

**评级：增持(维持)**

市场价格：6.52

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师：赵坤

执业证书编号：S0740516080002

Email: zhaokun@r.qlzq.com.cn

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

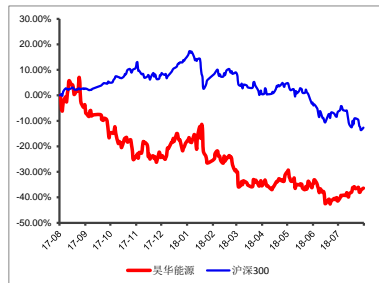
分析师：陈晨

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1200
流通股本(百万股)	1200
市价(元)	6.52
市值(百万元)	7824
流通市值(百万元)	7824

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 昊华能源 2017 年报、2018 年一季报点评：布局内蒙，煤化工产业格局初步形成

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,103	5,576	6,016	6,715	6,829
增长率 yoy%	-22.35%	9.26%	7.89%	11.62%	1.70%
净利润	-8	625	1,184	1,450	1,548
增长率 yoy%	-114.50%	-7579.78	89.45%	22.47%	6.73%
每股收益(元)	-0.01	0.52	0.94	1.16	1.23
每股现金流量	0.85	1.47	1.12	2.14	1.52
净资产收益率	-0.13%	8.37%	14.05%	14.68%	13.55%
P/E	-936.45	12.52	6.90	5.64	5.28
PEG	-2.32	0.37	0.04	0.01	0.16
P/B	5.53	6.22	6.72	7.88	9.11

备注：

**投资要点**

- 公司披露 2018 半年度报告：**实现营业收入 30.05 亿元 (-5.78%)，归属于上市公司股东净利润 6.38 亿元 (+32.81%)，其中 Q1、Q2 分别 2.70、3.68 亿元，公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 6.31 亿元 (+41.45%)，每股收益为 0.53 元/股 (+32.5%)，加权平均 ROE 为 8.28% (+1.33pct)。
- 煤炭业务业绩大幅增加，主因煤炭成本控制良好。**报告期内，公司实现煤炭收入 24.32 亿元，同比下降 8.55%；煤炭成本为 9.98 亿元，同比下降 34.89%；实现煤炭毛利 14.35 亿元，同比上升 27.26%。2018 年上半年，公司煤炭产量受京西矿区退出影响，仅为 384.68 万吨，同比下降 11.09%；煤炭销量为 639.12 万吨，同比增加 11.59%，应为公司外购煤数量增加所致；煤炭平均销售价格为 380.6 元/吨，同比下降 18.05%，煤炭单位成本为 156.1 元/吨，同比大幅下降 41.65%。煤炭单位成本下降的主要原因为京西煤矿退出及煤炭贸易成本减少所致。
- 甲醇业务业绩同比增加，主因甲醇价格上涨明显。**报告期内，公司实现甲醇收入 4.92 亿元，同比上升 8.77%；甲醇成本为 3.49 亿元，同比上升 0.76%；实现甲醇毛利 1.43 亿元，同比上升 35.28%。2018 年上半年，公司甲醇产量为 21.26 万吨，同比下降 13.89%，主要因为子公司国泰化工停产检修十多天，甲醇销量为 22.46 万吨，同比下降 6.8%；甲醇单位售价为 2189.2 元/吨，同比上升 16.71%；甲醇单位成本为 1554.7 元/吨，同比上升 8.11%，甲醇售价上涨幅度高于成本致使化工板块盈利能力增强。
- 运输业务盈利能力增强，主因运量增加。**报告期内，公司东铜铁路运量收入双提升、经营效益继续向好。2018 年上半年东铜铁路累计运量 315.14 万吨，同比上升 5.4%，其中高家梁 187.57 万吨，王家塔 127.57 万吨；累计实现收入 6832 万元，同比上升 5.4%；利润为 2473 万元，同比上升 27.1%。
- 销售费用、管理费用上升明显，财务费用大幅下降。**报告期内，公司销售费用为 2.98 亿元，同比上升 43.2%，主要是昊华精煤直销用户运输费增加所致；管理费用为 2.09 亿元，同比上升 26.9%，主要是京西矿区退出解除合同补偿金额较大所致；财务费用为 1.06 亿元，同比下降了 32.89%，主要是由于汇率变动影响，汇兑收益同比大幅增加以及报告期公司现金净流相对充裕，偿还了部分短期借款，利息支出同比减少较多所致。
- 红庆梁煤矿转固完成，关注下半年煤炭产量释放。**公司现拥有国内矿权 5 个(京西矿区 3 个，内蒙矿区 2 个)。其中京西矿区的木城涧煤矿、大安山煤矿和大台煤矿计划分别在 2018 年、2019 年和 2020 年陆续退出。据公司公告显示，公司产能 600 万吨/年的红家梁煤矿已于 2018 年 4 月进入试生产阶段。6 月末，红庆梁煤矿已完成各项转固工作，下半年起将进入正常经营期，煤炭产量有望持续释放，公司煤炭业务有望受益于此。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 2018/19/20 年实现归属于母公司股东净利润分别为 11.84/14.5/15.48 亿元，折合 EPS 分别是 0.94/1.16/1.23 元/股，当前 6.52 元股价，对应 PE 分别为 6.9/5.6/5.3 倍，维持公司“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济低迷；行政性去产能的不确定性、新能源替代性。

