

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)

上半年增收不增利 短期盈利增长空间有限

投资要点

- 1、上半年公司增收不增利。2012年上半年公司实现营收37.41亿元，归属于母公司股东的净利润6.74亿元，同比分别增长15.87%、-7.01%，实现基本每股收益0.56元，同比下降6.67%，加权平均净资产收益率为9.97%，同比减少2.57个百分点。
- 2、京西矿区煤炭售价下降约4%，成本增加约8%，盈利能力下滑。2012年财年京西矿区出口煤价同比下降17%（折算上半年出口价上涨2%），内销价同比下降约5%，京西综合售价同比下降约4%。同时煤炭产销量同比增加约5%，本部营收微增1%，净利润下降7%，盈利能力明显下滑。
- 3、高家梁矿依靠增产提质，净利增长约40%。上半年高家梁矿产量约260万吨，同比增长58%左右，同时采取高温去水提质措施，提高煤炭售价，使盈利能力在弱市中保持相对稳定。
- 4、煤炭贸易业务预计亏损。上半年煤炭价格大幅下挫，煤炭贸易业务难以盈利，预计对公司业绩形成拖累。
- 5、预计2012-2014年EPS为1.01、1.05、1.09元/股。假设2012年煤炭售价总体下滑，2013-2014年小幅回升，吨煤成本逐年增加，2013年铜匠川铁路投运，预计近两年公司盈利增长空间有限。考虑到公司煤质稀缺、优良，客户稳定，业绩锁定性强，高家梁矿盈利能力有提升潜力，维持公司“增持”评级。风险提示：铜匠川铁路未能如期投运、煤价继续下跌风险、成本增长超预期风险等。

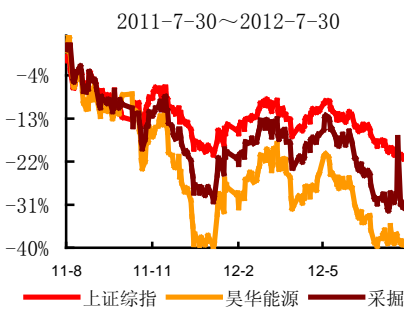
采掘

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)	13.87
上市的流通A股(亿股)	4.26
总股本(亿股)	12.00
52周股价最高最低(元)	13.57-29.45
上证指数/深证成指	2109.91/9071.06
2011年股息率	1.63%

52周相对市场表现



相关研究

- 《昊华能源(601101)2011年中报点评：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)调研简报：以量补价 2012看高家梁》 2012-05-23

公司财务数据及预测				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6950.71	7628.04	8593.86	8883.50
增长率(%)	71.74	9.74	12.66	3.37
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1301.85	1211.22	1255.66	1309.12
增长率(%)	49.19	-6.96	3.67	4.26
毛利率(%)	43.61	38.43	36.68	36.86
净资产收益率(%)	20.40	16.72	15.43	14.44
EPS(元)	1.30	1.01	1.05	1.09
P/E(倍)	10.63	13.71	13.22	12.68
P/B(倍)	2.17	2.29	2.04	1.83

来源：公司年报、民族证券

正文目录

上半年公司业绩增收不增利 净利润同比下降 7%	3
京西内蒙古盈利贡献率一降一升	3
京西矿区营收微增净利下降 毛利率由 60%降至 54%	4
高家梁矿销量增加 去水提质措施产生效益	5
煤炭贸易业务预计亏损	5
公司拟退出太伟矿业投资	6
预计 2012-2014 年 EPS 为 1.01、1.05、1.09 元/股.....	6

图表目录

图 1: 2012 年昊华能源盈利增幅回落	3
图 2: 昊华能源近年来盈利能力下滑	3
图 3: 昊华能源各项业务收入结构变化	4
图 4: 昊华能源各项业务收入规模变化	4
图 5: 昊华能源京西矿区煤价走势	5
图 6: 昊华能源京西矿区毛利率走势	5
表 1: 昊华能源盈利关键假设	6
附录: 财务预测表	7

