

分析师：李晶  
执业证书编号：S0050510120015  
Tel：010-59355904  
Email：lijing@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 昊华能源 (601101.SH)

## 出口煤价有下跌风险 盈利增速预期放缓 下调评级

### 投资要点

- 1、2011年净利润增长49%，2012年1季度净利增速回落。2011年公司实现营收69.5亿元，归属于母公司股东的净利润13.02亿元，同比分别增长72%、49%，EPS1.30元，ROE20.4%，同比提升4个百分点。公司拟每10股送2股派现金3.5元（税前）。2012年1季度公司营收、净利润同比分别增长28.86%、12.40%，EPS0.38元，ROE5.6%，同比下降0.2个百分点。
- 2、2011年京西矿区煤炭售价大幅上涨，盈利水平创新高。2011年京西矿区煤炭出口价格同比上涨36%，内销价格同比上涨23%左右，京西矿区煤炭综合售价同比上涨约29%，毛利率59%，达到历史最好水平。
- 3、2011年高家梁矿增产摊薄公司整体盈利水平，2012年有望改善。2011年高家梁矿煤炭销量同比增长81.25%；售价同比增长23%，净利润7885万元，同比增长456%。2012年配套铁路投运，高家梁矿盈利能力有望提升。
- 4、2012年出口煤价不乐观，出口业务盈利能力预期下降。2012年1季度受到全球经济萎靡的影响，国际市场煤价回落，1季度纽卡斯尔港动力煤均价同比下降10%，不利于价格谈判。预计2012年出口价格同比下跌，出口业务盈利能力下滑。
- 5、预计2012-2014年每股收益1.37、1.39、1.42元。假设2012财年出口煤价下降5%，高家梁矿煤价同比上涨15%，预计2012-2014年每股收益为1.37、1.39、1.42元。考虑到未来2年内公司煤炭销售增量有限，业绩增速预期放缓，我们下调公司评级为“增持”评级。

### 采掘

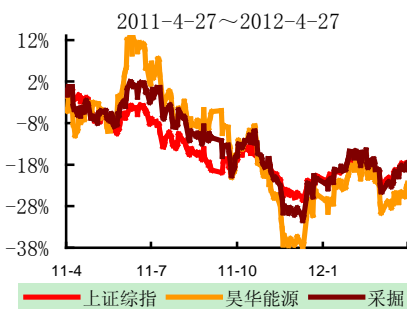
### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	24

### 市场数据

市价(元)	20.82
上市的流通A股(亿股)	3.55
总股本(亿股)	10.00
52周股价最高最低(元)	16.01-68.2
上证指数/深证成指	2404.70/10201.65
2011年股息率	1.63%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

《下半年业绩稳定增长 长期受益煤炭出口》 2011-07-26

### 公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6950.71	7302.11	8201.68	8608.13
增长率(%)	71.74	5.06	12.32	4.96
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1301.85	1365.60	1386.98	1416.52
增长率(%)	49.19	4.90	1.57	2.13
毛利率(%)	43.61	42.79	40.36	39.64
净资产收益率(%)	20.40	18.46	16.84	15.57
EPS(元)	1.30	1.37	1.39	1.42
P/E(倍)	15.99	15.23	14.99	14.68
P/B(倍)	3.26	2.81	2.52	2.29

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

2011 年净利润增长 49% .....	3
2011 年京西矿区煤炭售价大幅上涨 .....	3
2011 年高家梁矿增产摊薄公司整体盈利水平 2012 年有望改善 .....	4
2012 年出口煤价不乐观 出口业务盈利能力预期下降 .....	5
未来公司煤炭增量来自红庆梁、京东方项目 .....	6
预计 2012-2014 年每股收益 1.38、1.43、1.49 元 .....	6

## 图表目录

图 1: 2006-2012 年 1 季度公司盈利能力总体上升 .....	3
图 2: 2006-2012 年 1 季度公司营收与净利润增速走势 .....	3
图 3: 2006-2011 年昊华能源公司现金分红情况 .....	3
图 4: 2011 年煤炭公司现金分红比较 .....	3
图 5: 2009-2011 年京西矿区煤价走势 .....	4
图 6: 2009-2011 年京西矿区吨煤成本走势 .....	4
图 7: 2009-2012-1Q 京西矿区盈利能力持续提升 .....	4
图 8: 2009-2011 年京西本部吨煤盈利走势 .....	4
图 9: 2010-2011 年高家量矿摊薄公司整体盈利水平 .....	4
图 10: 2010-2012 年国际动力煤价格走势 .....	5
表 1: 昊华能源 2012 年每股收益对财年出口煤价、高家梁矿煤价涨幅的敏感性分析 .....	5
表 2: 2012 年主要假设 .....	6
表 3: 昊华能源利润表简表 .....	6
附录: 财务预测表 .....	8

