

采掘

2019年05月17日

昊华能源 (601101)

——高现金、低负债国企改革受益标的

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019年05月16日

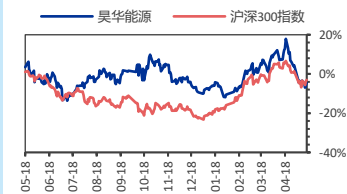
收盘价(元)	6.33
一年内最高/最低(元)	7.98/5.75
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7596
上证指数/深证成指	2955.71/9293.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	6.92
资产负债率%	36.48
总股本/流通A股(百万)	1200/1200
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
mengxw@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818×转
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **煤炭产能逐步转移至蒙西，盈利逐步释放：**煤炭行业供给侧改革以来，2016年-2018年公司京西矿区合计去产能300万吨，剩余220万吨产能预计2020年前退出。但是蒙西矿区红庆梁煤矿（600万吨/年）已经于2018年7月正式投产，高家梁煤矿也已经核准产能至750万吨/年，预计2019年年内新的生产许可证也将完成办理，两矿合计新增权益产能960万吨/年，吨煤净利100元/吨左右。
- **煤化工业务经营稳定，产业链优势凸显：**公司40万吨煤制甲醇项目配套的煤矿是红庆梁煤矿，已经于2018年7月转固，随着该煤矿投产，公司原料煤运输距离短，能较好地控制生产成本，同时又能保持相对较高的品质，产业链优势将凸显，市场竞争力及抗风险能力将进一步提高。从2016年煤化工项目投产以来，公司一直保持较高的毛利率，维持在20%以上。2018年配套煤矿投产后，公司毛利率进一步提升至23.5%，仅次于兖州煤业的35.51%及中煤能源的24.4%，具有行业竞争力，年贡献毛利润维持在2亿元左右。
- **高现金、低负债财务特点凸显。**截至2018年年报，公司持有货币资金26.93亿元，与此同时，公司当前资产负债率仅为38.82%，行业内仅高于龙头公司中国神华的31%，而远低于同类动力煤上市公司平均55%的水平。随着京西矿区煤炭产能的不断退出，公司规模不断缩减，公司亟需扩张资产拓展业务以充实企业资产规模。
- **预计公司将受益于北京国企改革。**2018年11月29日，北京市通过《进一步深化国资国企改革推动高质量发展三年行动计划（2018年-2020年）》，称将在更深层次、更大范围推动北京市国资国企改革。京能集团作为北京国资委唯一能源类综合集团，随着2015-2018年京能集团内部资产的整合梳理，预计进入2019年京能集团将迎来深化国企改革元年。同时预计昊华能源作为京能集团所属四家上市公司平台之一，也将迎来国企改革重要契机。
- **投资建议：**在动力煤价格保持相对稳定的前提下，预计2019年-2021年公司EPS分别为0.81元、0.89元和0.92元；对应PE分别为7.8倍、7.1倍和6.88倍，从估值角度分析，公司和其他可比动力煤公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。以A股主要六家动力煤公司作为对标标的，2019年-2021年平均估值PE为9.37倍、8.66倍和8.16倍，公司PE折价幅度18%~21%；静态PB估值角度，动力煤公司平均PB为1.25倍，而公司PB仅为0.9倍，折价幅度37%，叠加公司国企改革预期，具有配置价值。**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**
- **风险提示：**宏观经济下行，导致需求下滑，公司产品价格下跌。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,810	1,389	6,037	6,200	6,085
同比增长率(%)	4.2	-3.9	3.9	2.7	-1.9
净利润(百万元)	721	219	977	1,068	1,101
同比增长率(%)	15.4	-18.9	35.5	9.3	3.1
每股收益(元/股)	0.60	0.18	0.81	0.89	0.92
毛利率(%)	54.4	56.4	52.0	51.9	50.9
ROE(%)	9.0	2.6	11.6	11.6	11.1
市盈率	11		8	7	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

截至 2018 年年报，公司持有货币资金 26.93 亿元，与此同时，公司当前资产负债率仅为 38.82%，行业内仅高于龙头公司中国神华的 31%，而远低于同类动力煤上市公司平均 55% 的水平。随着京西矿区煤炭产能的不断退出，公司资产规模不断缩减，公司亟需扩张资产拓展业务以充实企业资产规模。

在动力煤价格保持相对稳定的前提下，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 0.81 元、0.89 元和 0.92 元；对应 PE 分别为 7.8 倍、7.1 倍和 6.88 倍，从估值角度分析，公司和其他可比动力煤公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。以 A 股主要六家动力煤公司作为对标标的，2019 年-2021 年平均估值 PE 为 9.37 倍、8.66 倍和 8.16 倍，公司 PE 折价幅度 18%~21%；静态 PB 估值角度，动力煤公司平均 PB 为 1.25 倍，而公司 PB 仅为 0.9 倍，折价幅度 37%，叠加公司国企改革预期，具有配置价值。首次覆盖，给予公司“**买入**”评级。

