望降低；同时，公司所属煤矿持续推进智慧矿山建设取得显著成效，昊华焦煤高家梁煤矿于2024年4月通过I类煤矿中级智能化矿井现场验收，西部能源红庆梁煤矿2023年底通过智能化综掘工作面验收，红墩子煤业已初步建成部分智能化子系统，未来随着公司智能化矿井建设投入不断增加，煤矿业务人工成本有望降低；此外，随着红一煤矿及红二煤矿逐步投产、达产，吨煤成本有望进一步摊薄，未来公司吨煤毛利仍有提升空间。

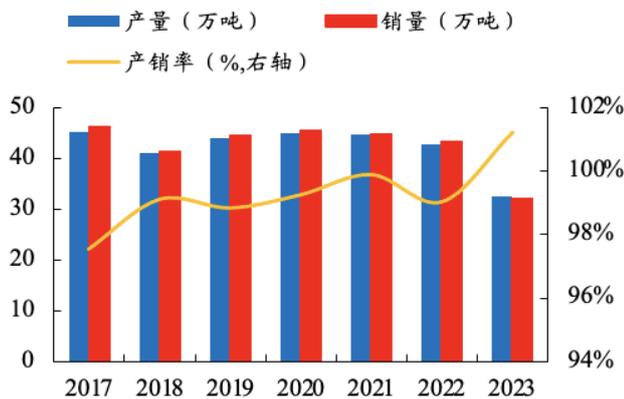
3、非煤业务：打造“煤-化-运”一体化产业链，协同效应明显

3.1、煤化工业务：煤价逐渐高位回归，甲醇盈利能力有望改善

近年来煤价高位致甲醇盈利整体承压。昊华能源控股的昊华国泰化工有限公司位于鄂尔多斯市杭锦旗独贵特拉工业园区，地处库布其沙漠北缘和黄河南岸，一期规模年产40万吨甲醇，项目以煤炭为主要生产原料，主要生产工艺单元由水煤浆气化装置、低温甲醇洗装置、有效气合成和粗甲醇精馏等装置及配套公用工程等组成，其中煤制甲醇工艺采用先进的四喷嘴对置式水煤浆气化技术、低温甲醇洗及“绝热-管壳”式水冷反应器合成等先进工艺技术，整套化工系统节能高效环保。公司甲醇生产用煤主要来源于红庆梁煤矿（约100万吨），少部分通过外购作为红庆梁煤矿原料煤的配煤使用。2017-2022年公司甲醇产销量整体相对稳定，期间平均产量为43.9万吨，平均销量为44.3万吨，2023年受甲醇生产装置停机检修影响，公司甲

醇产销量出现较大幅度下滑，全年甲醇产量为 32.5 万吨，同比-24.2%，销量 32.1 万吨，同比-25.8%。2017-2020 年公司甲醇业务在营业成本相对平稳的情况下，营业收入下滑明显，导致甲醇业务盈利承压；2021 年以来，公司甲醇业务营业收入有所回升，但受制于成本提升幅度更大，甲醇业务毛利率持续下行，2023 年公司甲醇业务毛利为-2.2 亿元，毛利率为-37.9%，较 2017 年-59.7pct。

图20：甲醇产销总体稳定，2023 年检修影响产销量



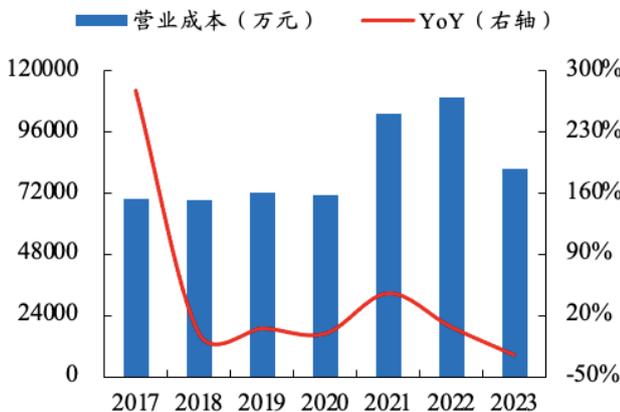
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：甲醇营收周期性波动，2023 年甲醇营收较弱



