

分析师：李晶
执业证书编号：S0050510120015
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)



昊华能源 (601101. SH)

出口煤价好于预期

投资要点

- 2013年5月2日昊华能源举行2012年及2013年1季度业绩说明会。公司董秘、销售副总、财务主管、证代出席会议。
- 13财年出口煤价167美元/吨，好于预期。同比12财年价格195美元/吨下降14.36%，大幅好于预期。从比价来看，13财年公司出口煤焦13年2季度日澳硬焦煤合同价低3%，较以往的差距明显收窄，显示优质的煤种及稳定的客户资源赋予公司出口煤相对独立的市场和的话语权。出口价格的签订，锁定了公司约一半的利润，较好规避了煤价继续下跌的风险。
- 加大成本控制，仍有下降空间。未来几年安全费用增速将放缓，工资涨幅将回落。材料费、销售费用（港杂费、代理费）均有下调空间。高家梁矿逐步达产后，吨煤成本将被摊薄。综合分析，预计13年公司吨煤成本零增长，吨煤销售费用、管理费用同比增速放缓或下降。
- 2015年后非洲煤业、红庆梁矿成为业绩增长来源，产能将成倍增长。内蒙古的红庆梁矿规划产能600万吨/年，目前正在办理各种核准手续，争取13年办好相关手续，力争2015年建成投产。非洲煤业未来2年逐步减亏，规划2017年产能达到1400万吨。两者合计产能1900万吨，为目前产能的1.73倍。
- 盈利预测：预计2013-2015年EPS 0.67、0.66、0.66元/吨。对应2013年PE为15倍，与行业均值基本持平。综合分析，公司经营稳健，短期成长性欠缺，但15年后高成长值得期待，维持“增持”评级。注意国内煤价持续下跌、成本控制不达预期风险。

采掘	
投资评级	
本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	12.4

市场数据	
市价(元)	10.21
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)	9.6-21.96
上证指数/深证成指	2231.17/8997.08
2012年股息率	2.14%



相关研究

《上半年增收不增利 短期盈利增长空间有限》 2012-07-30

《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	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6933.13	6492.52	6529.60	6562.25
增长率(%)	-0.25	-6.36	0.57	0.50
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	903.97	798.39	794.41	787.32
增长率(%)	-30.56	-11.68	-0.50	-0.89
毛利率(%)	35.83	31.66	31.49	31.26
净资产收益率(%)	12.99	10.65	9.87	9.16
EPS(元)	0.75	0.67	0.66	0.66
P/E(倍)	13.55	15.33	15.40	15.54
P/B(倍)	1.76	1.63	1.52	1.42

来源：公司年报、民族证券

正文目录

事件:	3
2013 财年出口煤价 167 美元/吨好于预期, 出口量微降	3
京西矿煤炭内销价预计同比下降 5%	3
京西矿盈利预测: 13 年吨煤毛利下降 14%	4
高家梁矿喷吹煤实验成功 为钢厂稳定供煤	5
加大成本控制, 仍有下降空间	5
红庆梁与非洲煤业 2015 年后贡献利润	6
盈利预测: 预计 2013-2015 年 EPS 0.67、0.66、0.66 元/吨	6

图表目录

图 1: 昊华能源出口煤价与日澳硬焦煤合同价格走势对比 (单位: 美元/吨)	3
图 2: 昊华能源京西矿内销价走势	4
图 3: 昊华能源京西矿吨煤盈利走势预测	4
图 4: 昊华能源京西矿吨煤成本走势预测	5
表 1: 京西矿盈利预测核心假设	4
表 2: 京西矿区盈利预测表 (单位: 万元)	5
附录: 财务预测表	7

事件:

2013年5月2日昊华能源举行2012年及2013年1季度业绩说明会。公司董秘、销售副总、财务主管、证代出席会议，介绍了公司近况及未来发展规划。

2013 财年出口煤价 167 美元/吨好于预期， 出口量微降

公司出口煤炭价格谈判刚结束，13 财年出口煤炭均价约 167 美元/吨，同比 12 财年价格 195 美元/吨下降 14.36%，大幅好于预期。

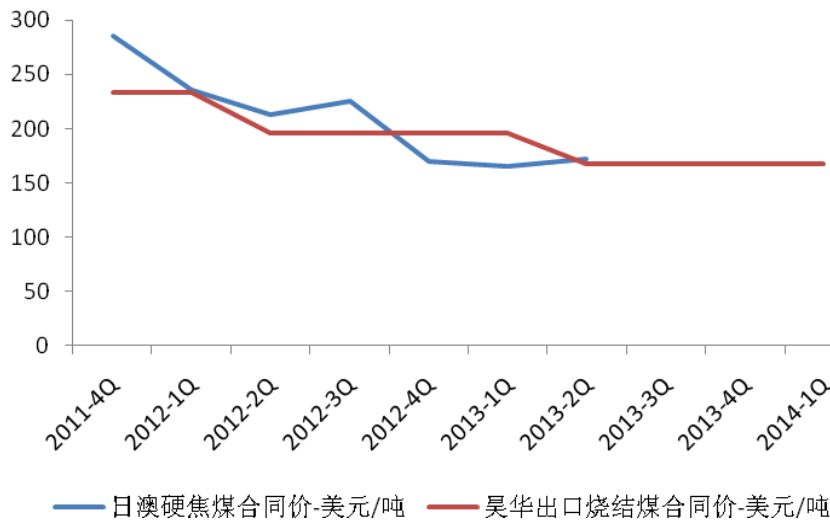
2012 年由于全球经济低迷，亚太地区煤炭价格大幅下跌。13 年 4 月 26 日澳洲纽卡斯尔港动力煤 FOB 价格为 86.63 美元/吨，较 2012 年初的 115 美元/吨下跌 25%，13 年 2 季度日澳硬焦煤合同价 172 美元/吨，环比 13 年 1 季度 165 美元/吨上涨 4%，较 2012 年 4 个季度均价 210.5 美元/吨下跌 18%，较 2012 年 2 季度 212 美元/吨下跌 19%。

从比价来看，13 财年公司出口煤焦 13 年 2 季度日澳硬焦煤合同价低 3%，较以往的差距明显收窄，显示优质的煤种及稳定的客户资源赋予公司出口煤相对独立的市场和的话语权。出口价格的签订，锁定了公司约一半的利润，较好规避了煤价继续下跌的风险。

经测算，2013 年度公司出口煤不含税价约 960 元/吨，同比下降 14%。

13 财年公司出口无烟煤数量略有减少，2012 年 180 万吨，日韩市场变化不大。考虑到目前台湾的客户尚未谈判，预计 13 年公司无烟煤出口量变化不大。

图 1: 昊华能源出口煤价与日澳硬焦煤合同价格走势对比 (单位: 美元/吨)



