昊华能源(601101.SH)

二季度业绩环比改善，京西四矿将逐渐退出

评级： 增持 前次：

目标价（元）：

分析师 刘昭亮 S0740510120026 021-20315150 liuzl@r.qlzq.com.cn

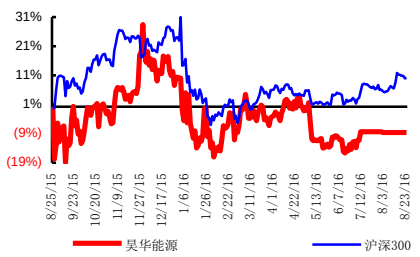
联系人 陈晨 chenchen@r.qlzq.com.cn

2016 年 08 月 23 日

基本状况

总股本(百万股)	1,200
流通股本(百万股)	1,200
市价(元)	6.53
市值(百万元)	7,836
流通市值(百万元)	7,836

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	6,859.8	6,571.8	4,793.2	4,355.4	4,081.8
营业收入增速	-5.70%	-4.20%	-27.06	-9.13%	-6.28%
归属于母公司的净利润	182.83	57.60	-19.64	85.90	108.10
净利润增长率	-65.26	-68.49	-134.10	537.38	25.85%
摊薄每股收益（元）	0.15	0.05	-0.02	0.07	0.09
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
市盈率（倍）	56.45	163.75	—	91.23	72.49
PEG	—	—	—	0.17	2.80
每股净资产（元）	5.64	5.46	5.42	5.49	5.58
每股现金流量	0.14	-0.11	0.82	0.25	0.63
净资产收益率	2.70%	0.88%	-0.30%	1.30%	1.61%
市净率	1.52	1.44	1.21	1.19	1.17
总股本（百万股）	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**公司披露 2016 年度中报：营业收入 19.07 亿元，同比下降 23.83%；归属于上市公司股东净利润-1.43 亿元，去年同期为 3127.6 万元，下降幅度为 556.68%。其中，一季度实现归属于上市公司股东净利润-1.01 亿元，二季度-4200 万元。对其业绩表现，具体点评如下：

- **煤炭贸易主动缩量和京西矿区煤炭产量大滑，是造成收入下滑主要因素。**贸易业务往往会占据大量流动资金，上半年公司主动对煤炭贸易量进行压缩，致使贸易收入仅为 4.6 亿元，同比大幅下滑 51.08%。报告期内，公司煤炭产量 429.5 万吨，同比下降 11.8%，其中，高家梁矿烟煤产量 254.5 万吨，同比微增 3.2%，京西矿区无烟煤产量 175 万吨，同比大幅下滑 27.2%，这与执行 276 个工作日的限产政策有关，更与产能 100 万吨的长沟峪矿 3 月底退出生产有关。

- **得益于吨煤成本低，烟煤毛利率显著高于无烟煤。**京西四矿对应生产无烟煤，由于开采时间久远，使得生产条件复杂、开采成本高，吨煤成本达到 392.6 元/吨，同比增长 16%，毛利率为 24.2%。高家梁矿区位于内蒙，生产低硫低磷低灰分的烟煤，由于倾斜煤层高产高效长壁综合机械化开采技术水平高，公司吨煤成本仅为 80.4 元/吨，毛利率高达 36.3%。

- **管理费用下降明显，票据结算的时间差使得销售费用增加。**报告期内，公司的期间费用合计为 3.88 亿元，同比增长约 10%，其中销售费用增长 70.24%，即增长 5167.7 万元，这与公司运输费采取“一票结算”存在的时间差有关，后续将回归正常。在行业处于低迷的阶段，公司对管理费用支出进行严控，降低了职工薪酬、修理费等方面的支出，使得管理费用下降近 15%，约 3000 万元。

- **京西四矿到 2020 年完全退出，涉及产能 520 万吨。**公司 4 月份公告，按照北京产业结构调整，公司所

属的京西四矿：长沟峪煤矿、门头沟木城涧煤矿、大台矿和大安山矿，将分别在 2016 年、2018 年、2019 年、2020 年关掉。2015 年底，四矿合计可采储量 2.38 亿吨，核定产能 520 万吨，在职员工 10385 人。与此同时，2015 年京西四矿产量 450 万吨，占比 42.86%，销售收入 21.2 亿元，占比 34.7%，利润 2617 万元，占比 62.3%，京西四矿的逐渐退出，将对公司的业绩产生深刻影响，公司迫切需要替代项目的落实。