## 2011 年净利润增长 49%

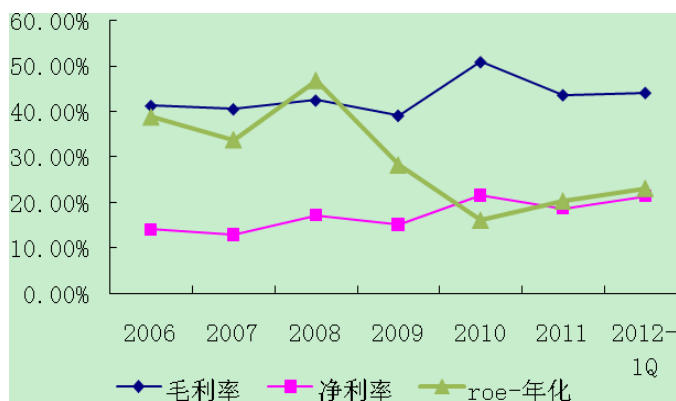
2011 年公司实现营收 69.5 亿元，归属于母公司股东的净利润 13.02 亿元，同比分别增长 72%、49%，每股收益 1.30 元，加权平均净资产收益率为 20.4%，同比提升 4 个百分点。公司拟每 10 股送 2 股派现金 3.5 元（税前）。

2012 年 1 季度公司实现营收 18.2 亿元，归属于母公司股东的净利润 3.8 亿元，同比分别增长 28.86%、12.40%，每股收益 0.38 元，净资产收益率为 5.6%，同比下降 0.2 个百分点。

2011 年公司煤炭销量、价格同比上涨、成本控制得力，营收实现快速增长，但是由于盈利能力较低的高家梁矿贡献增量，使公司整体盈利能力被摊薄。

2012 年 1 季度由于公司仍执行 2011 财年出口价格，出口业务维持较高的盈利水平，同时高家梁矿处于达产过程中产量同比增加，价格同比上涨，因此 2012 年 1 季度公司盈利保持温和增长。

