

昊华能源 (601101.SH)

收购非洲煤业，布局国际市场

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

13.44-15.86

分析师

联系人

刘昭亮

王永辉

S0740510120026

021-20315150

021-20315201

liuzl@r.qlzq.com.cn

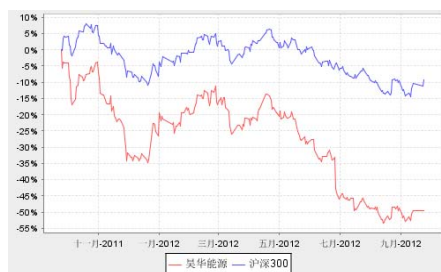
wangyh@r.qlzq.com.cn

2012年10月10日

基本状况

总股本(百万股)	1200.00
流通股本(百万股)	425.82
市价(元)	12.88
市值(百万元)	15455.98
流通市值(百万元)	5484.58

股价与行业-市场走势对比



0

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4,047.17	6,950.71	6,647.72	6,468.86	6,565.80
营业收入增速	30.68%	71.74%	-4.36%	-2.69%	1.50%
净利润增长率	84.92%	49.20%	-20.46%	-9.36%	4.79%
摊薄每股收益(元)	1.92	1.30	0.86	0.78	0.82
前次预测每股收益(元)			0.86	0.78	0.82
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	24.49	13.32	15.97	17.62	16.81
PEG	0.29	0.27	—	—	3.51
每股净资产(元)	11.87	6.38	5.83	6.61	7.43
每股现金流量	1.84	1.01	1.27	0.90	0.95
净资产收益率	16.19%	20.40%	14.80%	11.83%	11.03%
市净率	3.96	2.72	2.36	2.08	1.85
总股本(百万股)	454.00	1,000.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 2012年10月10日,昊华能源发布《关于公司全资子公司昊华能源国际(香港)有限公司认购非洲煤业公司普通股股票事项的公告》,昊华能源国际拟以每股0.25英镑的价格,出资1亿美元认购非洲煤业普通股股票。认购分为首次增发及有条件增发两个阶段。首次增发完成后,将持有非洲煤业公司5.2%的股份,有条件增发完成后股权占比上升至23.6%,成为控股股东。
- 非洲煤业煤炭资产位于南非地区,煤种主要为焦煤、炼焦煤和电煤,主要供应南非电力公司的发电厂及部分出口到欧洲及亚洲。主要包括3个生产矿(露天矿2个、井工矿1个)和11个探矿权(资源储量79.56亿吨,可采储量约20亿吨)。其中,在产矿保有资源储量为9.03亿吨,可采储量为4.26亿吨。公司规划2017年底,总产能达到1400万吨/年,其中焦煤(半软焦煤)900万吨/年,电煤500万吨/年。目前公司在产矿井生产能力约500万吨,以动力煤为主,由于煤质较差,商品煤洗出率约为64%,加上综合生产成本较高,导致目前动力煤矿井的毛利率处在14%左右的地位,2012财年净利润为-1.38亿美元。但我们认为,非洲煤业的看点主要在于后续焦煤矿井的投产,以及拥有大量探矿权的资源价值。
- 因此,从资产价值和资源价值的角度,我们认为本次认购价格合理,长期仍可预期未来将产生较好的收益,进一步实现了公司的资源接续、扩张和国际化战略。公司于景气低位收购,虽然目前收购标的是亏损的,但未来焦煤投产将显著改善其业绩,且收购PB仅为0.89倍小于1,吨煤收购价格也较为便宜(即使按照在产资源可采储量价格仅为1美元/吨)。除了在产资源储量之外,还有大量探矿权资产。
- 公司煤炭产能短期稳定、长期将依赖于外延式扩张。目前,公司本部主力矿井产量较为稳定,产量稳定在500万吨左右,且为优质无烟煤。公司煤炭产能短期增长点主要在于高家梁煤矿产能的陆续释放。长期主要看红庆梁井田(设计产能600万吨,预计2015年投产)及京东方能源公司(设计产能1000万计