关键假设点

1、国内动力煤供需相对平稳，尤其是在国内安监持续高压，进口煤受限的条件下，动力煤价格保持高位盘整。因公司新建煤矿位于蒙西地区，产地煤价波动较小，趋于平稳，保守预计 2019-2021 年公司煤炭售价增速分别为-1%、-2%和-2%。

2、受国际油价高位震荡影响，以及短期内国内甲醇供给相对偏紧，甲醇价格维持相对稳定，在需求无大幅下降的前提下，预计公司甲醇售价 2019-2021 年增速分别为-2%、-2%和-1%。

有别于大众的认识

1、市场认为公司京西产能仍需持续退出，安置员工耗资较大，且产能不断缩减，暂无投资机会。但是我们分析认为公司因地处北京，去产能可获得一定补贴可以弥补安置分流员工费用，无需过渡担忧。其次随着蒙西的新建产能的投放，将抵消退出产能带来的煤炭产量减少，并进入 2019 年公司产量将恢复增长，公司原业务盈利可保持稳定。

2、市场认为公司划转至京能集团后将迟滞其国企改革节奏。我们分析认为，随着近年的内部梳理整合，且公司高现金、低负债的特点使得公司国企改革时机已经成熟。

股价表现的催化剂

- 1、5-6 月煤价反弹，煤炭板块迎来估值修复投资机会
- 2、公司国企改革持续稳步推进。

核心假设风险

宏观经济下行，导致需求下滑，公司产品价格下跌。

目录

1. 北京国资委唯一煤炭上市公司	5
2. 煤炭产能逐步转移至蒙西，盈利逐步释放.....	6
2.1 煤炭产能结构重塑，蒙西逐步成为业务重心.....	6
2.1.1 京西矿区产能逐步退出.....	6
2.1.2 内蒙古矿区高家梁煤矿逐渐成为利润支柱	7
2.1.3 内蒙古红庆梁煤矿转固投产	8
2.1.4 储备巴彦淖项目有望提速，资源储量大，服务年限长.....	8
2.2 内蒙矿区低成本优势凸显	9
3. 煤化工业务经营稳定，产业链优势凸显	11
4. 高现金、低负债国企改革标的	13

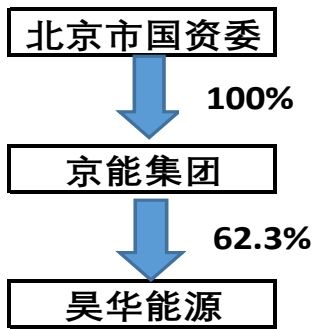
图表目录

图 1：公司与实控人产权关系	5
图 2：公司股权结构 (%)	5
图 3：2013-2018 年公司营收构成占比 (%)	5
图 4：红庆梁煤矿产地煤价 (元/吨)	8
图 5：近年公司吨煤价格与成本 (元/吨)	10
图 6：近年公司吨煤毛利润 (元/吨, %)	10
图 7：主要煤炭企业吨煤成本比较 (元/吨)	10
图 8：公司内蒙矿区煤炭生产成本与重点动力煤公司比较 (元/吨)	10
图 9：煤化工售价、生产成本及毛利率变化 (元/吨, %)	11
图 10：主要煤化工公司毛利率对比	12
表 1：公司参控股矿井储量及产能	6
表 2：截至 2015 年底京西四矿概况	6
表 3：公司国内矿区产能变化情况 (万吨/年)	7
表 4：京西矿区 2015-2018 年经营情况	7
表 5：高家梁煤矿 2015-2018 年经营情况	8
表 6：巴彦淖井田主采煤层主要煤质指标	9
表 7：公司煤炭业务吨煤指标情况 (元/吨)	9
表 8：甲醇业务情况	11
表 9：动力煤 A 股上市公司万得一致预测 PE、PB (2019 年 05 月 16 日)	13

1. 北京国资委唯一煤炭上市公司

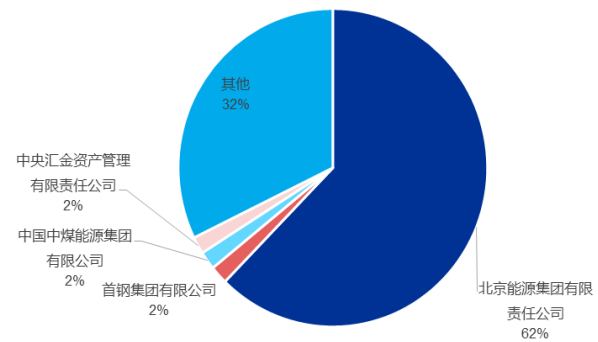
北京昊华能源股份有限公司成立于 2002 年，并于 2010 年 3 月，经中国证监会核准，在上海证券交易所上市。公司主营业务为煤炭生产与销售、甲醇的生产与销售及铁路专用线运输。京能集团持有公司股份的 62.3%，北京市国资委持有京能集团 100% 股份，为公司实际控制人。