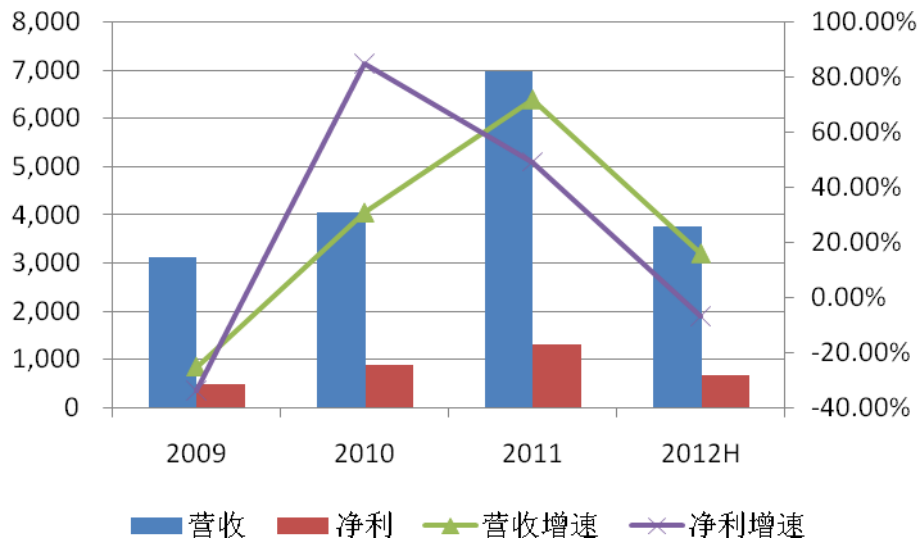
上半年公司业绩增收不增利 净利润同比下降 7%

2012年上半年公司实现营收 37.41 亿元，归属于母公司股东的净利润 6.74 亿元，同比分别增长 15.87%、-7.01%，实现基本每股收益 0.56 元，同比下降 6.67%，加权平均净资产收益率为 9.97%，同比减少 2.57 个百分点。

总体来看，上半年公司增收不增利，收入增长主要源于高家梁矿量价提升、煤炭贸易量大幅增加，利润下降主要源于京西本部盈利能力下滑、煤炭贸易业务亏损拖累，虽然高家梁矿盈利增长，但基数相对较小，对公司整体利润水平的拉动作用不大。

