

2013、2014 年面临成长空挡

——昊华能源 2012 年中期业绩点评

评级: 中性-A

上次评级:

目标价格: 13.00 元

期限: 6 个月 上次预测:
现价 (2012 年 07 月 27 日): 13.85 元

报告日期: 2012-07-30

报告关键点:

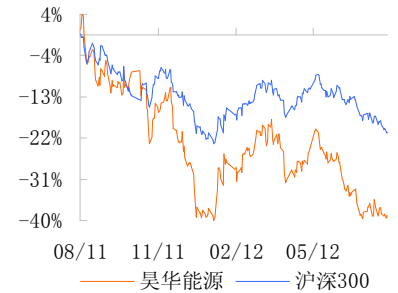
- 中期业绩符合预期
- 2013、2014 年将是公司的成长低谷
- 2012、2013 年 EPS 预计为 0.99 元和 0.93 元, 评级为中性-A

报告摘要:

- 中期业绩符合预期。2012 年中期公司实现收入 37.41 亿元, 同比增长 16.65%, 实现归属股东净利 6.74 亿元, 同比下降 7.01%, EPS 为 0.56 元, 符合预期。
- 2 季度价格下降导致业绩环比降 23.34%。2 季度公司实现收入 19.17 亿元, 环比增长 5.06%, 毛利率为 37.67%, 环比下降 6.44 个百分点, 实现归属股东净利 2.94 亿元, 环比下降 23.34%。环比下降的原因是价格下降, 其中 2012 财年出口价格为 195 美元/吨, 较 2011 财年的 230 美元/吨下降了 15%, 国内售价在 6 月份也出现了下降, 同时由于公司本部矿井人工成本占比为 60%, 2012 年仍有 10% 左右的提升, 成本刚性导致毛利率下降。单季度 EPS 为 0.24 元。
- 出口业务仍贡献毛利的半壁江山, 高家梁增收不增利。上半年本部出口业务毛利率 63.87%, 较 2011 年微降 0.11 个百分点, 尽管出口业务仅占煤炭收入的 31%, 但仍是公司最主要的利润来源, 占毛利的比重为 50.27%, 本部内销业务较 2011 年下滑 7 个百分点至 46.26%, 鄂尔多斯子公司煤炭收入占比已经超过出口业务达到 35.76%, 但毛利率较 11 年下下降 2 个百分点至 10.65%, 对毛利的贡献比仅为 9.78%, 子公司 2 季度亏损 0.04 元。
- 2 季度应收账款大幅增加, 盈利质量降低。相比 1 季度末, 2 季度末公司应收账款和应收票据分别增加 88.67% 和 38.88%, 现金减少 26.22%, 每股经营现金流为 0.47 元, 是 EPS 的 84%, 而 1 季度的盈利现金保障倍数为 1.34 倍。
- 2013、2014 年增长出现空挡。设计产能为 600 万吨的鄂尔多斯高家梁煤矿 2012 年基本可以达到预定产能, 实际产量可能达到 550 万吨; 公司后备项目充足, 其中规划产能为 600 万吨的红庆梁煤矿已于 5 月 17 日开工, 预计达产时间为 2015 年。此外, 公司与京东方共同开发鄂尔多斯呼吉尔特矿区巴彦淖井田, 矿井资源总量 10 亿吨, 公司持有 20% 的股权, 预计该矿设计产能为 800 万吨, 2015 年前后投产。尽管公司长期的资源保障比较充足, 但 2013 年、2014 年是短期产能增速的瓶颈期, 在价格难以上涨的预期下, 公司的业绩持续增长缺乏驱动力。
- 评级为中性-A。我们预计 2012、2013 年公司的 EPS 分别为 0.99 元和 0.93 元, 动态 PE 分别为 14 倍和 15 倍, 我们给予公司的投资评级为中性-A。
- 风险提示: 煤价下跌幅度超预期。

总市值(百万元)	16,619.98
流通市值(百万元)	5,897.62
总股本(百万股)	1,200.00
流通股本(百万股)	425.82
12 个月最低/最高	13.57/29.45 元
十大流通股东 (%)	18.10%
股东户数	74,516

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.67	(8.38)	(17.75)
绝对收益	(0.90)	(18.93)	(38.71)