图 1：2006-2012 年 1 季度公司盈利能力总体上升



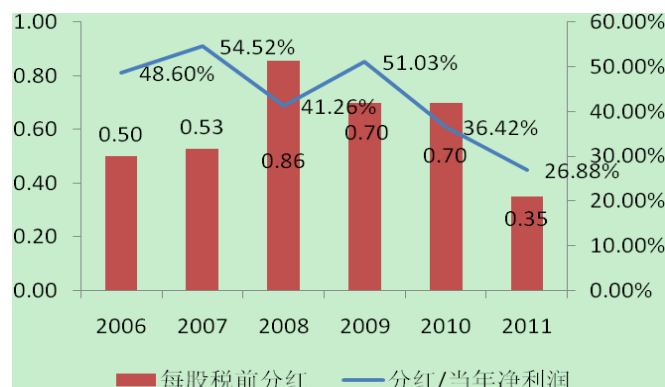
资料来源：wind，民族证券

图 2：2006-2012 年 1 季度公司营收与净利润增速走势



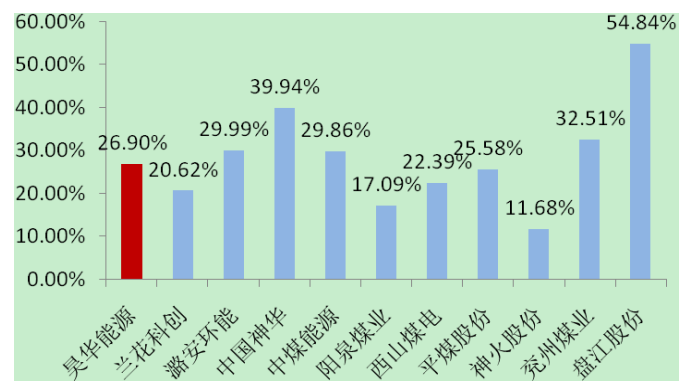
资料来源：wind，民族证券

图 3：2006-2011 年昊华能源公司现金分红情况



资料来源：wind，民族证券

图 4：2011 年煤炭公司现金分红比较



资料来源：wind，民族证券

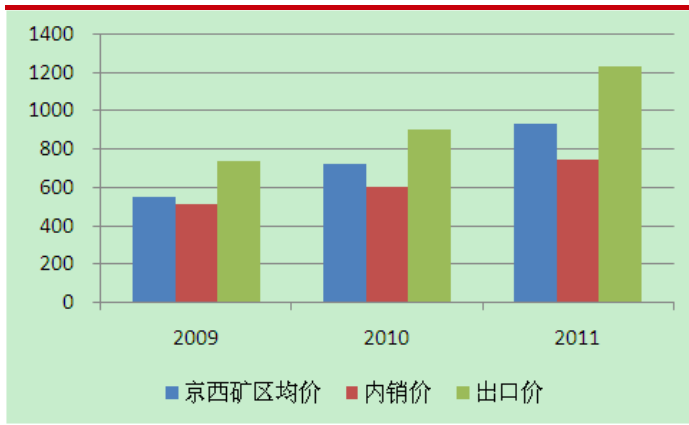
## 2011 年京西矿区煤炭售价大幅上涨

2011 年京西矿区原煤产量为 500 万吨，同比持平。其中，出口量同比增长 2.46%，出口价格同比上涨 36%，出口销售额同比增长 39.67%；我们粗略测算京西本部煤炭内销价格同比上涨 23%左右，京西矿区煤炭综合售价同比上涨 29%左右。出口量的增长主要来自外购煤增加。经测算，2011 年京西矿区吨煤成本同比上涨 16.3%，主要由于原材料及人工成本上升，

安全投入增加，同时公司外购部分煤炭用于出口，增加了煤炭采购成本。

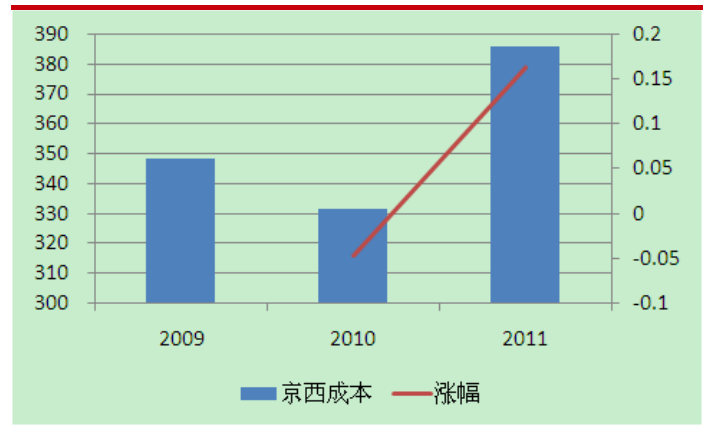
京西矿区受益于综合煤价大幅上涨，2011 年公司煤炭业务毛利率为 59%，同比提升 5 个百分点，达到 2006 年以来的最好水平。