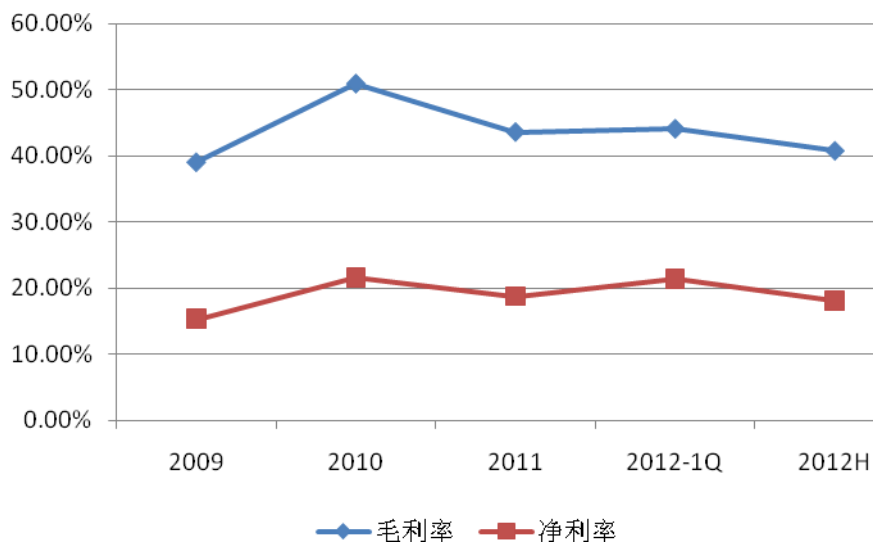
内蒙古矿区主导成长，公司整体引起水平被摊薄。

图 1：2012 年昊华能源盈利增幅回落



数据来源：公司公告 民族证券

图 2：昊华能源近年来盈利能力下滑



数据来源：公司公告 民族证券

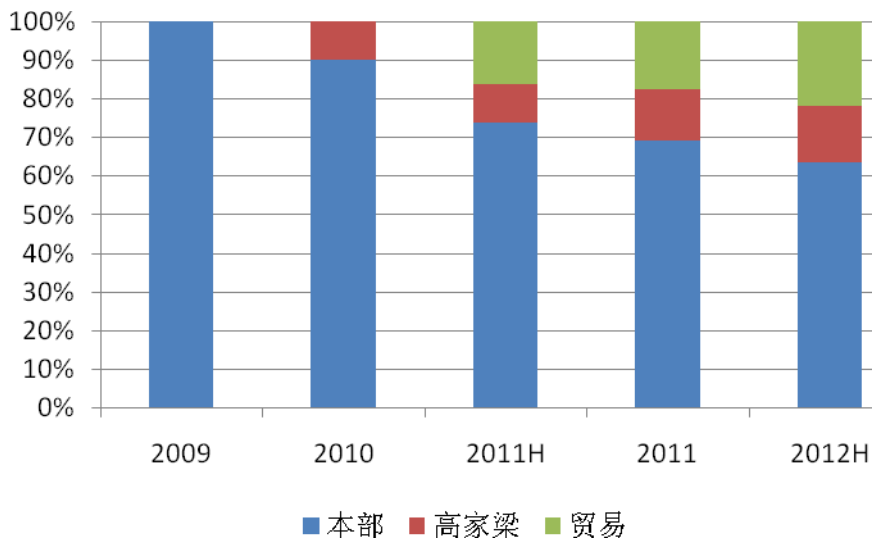
京西内蒙古盈利贡献率一降一升

从各板块营收贡献率来看，京西本部营收贡献率逐年下降，2012 年上半年营收占比约 64%，同比减少 10 个百分点。后期增长动能稍显不足。高家梁矿在产销量及价格的拉动下，营收贡

献率逐年提升。贸易业务随着贸易量的扩大，营收贡献率小幅提升。

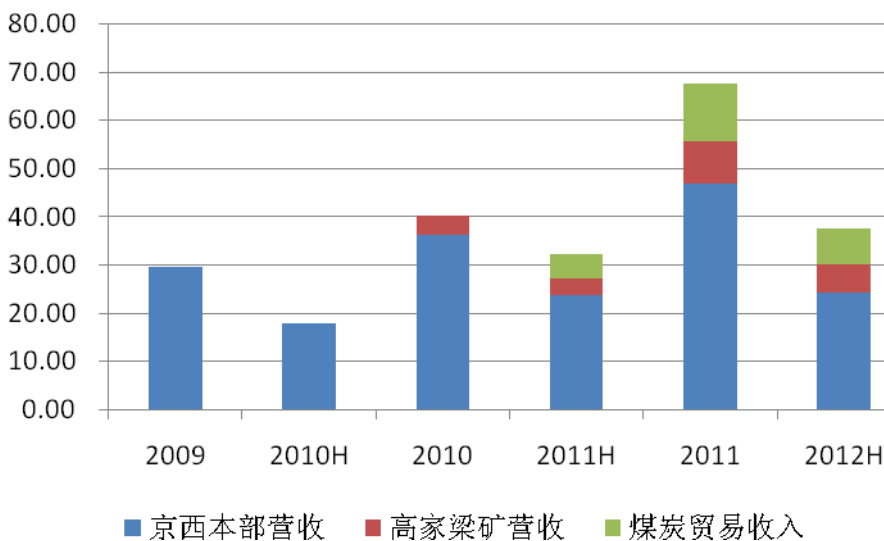
从毛利贡献率来看，京西的盈利能力下滑，毛利占比呈回落态势，高家梁矿产能释放、高温去水提质产生效益，盈利增长明显。贸易业务受到市场行业影响较大，预计上半年亏损。