图 1：公司与实控人产权关系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

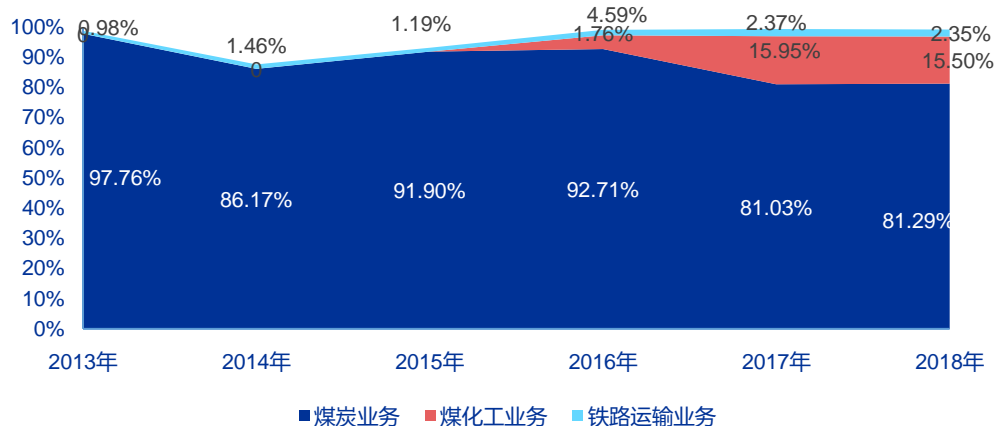
图 2：公司股权结构 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司多年来致力于整合产业链资产，布局上下游，在不断巩固煤炭主业的同时，布局铁路运输、煤化工业务，提高公司市场竞争力的同时增强了公司的抗风险能力。公司主营业务主要由煤炭、煤化工、铁路运输组成，其中最主要收入来源于煤炭销售。2017-2018 年公司煤炭业务在主营业务收入中占比 80% 左右，公司的煤炭产品主要是优质无烟煤和动力煤；煤化工业务营收占比 16% 左右。

图 3：2013-2018 年公司营收构成占比 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 煤炭产能逐步转移至蒙西，盈利逐步释放

2.1 煤炭产能结构重塑，蒙西逐步成为业务重心

昊华能源拥有国内矿权 3 个，其中京西矿区 1 个，主产优质无烟煤，内蒙矿区 2 个，主产高热量动力煤；在南非参股的非洲矿业已探明储量 20 亿吨、远景储量 80 亿吨，主要为焦煤和极高发热量动力煤；另有一处位于内蒙古鄂尔多斯地区的巴彦淖井田，探矿权主体已确定，已完成设计能力修编工作。京西矿区的无烟煤和内蒙矿区的动力煤产品都具有特低硫、特低磷的特质，公司煤矿资源禀赋较好。

表 1：公司参控股矿井储量及产能

煤矿	权益占比	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	煤种	备注
大台煤矿	100%	0.91	0.55	100	100	无烟煤	
高家梁煤矿	80%	6.58	4.31	750	600	动力煤	
红庆梁煤矿	60%	6.92	4.55	600	360	动力煤	
非洲煤业	16.41%	79.56	20.04	1400	230	焦煤和动力煤	2018 年产量 86 万吨, 麦卡多露天矿计划产量 400 万吨/年
巴彦淖井田	50%	19.40	11.75			动力煤	设计产能 1000 万吨/年
合计		113.38	41.20	2850	1290		

资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

2.1.1 京西矿区产能逐步退出

公司在京西矿区主要有长沟峪、木城涧、大安山和大台四个煤矿，主要生产优质无烟煤。公司于 2016 年 4 月公告了京西四矿的逐步退出方案，计划分别于 2016 年、2018 年、2019 年和 2020 年有序退出产能。公司京西四矿拥有可采储量 2.38 亿吨，核定产能 520 万吨/年，均为低瓦斯矿井，截至 2015 年末，在职职工人数超过 1 万人。

表 2：截至 2015 年底京西四矿概况

煤矿	可采储量 (万吨)	在职职工人数	核定产能 (万吨/年)
长沟峪煤矿	3,298	1,822	100
木城涧煤矿	9,757	3,493	150
大安山煤矿	5,035	2,888	170
大台煤矿	5,717	2,182	100
小计	23,807	10,385	520

资料来源：公司公告，申万宏源研究

京西四矿的产能退出主要出于三方面的考虑，首先是北京市功能定位的需要，煤炭开采属于非首都核心功能；其次是供给侧改革化解产能的要求，京西四矿生产条件复杂、开采成本高，按照公司排定的退出时间，各矿均已进入亏损期；以及，京西四矿建矿时间长，开采时间久，各矿虽有一定剩余可采储量，属于优质无烟煤，但已进入深部开采地带，局部地区开采深度已接近千米，深部煤层赋存条件极其复杂，深部开采致使提升设备、人员大幅增加，开采成本过高。