吨，2016 年投产) 的陆续投产。若本次收购成功将有利于产能的进一步扩张。

- 因此，我们认为，本次对外收购对公司的长期发展利好，短期产生负收益，但通过公司介入之后的经营管理层面的改善，以及未来焦煤矿井的投产，其长期盈利前景值得看好，特别是在收购标的经营较为困难，价格处在低位的时机出手，资源估值折价显著。我们预测昊华能源 2012~2014 年归属于母公司净利润为 10.36 亿元、9.4 亿元和 9.86 亿元。对应 EPS 分比为 0.86 元、0.78 元和 0.82 元，同比变化-20.46%、-9.36%和 4.79%。按照目前的股价对应的 PE 为 16 倍，估值处于行业中等水平。公司业绩和股价的弹性在于国际煤价波动，考虑到短期公司业绩增长有限，维持“增持”评级。给予目标价格区间 13.44~15.89 元。
- **风险提示：**相关部门的审批存在不确定性；盈利前景与宏观经济景气紧密相关；海外资产的政治、罢工等事件性风险。

图表 1：非洲煤业主要煤矿资产

下属煤矿	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	2011		2012	
				原煤产量	电煤销量	原煤产量	电煤销量
南非矿区							
在产煤矿	露天矿 2 个、井工矿 1 个	焦煤、炼焦煤、电煤	90297	42655	440	330	493
探矿权	11 个	焦煤、炼焦煤、电煤	795600	200400			337

来源：齐鲁证券研究所；

图表 2：非洲煤业近两年股价走势



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：昊华能源主要煤矿情况 (单位：万吨)

矿井名称	权益占比	煤种	工业储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
在产煤矿												
木城涧煤矿	100%	无烟煤	12619	9383	44.5	150	150	150	150	150	150	150
木城涧煤矿(大台井)	100%	无烟煤	8389	4434	43.4	100	93	90	90	100	100	100
大安山煤矿	100%	无烟煤	5942	4486	21.5	160	160	150	150	160	160	160
长沟峪煤矿	100%	无烟煤	4738	3705	24.1	110	110	110	110	110	110	110
在产煤矿合计			31688	22009		520.00	513.00	500.02	500.00	520.00	520.00	520.00
在建煤矿												
高家梁煤矿	80%	不粘煤	143800	82700	99.6	600		205.37	377	500	600	600
红庆梁井田	60%	不粘煤	74168			600						
京东方能源公司	20%	不粘煤	100000	65000	50	1000						
在建煤矿合计			317968			2200		205.37	377	500	600	600
合计			349656			2720	513	705	877	1020	1120	1120
权益合计			211229			1560	513	664	802	920	1000	1000