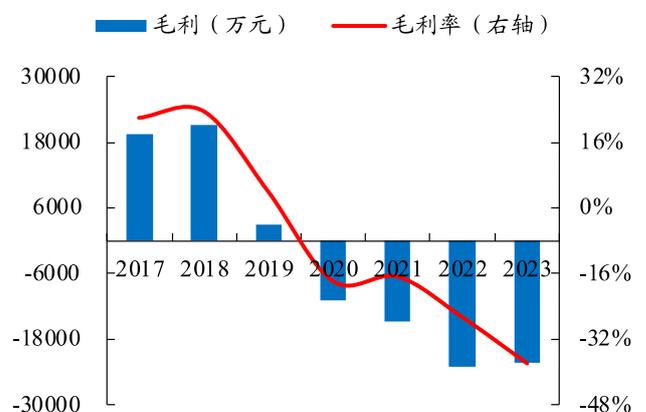
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2021 年以来甲醇成本因煤价提高而大幅上行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2018 年以来甲醇业务盈利偏弱

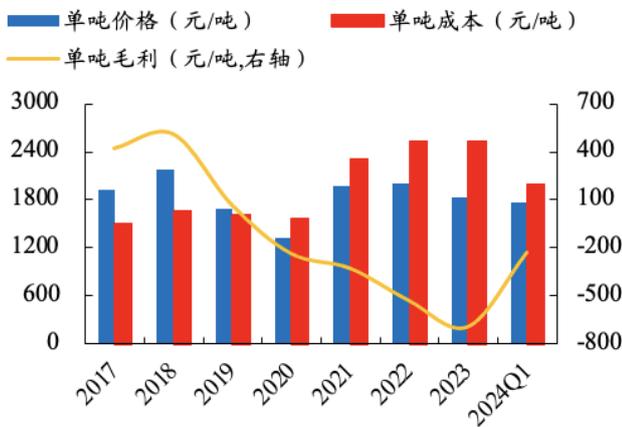


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024 年以来煤价继续高位回归，甲醇盈利逐渐改善。近年来公司甲醇业务单吨价格持续下降、单吨成本持续增长，导致甲醇业务亏损幅度不断扩大，2023 年公司甲醇业务单吨价格为 1837 元/吨，较 2021 年下降 131 元/吨，2023 年甲醇单吨成本为 2532 元/吨，较 2021 年提升 234 元/吨。2024 年以来，公司甲醇业务盈利整体有所改善，一季度甲醇单吨价格为 1766 元/吨，单吨成本 1997 元/吨，单吨毛利为-231 元/吨，单吨毛利较 2023 年全年水平提升 465 元/吨。从收入端来看，截至 2024 年 6 月 6 日，年初以来内蒙地区甲醇市场价平均 2101 元/吨，同比-3.8%；从成本端来看，公司甲醇业务主要成本为原料煤成本，2023 年原料煤成本占公司甲醇业务成本比重为 41%，2024 年以来国内煤价中枢继续下移，截至 2024 年 6 月 6 日，年初以来鄂

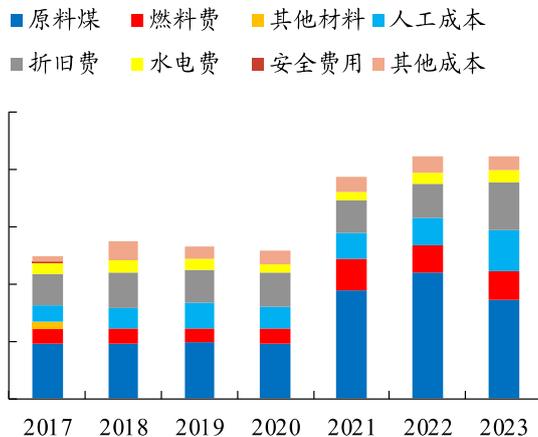
鄂尔多斯动力块煤（A4%,V31%,S0.35%,Q6000）坑口价平均 785 元/吨，同比-21.3%，未来伴随甲醇与原料煤价差持续走扩，甲醇业务经营情况预期将逐步改善。