数据来源: 民族证券

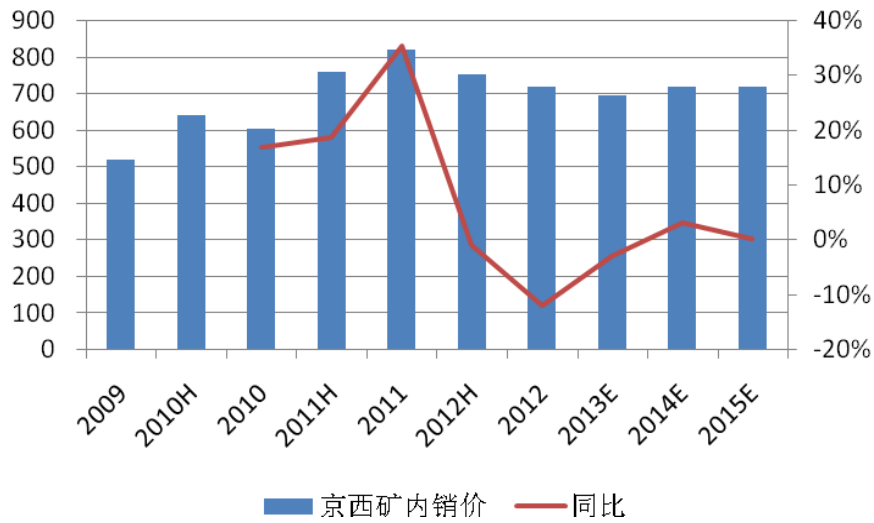
京西矿煤炭内销价预计同比下降 5%

进入 2013 年公司京西矿无烟煤内销价格随大市向下调整，但下跌幅度好于同类企业。目前，无烟中块含税价约 880 元/吨，小块含税价 700 多元，末煤含税价 800 多。中块主要作为钢厂烧灰用，小块主要作为化工碱业原料，末煤主要做钢厂烧结用煤。

综合各煤种的内销比例（中块 18%、小块 18%、末煤 64%），假设 2013 年煤价维持目前水平，我们测算 2013 年京西矿内销不含税价约 695 元/吨，同比下降 3.2%。

综合京西矿内销、出口价格及比例，预计 2013 年京西矿销售均价为 796 元/吨，同比下降 7%。未来若内销无烟煤价格小幅上涨，则京西均价还有上调空间。

图 2：昊华能源京西矿内销价走势



数据来源：民族证券

京西矿盈利预测：13 年吨煤毛利下降 14%

主要假设如下表：

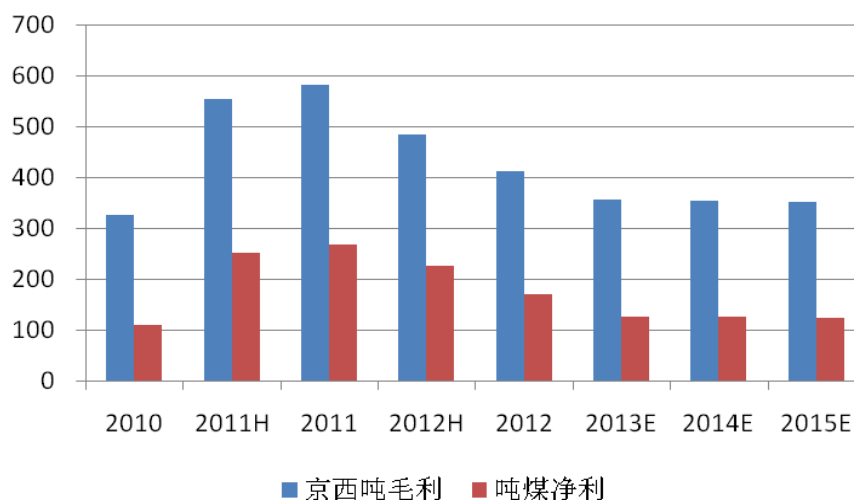
表 1：京西矿盈利预测核心假设

	2010	2011H	2011	2012H	2012	2013E	2014E	2015E
京西售价同比	26%	31%	37%	-4%	-14%	-7%	0%	0%
京西吨成本同比	8%	15%	3%	9%	8%	0%	1%	1%

资料来源：民族证券

预计 13 年京西矿吨煤净利为 126 元/吨，同比下降 26%，14-15 年基本持平。

图 3：昊华能源京西矿吨煤盈利走势预测



数据来源：民族证券

表 2: 京西矿区盈利预测表 (单位: 万元)

	2013E	2014E	2015E
营收	398173	399762	400865
成本	220761	222968	225198
毛利	177412	176794	175667
营业税金及附加	29289	29582	29878
期间费用	63983	63983	63983
投资净收益	5000	5000	5000
利润总额	89141	88229	86806
所得税	22285	22057	21702
税后利润	66855	66172	65105
eps	0.56	0.55	0.54

资料来源: 民族证券

高家梁矿喷吹煤实验成功 为钢厂稳定供煤

受制于煤炭含水量高及运费, 高家梁的煤炭价格较低, 目前精煤出厂含税价为 220 元/吨。2012 年公司通过提质干燥技术, 降低煤炭含水量, 作为喷吹煤配煤在钢厂实验获得成功, 目前已在下游钢铁用户稳定供煤。

