



降成本 调结构 助力业绩大幅增长

2018年08月22日

强烈推荐/首次

昊华能源 财报点评

——昊华能源（601101）财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgd@163.com 010-66554031	

事件：

公司发布2018年半年度业绩公告，报告期内公司实现营业收入30.05亿元，同比减少1.84亿元，降幅5.78%；实现归属于上市公司股东的净利润6.38亿元，同比增加1.58亿元，增幅32.81%；实现基本每股收益0.53元，同比增加0.13元，增幅32.5%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	2102.71	1586.77	1602.64	1313.75	1072.48	1446.13	1558.8
增长率（%）	-8.62%	49.18%	90.10%	20.10%	-49.00%	-8.86%	-2.74%
毛利率（%）	26.17%	38.60%	41.42%	43.97%	64.66%	52.25%	55.82%
期间费用率（%）	15.60%	14.33%	18.92%	23.31%	26.53%	21.30%	19.56%
营业利润率（%）	6.38%	20.40%	16.94%	15.26%	18.01%	27.67%	32.51%
净利润（百万元）	125.97	331.97	192.14	174.33	25.53	299.23	406.97
增长率（%）	528.85%	-414.84%	-555.07%	407.90%	-79.73%	-09.86%	111.81%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.26	0.14	0.12	-0.00	0.22	0.31
资产负债率（%）	45.94%	44.55%	44.35%	42.75%	42.34%	41.58%	41.04%
净资产收益率（%）	1.15%	2.93%	1.68%	1.50%	0.22%	2.46%	3.28%
总资产收益率（%）	0.62%	1.62%	0.94%	0.86%	0.12%	1.44%	1.94%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- “煤-化-运”一体化格局逐步成型。公司目前在鄂尔多斯境内已建成并投入运营了高家梁矿和红庆梁矿、东铜铁路专用线、昊华化工煤制甲醇等项目，“煤-化-运”一体的产业布局和产业链初步形成，实现了稳定有序阶梯，后续随着煤化工项目的深入推进和其他产业项目的延伸，产业格局的优势将进一步显现。
- 煤炭板块：成本下降推动业绩增速大幅提升。产销方面，由于京西矿区木城涧煤矿已于今年年初停产，报告期内公司共生产煤炭384.68万吨，同比减少11.09%；销量639.12万吨，同比增加11.59%万吨。价格方面，随着京西矿区优质高价的无烟煤产量逐步减少，公司吨煤综合售价380.6元/吨，同比下降

18%。营收方面，收入端由于吨煤综合售价下降，报告期内煤炭板块共实现销售收入 24.32 亿元，同比减少 8.55%；而成本端由于京西矿区各矿的逐步退出，报告期内销售成本仅 9.98 亿元，同比降幅高达 34.89%；受此影响，煤炭板块销售毛利 14.35 亿元，同比增长 27.26%。

- **化工板块：紧抓市场良机，盈利能力大幅提升。**产销方面，报告期内受停产检修的不利因素影响，共生产甲醇 21.26 万吨，同比减少 13.89%；销量 22.46 万吨，同比减少 6.8%。价格方面，受甲醇行业供需格局持续向好的影响，报告期内甲醇价格维持高位运行，公司甲醇平均售价 2189 元/吨，同比上涨 16.72%。营收方面，受益于甲醇售价上涨，报告期内共实现销售收入 4.92 亿元，同比增长 8.77%；销售成本 3.49 亿元，同比增长 0.76%；销售毛利 1.43 亿元，同比大幅提高 35.08%。
- **生产重心逐步向内蒙转移。**公司本部京西矿区原建有四个矿井，产能合计 520 万吨/年，但受政策和资源赋存条件的影响，京西矿区所属矿井将逐步关闭退出，截止目前为止，长沟峪矿（产能 110 万吨/年）已于 2016 年关闭退出，木城涧矿（产能 150 万吨/年）目前也处于停产待退出状态，剩余的大安山矿（160 万吨/年）和大台矿（100 万吨/年）也将分别于 2019 年和 2020 年有序退出。与此同时，公司积极推动内蒙项目，高家梁矿（产能 600 万吨/年）已于 2010 年建成投产，目前年均贡献产量约 600 万吨，已成为公司煤炭生产的重要支柱。随着京西矿区的退出和内蒙优质产能的接续，未来公司煤炭板块的毛利率将持续改善。
- **产量增长有保障。**公司一直以来持续推进外阜项目，积极扩展后备资源，努力实现有序接替，目前在内蒙拥有高家梁矿、红庆梁矿和巴彦淖尔项目。其中高家梁矿正在积极推进产能置换，目前已取得国家发改委同意核增生产能力产能置换方案的核准文件，待自治区现场核查批复后，高家梁矿核定产能将增至 750 万吨/年；红庆梁矿已于今年 4 月取得联合试运转批复，正式进入试生产阶段，下半年期将正式投产运营，预计全年贡献产量约 270 万吨；巴彦淖尔项目正在有序推进，目前已将电厂资源配置的请示文件报送给所在地市政府或自治区政府。未来随着高家梁矿产能核增成功以及红庆梁矿满产运行，公司煤炭产量将进一步提升，从而带来业绩持续释放。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 60.59 亿元、66.35 亿元和 69.64 亿元；归母净利润分别为 12.77 亿元、13.36 亿元和 14.76 亿元；EPS 分别为 1.06 元、1.11 元和 1.23 元，对应 PE 分别为 6X、5X 和 5X，首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