图24：2024 年以来甲醇单吨亏损幅度减小



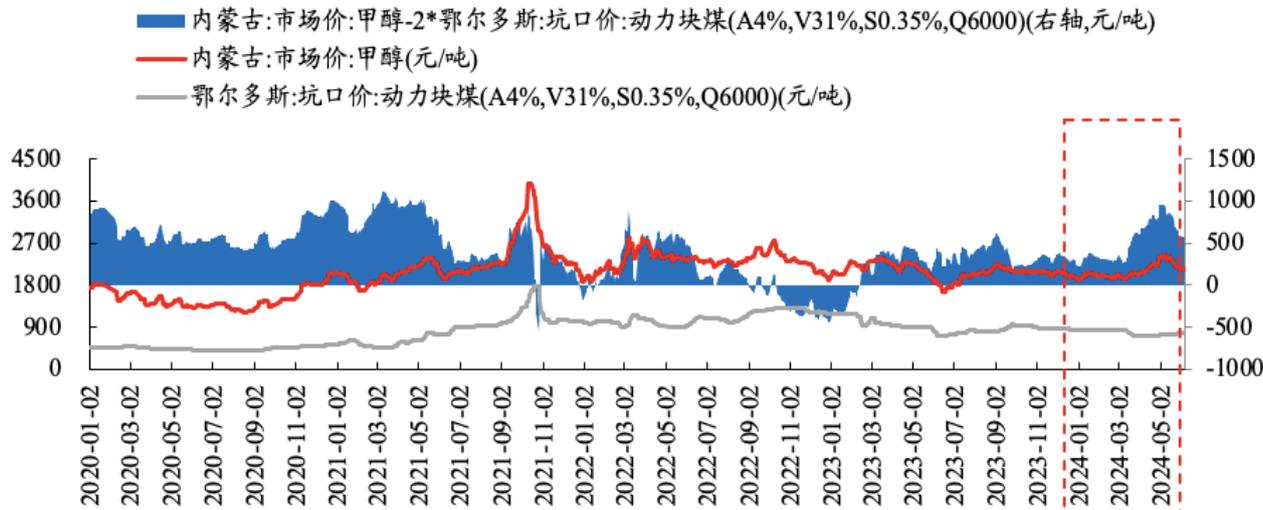
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2024 年以来原料煤单位成本下降明显（元/吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2024 年以来甲醇与动力煤价差走扩（元/吨）



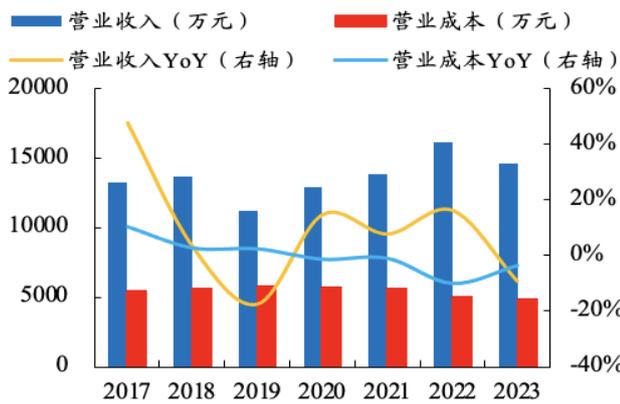
数据来源：Wind、爱采购、开源证券研究所

备注：假设煤制甲醇工艺中生产 1 吨甲醇约需消耗 2 吨原料煤

3.2、铁路运输业务：“煤矿+物流”产业链延伸，盈利维持相对稳定

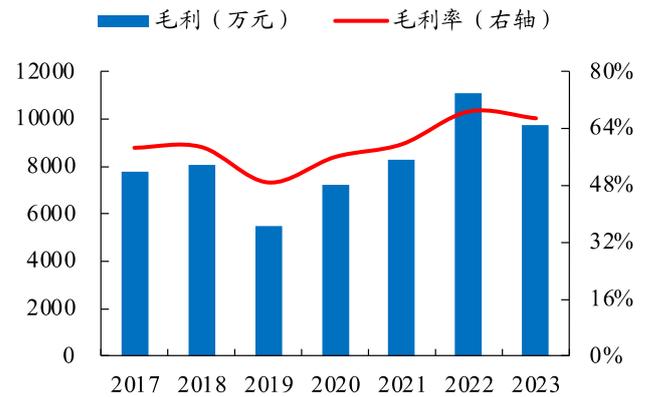
高家梁煤矿实现东铜铁路协同外运。公司旗下控股鄂尔多斯市东铜铁路物流有限公司位于内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区，东铜线位于鄂尔多斯市伊金霍洛旗纳林陶亥镇和东胜区罕台镇，接轨点为国铁包西线东胜西站，终点铜匠川车站，中间设王家塔万吨组合站，正线全长 22.138 公里，承担万利矿区高家梁、王家塔煤矿煤炭外运任务，运输煤炭约 600 万吨/年，设计运输能力 1000 万吨/年。2017-2023 年间铁路运输业务毛利率平均为 59.7%，盈利整体维持相对稳定水平。