- **40 万吨甲醇项目和红庆梁 600 万吨煤炭项目，将成为京西矿区退出后的强有力接替。**600 万吨的红庆梁煤矿项目有望在 2018 年实现生产销售，目前在争取办理采矿证。作为红庆梁煤矿项目配套的转化项目，40 万吨/年甲醇及配套工程（国泰化工项目）已经启动投料试车工作，有望今年实现经营性收入。除了这两个项目，公司持股 24%的非洲煤业，拥有 88 亿吨优质煤炭资源，主要是主焦煤和优质动力煤，这将为公司发展提供强大的资源保障。

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年归属于母公司的净利润分别为-0.2/0.86/1.08 亿元，同比增长-134.1%、537.4%、25.9%，折合 EPS 分别是-0.02/0.07/0.09 元/股，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**供给侧改革力度减弱；新项目达产不及预期。

图表 1：公司各项业务分拆详细表

无烟煤（京西矿区）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
原煤产量（万吨）	500	458.91	450.12	373	353	227
yoy		-8.22%	-1.92%	-17.13%	-5.36%	-35.69%
销量（万吨）	530	456.89	418.46	373	335.35	215.65
产销率	106.00%	99.56%	92.97%	100%	95%	95%
单位价格（元/吨）	702.3	582.3	506.7	456.0	501.6	551.7
yoy		-17.09%	-12.99%	-10.00%	10%	10%
销售收入（百万元）	3722.27	2660.51	2,120.16	1700.8	1682.1	1189.8
单位成本（元/吨）	419.6	421.2	363.2	319.2	344.7	365.4
yoy		0.38%	-13.79%	-12.11%	8%	6%
销售成本（百万元）	2223.97	1924.54	1,519.68	1190.59	1156.05	788.01
毛利率	40.25%	27.66%	28.32%	30.00%	31.27%	33.77%
毛利（百万元）	1498.3	736.0	600.5	510.3	526.0	401.8

烟煤（高家梁+红庆梁）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产量（万吨）	660.0	600.2	600.0	600	600	1020
yoy		-9.06%	-0.03%	0.00%	0.00%	70.00%
销量（万吨）	666.0	600.1	628.4	600.0	570.0	918.0
产销率	100.9%	100.0%	104.7%	100%	95%	90%
单位价格（元/吨）	136.8	127.2	100.7	102.2	107.3	115.9
yoy		-7.0%	-20.8%	1.50%	5%	8%
销售收入（百万元）	911.0	763.3	632.7	613.2	611.7	1063.9
单位成本（元/吨）	88.4	80.0	64.0	56.0	58.8	61.7
yoy		-9.5%	-20.0%	-12.5%	5%	5%
销售成本（百万元）	589.0	480.1	402.1	336.02	335.2	566.8
毛利率	35.35%	37.11%	36.45%	45.20%	45.2%	46.7%
毛利（百万元）	322.0	283.2	230.7	277.2	276.5	497.1

煤炭贸易	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销量（万吨）	493.26	528.0	873.5	500	300	200
平均售价（元/吨）	526.50	440.2	376.2	357.4	378.9	394.0
yoy		-16.4%	-14.5%	-5%	6%	4%
销售收入（百万元）	2597	2300	3,286.45	1787.18	1136.65	788.07
外购平均成本（元/吨）	510.91	428.2	372.7	375.3	375.3	382.8
yoy		-16.2%	-12.9%	0.7%	0.0%	2.0%
销售成本（百万元）	2520.1	2260.7	3,255.70	1876.5	1125.92288	765.6275581
毛利率	2.96%	1.71%	0.94%	-5%	0.9%	2.8%
毛利（百万元）	76.9	39.3	30.8	-89.4	10.7	22.4