图表 1: 公司业务拆分详细

煤炭业务 (万吨)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
煤炭产量	1059	1050	839	818	1000	1300	1200
YOY	-9%	-1%	-20%	-2.5%	22.2%	30.0%	-7.7%
商品煤销量	1585	1920	1461	1063	1250	1350	1300
商品煤产销率%	150%	183%	174%	130%	125%	104%	108%
煤炭价格 (元/吨)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
商品煤综合售价	373	315	324	425	387	406	427
YOY	-13%	-16%	3%	31%	-9%	5%	5%
商品煤综合成本	301	270	250	213	155	154	152
YOY	-5%	-11%	-7%	-15%	-27%	-1%	-1%
煤炭业务收入 (百万元)	5911	6039	4731	4522	4839	5487	5548
煤炭业务成本 (百万元)	4778	5177	3654	2263	1943	2077	1980
煤炭销售毛利 (百万元)	1132.79	861.90	1076.81	2259.00	2896.32	3410.31	3568.21
煤炭销售毛利率	19%	14%	23%	50%	60%	62%	64%
吨煤毛利润 (元/吨)	71.47	44.89	73.70	212.51	231.71	252.62	274.48
收入占比	86%	92%	93%	81%	80%	82%	81%
毛利占比	93%	96%	89%	89%	88%	89%	89%
煤化工业务							
甲醇产量 (万吨)			19	45	45	45	45
甲醇销量 (万吨)			15	46	45	45	45
单位售价 (元/吨)			1568	1920	2241	2353	2471
单位成本 (元/吨)			1235	1500	1622	1671	1721
化工业务收入(百万元)			234	890	1009	1059	1112
yoy				280%	1%	-3%	-2%
化工业务成本 (百万元)			185	695	730	752	774
yoy				277%	2%	-4%	-3%
毛利 (百万元)			50	195	279	307	338
毛利率 (%)			21%	22%	28%	29%	30%
收入占比			5%	16%	17%	16%	16%
毛利占比			4%	8%	9%	8%	8%
运输 (百万元)							
运输收入	100	78	90	132	137.00	137.00	137.00
运输成本	52	51	50	55	55.00	55.00	55.00
毛利	48.20	27.65	40.04	77.77	82.00	82.00	82.00
毛利率	48%	35%	45%	59%	60%	60%	60%
收入占比	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
毛利占比	4%	3%	3%	2%	3%	2%	2%
其他 (百万元)							
其他收入	848.86	454.28	48.15	31.28	31.28	31.28	31.28
其他成本	817.22	443.82	10.16	15.00	15.00	15.00	15.00
毛利	31.64	10.46	37.99	16.28	16.28	16.28	16.28
毛利率	4%	2%	79%	52%	52%	52%	52%
总营业收入 (百万元)	6860	6572	5103	5576	6016	6715	6829
YOY	-6%	-4%	-22%	9%	8%	12%	2%
总营业成本 (百万元)	5647	5672	3899	3028	2743	2899	2825
YOY	5%	0%	-31%	-22%	-9%	6%	-3%
总毛利 (百万元)	1213	900	1205	2548	3273	3816	4004
毛利率	18%	14%	24%	46%	54%	57%	59%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 三张报表摘要