图27：2019年以来铁路运输业务营收规模稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2019年以来铁路运输业务盈利能力稳步提升



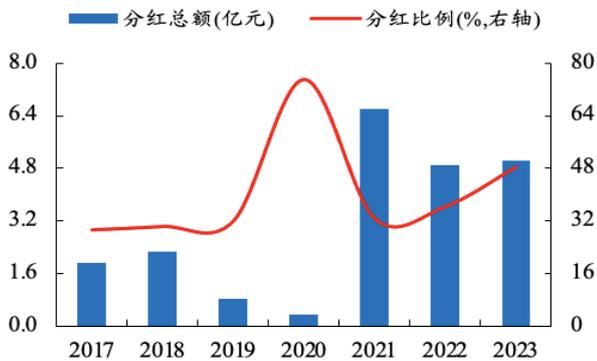
数据来源：公司公告、开源证券研究所

红庆梁自有煤矿铁路线手续办理有序推进。红庆梁煤矿铁路专用线位于内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗境内，线路自塔韩铁路李家车站西咽喉引出，向北至红庆梁工业广场设牵引装车站，正线全长 8.814 公里，近/远期运输量为 400/600 万吨/年。红庆梁煤矿铁路专用线项目已于 2023 年 7 月取得自治区发改委核准，为红庆梁煤矿配套项目，主要用于红庆梁煤矿煤炭运输，目前正在积极办理开工手续。

4、高现金叠加负债率下行，公司分红比例提升未来可期

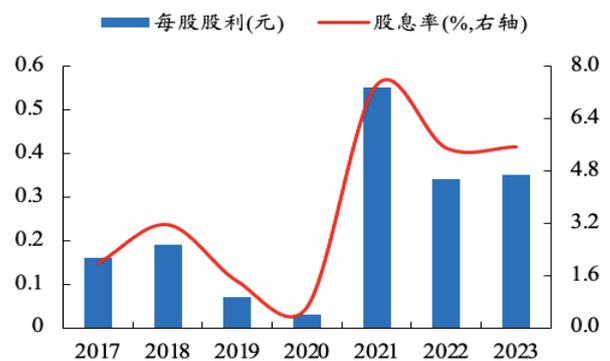
2021 年以来分红比例稳步提升，股息率维持较高水平。2016 年公司启动京西四矿退出工作后盈利受到冲击，分红总额有所下降，但公司仍保持较高分红比例，2020 年公司分红比例达 75.16%。2020 年以来，随着红一煤矿及红二煤矿建设、试运转，公司资本支出有所提升，2021 年公司分红比例降低至 32.76%。近年来，在公司资本支出持续增长的背景下，公司坚持以持续稳定的分红回报股东，分红比例整体稳步提升，2023 年公司分红比例为 48.46%，同比+12pct，以 2023 年 12 月 31 日收盘价计算，公司股息率为 5.5%，截至 2024 年 6 月 7 日，公司股息率为 3.5%，维持相对较高水平。

