昊华能源(601101)/煤炭开采　　布局内蒙，煤化运产业格局初步形成

评级：持有(下调)

市场价格：

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

电话：

Email：lijs@r.qlzq.com.cn

联系人：陈晨

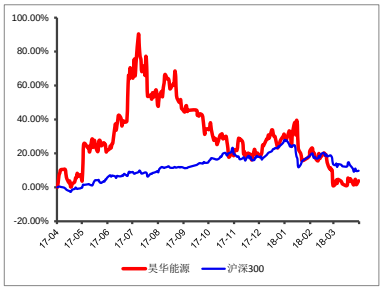
电话：

Email:

基本状况

总股本(百万股)	1.200.0
流通股本(百万股)	1,200.0
市价(元)	6.76
市值(百万元)	8,112.0
流通市值(百万元)	8,112.0

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 昊华能源（601101.SH）中报点评：二季度业绩环比改善，京西四矿将逐渐退出

2 看好公司长期投资价值

3 昊华能源（601101）三季报点评：公司出口煤价波动风险有待释放

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5103.2	5575.6	6356.2	7436.8	6990.6
增长率 yoy%	-	9.3%	14.0%	17.0%	-6.0%
净利润	-8.4	624.9	857.6	1130.7	1035.0
增长率 yoy%	-	-	37.2%	31.9%	-8.5%
每股收益（元）	-0.01	0.52	0.71	0.94	0.86
每股现金流量	0.04	0.07	0.32	0.65	0.53
净资产收益率	-0.1%	8.4%	10.7%	12.3%	10.1%
P/E	-970.9	13.0	9.5	7.2	7.8
PEG	-2.7	0.8	0.1	0.0	0.5
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

备注：

投资要点

- **公司披露 2017 年度报告：**实现营业收入 55.76 亿元（+9.26%），归属于上市公司股东净利润 6.25 亿元（+7579.78%），其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为 3.11、1.70、1.49、-0.04 亿元，公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 6.41 亿元（+1872.32%），每股收益为 0.52 元/股（+5300%），加权平均 ROE 为 8.99%（+9.12pct）。
- **京西三矿有序退出，公司煤炭业务未来布局内蒙。**公司现拥有国内矿权 5 个（京西矿区 3 个，内蒙矿区 2 个）。其中京西矿区的木城涧煤矿、大安山煤矿和大台煤矿计划分别在 2018 年、2019 年和 2020 年陆续退出。公司一直在积极推进产能置换，目前已接近完成高家梁煤矿产能核增工作。核增后高家梁煤矿产能将从 600 万吨/年增至 750 万吨/年。公司产能 600 万吨/年的红家梁煤矿已于 2018 年 4 月进入试生产阶段，巴彦淖煤矿项目也正在进行前期工作，未来公司煤炭业务将全部集中在内蒙。
- **煤炭产销量进一步下滑，未来有望回升。**2017 年公司第一大收入来源煤炭产销量分别为 818 万吨、1063 万吨，同比分别下降 2.5%和 27.2%。目前，公司木城涧煤矿已于 2018 年 1 月正式停产，预计将减少公司 2018 年煤炭产量 150 万吨，但红家梁煤矿未来有望投产，增加公司煤炭产量 600 万吨，公司未来几年煤炭产销量有望回升。
- **煤炭价格上涨明显，公司煤炭业务盈利能力增强。**2017 年由于煤炭价格不断上涨，公司煤炭平均销售价格上涨明显（31%），而同期吨煤综合成本出现下降（-15%）。报告期内公司实现吨煤毛利 212.5 元/吨，总毛利 22.59 亿元，同比上涨 138.8%，毛利率高达 50%，煤炭业务盈利能力显著提升。
- **40 万吨甲醇产能投产，煤化工营业收入占比大幅提升。**报告期内，公司煤化工业务收入占比从 5%上升至 16%，主要由于 2016 年 9 月公司 40 万吨甲醇产能全部投产，导致公司甲醇产销量大幅增加（产量+142%，销量+210%）。煤化工业务营业收入 8.9 亿元，营业成本 6.95 亿元，分别同比上升 280%和 277%，毛利率 22%，同比上升 1pct，盈利能力基本持平。
- **努力发展运输业务，煤化运协同发展。**报告期内，公司运输业务营业收入 1.32 亿元，同比上升 46.7%；毛利润 0.78 亿元，同比上升 94.4%。运输业务盈利能力的显著提升主要源于公司严格控制各项成本费用支出，运量与去年同期相比增加了 31%，而成本仅增加了 1%。随着公司煤化工和运输业务规模和盈利能力的不断提升，公司煤化运产业格局已经初步形成。
- **2018 年第一季度营收、净利润同比下降，期间费用显著上升。**2018 年第一季度公司实现营业收入 14.46 亿元，同比下降 8.86%；净利润 2.7 亿元，同比下降 13.22%。营业总成本同比下降 14.97%，其中营业成本 6.9 亿元，同比下降 29%；销售费用和管理费用分别上升 52%和 51%，上升幅度显著；财务费用同比下降 6.7%。公司期间三费显著上升使得 2018 年一季度公司净利润同比下降较为明显。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2018/19/20 年实现归属于母公司股东净利润分别为 8.6/11.3/10.4 亿元，折合 EPS 分别是 0.71/0.94/0.86 元/股，当前 6.76 元股价，对应 PE 分别为 9.5/7.2/7.8 倍，给与公司“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性。