实际进度中，长沟峪煤矿于 2016 年停产关矿，退出产能 100 万吨/年；2018 年 1 月木城涧煤矿关闭退出，影响公司产能 150 万吨/年，而同年大安山煤矿重新公告产能，由原来的 170 万吨/年降至 120 万吨/年，故截至 2018 年 12 月，公司京西矿区剩余大安山煤矿 120 万吨/年及大台煤矿 100 万吨/年，共 220 万吨/年产能，而其中大安山煤矿也正在办理煤矿关停及生产许可证注销程序。预计京西矿区有望按计划于 2020 年以前完成退出。

表 3：公司国内矿区产能变化情况（万吨/年）

煤矿	截至 2015 年 12 月	截至 2017 年 12 月	截至 2018 年 12 月	备注
长沟峪煤矿	100	0	0	2016 年停产
木城涧煤矿	150	150	0	2018 年 1 月正式停产
大安山煤矿	170	120	120	正在进行煤矿关停工作
大台煤矿	100	100	100	
京西矿区小计	520	370	220	
高家梁煤矿（80%）	600	600	750	正在办理新的生产许可证
红庆梁煤矿（60%）			600	2018 年 7 月转固
国内矿区合计	1520	1220	1440	
京西矿区占比	34.21%	30.33%	15.71%	

资料来源：公司公告，国家能源局，申万宏源研究

由于京西矿区生产的无烟煤品质优良，在市场上售价较高，所以在煤矿逐步停产关矿的过程中，随着煤价不断上涨，一定程度上弥补了产量减少对营业收入的影响，2015 年以来虽然煤矿逐个退出产能，但公司京西矿区的营业收入基本稳定在 20 亿元左右，营收在公司总营收的比例也维持在 30%-40%。

表 4：京西矿区 2015-2018 年经营情况

	2015	2016	2017	2018
产量（万吨）	450	318	255	176
销量（万吨）	418	391	260	208
营业收入（亿元）	21	20	22	22
集团收入占比	32%	40%	40%	38%
价格（元/吨）	507	516	852	1058
营业成本（亿元）	15	14	11	8.57
吨煤销售成本（元/吨）	363	350	423	411
吨煤毛利（元/吨）	143	165	429	647

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.1.2 内蒙古矿区高家梁煤矿逐渐成为利润支柱

为了保证公司煤炭业务的正常进行，保证煤炭产能的有序接替，公司在进行京西矿区关闭工作的同时，也致力于提升内蒙矿区的产能及盈利能力。高家梁煤矿于 2010 年投产，2013 年达到满产状态，主产不粘煤。近年来不断提高工艺，精煤洗出率已提升至 60% 以上，处于行业领先水平，产能方面也于 2018 年顺利地重新公告产能，核定产能由原来的 600 万吨/年提升至 750 万吨/年，目前正在办理新的生产许可证。该煤矿基本处于满产状态，随着开采深度的增加，煤质水平不断提高，煤矿净利润逐年上升，将接替京西矿区成为公司重要的利润增长点。

2015年至2018年,高家梁煤矿营业收入由6.3亿元增加到20.1亿元,增加了215%,净利润由179万元增加到4.2亿元,吨煤利润约50元/吨,处于行业内中等偏上水平。随着产能的核增、精煤洗出率的增加以及煤炭的进一步外运,高家梁煤矿的营业收入、净利润有望进一步提升。

表 5: 高家梁煤矿 2015-2018 年经营情况

	2015	2016	2017	2018
产量 (万吨)	600	522	600	600
销量 (万吨)	628	419	814	851
营业收入 (万元)	63,955	106,553	178,686	201,690
价格 (元/吨)	102	255	220	237
净利润 (万元)	179	9,980	43,571	41,912
吨煤利润 (元/吨)	0.28	23.84	53.55	49.28

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.1.3 内蒙古红庆梁煤矿转固投产

而同属于内蒙矿区的红庆梁煤矿生产不粘煤和长焰煤,为低硫、高热值的动力煤,该煤矿于2018年4月顺利进入联合试运转,并于当年7月转固,核定产能600万吨/年。红庆梁煤矿所在的鄂尔多斯地区煤价自供给侧改革以来持续在高位震荡,随着供给侧改革的持续推进,煤价有望持续高企,将对红庆梁煤矿的盈利能力有所保障。

图 4: 红庆梁煤矿产地煤价 (元/吨)



资料来源: 中国煤炭市场网, 申万宏源研究

2.1.4 储备巴彦淖项目有望提速, 资源储量大, 服务年限长

巴彦淖井田资源储量大, 服务年限长, 公司拥有巴彦淖井田50%的股权。巴彦淖井田位于鄂尔多斯市乌审旗与伊金霍洛旗交界处, 属于呼吉尔特矿区, 地质储量19.40亿吨, 可采储量11.75亿吨, 设计生产能力1000万吨/年, 服务年限92年。经勘探, 巴彦淖井田煤炭属特低灰及低灰、低硫及中硫、低磷及特低磷、特低氮, 中高挥发分、高热量的