图 5：2009-2011 年京西矿区煤价走势



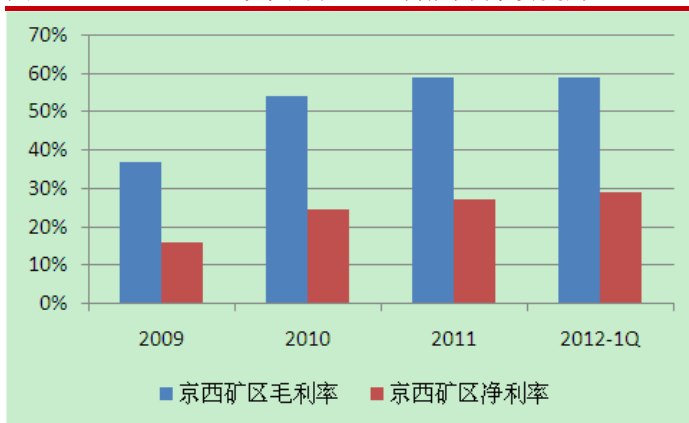
资料来源：wind，民族证券

图 6：2009-2011 年京西矿区吨煤成本走势



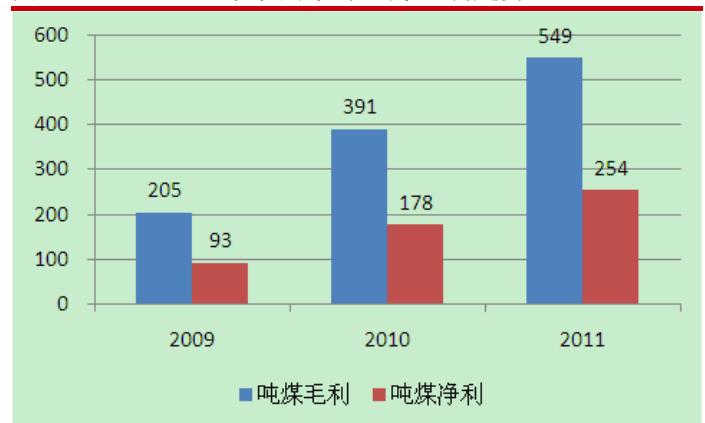
资料来源：wind，民族证券

图 7：2009-2012-1Q 京西矿区盈利能力持续提升



资料来源：wind，民族证券

图 8：2009-2011 年京西本部吨煤盈利走势



资料来源：wind，民族证券

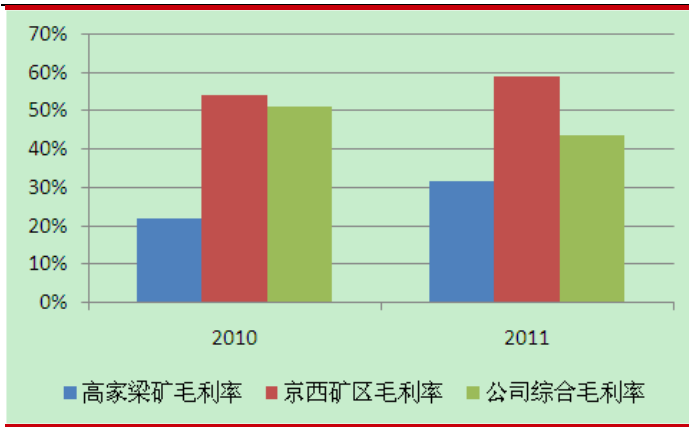
## 2011 年高家梁矿增产摊薄公司整体盈利水平 2012 年有望改善

2011 年高家梁矿煤炭产量为 377 万吨，销量 372 万吨，同比增长 81.25%；售价同比增长 23%，吨煤成本上涨 8%，销售收入额较上年同期增长 123.37%，净利润 7885 万元，同比增长 456%，毛利率显著提升。

高家梁矿配套铁路铜匠川铁路目前已经进入收尾阶段，公司表示力争 2012 年上半年全面完成验收、投入试运营，高家梁矿与铁路专用线要密切衔接配合，发挥铁路作用，力争年内达到设计产能 600 万吨。

随着铁路线的投入运营，高家梁矿煤炭产品有望进入南方高端市场，煤炭价格、盈利能力有望提升。同时，高家梁打通外运通道后，产销量将随市场的拓展而增加，2012 年产销量有望超预期。综合分析，高家梁矿量价齐涨是今年公司业绩增长的主要看点。

图 9：2010-2011 年高家量矿摊薄公司整体盈利水平



资料来源: wind, 民族证券

## 2012 年出口煤价不乐观 出口业务盈利能力预期下降

由于京西矿区煤炭出口价格一般较内销价格高 25%左右, 因此京西矿区出口业务是公司盈利的最主要来源。影响出口业务盈利的最主要因素是出口价格。

出口客户为日本新日铁、韩国浦项及台湾中钢集团等, 每年 3 月底双方以澳洲煤价走势为主要依据确定新财年出口合同价格。2011 年由于澳洲洪水的极端天气因素推高了国际市场煤价, 2011 年澳洲纽卡斯尔港动力煤均价同比上涨 22%, 公司出口价格大涨 36%。