图表1：公司业务拆分详细

煤炭业务（万吨）	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
煤炭产量	877	1031	1160	1059	1050	839	818	1194	1450	1350
YOY		18%	13%	-9%	-1%	-20%	-2.5%	0.5%	1.0%	1.0%
商品煤销量	877	1358	1663	1585	1920	1461	1063	1204	1450	1350
商品煤产销率%	100%	132%	143%	150%	183%	174%	130%	100%	100%	100%
煤炭价格（元/吨）	**2011A**	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015A**	**2016A**	**2017A**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
商品煤综合售价	786	504	428	373	315	324	425	438	438	438
YOY		-36%	-15%	-13%	-16%	3%	31%	3%	0%	0%
商品煤综合成本	443	323	316	301	270	250	213	217.15	214.97	212.82
YOY		-27%	-2%	-5%	-11%	-7%	-15%	2.0%	-1.0%	-1.0%
煤炭业务收入（百万元）	6897	6847	7111	5911	6039	4731	4522	5275.47	6351.00	5913.00
煤炭业务成本（百万元）	3888	4387	5254	4778	5177	3654	2263	2614.44	3117.13	2873.13
煤炭销售毛利（百万元）	3009.67	2460.18	1857.28	1132.79	861.90	1076.81	2259.00	2661.03	3233.87	3039.87
煤炭销售毛利率	44%	36%	26%	19%	14%	23%	50%	50%	51%	51%
吨煤毛利润（元/吨）	343.18	181.16	111.68	71.47	44.89	73.70	212.51	221.02	223.03	225.18
收入占比	99%	99%	98%	86%	92%	93%	81%	83%	86%	85%
毛利占比	99%	99%	98%	93%	96%	89%	89%	90%	92%	91%
煤化工业务										
甲醇产量（万吨）						19	45	45	45	45
甲醇销量（万吨）						15	46	46	46	46
单位售价（元/吨）						1568	1920	1940	1901	1863
单位成本（元/吨）						1235	1500	1530	1485	1440
化工业务收入(百万元)						234	890	899	874	857
yoy							280%	1%	-3%	-2%
化工业务成本（百万元）						185	695	709	683	662
yoy							277%	2%	-4%	-3%
毛利（百万元）						50	195	190	191	194
毛利率（%）						21%	22%	21%	22%	23%
收入占比						5%	16%	14%	12%	12%
毛利占比						4%	8%	6%	5%	6%
运输（百万元）										
运输收入			71	100	78	90	132	132.46	132.46	132.46
运输成本			55	52	51	50	55	54.69	54.69	54.69
毛利			16.27	48.20	27.65	40.04	77.77	77.77	77.77	77.77
毛利率			23%	48%	35%	45%	59%	59%	59%	59%
收入占比			1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
毛利占比			1%	4%	3%	3%	2%	2%	1%	2%
其他（百万元）										
其他收入	53.45	85.83	91.85	848.86	454.28	48.15	31.28	31.28	31.28	31.28
其他成本	31.28	61.78	64.38	817.22	443.82	10.16	15.00	15.00	15.00	15.00
毛利	22.17	24.05	27.47	31.64	10.46	37.99	16.28	16.28	16.28	16.28
毛利率	41%	28%	30%	4%	2%	79%	52%	52%	52%	52%
总营业收入（百万元）	6951	6933	7274	6860	6572	5103	5576	6338	7389	6934
YOY		0%	5%	-6%	-4%	-22%	9%	14%	17%	-6%
总营业成本（百万元）	3919	4449	5373	5647	5672	3899	3028	3393	3870	3605
YOY		14%	21%	5%	0%	-31%	-22%	12%	14%	-7%
总毛利（百万元）	3032	2484	1901	1213	900	1205	2548	2945	3519	3328
毛利率	44%	36%	26%	18%	14%	24%	46%	46%	48%	48%

