

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)

以量补价 2012 看高家梁

投资要点

- 1、2012 财年京西矿区出口价 195 美元/吨，同比下跌 17%。折算为全年出口含税价为 204 美元/吨，同比下跌 8%。出口量仍为 200 万吨，出口价格下跌将影响公司营收减少约 1.86 亿元，占 2011 年公司营收比例 3%。
- 2、京西本部适度增产，弥补出口价下跌损失。为弥补出口价格下跌损失，京西矿区适度增产，预计 2012 年煤炭产量 540 万吨，同比增长近 8%。
- 3、2012 年高家梁矿量价齐涨，盈利大幅增长可期。2012 年高家梁矿逐步达产，预计煤炭销量将超过 500 万吨，同比增长 34%。通过低温去水提质，增加煤炭发热量，开发中端用户，同时公司力争蒙外铁路车皮计划，确保煤炭外销通畅，提高煤炭售价。预计 2012 年高家梁矿煤炭售价同比增长 20%，毛利率达到 38%。
- 4、红庆梁矿开工建设。红庆梁矿已经进入内蒙古地区十二五规划，目前已经开工建设和洽谈铁路接轨协议，预计 2015 年投产。京东方合作项目目前正在进行前期工作，预计 2015 年后投产。海外资源收购项目进展顺利。
- 5、预计 2012-2014 年每股收益为 1.27、1.27、1.32 元。假设 2012 年吨煤成本同比增长 8%，高家梁矿煤炭价格同比增长 20%，2013-2014 年出口煤价同比增长 5%、3%，煤炭贸易业务继续做大规模，预计 2012-2014 年每股收益为 1.27、1.27、1.32 元/股，对应 2012 年动态估值为 16 倍，略高于行业均值。考虑到公司煤质稀缺，价格坚挺，公司发展稳健，业绩改善空间大，抗风险能力较强，维持“增持”评级。注意本部产量低于预期、高家梁矿煤价增长低于预期、内蒙古铁路外运进展低于预期风险。

采掘

投资评级	
本次评级:	增持
跟踪评级:	维持
目标价格:	

市场数据

市价(元)	20.55
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	2369.80/10179.42
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
- 《昊华能源 (601101) 年报点评: 出口煤价有下跌风险 盈利增速预期放缓 下调评级》 2012-4-26

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6950.71	8215.63	8528.82	8939.27
增长率(%)	71.74	18.20	3.81	4.81
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1301.85	1272.28	1268.29	1313.77
增长率(%)	49.19	-2.27	-0.31	3.59
毛利率(%)	43.61	38.42	37.59	37.25
净资产收益率(%)	20.40	17.42	15.73	14.81
EPS(元)	1.30	1.27	1.27	1.32
P/E(倍)	15.79	16.20	16.25	15.68
P/B(倍)	3.23	2.82	2.56	2.32

来源: 公司年报、民族证券

正文目录

2012 财年京西出口价格下跌 17%	3
高家梁矿量价齐涨 盈利大幅增长可期	3
2012 年各项业务盈利结构趋于均衡	4
2012-2014 年公司发展以稳为主 2015 年后红庆梁贡献增量	5
公司竞争力分析	6
预计 2012-2014 年每股收益为 1.27、1.27、1.32 元	6

图表目录

图 1: 昊华能源近年来出口含税价 (美元/吨)	3
图 2: 昊华能源未来盈利能力提升主要看高家梁矿	4
图 3: 昊华能源各项业务营业收入结构变化	5
图 4: 昊华能源各项业务利润结构变化	5
表 1: 高家梁矿盈利能力在逐年提升	3
表 2: 高家梁矿盈利预测简表	4
表 3: 2006-2011 年昊华能源持续高现金分红	6
表 4: 昊华能源盈利假设	6
表 5: 昊华能源利润表简表	6
附录: 财务预测表	8