杨立宏
010-66581599
执业证书编号

首席行业分析师
yanglh@essence.com.cn
S1450512030001

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,047.2	6,950.7	7,867.1	7,631.1	7,863.9
Growth(%)	30.7%	71.7%	13.2%	-3.0%	3.1%
净利润	872.6	1,301.8	1,189.2	1,113.5	954.5
Growth(%)	84.9%	49.2%	-8.7%	-6.4%	-14.3%
毛利率(%)	50.8%	43.6%	36.8%	35.6%	33.1%
净利润率(%)	21.6%	18.7%	15.1%	14.6%	12.1%
每股收益(元)	0.73	1.08	0.99	0.93	0.80
每股净资产(元)	4.49	5.32	5.92	6.52	7.04
市盈率	19.0	12.8	14.0	14.9	17.4
市净率	3.1	2.6	2.3	2.1	2.0
净资产收益率(%)	13.2%	17.0%	14.1%	12.2%	9.8%
ROIC(%)	39.2%	34.7%	21.2%	15.1%	12.0%
EV/EBITDA	15.2	8.3	8.1	8.4	9.2
股息收益率	1.9%	1.9%	3.2%	2.4%	2.0%

前期研究成果

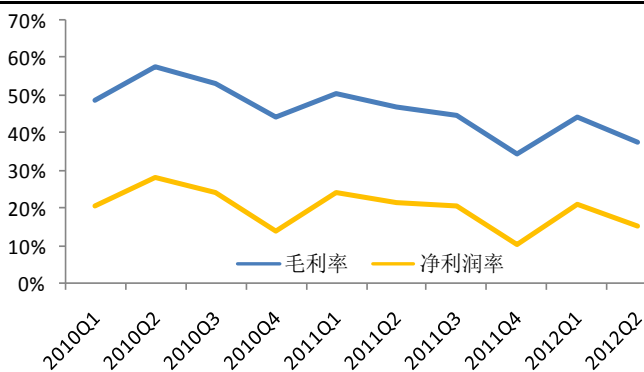
昊华能源: 成长性较好的无烟煤企业
2010-03-18

1. 中期业绩符合预期

中期业务符合预期。2012 年中期公司实现收入 37.41 万元，同比增长 16.65%，实现归属股东净利 6.74 亿元，同比下降 7.01%，EPS 为 0.56 元，符合预期

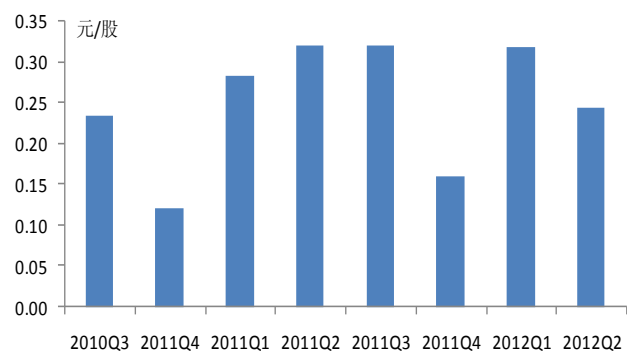
2 季度价格下降导致业绩环比降 23.34%。2 季度公司实现收入 19.17%，环比增长 5.06%，毛利率为 37.67%，环比下降 6.44 个百分点，实现归属股东净利 2.94 亿元，环比下降 23.34%。环比下降的原因是价格下降，其中 2012 财年出口价格为 195 美元/吨，较 2011 财年的 230 美元/吨下降了 15%，国内销售价格在 6 月份也出现了下降，同时由于公司本部矿井人工成本占比为 60%，2012 年仍有 10%左右的提升，成本刚性导致毛利率下降。单季度 EPS 为 0.24 元。单季度 EPS 为 0.24 元。

图 1:2010Q1-2012Q2 公司季度毛利率及利润率



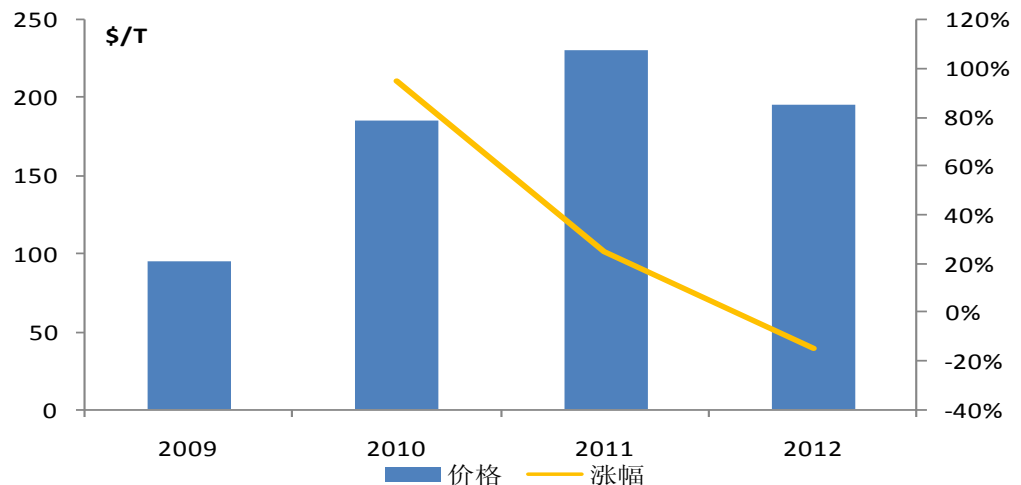
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2: 10Q3-12Q2 年季度 EPS