煤价大幅下跌，宏观经济下滑，在建矿井投产进度不及预期。

公司盈利预测表

资产负	单位:百万元					利润表					单位:百万元							
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业成本	营业税金及附	营业费用	管理费用	财务费用	资产减值损失	公允价值变动
流动资产	3244	3476	3886	4400	4686	营业收入	5103	5576	6059	6635	6964	营业成本	3899	3028	2717	2915	2988	营业税金及附
货币资金	1066	1451	1577	1727	1812	营业成本	3899	3028	2717	2915	2988	营业费用	351	478	606	657	682	管理费用
应收账款	326	201	232	254	267	管理费用	370	339	394	431	418	财务费用	235	304	229	202	189	资产减值损失
其他应收	15	24	26	28	30	资产减值损失	-10.84	155.93	30.00	26.00	20.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益
预付款项	525	97	205	264	293	投资净收益	-36.74	-111.43	-12.00	-15.00	-20.00	营业收入	30	989	1769	2057	2298	营业利润
存货	367	459	372	399	409	营业利润	30	989	1769	2057	2298	营业外收入	91.62	9.94	165.00	2.00	2.00	营业外支出
其他流动	239	423	610	783	882	营业外支出	15.37	52.28	54.90	57.64	60.53	净利润	13	724	1466	1561	1747	利润总额
非流动资	16989	17040	24636	24839	25025	利润总额	106	946	1879	2002	2239	所得税	93	222	413	440	493	归属母公司净
长期股权	610	332	7594	7594	7594	归属母公司净	-8	625	1277	1336	1476	EBITDA	8490	9593	2644	2943	3189	EBITDA
固定资产	5766.53	5753.87	8377.29	8579.81	8795.26	EBITDA	8490	9593	2644	2943	3189	EPS(元)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	EPS(元)
无形资产	7977	7963	7811	7661	7515	EPS(元)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务比率
其他非流	0	0	154	154	154	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	成长能力
资产总计	20232	20516	28522	29239	29711	成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	23.60%	45.69%	55.16%	56.07%	57.09%	毛利率(%)
流动负债	3920	3551	5382	4821	3773	毛利率(%)	23.60%	45.69%	55.16%	56.07%	57.09%	净利率(%)	0.25%	12.98%	24.19%	23.53%	25.08%	净利率(%)
短期借款	880	1250	3249	2754	1821	净利率(%)	0.25%	12.98%	24.19%	23.53%	25.08%	总资产净利润	2.94%	-0.04%	3.05%	4.48%	4.57%	总资产净利润
应付账款	814	878	670	719	737	总资产净利润	2.94%	-0.04%	3.05%	4.48%	4.57%	ROE(%)	-0.13%	8.37%	9.76%	9.34%	9.45%	ROE(%)
预收款项	330	146	388	255	116	ROE(%)	-0.13%	8.37%	9.76%	9.34%	9.45%	偿债能力	1020	1769	2083	2055	2359	偿债能力
一年内到	168	163	163	163	163	偿债能力	1020	1769	2083	2055	2359	资产负债率(%)	46%	42%	37%	34%	29%	资产负债率(%)
非流动负	5376	5135	5219	5069	4989	资产负债率(%)	46%	42%	37%	34%	29%	流动比率	0.83	0.98	0.72	0.91	1.24	流动比率
长期借款	1512	1376	1256	1156	1076	流动比率	0.83	0.98	0.72	0.91	1.24	速动比率	0.73	0.85	0.65	0.83	1.13	速动比率
应付债券	2988	2990	2990	2990	2990	速动比率	0.73	0.85	0.65	0.83	1.13	营运能力	0	0	-31	-22	-13	营运能力
负债合计	9296	8686	10601	9890	8763	营运能力	0	0	-31	-22	-13	毛利率(%)	23.60%	45.69%	55.16%	56.07%	57.09%	毛利率(%)
少数股东	4299	4364	4552	4778	5049	毛利率(%)	23.60%	45.69%	55.16%	56.07%	57.09%	净利率(%)	0.25%	12.98%	24.19%	23.53%	25.08%	净利率(%)