不粘煤，该井田瓦斯含量相对较低，属正常地温区，无地热危害。水文地质勘查类型为裂隙充水为主水文地质条件中等矿床，开采较为简单。

表 6：巴彦淖井田主采煤层主要煤质指标

煤层	水分 (Mad)	灰分 (Ad)	挥发份 (Vdaf)	全硫 (St, d)	干燥基低位发热量 (Qnet, d)
2-1 煤层	3.89%	9.84%	32.64%	0.75%	6882kcal/kg
3-1 煤层	3.82%	9.31%	33.32%	0.62%	6923kcal/kg
6-2 煤层	3.85%	9.92%	32.85%	0.37%	6906kcal/kg

资料来源：公司公告，申万宏源研究

而且井田周围的铁路、公路交通十分便利。井田设计铁路专用线 25km，与东乌线纳林西里站接轨，从纳林西里站向西约 30km 可达蒙华铁路的浩勒报吉站，从该线路可进入煤炭资源紧缺的华中地区。蒙华铁路预计于 2019 年下半年开通运行。井田区域供电设施完善，供电有保障。2011 年末距井田中部直线距离约 21km 处的 220KV 变电站建成投运。且巴彦淖煤矿 110KV 供电线路已经批复，为其供电的供电间隔施工工程已竣工。

但是该井田的探矿权由内蒙古自治区代持多年，2018 年 12 月 10 日，内蒙古自治区自然资源厅已经公示，巴彦淖井田煤炭资源勘探探矿权正式出让给鄂尔多斯市京东方能源投资有限公司，公司拥有京东方能源 50% 的权益，目前公司正全力推动巴彦淖项目。

2.2 内蒙矿区低成本优势凸显

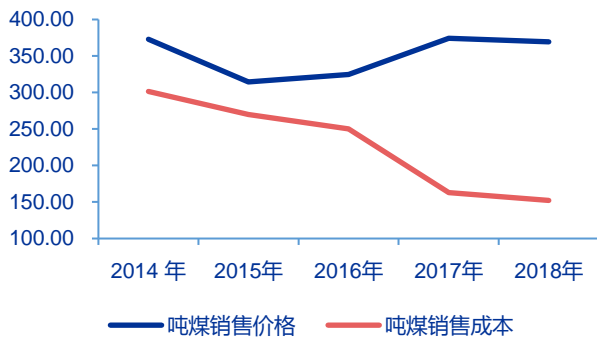
吨煤成本整体呈下降趋势，处于行业领先水平。2014 年至 2018 年，公司吨煤生产成本从 301.46 元/吨降至 152.17 元/吨，降幅达 98.11%。其中，从 2015 年至 2018 年，无烟煤的吨煤成本由 874.11 元/吨，降至 411.05 元/吨，降幅 112.65%；动力煤的吨煤成本由 241.84 元/吨，降至 102.33 元/吨，降幅达 136.33%。低成本优势在行业内凸显。

究其原因，一方面受益于京西高成本矿区产能不断去化，大量人员分流安置，使得公司煤炭生产成本不断下降。另一方面蒙西地区产能投产，低成本煤炭产量持续增加，使得公司平均吨煤生产成本不断下滑。

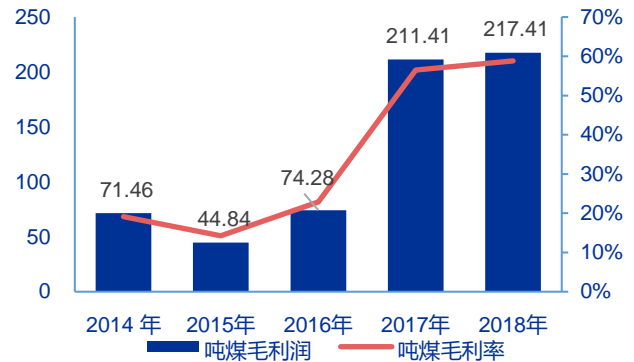
表 7：公司煤炭业务吨煤指标情况 (元/吨)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
吨煤销售价格	372.92	314.50	324.52	374.26	369.58
无烟煤		936.58	515.88	851.69	1,057.60
动力煤		337.40	254.59	219.60	237.14
吨煤销售成本	301.46	269.66	250.24	162.84	152.17
无烟煤		874.11	350.40	422.58	411.05
动力煤		241.84	213.66	78.72	102.33
吨煤毛利润	71.46	44.84	74.28	211.41	217.41
吨煤毛利率	19.16%	14.26%	22.89%	56.49%	58.83%