来源：中泰证券研究所

图表2：三张报表摘要

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**5,103.2**	**5,575.6**	**6,356.2**	**7,436.8**	**6,990.6**
减:营业成本	3,898.7	3,028.1	3,432.4	3,867.1	3,635.1
营业税费	193.5	280.9	286.0	334.7	314.6
销售费用	350.9	477.9	572.1	669.3	629.2
管理费用	370.1	339.2	444.9	557.8	559.2
财务费用	234.6	304.3	311.4	293.8	280.2
资产减值损失	-10.8	155.9	10.0	10.0	10.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-36.7	-111.4	-30.0	-30.0	-30.0
营业利润	**29.6**	**988.6**	**1,269.5**	**1,674.2**	**1,532.3**
加:营业外净收支	76.2	-42.3	1.0	1.0	1.0
利润总额	**105.8**	**946.3**	**1,270.5**	**1,675.2**	**1,533.3**
减:所得税	93.2	222.3	317.6	418.8	383.3
净利润	**-8.4**	**624.9**	**857.6**	**1,130.7**	**1,035.0**
资产负债表	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
货币资金	1,066.1	1,450.9	1,652.6	2,553.7	3,296.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	340.8	225.0	410.7	291.7	329.7
应收票据	705.4	822.7	766.4	1,010.2	582.1
预付帐款	525.2	96.6	570.8	138.2	487.8
存货	367.3	458.6	418.5	526.8	321.4
其他流动资产	239.2	422.6	443.8	466.0	489.3
可供出售金融资产	284.1	284.1	284.1	284.1	284.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	610.2	331.5	331.5	331.5	331.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	5,766.5	5,753.9	5,463.3	5,216.8	5,011.6
在建工程	2,239.6	2,562.2	2,892.2	3,222.2	3,552.2
无形资产	7,976.9	7,962.9	7,938.3	7,913.8	7,889.2
其他非流动资产	111.2	145.4	214.0	282.7	351.7
资产总额	**20,232.4**	**20,516.4**	**21,386.2**	**22,237.7**	**22,926.8**
短期债务	879.6	1,250.1	1,164.5	879.6	879.6
应付帐款	1,331.8	1,386.4	1,435.8	1,486.0	1,018.1
应付票据	282.8	296.1	314.1	330.4	235.0
其他流动负债	1,425.4	618.4	839.8	660.8	770.8
长期借款	1,512.2	1,376.4	1,376.4	1,376.4	1,376.4
其他非流动负债	3,863.9	3,758.4	3,750.7	3,743.1	3,735.6
负债总额	**9,295.7**	**8,685.8**	**8,881.3**	**8,476.4**	**8,015.6**
少数股东权益	**4,299.0**	**4,364.3**	**4,459.6**	**4,585.2**	**4,700.2**
股本	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0
留存收益	5,326.9	5,987.7	6,845.3	7,976.0	9,011.0
股东权益	**10,936.7**	**11,830.6**	**12,504.9**	**13,761.3**	**14,911.2**
现金流量表	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
净利润	12.6	724.0	857.6	1,130.7	1,035.0
加:折旧和摊销	263.2	351.9	355.1	361.0	369.8
资产减值准备	-10.8	155.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	238.1	307.7	311.4	293.8	280.2
投资收益	36.7	111.4	30.0	30.0	30.0
少数股东损益	21.0	99.0	95.3	125.6	115.0
营运资金的变动	65.5	-834.0	-274.5	79.7	-221.5
经营活动产生现金	**1,020.4**	**1,768.7**	**1,374.9**	**2,020.8**	**1,608.5**
投资活动产生现金	**-276.8**	**-711.5**	**-465.0**	**-515.0**	**-565.0**
融资活动产生现金	**-595.0**	**-612.2**	**-708.2**	**-604.8**	**-301.1**