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	3,097	4,047	6,951	6,736	6,557	6,557	货币资金	465	2,668	2,324	3,431	4,140	5,301
增长率	-25.27%	30.7%	71.7%	-3.1%	-2.7%	0.0%	应收账款	280	521	882	746	726	726
营业成本	-1,886	-1,989	-3,919	-3,926	-3,810	-3,791	存货	182	244	473	366	355	353
% 销售收入	60.9%	49.2%	56.4%	58.3%	58.1%	57.8%	其他流动资产	41	123	271	289	281	280
毛利	1,211	2,058	3,032	2,810	2,747	2,766	流动资产	968	3,566	3,949	4,832	5,502	6,660
% 销售收入	39.1%	50.8%	43.6%	41.7%	41.9%	42.2%	% 总资产	27.6%	40.1%	36.7%	41.6%	45.4%	50.7%
营业税金及附加	-132	-245	-348	-337	-328	-328	长期投资	106	147	1,146	1,146	1,146	1,146
% 销售收入	4.3%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	固定资产	1,825	2,741	3,020	2,871	2,722	2,574
营业费用	-127	-179	-234	-276	-300	-300	% 总资产	52.1%	30.9%	28.1%	24.7%	22.4%	19.6%
% 销售收入	4.1%	4.4%	3.4%	4.1%	4.6%	4.6%	无形资产	595	2,414	2,599	2,715	2,715	2,715
管理费用	-306	-426	-612	-678	-723	-716	非流动资产	2,535	5,308	6,811	6,778	6,630	6,481
% 销售收入	9.9%	10.5%	8.8%	10.1%	11.0%	10.9%	% 总资产	72.4%	59.9%	63.3%	58.4%	54.6%	49.3%
息税前利润 (EBIT)	646	1,208	1,837	1,520	1,396	1,423	资产总计	3,502	8,864	10,760	11,610	12,131	13,141
% 销售收入	20.8%	29.8%	26.4%	22.6%	21.3%	21.7%	短期借款	812	31	352	12	12	12
财务费用	-32	-40	-61	-51	-58	-60	应付账款	626	1,600	1,958	2,058	2,002	1,993
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	其他流动负债	-7	598	687	1,099	675	675
资产减值损失	15	-6	-2	-2	-2	-2	流动负债	1,431	2,229	2,998	3,169	2,689	2,679
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	190	0	0	0	0	0
投资收益	0	-4	-1	-1	-1	-1	其他长期负债	85	29	33	33	33	33
% 税前利润	0.0%	-	-	-	-	-	负债	1,706	2,257	3,031	3,202	2,722	2,712
营业利润	628	1,158	1,773	1,466	1,336	1,360	普通股股东权益	1,670	5,390	6,382	7,051	8,044	9,054
营业利润率	20.3%	28.6%	25.5%	21.8%	20.4%	20.7%	少数股东权益	126	1,216	1,347	1,357	1,366	1,374
营业外收支	6	16	-1	-1	-1	-1	负债股东权益合计	3,502	8,864	10,760	11,610	12,131	13,141
税前利润	634	1,175	1,772	1,465	1,335	1,359	比率分析						
利润率	20.5%	29.0%	25.5%	21.7%	20.4%	20.7%	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
所得税	-160	-299	-456	-366	-334	-340	每股指标						
所得税率	25.2%	25.5%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	1.372	1.922	1.302	0.908	0.827	0.842
净利润	474	875	1,316	1,099	1,001	1,019	每股净资产 (元)	4.855	11.872	6.382	5.876	6.703	7.545
少数股东损益	2	3	14	10	9	9	每股经营现金净流 (元)	1.573	1.844	1.012	1.314	0.943	0.971
归属于母公司的净利润	472	873	1,302	1,089	992	1,011	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.000	0.000
净利率	15.2%	21.6%	18.7%	16.2%	15.1%	15.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.25%	16.19%	20.40%	15.44%	12.34%	11.16%
净利润	474	875	1,316	1,099	1,001	1,019	总资产收益率	13.47%	9.84%	12.10%	9.38%	8.18%	7.69%
少数股东损益	0	0	0	10	9	9	投入资本收益率	21.67%	23.55%	29.59%	29.66%	25.32%	26.72%
非现金支出	55	117	183	151	151	151	增长率						
非经营收益	37	49	34	12	2	2	营业总收入增长率	-25.27%	30.68%	71.74%	-3.09%	-2.66%	0.00%
营运资金变动	-25	-205	-521	316	-21	-7	EBIT 增长率	-36.76%	87.13%	52.11%	-17.29%	-8.14%	1.90%
经营活动现金净流	541	837	1,012	1,587	1,141	1,174	净利润增长率	-33.99%	84.92%	49.20%	-16.35%	-8.89%	1.86%
资本开支	1,035	935	574	119	3	3	总资产增长率	23.69%	153.08%	21.39%	7.90%	4.49%	8.32%
投资	0	-443	-767	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	-1	-1	-1	应收账款周转天数	26.4	14.0	13.1	15.0	15.0	15.0
投资活动现金净流	-1,035	-1,378	-1,342	-120	-4	-4	存货周转天数	35.3	39.1	33.4	34.0	34.0	34.0
股权募资	149	3,705	0	0	0	0	应付账款周转天数	83.7	98.5	59.5	60.0	60.0	60.0
债权募资	470	-502	340	-340	0	0	固定资产周转天数	65.5	118.6	110.2	111.0	105.8	97.5
其他	-173	-460	-355	-10	-420	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	445	2,743	-15	-350	-420	0	净负债/股东权益	29.87%	-39.92%	-25.51%	-40.66%	-43.87%	-50.71%
现金净流量	-49	2,202	-344	1,117	717	1,170	EBIT 利息保障倍数	19.9	30.6	29.9	29.5	24.1	23.8
							资产负债率	48.71%	25.47%	28.16%	27.58%	22.44%	20.64%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。