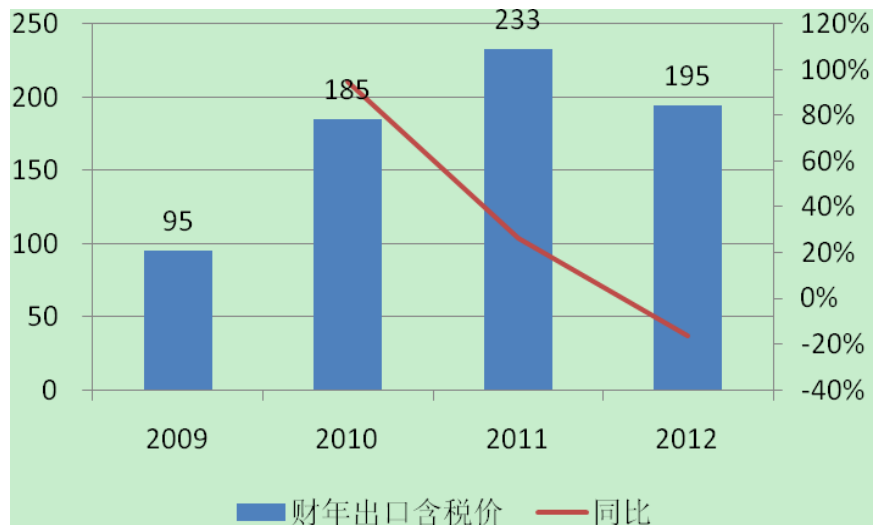
2012 财年京西出口价格下跌 17%

2012 财年京西本部出口煤价（含税）为 195 美元/吨，同比 2012 财年下跌 38 美元/吨或 16%。由于 1 季度仍执行 2011 财年出口价，测算 2012 年全年煤炭出口价为 204 美元/吨，同比下跌 8%。

2012 财年澳洲出口焦煤、喷吹煤、电煤价格分别为 212、160、115 美元/吨，跌幅均较公司无烟烧结煤跌幅大，显示出公司煤质优异、需求刚性带来的较强议价能力。

2012 财年公司出口煤炭 200 万吨，同比持平。考虑到出口价格的下跌，预计减少营收、净利润 1.86 亿元，占 2011 年公司总营收的 3%，占 2011 年净利润的 14%。

图 1：昊华能源近年来出口含税价（美元/吨）



数据来源：公司公告 民族证券

高家梁矿量价齐涨 盈利大幅增长可期

高家梁矿规划产能 600 万吨，2011 年投产，贡献销量 372 万吨，2012-2013 年逐步达产。2012 年高家梁矿煤炭销量预计超过 500 万吨，同比增长 34%。

高家梁矿煤炭含水量高，主要用作动力煤，在周边地区销售，2011 年综合售价仅 190 元/吨，吨煤净利约 21 元/吨。2012 年高家梁矿通过低温去水提质，使含水量由 24% 降至 12%，大大提高洗精煤发热量，可用作钢铁企业喷吹煤配煤，目前初步试验已经获得成功，售价可提高近 100 元/吨。未来随着试验成果的推广，高家梁矿煤炭销售价格将改善，盈利能力将显著提升，预计 2012 年吨煤净利可达 37 元/吨。

2011 年高家梁矿部分煤炭卖给贸易商，2012 年将自销，增加营收和利润来源。

2012 年下半年配套铁路铜匠川铁路预计开通，煤炭外运通道将打开。目前公司正在争取蒙外铁路运力计划，并落实到车皮，为开拓外地中端煤炭市场提供保障。

我们预计 2012 年高家梁矿煤炭综合售价同比增长 20%，假设 2012 年高家梁矿煤炭销量 520 万吨，则营收规模可达 11.8 亿元，同比增长 68%，毛利率可达 38%，同比提升 6 个百分点，吨煤净利也将实现翻倍达到 30 元/吨。