铁路运输及其他	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入（百万元）	43.85	1,136.01	532.48	500.00	500.00	500.00
yoy		2490.68%	-53.13%	-6.10%	0.00%	0.00%
销售成本（百万元）	40.04	981.92	494.37	460.00	460.00	460.00
毛利率	8.69%	13.56%	7.16%	8%	8%	8%
毛利（百万元）	3.81	154.10	38.11	40.00	40.00	40.00

甲醇项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产量（万吨）				12.00	25.00	30.00
销售均价（元/吨）				1,600.00	1,700.00	1,800.00
销售收入（百万元）				192.00	425.00	540.00
销售成本（百万元）				163.20	361.25	459.00
毛利率				15%	15%	15%
毛利（百万元）				28.80	63.75	81.00

销售收入合计（百万元）	7,274.12	6,859.85	6,571.83	4,793.24	4,355.41	4,081.86
yoy		-5.70%	-4.20%	-27.06%	-9.13%	-6.28%
销售成本合计（万元）	5,373.11	5,647.22	5,671.82	4,026.35	3,438.40	3,039.45
毛利合计（万元）	1,901.01	1,212.63	900.01	766.89	917.01	1,042.41
yoy		-36.21%	-25.78%	-14.79%	19.57%	13.68%
毛利率	26.13%	17.68%	13.69%	16.00%	21.05%	25.54%