图 3：昊华能源各项业务收入结构变化



数据来源：公司公告 民族证券

图 4：昊华能源各项业务收入规模变化



数据来源：公司公告 民族证券

京西矿区营收微增净利下降 毛利率由 60%降至 54%

受到国际市场需求低迷，煤炭价格大幅回落影响，2012 年财年公司出口煤价同比下降 15%至 195 美元/吨，考虑到 1 季度出口价仍未 2011 财年较高的价格 233 美元/吨，折算为上半年的人民币出口价同比微增 2%。煤炭出口业务毛利率由上年同期的 68%降至 66%。

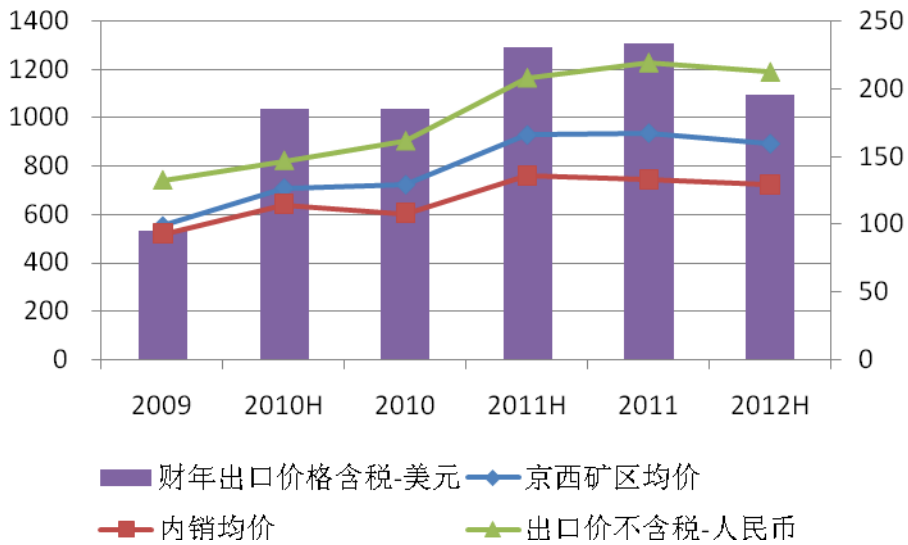
据粗略估算，受到人工工资、材料费等因素上涨的影响，上半年京西矿区煤炭开采成本同比上涨约 9%。