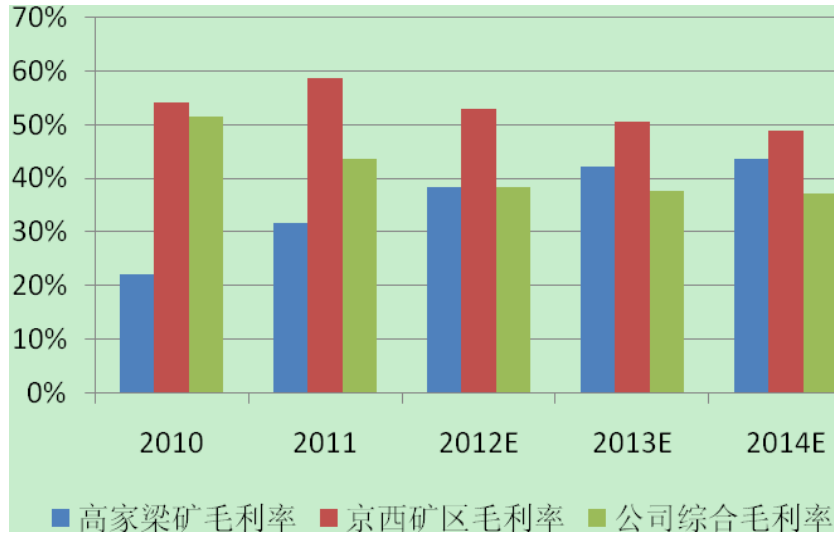
表 1：高家梁矿盈利能力在逐年提升

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
高家梁矿毛利率	22%	32%	38%	42%	44%

高家梁矿净利率	4%	11%	16%	19%	20%
高家梁矿吨煤净利	6.90	21.12	37.04	49.96	57.37

数据来源：公司公告 民族证券

图 2：昊华能源未来盈利能力提升主要看高家梁矿



数据来源：公司公告 民族证券

表 2：高家梁矿盈利预测简表

		2011	2012E	2013E	2014E
高家梁矿营收	万元	70646	118429	149288	164060
高家梁矿成本	万元	48366	72972	86388	92298
营业税金及附加	万元	4663	7816	9853	10828
%		7%	7%	7%	7%
三项费用	万元	6923	11606	14630	16078
%		10%	10%	10%	10%
资产减值准备	万元	212	355	448	492
%		0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
利润总额	万元	10482	25679	37970	44364
所得税	万元	2620	6420	9492	11091
%		25%	25%	25%	25%
净利润	万元	7861	19259	28477	33273
净利润贡献	万元	6289	15407	22782	26618
股本	万股	99880	99880	99880	99880
EPS 贡献	元/股	0.06	0.15	0.23	0.27
吨煤净利	元	21.12	37.04	49.96	57.37
吨煤净利贡献	元	16.90	29.63	39.97	45.89
净利率	%	11%	16%	19%	20%
贡献率		5%	12%	18%	21%