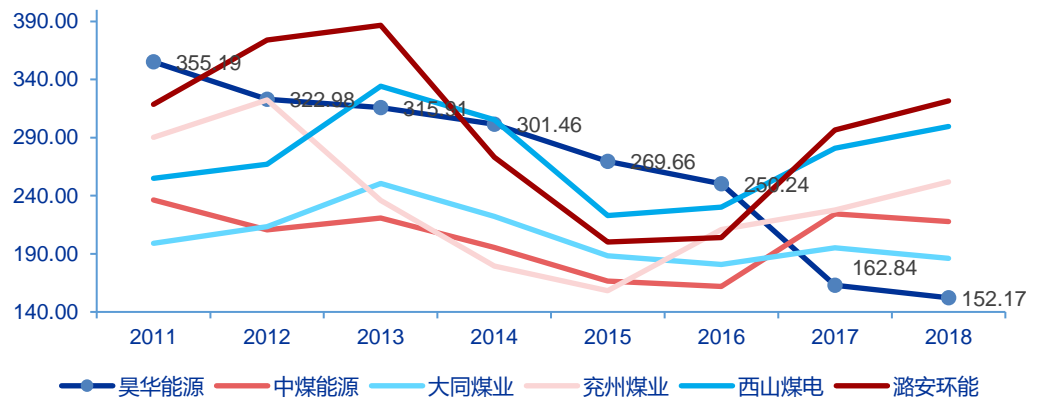
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：近年公司吨煤价格与成本（元/吨）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

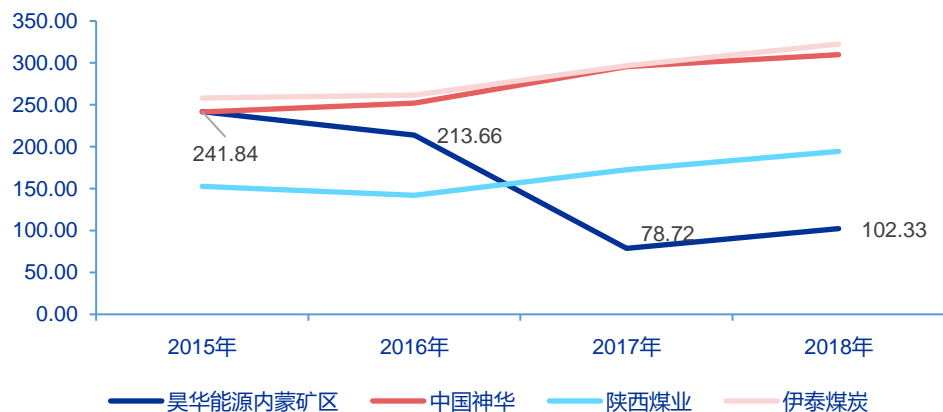
图 6：近年公司吨煤毛利润（元/吨，%）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：主要煤炭企业吨煤成本比较（元/吨）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

随着京西矿区产能的逐步退出，内蒙矿区逐步替代京西矿区成为公司主要的收入增长点。内蒙矿区生产优质动力煤，2015年至2018年吨煤销售成本呈下降趋势，由241.84元/吨降为102.33元/吨，远低于行业的动力煤龙头中国神华、陕西煤业和伊泰煤炭。公司成本控制处于行业领先地位。

图 8：公司内蒙矿区煤炭生产成本与重点动力煤公司比较（元/吨）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 煤化工业务经营稳定，产业链优势凸显

2016年9月，随着子公司鄂尔多斯市国泰化工40万吨/年甲醇业务的投产，公司主营业务中增加了化工业务，到2017年已经达到满产状态。经过2017年子公司合并股权，公司当前持有鄂尔多斯市昊华国泰化工96.67%股权。

甲醇价格高位盘整，化工业务盈利稳定。公司的煤化工业务主要是由生产和销售煤制甲醇产品，生产基本由子公司鄂尔多斯市国泰化工实现。2018年公司完成甲醇产量41.1万吨，销量41.47万吨，同比分别减少9.07%和10.51%，但是煤化工的营业收入同比增长了1.23%，主要是由于产品售价提高了13.12%，至2172元/吨。公司甲醇产品已经在市场上开始具有一定的议价能力和定价权。加之目前国际原油价格在70美元/桶高位盘整，对甲醇价格形成有力支持，公司甲醇板块的盈利保持相对稳定。

