

昊华能源 (601101) 调研快报

短期成长趋缓，中长期扩张积极

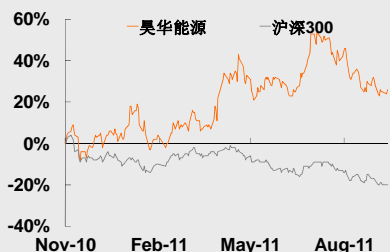
推荐 (维持)

现价: 23.34 元

主要数据

行业	煤炭开采
公司网址	hny.com.cn
大股东/持股	北京京煤集团有限责任公司/62.30%
实际控制人/持股	北京京煤集团有限责任公司/62.30%
总股本(百万股)	1,000
流通 A 股(百万股)	355
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	233.40
流通 A 股市值(亿元)	82.82
每股净资产(元)	6.26
资产负债率(%)	28.2

行情走势图



相关研究报告

2010.11.08 调研报告-昊华能源 (601101): 煤质优良, 未来成长明确 (强烈推荐)

2011.01.25 事项点评-昊华能源 (601101): 受煤炭产销减少, 四季度业绩低于预期 (强烈推荐)

证券分析师

张顺 S1150209110154
010-66299580
zhangshun030@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的明内容。

投资要点

■ 煤种稀缺独特, 价格维持在高位

煤炭以无烟煤烧结煤为主, 稀缺程度高, 价格维持在高位, 10 月份, 块煤价格小涨 50 元/吨, 其中无烟块煤价格为 980 元/吨 (不含税), 无烟末煤价格为 715 元/吨, 本部煤炭国内综合售价为 650 元/吨。

从未来看, 由于出口煤价及国内售价均处于较高水平, 未来上涨空间不足。但同时公司无烟煤产量小, 与下游客户铆合程度较高, 预计价格仍较保持在高位。

■ 高家梁煤矿盈利水平较低

高家梁矿由于煤层由于埋深浅, 故煤炭泥化现象严重, 入洗过程产生煤泥量大, 目前洗精煤仅占销量 40% 左右。前三季度实现原煤产量 285 万吨, 销售商品煤 266 万吨, 其中平均吨煤成本 120 元/吨, 平均综合售价为 205 元/吨, 吨煤净利 35 元/吨。

■ 从 2012 年来看, 高家梁矿仍难以实现显著的改善

首先, 产量方面尚不能完全达产, 仍有待 600 万吨生产许可证的取得, 预计煤炭产量在 500 万吨。

其次, 虽然铜匠川支线铁路已从 10 月底开始通车, 但干线 (包西线) 运力计划仍在申请当中, 短期运力计划额度将在 200 万吨以内, 争取 2013 年运力计划达到 300 万吨。

第三, 预计明年高家梁矿煤质改善后, 吨煤盈利可提高至 40~45 元/吨, 盈利贡献在 2 亿元左右, 盈利改善空间不大。

■ 红庆梁煤矿纳入政府发展规划, 配套转化项目也已启动

红庆梁矿将于 2012 年底动工建设, “十二五”末可建设投产, 成为中长期的增长点。红庆梁井田已纳入国家“十二五”发展规划、环境影响评价规划, 其配套煤炭转化项目也已启动。2011 年 10 月, 公司通过收购鄂尔多斯国泰商贸公司 95% 股权以获取 40 万吨甲醇在建项目, 预计投资约 24 亿元, 2014 年可正常生产。

■ 新收购巴彦淖煤田将成为中长期增长点

公司参与开发京东方投资所获配的能源项目公司 (鄂尔多斯呼吉尔特矿区巴彦淖井田 10 亿吨煤炭资源), 目前公司持股为 20%, 北京市国资委持股 60%, 作为唯一煤炭开采业合作方, 未来公司将进一步取得能源项目的控股权。未来巴彦淖井田整体规划 800 万吨煤矿产能, 煤质优良, 原煤发热量在 6000 大卡以上, 洗选后在 7000 大卡以上。

■ “十二五”以内蒙区域为重点, “再造昊华”