图29：2021年以来公司分红比例稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

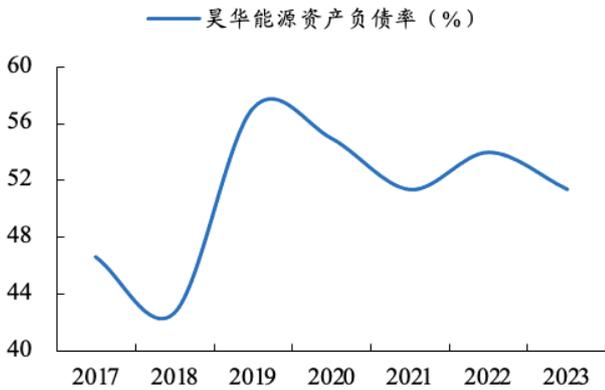
图30：2021年以来公司每股股利明显提升



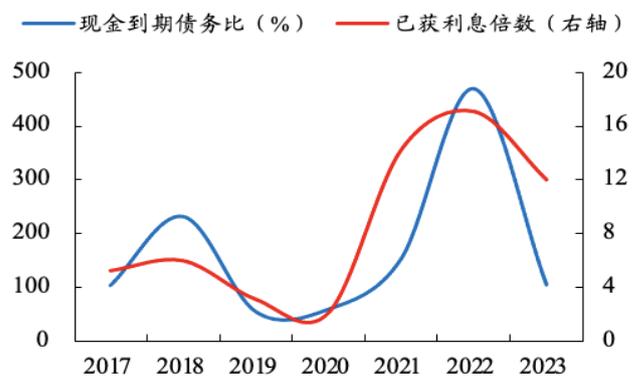
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股息率按照当年12月31日收盘价计算

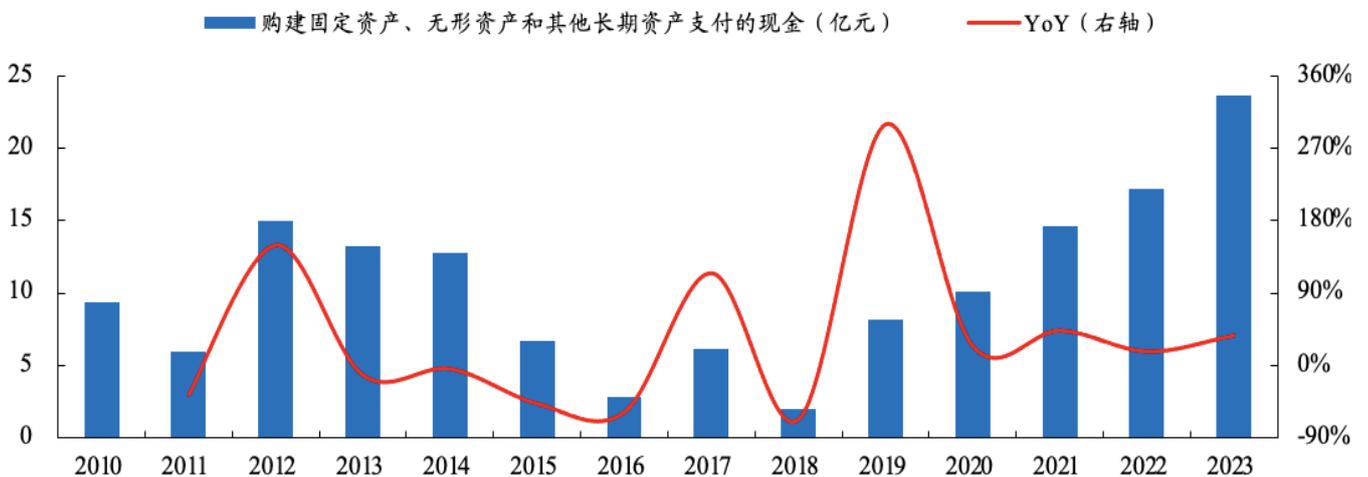
资产负债率稳步下降&资本开支整体可控，高分红未来可期。2019年以来公司资产负债率整体下行，2023年公司资产负债率为51.36%，较2019年-5.69pct。2023年公司现金到期债务比为104.46%，同比-364pct，已获利息倍数为12.04倍，同比-5.08倍，整体来看虽然公司偿债能力较2022年有所下滑，但仍处于相对较高水平。未来公司资本开支规模有限，其中数字化、智能化矿山建设资本开支规模相对较低；红庆梁铁路专用线建设资本开支按年分摊，预计对单年度资本开支影响有限；红墩子煤业下属红一煤矿及红二煤矿建设进入收尾阶段，整体来看公司资本开支有望进入相对平稳时期。2023年公司货币资金52亿元，未分配利润51亿元，货币资金/归母净利润为5倍，未分配利润/归母净利润为4.9倍，与煤炭行业整体情况相比，2023年申万煤炭一级行业货币资金/归母净利润为2.7倍，未分配利润/归母净利润为4倍，公司分红水平仍具备提升条件。随着红一煤矿、红二煤矿逐渐投产、达产，公司盈利能力有望进一步提升，在未来资本开支保持平稳的情况下，公司分红比例提升可期。