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3: 2009-2012 财年公司出口煤价及变化幅度



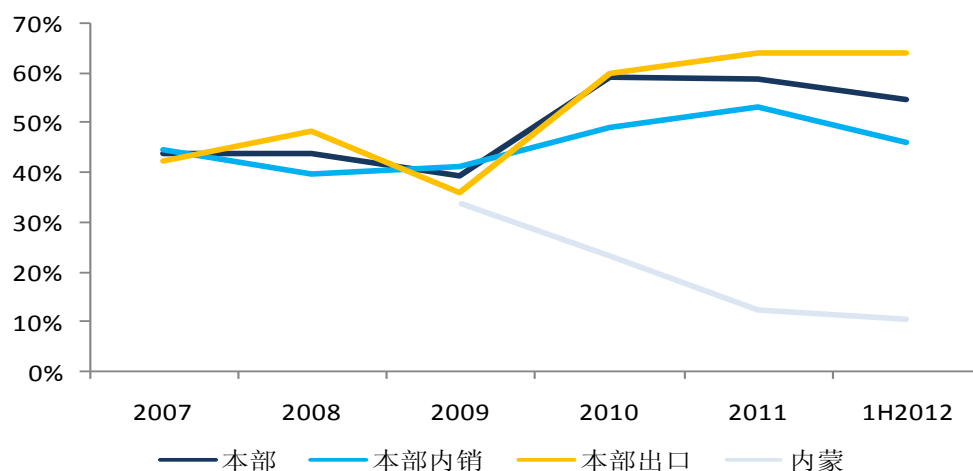
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 出口业务盈利贡献稳定，高家梁增收不增利

出口业务仍贡献毛利的半壁江山。上半年本部出口业务毛利率 63.87%，较 2011 年微降 0.11 个百分点，尽管出口业务仅占煤炭收入的 31%，但仍是公司最主要的利润来源，占毛利的比重为 50.27%，本部内销业务较 2011 年下滑 7 个百分点至 46.26%，鄂尔多斯子公司煤炭收入占比已经超过出口业务达到 35.76%，但毛利率较 2011 年下

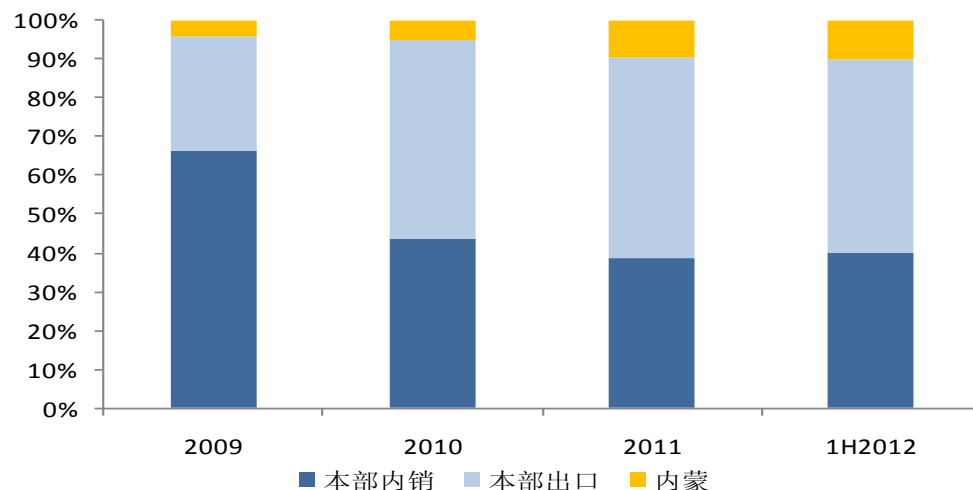
下降 2 个百分点至 10.65%，对毛利的贡献比仅为 9.78%。

图 4：2007 年-2012 年中期公司出口、内销及鄂尔多斯煤炭销售毛利率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2009 年-2012 年中期公司出口、内销及鄂尔多斯煤炭销售毛利占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 应收账款和票据大幅增加，现金减少