“十二五”期间公司总体战略规划, 稳定本部, 扩展内蒙古矿区。通过内蒙古区域高家梁的建设投产以及中长期红庆梁、巴彦淖煤田的建设, 产值 (利润) 贡献达到或超过本部水平。此外, 公司积极谋划海外煤矿项目并购, 但短期不可期望过高, 预计“十三五”可有所突破。

■ 盈利预测及投资评级

考虑明年高家梁煤矿的盈利空间提升不大，以及短期内铁路运力计划的有限性，调低明年盈利预测，预计 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 1.44 元、1.54 元、1.68 元，对应市盈率为 16.2 倍、15.2 倍、13.9 倍，由于高家梁矿盈利改善有限，短期内公司业绩成长趋缓，但中长期成长仍值得期待，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：宏观经济系统性下行超出预期

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,096.9	4,047.2	6,427.1	6,934.6	7,416.1
YoY(%)	-25.3%	30.7%	58.8%	7.9%	6.9%
净利润(百万元)	471.9	872.6	1442.2	1539.2	1682.9
YoY(%)	-34.0%	84.9%	65.3%	6.7%	9.3%
毛利率(%)	39.1%	50.8%	46.6%	47.0%	48.1%
净利率(%)	15.2%	21.6%	22.4%	22.2%	22.7%
ROE(%)	26.3%	13.2%	18.2%	17.0%	16.4%
EPS(摊薄/元)	1.37	1.92	1.44	1.54	1.68
P/E(倍)	17.0	12.1	16.2	15.2	13.9
P/B(倍)	4.5	1.6	2.9	2.6	2.3

图表1 公司煤炭价格明细预测

单位：元/吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
本部煤炭平均销价	561.4	684.2	882.0	896.0	908.00
增长率(%)	-23.5%	21.9%	28.9%	1.6%	1.34%

国内煤炭售价	504.4	550.0	650.0	660.0	680.00
增长率(%)	-7.1%	9.0%	18.2%	1.5%	3.0%
出口煤售价(FOB)	738.8	894.6	1230.0	1250.0	1250.0
增长率(%)	-33.9%	21.1%	37.5%	1.6%	
高家梁煤炭售价		230.0	220.0	240.0	270.00

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表2 公司煤炭生产成本预测一览

吨煤综合成本	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
本部吨煤综合成本	291.0	315.0	330.0	338.3	348.5
材料	59.0	65.0	68.0	70.0	75.0
人工费	177.6	194.0	205.0	210.0	214.0
电力	12.3	13.0	13.0	13.3	13.5
制造成本	42.2	43.0	44.0	45.0	46.0
出口煤税费	156.5	137.0	140.0	143.0	143.0
高家梁矿吨煤成本		135.0	120.0	120.0	120.0