图31：2019年以来公司资产负债率整体有所下行


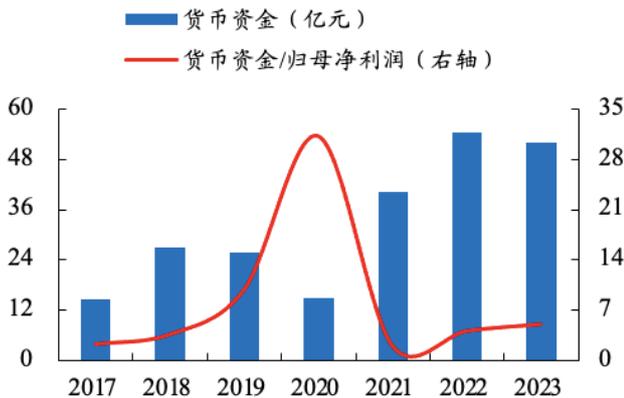
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：现金到期债务比及已获利息倍数处于较高水平


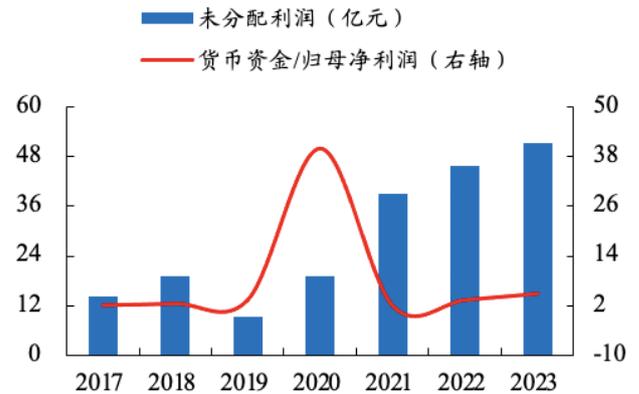
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2019年以来公司资本支出维持增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：货币资金、货币资金/归母净利润倍数较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：未分配利润、未分配利润/归母净利润倍数较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司煤炭、煤化工及铁路运输业务拆分的主要预测依据：

(1) 煤炭业务：红二煤矿于2023年12月进入联合试运转，在2023年公司煤炭产量的基础上，我们假设红二煤矿在2024-2026年产能利用率分别达到80%/90%/100%，预计2024-2026年公司煤炭产量为1898/1922/1946万吨。假设2024-2026年煤炭产销率与2023年水平保持一致，即99.9%，则2024-2026年煤炭销量为1896/1920/1944万吨。同时，随着红二煤矿投产和达产，公司炼焦配煤生产比例有望进一步提升，而炼焦配煤吨煤售价更高，我们假设2024-2026年公司吨煤售价为500/505/520元/吨，吨煤成本为170/175/180元/吨。

(2) 煤化工业务：2023年受机器检修影响，公司甲醇产量大幅下降，当前甲醇生产装置检修完成，公司甲醇恢复正常正产，预计2024-2026年公司甲醇产量42/43/44万吨。假设2024-2026年甲醇产销率与2023年水平保持一致，即98.8%，则2024-2026年甲醇销量为41.5/42.5/43.5万吨。同时，假设2024-2026年单吨甲醇售价为1920/1950/2000元/吨，单吨甲醇成本为1910/1930/1950元/吨。

(3) 铁路运输业务：假设2024-2026年东铜铁路运量分别650/700/750万吨，单吨运输价格分别为24/24.5/25元/吨，单吨运输成本为8/8.3/8.5元/吨。