据粗略计算，京西矿区内销价格上半年同比下降约 5%，煤炭内销业务毛利率由去年同期的 51%降至 44%。

总体来看，京西矿区煤炭销售均价同比下降约 4%，销量提升约 5%，带动煤炭营收同比微增 1%，

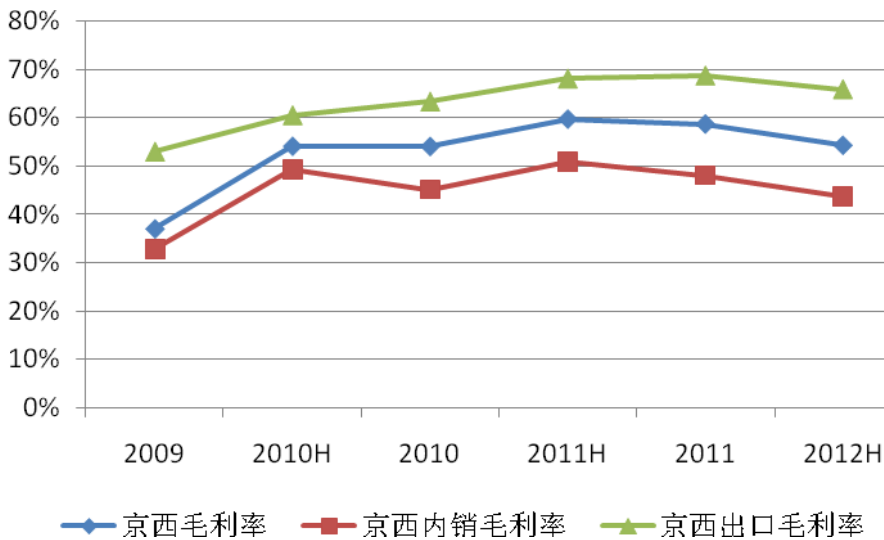
净利润同比下降约 7%，毛利率同比下降 6 个百分点至 54%。

图 5：昊华能源京西矿区煤价走势



数据来源：公司公告 民族证券

图 6：昊华能源京西矿区毛利率走势



数据来源：公司公告 民族证券

高家梁矿销量增加 去水提质措施产生效益

2012 年上半年预计高家梁矿煤炭销量 260 万吨，同比增长约 59%。上半年高家梁矿采取去水提质措施，提高煤炭质量，使煤炭售价在弱市得以小幅上涨，盈利能力略有提升。粗略估算，上半年高家梁矿在量价齐涨的带动下，营收规模预计上涨 80%左右，净利润同比增长 40%左右。

由于配套铁路尚未投运，因此上半年煤炭仍以地销为主。下半年若铜匠川铁路顺利投运，则高家梁矿煤炭售价提升可期。

煤炭贸易业务预计亏损

上半年由于煤炭市场景气度下降，煤炭需求不旺，价格大幅下挫，煤炭贸易业务预计小幅亏损，对公司整体业绩产生一定拖累。

公司拟退出太伟矿业投资

根据公司董事会决议公告，公司将停止呼伦贝尔太伟矿业有限责任公司 12 个探矿权的勘察工作，处置探矿权，终止该公司。

在向第三方转让未果时，与太伟矿业的其它股东及有关预案组成解散清算小组，以 2012 年 6 月 30 日为基准日，聘请中介机构开展审计、清算事宜。

公司 2010 年以 1000 万元增资入股太伟矿业，获取 47.1% 的股权，意在协助太伟集团勘探大兴安岭地区矿藏。当地属于火成岩，富含金、钼、铅锌、铜等多金属矿。太伟矿业目前仍处于矿产资源勘探阶段，勘探结果存在较大不确定性。2010-2011 年分别亏损 100 万元和 234 万元。未来贡献收益渺茫。公司果断退出该项目，将降低长期投资风险，减轻业绩拖累。

预计 2012-2014 年 EPS 为 1.01、1.05、1.09 元/股

影响公司盈利的关键因素：出口煤价、内销煤价、高家梁矿煤炭售价与成本走势。公司未来成长主要来自京东方项目和红庆梁项目。目前京东方项目处于前期阶段，红庆梁项目已经开工建设，预计 2015 年投产，短期内难以贡献盈利。目前公司成长遇到瓶颈，近 2 年内业绩增长空间有限。

表 1：昊华能源盈利关键假设

	2012E	2013E	2014E
京西煤炭产量-万吨	540	540	540
京西矿区均价涨幅	-6%	3%	3%
京西内销均价涨幅	-2%	5%	5%
京西财年出口价格涨幅	-17%	5%	3%
京西成本涨幅	8%	6%	5%
高家梁价格涨幅	5%	20%	5%
高家梁成本涨幅	8%	6%	5%
高家梁矿销量-万吨	520	540	540

数据来源：民族证券

考虑到公司 2011 年每股送股 0.2 股对股本的摊薄，我们预计 2012-2014 年公司每股收益为 1.01、1.05、1.09 元/股，对应 7 月 30 日收盘价的动态 PE 为 14 倍，略高于行业平均水平。考虑到公司煤质优良，国际国内客户对公司产品均具有较高依赖性，内销煤价格下跌幅度相对较小，且出口业务锁定公司近一半业绩，2013 年高家梁矿盈利能力有望随配套铁路的投运和去水提质措施的实施而继续改善，维持“增持”评级。