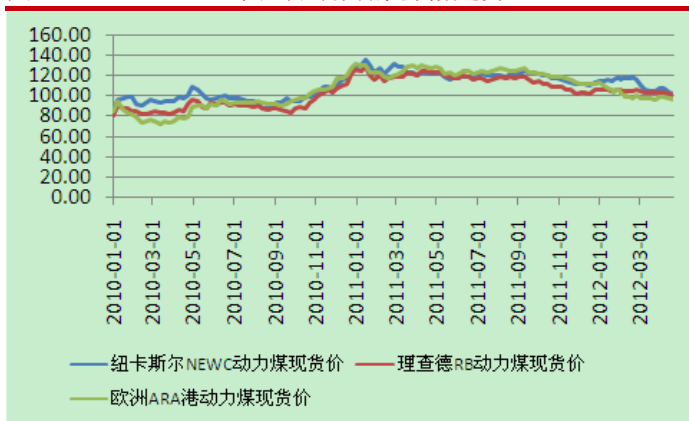
2012 年 1 季度受到全球经济萎靡的影响, 国际市场煤价回落, 1 季度纽卡斯尔港动力煤均价同比下降 10%, 为公司出口价格谈判蒙上阴影。我们对 2012 年公司出口煤价不乐观, 预计今年出口业务盈利能力下滑。

表 1: 昊华能源 2012 年每股收益对财年出口煤价、高家梁矿煤价涨幅的敏感性分析

2012EPS		京西矿区出口煤价涨幅				
		-15%	-10%	-5%	0%	5%
高家梁矿煤价涨幅	5%	1.21	1.27	1.33	1.39	1.45
	10%	1.24	1.30	1.35	1.41	1.47
	15%	1.26	1.32	1.38	1.44	1.50
	20%	1.29	1.35	1.41	1.47	1.52
	25%	1.32	1.37	1.43	1.49	1.55

资料来源: wind 民族证券

图 10: 2010-2012 年国际动力煤价格走势



资料来源: wind, 民族证券

## 未来公司煤炭增量来自红庆梁、京东方项目

红庆梁煤矿规划产能 600 万吨/年，已经进入内蒙古地区“十二五”规划。2012 年公司着力推进红庆梁煤矿项目进度，力争早日取得国家发改委同期开展前期工作的批复，以开展煤矿项目核准前的各项工作，同时积极准备和开展煤化工项目的建设。

2011 年 10 月公司通过议案：出资 1200 万元收购上海惠生通讯技术有限公司持有的鄂尔多斯市国泰商贸有限责任公司 95% 股权，投资建设 40 万吨甲醇工程，作为杭锦旗西部能源开发有限公司红庆梁煤矿的转化项目。该项目的通过有利于推进红庆梁煤矿的开发建设。

鄂尔多斯市京东方能源投资有限公司成立于 2011 年 9 月 1 日，负责开发内蒙古鄂尔多斯市巴彦淖井田 4.5 亿吨煤炭资源。2011 年底昊华能源以 9 亿元收购该公司 20% 的股权，有利于增加公司后备资源，为完成“十二五”公司煤炭产量突破 2000 万吨的目标奠定基础。

## 预计 2012-2014 年每股收益 1.37、1.39、1.42 元

表 2：2012-2014 年主要盈利假设

项目	2012E	2013E	2014E
京西内销均价涨幅	5%	5%	5%
财年出口价格涨幅	-5%	8%	5%
京西成本涨幅	10%	10%	10%
高家梁价格涨幅	15%	3%	3%
高家梁成本涨幅	8%	8%	5%
高家梁矿产量	500	600	600
高家梁矿产销率	90%	90%	90%
高家梁矿销量	450	540	540

资料来源：公司公告 民族证券

不考虑 2012 年公司每股送 2 股对股本的摊薄，预计 2012-2014 年每股收益为 1.37、1.39、1.42 元，对应 2012 年动态估值为 15 倍，与行业均值基本持平。

考虑到未来 2 年内公司煤炭销售增量有限，业绩对出口煤价上涨过分依赖，2012 年出口价格存在下滑预期，未来几年煤炭生产成本持续增长使盈利能力存在下滑预期，业绩增速放缓，我们下调公司评级为“增持”评级。

催化剂：红庆梁项目获得实质性进展，出口及内销煤价超预期上涨，铜匠川铁路开通。

风险提示：出口煤价下跌，高家梁矿价格涨幅低于预期，成本涨幅超预期。

表 3：昊华能源利润表简表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	6,951	7,302	8,202	8,608
主营业务成本	3,919	4,178	4,892	5,196
主营业务税金及附加	348	380	426	448
主营业务利润	1,773	1,854	1,883	1,923
其他业务利润	-	-	-	-
营业费用	234	263	295	310
管理费用	612	540	607	637
财务费用	61	73	82	86
EPS (元)	1.30	1.37	1.39	1.42