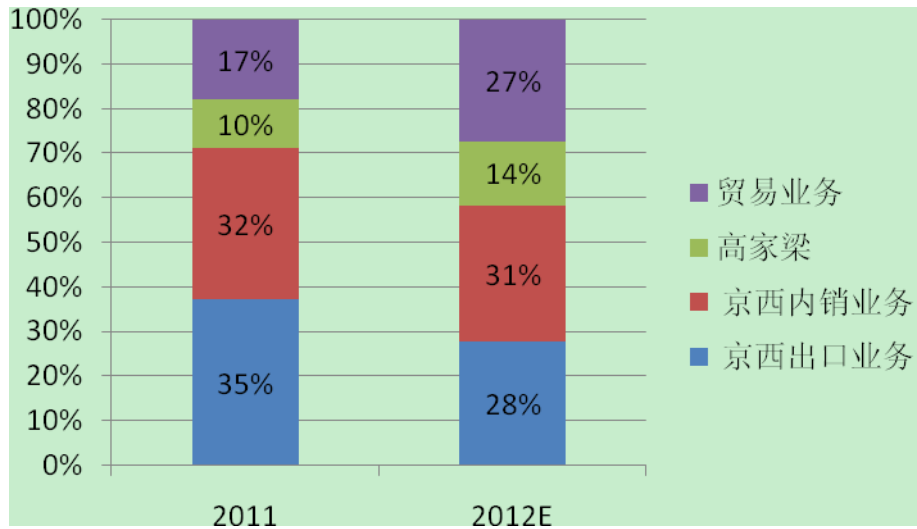
数据来源：公司公告 民族证券

2012 年各项业务盈利结构趋于均衡

随着国际煤炭价格的理性回归，京西矿区煤炭出口业务的盈利贡献率将下降。高家梁矿

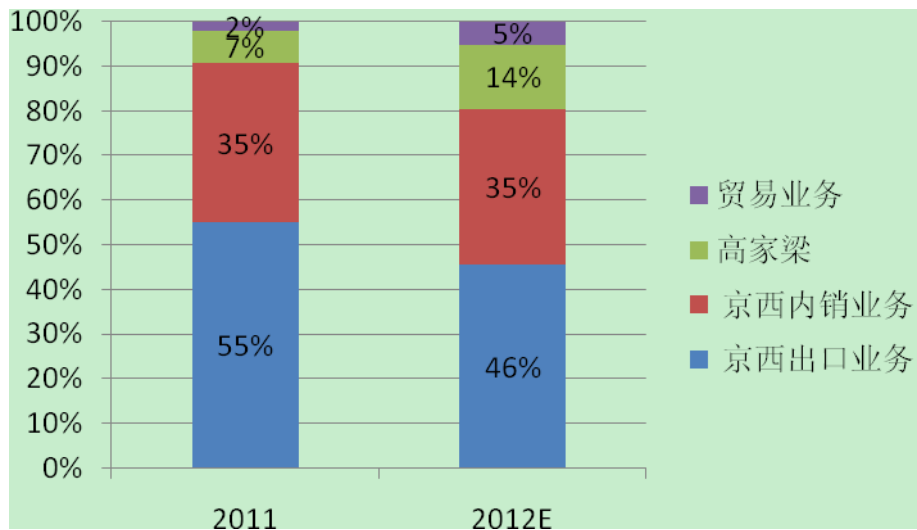
放量提价，盈利贡献率提升，公司业务结构趋于均衡。

图 3：昊华能源各项业务营业收入结构变化



数据来源：公司公告 民族证券

图 4：昊华能源各项业务利润结构变化



数据来源：公司公告 民族证券

2012-2014 年公司发展以稳为主 2015 年后红庆梁贡献增量

红庆梁矿已经进入内蒙古地区十二五规划，目前已经开工建设，规划产能 600 万吨，预计 2015 年投产。红庆梁煤矿有 20 公里铁路专用线，接沿河铁路，目前在洽谈接轨协议。未来煤炭运输有保障。

京东方合作项目目前正在进行前期准备工作，预计 2015 年后可投产。同时公司海外资源收购进展顺利。

2012-2014 年间公司煤炭销售增量主要来自高家梁矿，预计 2013 年达产 600 万吨，公司步入稳定阶段，盈利增长、业绩弹性主要依靠国际国内煤价上涨和公司内部成本控制。由于煤质优异，产量有限，需求刚性，因此煤价相对坚挺，易涨难跌，公司也将因此获得较好的防御性。

公司竞争力分析

煤质优势——京西无烟煤低硫、低磷，煤质优良，相对于阳泉煤（硫、磷高）、晋城煤（挥发分高，适合造气）更具有煤质优势，适合做无烟烧结煤，钢铁用户对京西煤具有依赖性。公司煤炭议价能力较强，易涨难跌，在煤炭市场低迷时，抗跌特征明显。

区位优势——公司煤矿位于京西门头沟，靠近天津、京唐等港口，运输便利，相对于山西煤具有运输成本优势。

京西本部机械化水平改善空间大——京西矿区机械化率 60%，未来随着机械化率的提高，有利于京西矿区减员增效，降低人工成本。

出口业务提前锁定近一半利润——新财年煤炭出口价格在当年 3 月份确定，4 月份起执行，因此出口业务盈利提前锁定公司近一半的利润，消除煤炭市场波动风险，提高公司业绩的稳定性。

持续高分红，资本市场形象正面——公司注重股东的投资回报，近年来公司持续现金分红，现金分红占当年净利润的比例均在 25%以上，为公司在资本市场树立良好的形象。

表 3：2006-2011 年昊华能源持续高现金分红

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
分红/当年净利润	48.60%	54.52%	41.26%	51.03%	36.42%	26.88%
每股税前分红	0.50	0.53	0.86	0.70	0.70	0.35

数据来源：公司公告 民族证券

预计 2012-2014 年每股收益为 1.27、1.27、1.32 元

表 4：昊华能源盈利假设

	2012E	2013E	2014E
京西煤炭产量-万吨	540	520	520
京西矿区均价涨幅	-5%	3%	3%
京西内销均价涨幅	0%	5%	5%
京西财年出口价格涨幅	-17%	5%	3%
京西成本涨幅	8%	10%	10%
高家梁价格涨幅	20%	15%	8%
高家梁成本涨幅	8%	8%	5%
高家梁矿销量-万吨	520	570	580

数据来源：民族证券

表 5：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	8,216	8,529	8,939
主营业务成本	3,738	4,993	5,255	5,538
主营业务税金及附加	348	427	443	465
主营业务利润	2,864	2,795	2,831	2,937
其他业务利润				
营业费用	234	296	307	322
管理费用	612	608	631	662
财务费用	61	82	85	89
EPS（元）	1.30	1.27	1.27	1.32