相比 1 季度末，2 季度末公司应收账款和应收票据分别增加 88.67%和 38.88%，现金减少 26.22%，每股经营现金流为 0.47 元，是 EPS 的 84%，而 1 季度盈利的现金保障倍数为 1.34 倍。

4. 下半年仍有压力

公司本部无烟煤品种独特，运距优势明显，尽管 2012 年出口价格下降 15%一度使我们因此对公司 2012 年的业绩有担忧，但在国内煤价普降 20%后，公司出口业务的这一风险反而相对降低。

但鄂尔多斯红庆梁煤矿的盈利仍值得担忧，该矿煤质较差，发热量 4100~4300 大卡，外运方面，尽管公司自备铁路和呼铁局的运量能够保障，但在京包和大秦段的外运仍难拿到运力，2011 年吨煤净利只有 21 元，目前鄂尔多斯 4100 大卡煤炭的坑口价格仅为 245 元，较去年底回落 100 元，3 季度仍难出现根本好转，可能会继续拖累公司业绩。

5. 2013 和 2014 年公司产量增长出现空档

设计产能为 600 万吨的鄂尔多斯高家梁煤矿 2012 年基本可以达到预定产能，实际产量可能达到 550 万吨；规划产能为 600 万吨的红庆梁煤矿已于 5 月 17 日开工，预计达产时间要到 2015 年。此外，公司与京东方共同开发位于鄂尔多斯呼吉尔特矿区巴彦淖井田，资源储量约 10 亿吨，公司持有 20%的股权，预计该矿设计产能为 800 万吨，2015 年前后投产。