短期内公司业绩增长主要看高家量矿铁路投运、去水提质，增长空间有限。中期来看 2015 年红庆梁矿投产，带来产量增长，京东方项目预计“十二五”末期投产，增加投资收益。

风险提示：下半年高家梁配套铁路能否投入运营还存在较大不确定性；高家梁矿提质措施的效益有待进一步观察；成本上升超预期。

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	4,545	5,162	6,003
现金	2,324	2,283	2,605	3,361
应收账款	875	1,220	1,375	1,421
其它应收款	21	36	40	41
预付账款	257	752	848	876
存货	473	254	295	304
其他	0	0	1	2
非流动资产	6,811	6,944	7,678	7,898
长期投资	1,146	1,146	1,146	1,146
固定资产	3,020	3,051	3,438	3,553
无形资产	2,599	2,670	3,008	3,109
其他	46	76	86	89
资产总计	10,760	11,489	12,840	13,901
流动负债	2,998	2,859	3,290	3,394
短期借款	340	687	773	800
应付账款	660	509	590	608
其他	1,998	1,663	1,927	1,987
非流动负债	33	15	17	18
长期借款	0	0	0	0
其他	33	15	17	18
负债合计	3,031	2,874	3,307	3,412
少数股东权益	1,347	1,385	1,424	1,464
股本	999	1,199	1,199	1,199
资本公积金	3,235	3,235	3,235	3,235
留存收益	2,013	2,376	2,753	3,145
归属母公司股东权益	6,382	7,243	8,136	9,068
负债和股东权益	10,760	11,502	12,866	13,944

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2,093	194	1,446	1,456
净利润	1,302	1,211	1,256	1,309
折旧摊销	181	55	62	64
财务费用	61	46	52	53
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	568	-1,141	31	-26
其它	-20	23	46	55
投资活动现金流	-1,421	-158	-786	-281
资本支出	-521	-158	-786	-281
长期投资	-900	0	0	0
其他	2	3	4	5
筹资活动现金流	-1,918	-77	-337	-419
短期借款	340	347	87	26
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-1,180	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1,078	-424	-424	-445
现金净增加额	-1,246	-41	322	756

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	7,628	8,594	8,883
营业成本	3,919	4,697	5,441	5,609
营业税金及附加	348	366	413	426
营业费用	234	229	258	267
管理费用	612	610	688	711
财务费用	61	46	52	53
资产减值损失	2	15	17	18
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	1,665	1,726	1,799
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,773	1,665	1,726	1,799
所得税	456	416	431	450
净利润	1,316	1,249	1,294	1,350
少数股东损益	14	37	39	40
归属母公司净利润	1,302	1,211	1,256	1,309
EBITDA	2,019	1,781	1,857	1,935
EPS（元）	1.30	1.01	1.05	1.09

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	71.74%	9.74%	12.66%	3.37%
营业利润	53.07%	-6.10%	3.67%	4.26%
归属母公司净利润	49.20%	-6.96%	3.67%	4.26%
获利能力				
毛利率	43.62%	38.43%	36.68%	36.86%
净利率	18.73%	15.88%	14.61%	14.74%
ROE	20.40%	16.72%	15.43%	14.44%
ROIC	16.14%	13.07%	12.21%	11.61%
偿债能力				
资产负债率	28.16%	25.01%	25.76%	24.54%
净负债比率	3.58%	6.24%	6.29%	6.01%
流动比率	1.32	1.59	1.57	1.77
速动比率	1.16	1.50	1.48	1.68
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.66	0.67	0.64
应收帐款周转率	7.94	6.25	6.25	6.25
应付帐款周转率	64.40	40.00	40.00	40.00
每股指标(元)				
每股收益	1.30	1.01	1.05	1.09
每股经营现金	2.10	0.16	1.21	1.21
每股净资产	6.39	6.04	6.79	7.57
估值比率				
P/E	10.63	13.71	13.22	12.68
P/B	2.17	2.29	2.04	1.83
EV/EBITDA	7.71	10.50	10.14	9.77

分析师简介

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。