来源：中泰证券研究所

图表 2：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**7,274**	**6,860**	**6,572**	**4,793**	**4,355**	**4,082**
增长率	*4.92%*	*-5.7%*	*-4.2%*	*-27.1%*	*-9.1%*	*-6.3%*
营业成本	-5,373	-5,647	-5,672	-4,026	-3,438	-3,039
% 销售收入	*73.9%*	*82.3%*	*86.3%*	*84.0%*	*78.9%*	*74.5%*
毛利	1,901	1,213	900	767	917	1,042
% 销售收入	*26.1%*	*17.7%*	*13.7%*	*16.0%*	*21.1%*	*25.5%*
营业税金及附加	-277	-223	-148	-130	-115	-106
% 销售收入	*3.8%*	*3.3%*	*2.3%*	*2.7%*	*2.6%*	*2.6%*
营业费用	-189	-180	-182	-144	-125	-118
% 销售收入	*2.6%*	*2.6%*	*2.8%*	*3.0%*	*2.9%*	*2.9%*
管理费用	-634	-537	-405	-331	-297	-275
% 销售收入	*8.7%*	*7.8%*	*6.2%*	*6.9%*	*6.8%*	*6.7%*
息税前利润（EBIT）	802	272	165	162	380	543
% 销售收入	*11.0%*	*4.0%*	*2.5%*	*3.4%*	*8.7%*	*13.3%*
财务费用	-126	-92	-144	-193	-328	-474
% 销售收入	*1.7%*	*1.3%*	*2.2%*	*4.0%*	*7.5%*	*11.6%*
资产减值损失	-8	-6	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	23	14	16	17
% 税前利润	*—*	*5.2%*	*53.9%*	*-90.2%*	*23.5%*	*19.4%*
营业利润	668	184	39	-16	69	86
营业利润率	*9.2%*	*2.7%*	*0.6%*	*-0.3%*	*1.6%*	*2.1%*
营业外收支	-4	-3	3	0	0	1
税前利润	**664**	**180**	**42**	**-16**	**70**	**86**
利润率	*9.1%*	*2.6%*	*0.6%*	*—*	*1.6%*	*2.1%*
所得税	-133	15	12	-5	18	24
所得税率	*20.1%*	*-8.2%*	*-29.0%*	*-30.0%*	*-26.0%*	*-27.8%*
净利润	531	195	54	-21	88	110
少数股东损益	4	12	-3	-1	2	2
归属于母公司的净利润	**526**	**183**	**58**	**-20**	**86**	**108**
净利率	*7.2%*	*2.7%*	*0.9%*	*-0.4%*	*2.0%*	*2.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	531	195	54	-21	88	110
少数股东损益	0	0	0	-1	2	2
非现金支出	237	255	250	211	215	199
非经营收益	125	78	150	180	311	457
营运资金变动	-541	-357	-583	615	-316	-15
经营活动现金净流	**352**	**171**	**-129**	**983**	**300**	**753**
资本开支	1,322	1,271	672	6,109	5,379	5,745
投资	-519	-95	-1,740	-24	0	0
其他	-46	-2	0	14	16	17
投资活动现金净流	**-1,887**	**-1,368**	**-2,412**	**-6,119**	**-5,362**	**-5,728**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	1,369	764	3,095	4,482	5,420	5,451
其他	0	-373	-319	-194	-355	-474
筹资活动现金净流	**1,370**	**391**	**2,776**	**4,288**	**5,064**	**4,977**
现金净流量	**-166**	**-805**	**235**	**-847**	**2**	**2**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,416	641	846	0	0	0
应收款项	1,094	934	1,099	871	725	697
存货	430	532	603	452	383	365
其他流动资产	757	569	660	650	542	517
流动资产	3,697	2,675	3,208	1,973	1,650	1,578
% 总资产	*28.6%*	*18.8%*	*16.2%*	*8.1%*	*5.6%*	*4.5%*
长期投资	1,339	1,912	834	858	858	858
固定资产	5,180	6,827	7,658	7,879	8,460	8,955
% 总资产	*40.1%*	*47.9%*	*38.7%*	*32.2%*	*28.8%*	*25.7%*
无形资产	2,642	2,706	7,992	13,669	18,252	23,303
非流动资产	9,213	11,579	16,602	22,525	27,688	33,235
% 总资产	*71.4%*	*81.2%*	*83.8%*	*91.9%*	*94.4%*	*95.5%*
资产总计	**12,910**	**14,254**	**19,811**	**24,497**	**29,339**	**34,813**
短期借款	717	1,407	1,872	6,354	11,774	17,225
应付款项	1,247	1,430	1,698	1,976	1,342	1,270
其他流动负债	634	764	1,757	1,731	1,700	1,685
流动负债	2,598	3,601	5,326	10,062	14,816	20,180
长期贷款	1,788	1,780	1,719	1,719	1,719	1,719
其他长期负债	155	516	1,966	1,966	1,966	1,966
负债	**4,541**	**5,896**	**9,012**	**13,747**	**18,501**	**23,865**
普通股股东权益	6,775	6,767	6,550	6,502	6,588	6,696
少数股东权益	1,595	1,591	4,249	4,248	4,250	4,252
负债股东权益合计	**12,910**	**14,254**	**19,811**	**24,497**	**29,339**	**34,813**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.439	0.152	0.048	-0.016	0.072	0.090
每股净资产(元)	5.645	5.639	5.458	5.419	5.490	5.580
每股经营现金净流(元)	0.293	0.143	-0.107	0.820	0.248	0.626
每股股利(元)	0.000	0.000	0.023	0.023	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.77%	2.70%	0.88%	-0.30%	1.30%	1.61%
总资产收益率	4.08%	1.28%	0.29%	-0.08%	0.29%	0.31%
投入资本收益率	7.89%	3.28%	1.50%	1.09%	1.92%	2.28%
增长率						
营业总收入增长率	4.92%	-5.70%	-4.20%	-27.06%	-9.13%	-6.28%
EBIT增长率	-37.51%	-66.03%	-39.56%	-1.31%	134.17%	42.80%
净利润增长率	-41.78%	-65.26%	-68.49%	-134.10%	537.38%	25.85%
总资产增长率	11.43%	10.41%	38.98%	23.66%	19.76%	18.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.5	20.5	26.3	33.7	29.0	30.1
存货周转天数	27.7	31.1	36.5	39.0	36.8	37.5
应付账款周转天数	36.1	37.3	43.4	53.4	47.4	48.7
固定资产周转天数	147.8	151.5	149.4	180.9	164.7	141.7
偿债能力						
净负债/股东权益	13.00%	30.45%	39.25%	89.00%	138.28%	186.68%
EBIT利息保障倍数	6.4	2.9	1.1	0.8	1.2	1.1
资产负债率	35.17%	41.37%	45.49%	56.12%	63.06%	68.55%

来源：中泰证券研究所

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。