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 红家梁及巴彦淖煤田技术经济指标

	股权	支付金额	煤炭储量	规划产能	技术经济指标
西部能源(红庆梁煤田)	60%	108,520 万元	74,168 万吨	600 万吨	5 米厚单层煤矿, 采煤技术较为成熟, 2012 年开建, 2014 年低建成。
巴彦淖煤田	20%	-	10 亿吨	800 万吨	煤质优良, 原煤发热量 6000 大卡以上, 洗选后 7000 大卡以上。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	3530.1	5115.5	6526.2	8278.9	
现金	2667.8	3927.6	5253.2	6930.7	
应收账款	228.9	363.6	392.3	419.5	
其他应收款	31.3	49.8	53.7	57.4	
预付账款	97.3	99.0	100.8	102.8	
存货	243.8	338.2	362.3	379.3	
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动资产	5307.8	5952.9	6554.3	6617.0	
长期投资	147.0	147.0	147.0	147.0	
固定资产	2072.6	2669.3	3304.1	3695.5	
无形资产	2413.6	2299.4	2181.8	2060.9	
其他非流动资产	0.0	1.2	1.4	1.7	
资产总计	8837.9	11068.3	13080.6	14896.0	
流动负债	2202.8	2322.6	2423.4	2512.4	
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付账款	649.5	722.7	774.2	810.4	
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动负债	28.8	828.8	1628.8	2128.8	
长期借款	800.0	1600.0	2100.0	2600.0	
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
负债合计	2231.6	3151.4	4052.3	4641.2	
少数股东 权益	1216.4	1221.0	1225.8	1231.2	
股本	454.0	1000.0	1000.0	1000.0	
资本公积	3235.0	3235.0	3235.0	3235.0	
留存收益	1574.4	2334.5	3441.0	4662.1	
归属母公司股东权益	5389.9	6695.9	7802.5	9023.6	
负债和股东权益	8837.9	11068.3	13080.6	14896.0	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	837.3	1657.7	2069.9	2289.3	
净利润	875.3	1446.7	1544.1	1688.2	
折旧摊销	111.3	399.7	448.8	487.5	
财务费用	45.3	11.7	61.6	100.0	
投资损失	4.2	0.0	0.0	0.0	
营运资金变动	1193.6	-205.7	15.6	13.8	
其他经营现金流	-13.9	0.1	0.0	0.0	
投资活动现金流	-1378.0	-1050.0	-1050.0	-550.0	
资本支出	-915.6	-1050.0	-1050.0	-550.0	
长期投资	-4.2	0.0	0.0	0.0	
其他投资现金流	-458.2	0.0	0.0	0.0	
筹资活动现金流	2743.1	652.1	305.7	-61.7	
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	
长期借款	0.0	800.0	1600.0	2100.0	
普通股增加	110.0	546.0	0.0	0.0	
资本公积增加	3054.8	0.0	0.0	0.0	
其他筹资现金流	-421.7	-693.9	-1294.3	-2161.7	
现金净增加额	2202.5	1259.8	1325.6	1677.6	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	4047.2	6427.1	6934.6	7416.1	
营业成本	1989.2	3432.4	3676.9	3849.0	
营业税金及附加	244.9	340.6	367.5	393.1	
营业费用	179.0	231.4	249.6	267.0	
管理费用	426.1	482.0	520.1	556.2	
财务费用	39.5	11.7	61.6	100.0	
资产减值损失	6.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资净收益		0.0	0.0	0.0	
营业利润	1158.3	1929.0	2058.8	2250.9	
营业外收入	20.4	0.0	0.0	0.0	
营业外支出	4.1	0.0	0.0	0.0	
利润总额	1174.6	1929.0	2058.8	2250.9	
所得税	299.3	482.2	514.7	562.7	
净利润	875.3	1446.7	1544.1	1688.2	
少数股东损益	2.8	4.5	4.9	5.3	
归属母公司净利润	872.6	1442.2	1539.2	1682.9	
EBITDA	1319.3	2340.3	2569.2	2838.4	
EPS (元)	1.92	1.44	1.54	1.68	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	30.7%	58.8%	7.9%	6.9%	
营业利润	84.5%	66.5%	6.7%	9.3%	
归属母公司股东权益	222.7%	24.2%	16.5%	15.7%	
获利能力					
毛利率(%)	39.1%	50.8%	46.6%	47.0%	
净利率(%)	15.2%	21.6%	22.4%	22.2%	
ROE(%)	26.3%	13.2%	18.2%	17.0%	
ROIC(%)	16.7%	13.5%	16.6%	14.9%	
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3%	28.5%	31.0%	31.2%	
净负债比率(%)	-40.4%	-39.5%	-40.5%	-47.1%	
流动比率	160.3%	220.2%	269.3%	329.5%	
速动比率	149.2%	205.7%	254.3%	314.4%	
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5	
应收账款周转率	26.1	21.7	18.3	18.3	
应付账款周转率	3.7	5.0	4.9	4.9	
每股指标(元)					
每股收益	1.92	1.44	1.54	1.68	
每股经营现金流	1.8	1.7	2.1	2.3	
每股净资产	5.2	14.6	7.9	9.0	
估值比率					
P/E	12.1	16.2	15.2	13.9	
P/B	1.6	2.9	2.6	2.3	
EV/EBITDA	7.0	9.2	8.2	7.0	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257