13 年高家梁矿将继续提升煤质, 提高精煤洗出率, 为煤价提供支撑。

高家梁矿吨煤完全成本约 120 元/吨, 12 年吨煤净利 25 元/吨。13 年 1 季度高家梁矿实现净利润 1000 多万元, 表现较差, 主要受到煤炭市场持续低迷的影响, 当前内蒙古地区很多煤矿被迫停产, 煤矿开工率不足 70%。

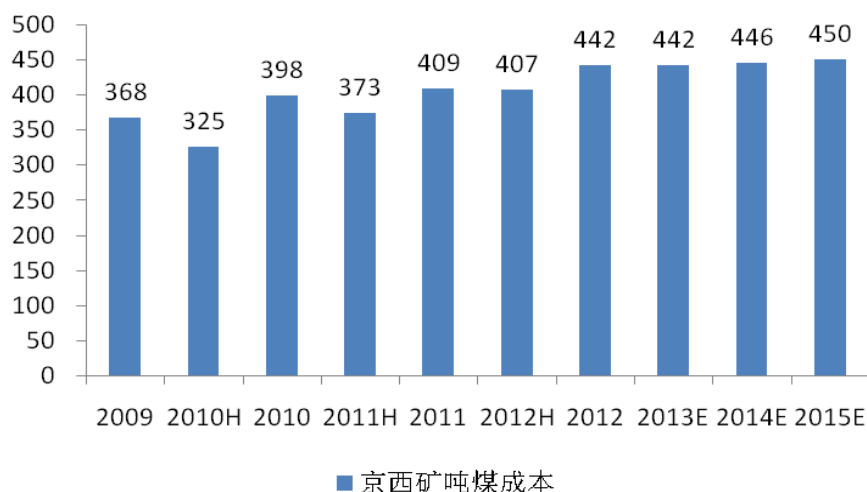
加大成本控制, 仍有下降空间

过去几年京西矿安全投入较多, 包括六大安全系统等, 未来几年安全费用增速将放缓。2012 年公司人均工资上涨 12%, 13 年根据煤炭市场低迷的状况, 预计工资涨幅将回落。另外, 材料费、销售费用 (港杂费、代理费) 均有下调空间。

高家梁矿逐步达产后, 吨煤成本将被摊薄。

综合分析, 预计 13 年公司吨煤成本零增长, 吨煤销售费用、管理费用同比增速放缓或下降。

图 4: 昊华能源京西矿吨煤成本走势预测



数据来源：民族证券

红庆梁与非洲煤业 2015 年后贡献利润

内蒙古的红庆梁矿规划产能 600 万吨/年，目前正在办理各种核准手续，争取 13 年办好相关手续，力争 2015 年建成投产。

非洲煤业目前亏损，主要是处置以往金属矿资源类资产而形成。非洲煤业主要煤矿是威乐矿为露天矿，在北部的林波波省，相当于国内的内蒙古地区，设计产能 500 万吨/年，主产 1/3 焦煤，预计 2014-2015 年将达产，已生产出半焦煤，配套洗煤厂 13 年产能达到 120 万吨/年，2014 年将增至 270 万吨/年规模，届时可实现盈亏平衡或微利。2014 年下一个 600 万吨主焦煤矿麦卡多矿将开工建设，预计 2015 年投产，2016 年试生产，2017 年达产，盈利非常好。由于在产的莫伊普拉茨矿为井工矿产能 300 万吨/年，主产电煤，赋存条件相对较差，吨煤成本较高，盈利能力较差，因此公司规划逐步将其置换为露天矿。

不考虑未来的收购整合，2017 年红庆梁与非洲煤业合计产能为 1900 万吨，为目前产能（京西矿 500 万吨/年、高家梁矿 600 万吨/年，合计 1100 万吨/年）的 1.73 倍，届时公司煤炭产能规模将实现成倍增长，盈利能力将上新台阶。