财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	-22.3%	9.3%	14.0%	17.0%	-6.0%
营业利润增长率	-24.3%	3242.8%	28.4%	31.9%	-8.5%
净利润增长率	-114.5%	-7579.8%	37.2%	31.9%	-8.5%
EBITDA增长率	27.4%	190.9%	26.2%	20.3%	-6.3%
EBIT增长率	43.9%	347.5%	33.7%	24.5%	-7.9%
NOPLAT增长率	-86.7%	3036.1%	19.9%	24.5%	-7.9%
投资资本增长率	2.7%	5.1%	2.2%	0.3%	2.4%
净资产增长率	1.3%	8.2%	5.7%	10.0%	8.4%
利润率					
毛利率	23.6%	45.7%	46.0%	48.0%	48.0%
营业利润率	0.6%	17.7%	20.0%	22.5%	21.9%
净利润率	-0.2%	11.2%	13.5%	15.2%	14.8%
EBITDA/营业收入	10.3%	27.5%	30.5%	31.3%	31.2%
EBIT/营业收入	5.2%	21.2%	24.9%	26.5%	25.9%
运营效率					
固定资产周转天数	295	372	318	259	263
流动营业资本周转天数	-63	-26	1	5	8
流动资产周转天数	228	217	219	224	270
应收帐款周转天数	31	18	18	17	16
存货周转天数	34	27	25	23	22
总资产周转天数	1,412	1,316	1,187	1,056	1,163
投资资本周转天数	1,047	996	905	783	844
投资回报率					
ROE	-0.1%	8.4%	10.7%	12.3%	10.1%
ROA	0.1%	3.5%	4.5%	5.6%	5.0%
ROIC	0.2%	6.6%	7.5%	9.1%	8.4%
费用率					
销售费用率	6.9%	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用率	7.3%	6.1%	7.0%	7.5%	8.0%
财务费用率	4.6%	5.5%	4.9%	4.0%	4.0%
三费/营业收入	18.7%	20.1%	20.9%	20.5%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	45.9%	42.3%	41.5%	38.1%	35.0%
负债权益比	85.0%	73.4%	71.0%	61.6%	53.8%
流动比率	0.83	0.98	1.14	1.49	1.90
速动比率	0.73	0.85	1.02	1.33	1.79
利息保障倍数	1.13	3.88	5.08	6.70	6.47
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
EPS(元)	-0.01	0.52	0.71	0.94	0.86
BVPS(元)	5.53	6.22	6.70	7.65	8.51
PE(X)	-970.9	13.0	9.5	7.2	7.8
PB(X)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
P/FCF	151.4	91.7	20.9	10.4	12.8
P/S	1.6	1.5	1.3	1.1	1.2
EV/EBITDA	31.3	10.7	8.4	6.5	6.6
CAGR(%)	363.3%	16.7%	160.0%	363.3%	16.7%
PEG	-2.7	0.8	0.1	0.0	0.5
ROIC/WACC	0.0	0.7	0.8	1.0	0.9
REP	46.4	1.4	1.2	0.9	0.9

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。