盈利预测与估值：

我们下调2024年盈利预测并新增2025-2026年盈利预测，预计2024-2026年公司实现归母净利润17.6/19.7/20.3亿元（2024年前值为32.9亿元），同比+68.8%/+12.5%/+3.0%；EPS分别为1.22/1.37/1.41元，对应当前股价PE为7.9/7.0/6.8倍。我们选取与公司业务相似的中国神华、兖矿能源、陕西煤业、山煤国际、晋控煤业5家公司作对比，2024-2026年可比公司平均PE为9.8/9.2/8.7倍，昊华能源估值相对偏低。红二煤矿已于2023年12月实现联合试运转，2024年将开始贡献产量，且伴随红一、红二煤矿投产和达产，公司炼焦配煤生产比例有望增加，煤炭业务毛利率有望提升，且近年来公司资产负债率持续下降，货币资金/归母净利润、未分配利润/归母净利润比重皆高于行业平均水平，叠加公司资本开支规模整体可控，公司分红比例提升未来可期，**维持“买入”评级。**

表6：2024-2026 年公司煤炭业务毛利预计为 62.6/63.4/66.1 亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭产量 (万吨)	1490	1706	1898	1922	1946
煤炭销售量 (万吨)	1489	1705	1896	1920	1944
产销率 (%)	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
单位售价 (元/吨)	575	449	500	505	520
单位成本 (元/吨)	230	187	170	175	180
吨毛利 (元/吨)	345	262	330	330	340
营业收入 (万元)	856457	765216	948051	969639	1010908
营业成本 (万元)	343035	319154	322337	336014	349930
毛利 (万元)	513421	446062	625714	633626	660978
毛利率 (%)	59.9%	58.3%	66.0%	65.3%	65.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：2024-2026 年公司煤化工业务毛利预计为 0.04/0.09/0.22 亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
甲醇产量 (万吨)	42.8	32.5	42.0	43.0	44.0
甲醇销售量 (万吨)	43.2	32.1	41.5	42.5	43.5
产销率 (%)	101.0%	98.8%	98.8%	98.8%	98.8%
单吨售价 (元/吨)	1999	1837	1920	1950	2000
单吨成本 (元/吨)	2532	2532	1910	1930	1950
吨毛利 (元/吨)	-533	-696	10	20	50
营业收入 (万元)	86438	58923	79672	82844	86944
营业成本 (万元)	109460	81236	79257	81994	84770
毛利 (万元)	-23022	-22314	415	850	2174
毛利率 (%)	-26.6%	-37.9%	0.5%	1.0%	2.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：2024-2026 年公司铁路运输业务毛利预计为 1.0/1.1/1.2 亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铁路运量 (万吨)	721	622	650	700	750
单吨运输价格 (元/吨)	22.3	23.5	24.0	24.5	25.0
单吨运输成本 (元/吨)	7.0	7.8	8.0	8.3	8.5
单吨运输毛利 (元/吨)	15.4	15.7	16.0	16.2	16.5
营业收入 (万元)	16109	14595	15600	17150	18750
营业成本 (万元)	5,017	4,827	5,200	5,810	6,375
毛利 (万元)	11092	9767	10400	11340	12375
毛利率 (%)	68.9%	66.9%	66.7%	66.1%	66.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 17.6/19.7/20.3 亿元，对应当前股价 PE 为 7.9/7.0/6.8 倍

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024/6/7
601088.SH	中国神华	8377	615.2	630.1	646.3	13.6	13.3	13.0	2.0
600188.SH	兖矿能源	1571	210.6	238.7	268.0	7.5	6.6	5.9	3.0
601225.SH	陕西煤业	2635	223.1	233.3	241.0	11.8	11.3	10.9	2.8
600546.SH	山煤国际	308	41.2	47.8	54.5	7.5	6.4	5.7	2.0
601001.SH	晋控煤业	299	33.9	35.8	37.5	8.8	8.3	8.0	1.7
	均值					9.8	9.2	8.7	2.3
601101.SH	昊华能源	139	17.6	19.7	20.3	7.9	7.0	6.8	1.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：总市值为 2024 年 6 月 18 日数据；除陕西煤业盈利预测取自 Wind 一致预期外，其他公司盈利预测均为开源证券研究所预测