盈利预测：预计 2013-2015 年 EPS 0.67、0.66、0.66 元/吨

假设 2013 年京西矿内销价维持目前水平，高家梁矿产量为 650 万吨，同比增长 21%，煤炭贸易量 300 万吨，2014-2015 年煤炭产量维持 2013 年水平，煤价与成本持平或微增，预计 2013-2015 年每股收益为 0.67、0.66、0.66 元/股，对应 2013 年 PE 为 15 倍，与行业均值基本持平。综合分析，公司经营稳健，短期成长性欠缺，但 15 年后高成长值得期待，维持“增持”评级。注意国内煤价持续下跌、成本控制不达预期风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,941	2,765	3,315	3,864
现金	1,582	545	1,212	1,750
应收账款	1,112	1,169	1,045	1,050
其它应收款	12	18	18	18
预付账款	848	800	805	809
存货	386	233	235	237
其他	0	1	2	3
非流动资产	7,645	9,701	9,750	9,793
长期投资	1,196	1,196	1,196	1,196
固定资产	3,769	5,843	5,877	5,906
无形资产	2,620	2,597	2,612	2,625
其他	60	65	65	66
资产总计	11,586	12,466	13,064	13,657
流动负债	2,880	3,194	3,216	3,237
短期借款	800	974	979	984
应付账款	556	582	587	592
其他	1,523	1,638	1,650	1,661
非流动负债	143	130	131	131
长期借款	0	0	0	0
其他	143	130	131	131
负债合计	3,023	3,324	3,347	3,369
少数股东权益	1,604	1,623	1,643	1,662
股本	1,199	1,199	1,199	1,199
资本公积金	3,235	3,235	3,235	3,235
留存收益	2,366	2,686	3,004	3,319
归属母公司股东权益	6,960	7,494	8,049	8,598
负债和股东权益	11,586	12,577	13,178	13,795
现金流量表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-281	1,302	1,167	1,032
净利润	904	798	794	787
折旧摊销	204	187	188	189
财务费用	52	32	33	33
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-1,453	269	133	4
其它	11	15	19	19
投资活动现金流	-1,025	-2,239	-236	-231
资本支出	-974	-2,239	-236	-231
长期投资	-51	0	0	0
其他	3	4	5	6
筹资活动现金流	650	-101	-264	-263
短期借款	460	174	6	5
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	24	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	167	-275	-269	-268
现金净增加额	-655	-1,037	667	538

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,933	6,493	6,530	6,562
营业成本	4,449	4,437	4,474	4,511
营业税金及附加	331	292	294	295
营业费用	212	162	163	164
管理费用	657	506	509	512
财务费用	52	32	33	33
资产减值损失	2	0	0	0
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	1,229	1,062	1,057	1,048
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1,229	1,062	1,057	1,048
所得税	312	244	243	241
净利润	928	818	814	807
少数股东损益	24	20	20	19
归属母公司净利润	904	798	794	787
EBITDA	1,487	1,282	1,278	1,269
EPS（元）	0.75	0.67	0.66	0.66

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-0.25%	-6.36%	0.57%	0.50%
营业利润	-30.71%	-13.53%	-0.50%	-0.89%
归属母公司净利润	-30.56%	-11.68%	-0.50%	-0.89%
获利能力				
毛利率	35.83%	31.66%	31.49%	31.26%
净利率	13.04%	12.30%	12.17%	12.00%
ROE	12.99%	10.65%	9.87%	9.16%
ROIC	9.42%	7.74%	7.29%	6.86%
偿债能力				
资产负债率	26.09%	26.67%	25.62%	24.67%
净负债比率	9.45%	10.16%	9.75%	9.37%
流动比率	1.37	0.87	1.03	1.19
速动比率	1.23	0.79	0.96	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.52	0.50	0.48
应收帐款周转率	6.23	5.56	6.25	6.25
应付帐款周转率	47.82	50.00	50.00	50.00
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.67	0.66	0.66
每股经营现金	-0.23	1.09	0.97	0.86
每股净资产	5.81	6.25	6.72	7.17
估值比率				
P/E	13.54	15.33	15.40	15.54
P/B	1.76	1.63	1.52	1.42
EV/EBITDA	10.05	11.80	11.86	11.96

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。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接受任何形式的报酬。

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。