---

资料来源：民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>3,949</b>	<b>5,266</b>	<b>5,830</b>	<b>6,594</b>
现金	2,324	4,243	4,671	5,374
应收账款	875	657	738	775
其它应收款	21	40	45	47
预付账款	257	100	112	118
存货	473	226	264	281
其他	0	0	1	2
<b>非流动资产</b>	<b>6,811</b>	<b>6,134</b>	<b>6,748</b>	<b>7,026</b>
长期投资	1,146	1,146	1,146	1,146
固定资产	3,020	3,651	4,101	4,304
无形资产	2,599	1,314	1,476	1,549
其他	46	22	25	26
<b>资产总计</b>	<b>10,760</b>	<b>11,399</b>	<b>12,579</b>	<b>13,620</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,998</b>	<b>2,530</b>	<b>2,825</b>	<b>2,985</b>
短期借款	340	1,168	1,230	1,291
应付账款	660	903	1,058	1,124
其他	1,998	459	537	570
<b>非流动负债</b>	<b>33</b>	<b>307</b>	<b>344</b>	<b>362</b>
长期借款	0	292	328	344
其他	33	15	16	17
<b>负债合计</b>	<b>3,031</b>	<b>2,837</b>	<b>3,170</b>	<b>3,347</b>
少数股东权益	1,347	1,361	1,375	1,389
股本	999	999	999	999
资本公积金	3,235	3,235	3,235	3,235
留存收益	2,013	2,422	2,838	3,263
归属母公司股东权益	6,382	7,398	8,238	9,100
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,760</b>	<b>11,595</b>	<b>12,783</b>	<b>13,836</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,093</b>	<b>854</b>	<b>1,642</b>	<b>1,623</b>
净利润	1,302	1,366	1,387	1,417
折旧摊销	181	58	66	69
财务费用	61	73	82	86
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	568	-696	80	30
其它	-20	53	28	22
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,421</b>	<b>594</b>	<b>-677</b>	<b>-345</b>
资本支出	-521	594	-677	-345
长期投资	-900	0	0	0
其他	2	3	4	5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,918</b>	<b>471</b>	<b>-537</b>	<b>-575</b>
短期借款	340	828	62	61
长期借款	0	292	36	16
普通股增加	-1,180	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1,078	-650	-635	-652
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,246</b>	<b>1,919</b>	<b>428</b>	<b>703</b>

**利润表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>6,951</b>	<b>7,302</b>	<b>8,202</b>	<b>8,608</b>
营业成本	3,919	4,178	4,892	5,196
营业税金及附加	348	380	426	448
营业费用	234	263	295	310
管理费用	612	540	607	637
财务费用	61	73	82	86
资产减值损失	2	15	16	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,773</b>	<b>1,854</b>	<b>1,883</b>	<b>1,923</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,773</b>	<b>1,854</b>	<b>1,883</b>	<b>1,923</b>
所得税	456	475	482	492
<b>净利润</b>	<b>1,316</b>	<b>1,379</b>	<b>1,401</b>	<b>1,431</b>
少数股东损益	14	14	14	14
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,302</b>	<b>1,366</b>	<b>1,387</b>	<b>1,417</b>
EBITDA	2,019	2,000	2,047	2,087
EPS (元)	1.30	1.37	1.39	1.42

**主要财务比率**

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	71.74%	5.06%	12.32%	4.96%
营业利润	53.07%	4.57%	1.57%	2.13%
归属母公司净利润	49.20%	4.90%	1.57%	2.13%
<b>获利能力</b>				
毛利率	43.62%	42.79%	40.36%	39.64%
净利率	18.73%	18.70%	16.91%	16.46%
ROE	20.40%	18.46%	16.84%	15.57%
ROIC	16.14%	13.37%	12.42%	11.69%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.16%	24.88%	25.20%	24.57%
净负债比率	3.58%	12.94%	12.52%	12.13%
流动比率	1.32	2.08	2.06	2.21
速动比率	1.16	1.99	1.97	2.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.64	0.65	0.63
应收帐款周转率	7.94	11.11	11.11	11.11
应付帐款周转率	64.40	80.00	80.00	80.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.30	1.37	1.39	1.42
每股经营现金	2.10	0.85	1.64	1.62
每股净资产	6.39	7.41	8.25	9.11
<b>估值比率</b>				
P/E	15.97	15.23	14.99	14.68
P/B	3.26	2.81	2.52	2.29
EV/EBITDA	11.16	11.82	11.60	11.42

资料来源：公司报表、民族证券



## 分析师简介

管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。