6、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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6327	6153	7574	7558	8112
现金	5458	5211	6435	6596	6886
应收票据及应收账款	80	33	0	0	0
其他应收款	628	716	943	757	1018
预付账款	43	37	62	40	67
存货	86	110	87	118	95
其他流动资产	32	46	46	46	46
非流动资产	23478	23765	27321	27158	26980
长期投资	1317	1316	1305	1295	1284
固定资产	7462	10222	12712	12881	13126
无形资产	8893	8852	9553	9548	9359
其他非流动资产	5807	3375	3750	3433	3211
资产总计	29805	29917	34895	34716	35092
流动负债	3778	6475	9638	8183	7246
短期借款	0	779	6817	5411	4363
应付票据及应付账款	1348	1542	0	0	0
其他流动负债	2430	4155	2821	2772	2883
非流动负债	12304	8890	8595	7278	5957
长期借款	7731	5392	5097	3781	2459
其他非流动负债	4573	3498	3498	3498	3498
负债合计	16081	15365	18233	15462	13202
少数股东权益	3264	3389	4247	5323	6487
股本	1440	1440	1440	1440	1440
资本公积	3083	3083	3083	3083	3083
留存收益	5527	6076	7430	9215	11016
归属母公司股东权益	10460	11164	12415	13931	15403
负债和股东权益	29805	29917	34895	34716	35092

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4207	3655	1982	4415	4294
净利润	2176	1711	2614	3050	3196
折旧摊销	543	805	715	828	884
财务费用	332	357	211	326	252
投资损失	362	-0	83	101	136
营运资金变动	729	495	-1657	94	-174
其他经营现金流	64	287	16	17	-1
投资活动现金流	-1746	-2272	-4340	-748	-822
资本支出	1721	2370	4282	676	717
长期投资	-152	27	11	11	10
其他投资现金流	127	71	-69	-83	-115
筹资活动现金流	-1343	-1568	-2456	-2100	-2134
短期借款	-1110	779	6038	-1405	-1049
长期借款	2364	-2339	-295	-1317	-1321
普通股增加	240	0	0	0	0
资本公积增加	-240	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2597	-9	-8199	622	236
现金净增加额	1119	-185	-4814	1567	1338

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9287	8437	10419	10680	11149
营业成本	4206	3995	4014	4187	4357
营业税金及附加	796	769	882	943	975
营业费用	141	150	199	177	191
管理费用	558	697	844	755	821
研发费用	7	4	8	7	7
财务费用	332	357	211	326	252
资产减值损失	-6	-281	-104	-85	-56
其他收益	36	29	79	39	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-362	0	-83	-101	-136
资产处置收益	1	52	14	17	21
营业利润	2882	2263	4138	4122	4402
营业外收入	2	29	13	11	14
营业外支出	64	112	77	86	85
利润总额	2820	2180	4075	4047	4331
所得税	644	469	1461	997	1135
净利润	2176	1711	2614	3050	3196
少数股东损益	833	671	859	1076	1164
归属母公司净利润	1344	1040	1755	1974	2033
EBITDA	3710	3231	5022	5200	5416
EPS(元)	0.93	0.72	1.22	1.37	1.41

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.0	-9.1	23.5	2.5	4.4
营业利润(%)	-21.2	-21.5	82.9	-0.4	6.8
归属于母公司净利润(%)	-33.3	-22.6	68.8	12.5	3.0
获利能力					
毛利率(%)	54.7	52.7	61.5	60.8	60.9
净利率(%)	14.5	12.3	16.8	18.5	18.2
ROE(%)	15.9	11.8	15.7	15.8	14.6
ROIC(%)	10.9	8.2	9.6	11.9	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	54.0	51.4	52.3	44.5	37.6
净负债比率(%)	47.0	47.4	59.9	36.8	20.2
流动比率	1.7	1.0	0.8	0.9	1.1
速动比率	1.6	0.9	0.8	0.9	1.1
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	51.7	167.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	2.8	5.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.72	1.22	1.37	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	2.92	2.54	1.38	3.07	2.98
每股净资产(最新摊薄)	7.26	7.75	8.62	9.67	10.70
估值比率					
P/E	10.3	13.4	7.9	7.0	6.8
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.4	7.5	5.6	5.1	4.6

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，属于商业秘密材料，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