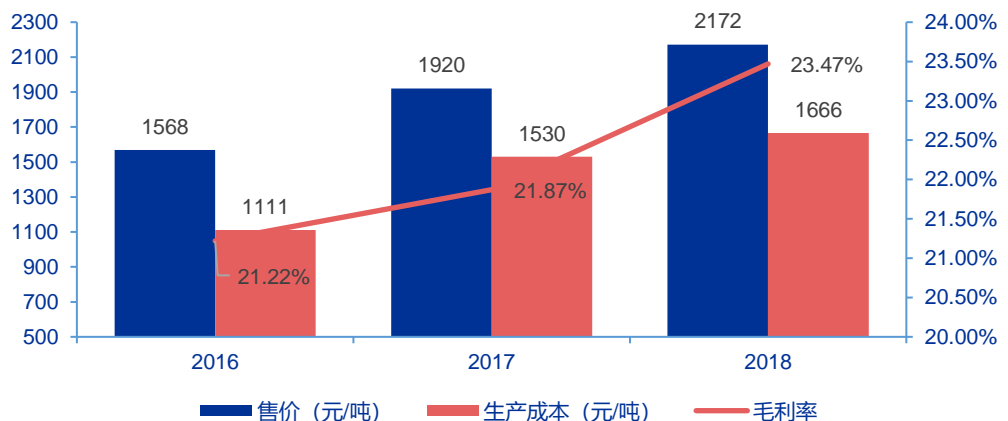
表 8: 甲醇业务情况

	2016	2017	2018
生产量 (万吨)	18.67	45.20	41.10
销售量 (万吨)	14.94	46.34	41.47
营业收入 (万元)	23,428	88,993	90,088
售价 (元/吨)	1568	1920	2172
生产成本 (万元)	20,742	69,147	68,469
生产成本 (元/吨)	1111	1530	1666
吨煤利润 (元/吨)	457	391	506

资料来源：公司公告，申万宏源研究

毛利率持续提升，盈利相对稳定。公司煤化工项目在鄂尔多斯，距离优质煤矿坑口距离近，原材料供应充足，运输距离短，能较好地控制生产成本，同时又能保持相对较高的品质。从2016年煤化工项目投产以来，公司一直保持较高的毛利率，维持在20%以上。年贡献毛利润维持在2亿元左右。

图 9: 煤化工售价、生产成本及毛利率变化 (元/吨, %)

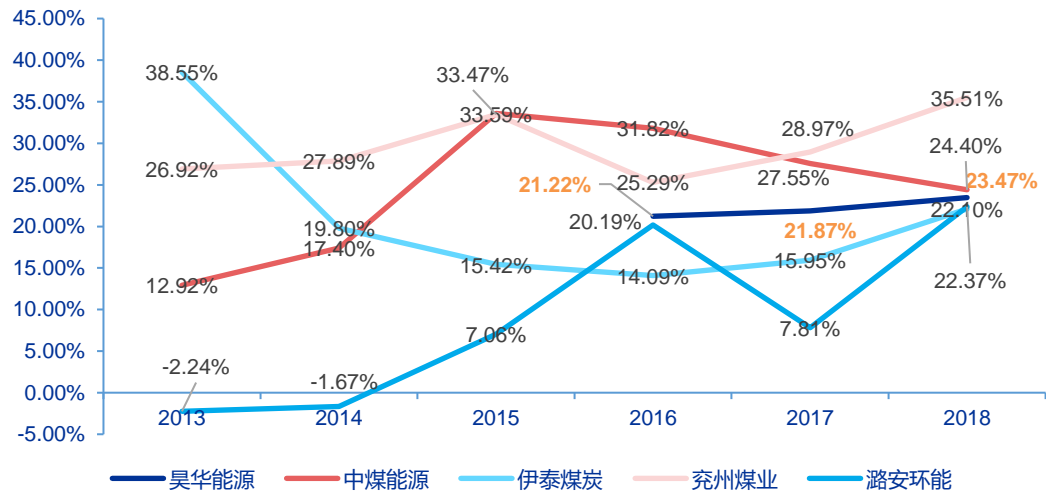


资料来源：公司公告，申万宏源研究

同时，高新技术企业享受企业所得税优惠。国泰化工于 2017 年 12 月 11 日被内蒙古自治区科学技术厅、内蒙古自治区财政厅、内蒙古自治区国家税务局、内蒙古自治区地方税务局联合认定为高新技术企业（证书编号：GR201715000178 号），证书有效期三年，自 2017 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日享受国家重点扶持的高新技术企业**税收优惠，征收企业所得税税率为 15%**。

配套煤矿投产，产业链优势凸显。在与同行业主流煤化工企业的对比中，虽然公司煤化工业务起步比较晚，但是 2018 年公司毛利率处于中上游水平，仅次于兖州煤业的 35.51% 及中煤能源的 24.4%，具有行业竞争力。国泰化工配套的煤矿是红庆梁煤矿，已经于 2018 年 7 月转固，随着该煤矿的生产逐步落实，公司的产业链优势将更加明显，市场竞争力及抗风险能力将进一步提高。

图 10：主要煤化工公司毛利率对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 高现金、低负债国企改革标的

2014 年年底，北京市国资委对北京能源投资(集团)有限公司和北京京煤集团有限责任公司实施合并重组，京煤集团的国有资产无偿划转给京能集团，京能集团更名为北京能源集团有限责任公司，并成为上市公司昊华能源实际控制人。北京国资委称：京煤集团和京能集团的合并是贯彻落实北京市委市政府战略意图、全面深化国资国企改革的重要举措。

2018 年 11 月 29 日，北京市委全面深化改革委员会召开第三次会议，会议审议并通过了《进一步深化国资国企改革推动高质量发展三年行动计划（2018 年-2020 年）》将在更深层次、更大范围推动北京市国资国企改革发展。