实收资本	1200	1200	1432	1432	1432	净利率(%)	0.25%	12.98%	24.19%	23.53%	25.08%	总资产周转率	0.25	0.27	0.30	0.33	0.36	总资产周转率
资本公积	3235	3272	7793	7793	7793	总资产周转率	0.25	0.27	0.30	0.33	0.36	应收账款周转	12	21	28	27	27	应收账款周转
未分配利	1271	1844	2317	2811	3357	应收账款周转	12	21	28	27	27	应付账款周转	6.74	6.59	7.83	9.56	9.57	应付账款周转
归属母公	6638	7466	13090	14292	15620	应付账款周转	6.74	6.59	7.83	9.56	9.57	每股收益(最新)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	每股收益(最新)
负债和所	20232	20516	28522	29239	29711	每股收益(最新)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	每股净现金流	0.12	0.37	0.09	0.10	0.06	每股净现金流
现金流	单位:百万元					每股净现金流	0.12	0.37	0.09	0.10	0.06	每股净资产(最	5.53	6.22	9.14	9.98	10.91	每股净资产(最
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	每股净资产(最	5.53	6.22	9.14	9.98	10.91	每股指标(元)	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	每股指标(元)
经营活动	1020	1769	2083	2055	2359	每股指标(元)	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	P/E	-654.00	12.58	6.14	5.88	5.32	P/E
净利润	13	724	1466	1561	1747	P/E	-654.00	12.58	6.14	5.88	5.32	P/B	1.18	1.05	0.72	0.66	0.60	P/B
折旧摊销	8226.30	8300.18	487.57	527.73	548.75	P/B	1.18	1.05	0.72	0.66	0.60	EV/EBITDA	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	EV/EBITDA
财务费用	235	304	229	202	189	EV/EBITDA	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	市值比率	0	0	-120	-100	-80	市值比率
应收账款	0	0	-31	-22	-13	市值比率	0	0	-120	-100	-80	股息率	0	0	-6979	0	0	股息率
预收帐款	0	0	242	-133	-139	股息率	0	0	-6979	0	0	每股收益(最新)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	每股收益(最新)
投资活动	-277	-711	-8285	-925	-924	每股收益(最新)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	每股净现金流	0.12	0.37	0.09	0.10	0.06	每股净现金流
公允价值	0	0	0	0	0	每股净现金流	0.12	0.37	0.09	0.10	0.06	每股净资产(最	5.53	6.22	9.14	9.98	10.91	每股净资产(最
长期股权	0	0	-6979	0	0	每股净资产(最	5.53	6.22	9.14	9.98	10.91	每股指标(元)	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	每股指标(元)
投资收益	-37	-111	-12	-15	-20	每股指标(元)	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	每股收益(最新)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	每股收益(最新)
筹资活动	-595	-612	6327	-980	-1350	每股收益(最新)	-0.01	0.52	1.06	1.11	1.23	每股净现金流	0.12	0.37	0.09	0.10	0.06	每股净现金流
应付债券	0	0	0	0	0	每股净现金流	0.12	0.37	0.09	0.10	0.06	每股净资产(最	5.53	6.22	9.14	9.98	10.91	每股净资产(最
长期借款	0	0	-120	-100	-80	每股净资产(最	5.53	6.22	9.14	9.98	10.91	市值比率	0	0	-120	-100	-80	市值比率
普通股增	0	0	232	0	0	市值比率	0	0	-120	-100	-80	股息率	0	0	-6979	0	0	股息率
资本公积	0	37	4521	0	0	股息率	0	0	-6979	0	0	P/B	1.18	1.05	0.72	0.66	0.60	P/B
现金净增	149	445	126	150	86	P/B	1.18	1.05	0.72	0.66	0.60	EV/EBITDA	1.45	1.27	5.84	5.00	4.27	EV/EBITDA

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。