资料来源：民族证券

主要假设如上表，预计 2012-2014 年每股收益为 1.27、1.27、1.32 元，对应 2012 年动态 PE 为 16 倍，稍高于行业均值。

考虑到出口价格敲定提前锁定公司 46% 的利润，减少煤价波动风险，同时公司提高高家梁矿煤炭销量、价格，弥补本部出口盈利下滑，2012 年业绩有望保持稳定，公司发展稳健，在弱市环境下抗风险能力突出，维持“增持”评级。

催化剂因素：高家梁铁路开通、高家梁煤价上涨。

风险提示：本部产量低于预期、高家梁矿煤价增长低于预期、内蒙古铁路外运进展低于预期风险。中报公司盈利能力下滑风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3,949	5,058	5,682	6,375
现金	2,324	3,887	4,463	5,096
应收账款	875	739	768	805
其它应收款	21	45	47	49
预付账款	257	113	117	122
存货	473	274	288	303
其他	0	0	1	2
非流动资产	6,811	6,758	6,972	7,252
长期投资	1,146	1,146	1,146	1,146
固定资产	3,020	4,108	4,264	4,470
无形资产	2,599	1,479	1,535	1,609
其他	46	25	26	27
资产总计	10,760	11,815	12,653	13,627
流动负债	2,998	2,964	3,015	3,170
短期借款	340	1,315	1,279	1,341
应付账款	660	1,094	1,152	1,214
其他	1,998	555	584	616
非流动负债	33	345	358	375
长期借款	0	329	341	358
其他	33	16	17	18
负债合计	3,031	3,309	3,374	3,546
少数股东权益	1,347	1,360	1,373	1,386
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	2,394	2,775	3,169
归属母公司股东权益	6,382	7,304	8,064	8,870
负债和股东权益	10,760	11,974	12,810	13,802

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2,093	914	1,471	1,520
净利润	1,302	1,272	1,268	1,314
折旧摊销	181	66	68	72
财务费用	61	82	85	89
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	568	-557	21	24
其它	-20	51	29	21
投资活动现金流	-1,421	-34	-281	-351
资本支出	-521	-34	-281	-351
长期投资	-900	0	0	0
其他	2	3	4	5
筹资活动现金流	-1,918	684	-615	-536
短期借款	340	975	-35	62
长期借款	0	329	13	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	-620	-592	-614
现金净增加额	-1,246	1,563	576	633

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,951	8,216	8,529	8,939
营业成本	3,919	5,059	5,323	5,609
营业税金及附加	348	427	443	465
营业费用	234	296	307	322
管理费用	612	608	631	662
财务费用	61	82	85	89
资产减值损失	2	16	17	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	1,773	1,727	1,722	1,784
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,773	1,727	1,722	1,784
所得税	456	442	441	457
净利润	1,316	1,285	1,281	1,327
少数股东损益	14	13	13	13
归属母公司净利润	1,302	1,272	1,268	1,314
EBITDA	2,019	1,892	1,892	1,953
EPS（元）	1.30	1.27	1.27	1.32

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	71.74%	18.20%	3.81%	4.81%
营业利润	53.07%	-2.58%	-0.31%	3.59%
归属母公司净利润	49.20%	-2.27%	-0.31%	3.59%
获利能力				
毛利率	43.62%	38.42%	37.59%	37.25%
净利率	18.73%	15.49%	14.87%	14.70%
ROE	20.40%	17.42%	15.73%	14.81%
ROIC	16.14%	12.35%	11.48%	11.00%
偿债能力				
资产负债率	28.16%	28.01%	26.66%	26.02%
净负债比率	3.58%	14.05%	12.94%	12.60%
流动比率	1.32	1.71	1.88	2.01
速动比率	1.16	1.61	1.79	1.92
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.70	0.67	0.66
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
每股指标(元)				
每股收益	1.30	1.27	1.27	1.32
每股经营现金	2.10	0.91	1.47	1.52
每股净资产	6.39	7.31	8.07	8.88
估值比率				
P/E	15.83	16.20	16.25	15.68
P/B	3.23	2.82	2.56	2.32
EV/EBITDA	11.07	12.49	12.48	12.14

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

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 信息披露栏查询公司静默期安排。