尽管公司长期的资源保障比较充足，但 2013 年、2014 年是短期产能增速的瓶颈期，在价格难以上涨的预期下，公司的业绩增长缺乏驱动力。

6. 盈利预测及投资评级

我们测算 2012、2013 年公司的 EPS 分别为 0.99 元和 0.93 元，动态 PE 分别为 14 倍和 15 倍，结合公司的未来 2 年的成长放缓的可能，我们对公司的投资评级为中性-A。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2012-07-27		
财务报表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性						
营业收入	4,047.2	6,950.7	7,867.1	7,631.1	7,863.9	营业收入增长率	30.7%	71.7%	13.2%	-3.0%	3.1%	
减: 营业成本	1,989.2	3,918.9	4,974.7	4,914.5	5,263.4	营业利润增长率	84.5%	53.1%	-10.0%	-6.3%	-14.2%	
营业税费	244.9	348.4	389.4	356.4	383.6	净利润增长率	84.9%	49.2%	-8.7%	-6.4%	-14.3%	
销售费用	179.0	234.1	221.9	213.7	235.6	EBITDA 增长率	79.3%	54.0%	5.3%	-3.9%	-10.1%	
管理费用	426.1	611.9	635.7	615.8	654.1	EBIT 增长率	81.4%	53.2%	-11.1%	-5.7%	-13.8%	
财务费用	39.5	61.5	33.6	42.0	41.7	NOPLAT 增长率	80.6%	50.6%	-11.3%	-5.7%	-13.8%	
资产减值损失	6.0	2.4	13.9	-9.1	0.5	投资资本增长率	70.1%	45.1%	32.1%	8.7%	5.2%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	267.7%	17.0%	9.5%	8.6%	6.9%	
投资和汇兑收益	-4.2	-0.6	-1.6	-2.1	-1.4							
营业利润	1,158.3	1,773.0	1,596.3	1,495.7	1,283.7	利润率						
加: 营业外净收支	16.3	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	50.8%	43.6%	36.8%	35.6%	33.1%	
利润总额	1,174.6	1,772.1	1,595.3	1,494.7	1,282.7	营业利润率	28.6%	25.5%	20.3%	19.6%	16.3%	
减: 所得税	299.3	456.1	398.8	373.7	320.7	净利润率	21.6%	18.7%	15.1%	14.6%	12.1%	
净利润	872.6	1,301.8	1,189.2	1,113.5	954.5	EBITDA/营业收入	32.3%	29.0%	27.0%	26.7%	23.3%	
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	29.6%	26.4%	20.7%	20.2%	16.9%	
货币资金	2,667.8	2,323.7	3,292.9	3,443.5	3,662.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	117	109	94	89	77	
应收账款	260.3	292.5	356.6	385.6	361.7	流动营业资本周转天数	-63	-60	-48	-55	-52	
应收票据	261.0	589.1	547.8	556.7	595.9	流动资产周转天数	200	194	208	251	262	
预付帐款	97.3	256.9	363.6	512.0	674.0	应收帐款周转天数	14	13	14	16	16	
存货	243.8	473.1	563.7	584.2	619.2	存货周转天数	19	19	24	27	28	
其他流动资产	-	14.2	15.7	15.1	15.8	总资产周转天数	549	508	508	537	517	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	280	252	306	375	389	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	147.0	1,146.4	1,146.4	1,146.4	1,146.4	ROE	13.2%	17.0%	14.1%	12.2%	9.8%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.9%	12.2%	10.5%	9.9%	8.5%	
固定资产	2,072.6	2,123.4	1,977.2	1,790.3	1,557.5	ROIC	39.2%	34.7%	21.2%	15.1%	12.0%	
在建工程	664.1	896.2	732.9	602.3	497.9	费用率						
无形资产	2,413.6	2,598.6	2,425.5	2,263.9	2,113.0	销售费用率	4.4%	3.4%	2.8%	2.8%	3.0%	
其他非流动资产	10.5	46.2	23.6	26.2	29.5	管理费用率	10.5%	8.8%	8.1%	8.1%	8.3%	
资产总额	8,837.9	10,760.2	11,445.8	11,326.3	11,273.4	财务费用率	1.0%	0.9%	0.4%	0.6%	0.5%	
短期债务	-	340.0	1,800.0	1,900.0	1,900.0	三费/营业收入	15.9%	13.1%	11.3%	11.4%	11.8%	
应付帐款	1,498.2	1,717.1	2,446.1	2,757.0	2,615.7	偿债能力						
应付票据	-	31.9	30.1	23.3	33.2	资产负债率	25.3%	28.2%	38.8%	38.7%	37.3%	
其他流动负债	158.4	378.0	398.0	487.5	617.9	负债权益比	33.8%	39.2%	63.3%	63.2%	59.4%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.60	1.32	0.96	0.95	1.01	
其他非流动负债	28.8	32.9	-9.6	-1.4	-7.6	速动比率	1.49	1.16	0.85	0.85	0.91	
负债总额	2,231.6	3,030.5	5,359.7	5,807.3	5,836.3	利息保障倍数	30.32	29.85	48.51	36.63	31.78	
少数股东权益	1,216.4	1,347.3	1,354.7	1,362.2	1,369.7	分红指标						
股本	454.0	1,000.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	DPS(元)	0.26	0.26	0.44	0.33	0.28	
留存收益	4,809.4	5,247.4	5,906.4	6,628.7	7,251.8	分红比率	36.4%	24.4%	44.6%	35.1%	34.7%	
股东权益	6,606.3	7,729.7	8,461.1	9,190.8	9,821.6	股息收益率	1.9%	1.9%	3.2%	2.4%	2.0%	
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	875.3	1,316.1	1,189.2	1,113.5	954.5	EPS(元)	0.73	1.08	0.99	0.93	0.80	
加: 折旧和摊销	111.3	181.0	493.2	502.6	509.2	BVPS(元)	4.49	5.32	5.92	6.52	7.04	
资产减值准备	6.0	2.4	13.9	-9.1	0.5	PE(X)	19.0	12.8	14.0	14.9	17.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	2.6	2.3	2.1	2.0	
财务费用	45.3	71.1	33.6	42.0	41.7	P/FCF	-9.6	-100.4	5.2	9.0	13.4	
投资收益	4.2	0.6	1.6	2.1	1.4	P/S	4.1	2.4	2.1	2.2	2.1	
少数股东损益	2.8	14.2	7.3	7.5	7.6	EV/EBITDA	15.2	8.3	8.1	8.4	9.2	
营运资金的变动	253.6	-567.4	668.1	142.7	-191.0	CAGR(%)	8.6%	-9.9%	-7.1%	-7.5%	-0.4%	
经营活动产生现金流量	837.3	1,012.4	2,406.9	1,801.4	1,323.8	PEG	2.2	-1.3	-2.0	-2.0	-43.9	
投资活动产生现金流量	-1,378.0	-1,341.9	-22.7	-23.2	-22.5	ROIC/WACC	4.2	3.7	2.3	1.6	1.3	
融资活动产生现金流量	2,743.1	-33.0	1,094.9	-330.6	-369.6	REP	1.2	0.8	1.0	1.3	1.5	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨立宏，经济学硕士，从业9年，12年3月加盟安信证券，任煤炭行业首席分析师。曾任职于天相投资顾问有限公司、国信证券、国泰君安证券，09年、10年入围新财富煤炭行业最佳分析师，10年水晶球煤炭行业最佳分析师第五名。

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034