随着 2015-2018 年京能集团内部资产的整合梳理，预计进入 2019 年京能集团将迎来深化国企改革元年。同时预计昊华能源作为京能集团所属四家上市公司平台之一，也将迎来国企改革重要契机。

截至 2018 年年报，公司持有货币资金 26.93 亿元，与此同时，公司当前资产负债率仅为 38.82%，行业内仅高于龙头公司中国神华的 31%，而远低于同类动力煤上市公司平均 55%的水平。随着京西矿区煤炭产能的不断退出，公司资产规模不断缩减，公司亟需扩张资产拓展业务以充实企业资产规模。

在动力煤价格保持相对稳定的前提下，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 0.81 元、0.89 元和 0.92 元；对应 PE 分别为 7.8 倍、7.1 倍和 6.88 倍，从估值角度分析，公司和其他可比动力煤公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。以 A 股主要六家动力煤公司作为对标标的，2019 年-2021 年平均估值 PE 为 9.37 倍、8.66 倍和 8.16 倍，公司 PE 折价幅度 18%~21%；静态 PB 估值角度，动力煤公司平均 PB 为 1.25 倍，而公司 PB 仅为 0.9 倍，折价幅度 37%，叠加公司国企改革预期，具有配置价值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 9：动力煤 A 股上市公司万得一致预测 PE、PB（2019 年 05 月 16 日）

证券代码	证券简称	2019/5/16	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	静态
		收盘价	EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	PB
600546.SH	山煤国际	5.08	0.45	0.51	0.56	11.20	9.96	9.04	1.76
601001.SH	大同煤业	4.75	0.53	0.57	0.57	8.91	8.28	8.36	1.36
601225.SH	陕西煤业	9.10	1.13	1.20	1.26	8.07	7.57	7.21	1.73
600188.SH	兖州煤业	11.02	1.66	1.74	1.85	6.63	6.34	5.95	0.85
601088.SH	中国神华	18.77	2.24	2.27	2.29	8.37	8.26	8.20	1.08
601898.SH	中煤能源	4.89	0.37	0.42	0.48	13.05	11.54	10.23	0.70
平均值						9.37	8.66	8.16	1.25
601101.SH	昊华能源	6.33	0.81	0.89	0.92	7.81	7.11	6.88	0.91
折价幅度						19.93%	21.75%	18.67%	36.60%

资料来源：WIND 资讯，申万宏源研究

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,581	5,810	6,037	6,200	6,085
营业总成本	4,590	4,678	4,640	4,692	4,533
营业成本	3,027	2,649	2,897	2,982	2,985
营业税金及附加	282	371	385	396	304
销售费用	478	621	573	558	548
管理费用	333	639	513	527	517
财务费用	304	266	270	230	179
资产减值损失	156	118	1	0	0
投资收益	-111	-8	0	0	0
营业利润	990	1,301	1,397	1,508	1,552
营业外收支	-42	-139	-11	-11	-11
利润总额	947	1,162	1,386	1,497	1,541
所得税	223	337	249	254	262
净利润	725	826	1,137	1,242	1,279
少数股东损益	99	104	159	174	178
归属于母公司所有者的净利润	626	721	977	1,068	1,101

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,507	4,152	6,585	9,201	11,608
现金及等价物	1,465	2,693	5,124	7,736	10,140
应收款项	1,150	851	827	834	837
存货净额	470	328	353	351	351
其他流动资产	423	280	280	280	280
长期投资	616	578	578	578	578
固定资产	8,444	8,114	7,867	7,761	7,526
无形资产及其他资产	8,040	7,959	7,343	6,712	6,078
资产总计	20,607	20,802	22,372	24,251	25,790
流动负债	3,632	2,581	2,634	2,872	2,874
短期借款	1,413	859	800	1,000	1,000
应付款项	1,484	1,192	1,304	1,342	1,343
非流动负债	5,135	5,495	5,883	6,568	7,254
负债合计	8,767	8,076	8,517	9,441	10,127
股本	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
资本公积	3,292	3,322	3,322	3,322	3,322
盈余公积	872	941	1,036	1,139	1,246
未分配利润	1,834	2,293	2,871	3,550	4,117
少数股东权益	4,364	4,677	4,836	5,010	5,188
股东权益	11,841	12,726	13,855	14,810	15,662
负债和股东权益合计	20,607	20,802	22,372	24,251	25,790

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	725	826	1,137	1,242	1,279
加：折旧摊销减值	511	534	1,157	1,180	1,227
财务费用	308	289	270	230	179
非经营损失	139	9	0	0	0
营运资本变动	55	637	109	34	-2
经营活动现金流	1,781	2,338	2,672	2,686	2,684
资本开支	613	181	293	443	358
投资活动现金流	-712	-181	-293	-443	-358
负债净变化	-238	-234	626	885	685
支付股利、利息	392	590	574	517	607
其它融资现金流	17	-179	0	0	0
融资活动现金流	-612	-1,003	52	368	79
净现金流	462	1,131	2,431	2,612	2,404

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。