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,103.2	5,575.6	6,015.8	6,714.6	6,828.5	成长性					
减:营业成本	3,898.7	3,028.1	2,742.6	2,898.9	2,824.5	营业收入增长率	-22.3%	9.3%	7.9%	11.6%	1.7%
营业税费	193.5	280.9	270.7	302.2	307.3	营业利润增长率	-24.3%	3242.8%	80.4%	22.1%	6.6%
销售费用	350.9	477.9	553.5	617.7	628.2	净利润增长率	-114.5%	-7579.8%	89.5%	22.5%	6.7%
管理费用	370.1	339.2	409.1	456.6	464.3	EBITDA增长率	27.4%	190.9%	53.9%	17.2%	6.4%
财务费用	234.6	304.3	221.0	226.1	246.5	EBIT增长率	43.9%	347.5%	69.6%	19.9%	6.9%
资产减值损失	-10.8	155.9	25.0	25.0	25.0	NOPLAT增长率	-86.7%	3036.1%	52.0%	19.9%	6.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.7%	5.1%	4.0%	-1.5%	4.2%
投资和汇兑收益	-36.7	-111.4	-10.0	-10.0	-10.0	净资产增长率	1.3%	8.2%	9.2%	12.5%	11.8%
营业利润	29.6	988.6	1,784.0	2,178.1	2,322.7	利润率					
加:营业外净收支	76.2	-42.3	-30.0	-30.0	-30.0	毛利率	23.6%	45.7%	54.4%	56.8%	58.6%
利润总额	105.8	946.3	1,754.0	2,148.1	2,292.7	营业利润率	0.6%	17.7%	29.7%	32.4%	34.0%
减:所得税	93.2	222.3	438.5	537.0	573.2	净利润率	-0.2%	11.2%	19.7%	21.6%	22.7%
净利润	-8.4	624.9	1,183.9	1,450.0	1,547.6	EBITDA/营业收入	10.3%	27.5%	39.2%	41.2%	43.1%
						EBIT/营业收入	5.2%	21.2%	33.3%	35.8%	37.6%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	运营效率					
货币资金	1,066.1	1,450.9	1,564.1	3,321.5	4,338.0	固定资产周转天数	295	372	336	286	269
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-63	-26	10	14	17
应收账款	340.8	225.0	376.6	257.5	349.4	流动资产周转天数	228	217	216	249	314
应收票据	705.4	822.7	681.3	922.8	632.6	应收账款周转天数	31	18	18	17	16
预付账款	525.2	96.6	436.6	94.8	391.6	存货周转天数	34	27	21	19	17
存货	367.3	458.6	242.3	466.4	192.7	总资产周转天数	1,412	1,316	1,238	1,170	1,228
其他流动资产	239.2	422.6	443.8	466.0	489.3	投资资本周转天数	1,047	996	965	875	872
可供出售金融资产	284.1	284.1	284.1	284.1	284.1	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-0.1%	8.4%	14.1%	14.7%	13.5%
长期股权投资	610.2	331.5	341.5	351.5	361.5	ROA	0.1%	3.5%	6.3%	7.1%	7.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	0.2%	6.6%	9.5%	11.0%	11.9%
固定资产	5,766.5	5,753.9	5,462.2	5,212.5	5,000.9	费用率					
在建工程	2,239.6	2,562.2	2,892.2	3,222.2	3,552.2	销售费用率	6.9%	8.6%	9.2%	9.2%	9.2%
无形资产	7,976.9	7,962.9	7,938.3	7,913.8	7,889.2	管理费用率	7.3%	6.1%	6.8%	6.8%	6.8%
其他非流动资产	111.2	145.4	204.0	262.7	321.7	财务费用率	4.6%	5.5%	3.7%	3.4%	3.6%
资产总额	20,232.4	20,516.4	20,867.0	22,775.8	23,803.2	三费/营业收入	18.7%	20.1%	19.7%	19.4%	19.6%
短期债务	879.6	1,250.1	947.2	879.6	879.6	偿债能力					
应付账款	1,331.8	1,386.4	868.6	1,321.7	624.1	资产负债率	45.9%	42.3%	38.1%	36.2%	31.7%
应付票据	282.8	296.1	191.5	291.7	147.7	负债权益比	85.0%	73.4%	61.5%	56.7%	46.5%
其他流动负债	1,425.4	618.4	811.5	631.0	788.0	流动比率	0.83	0.98	1.33	1.77	2.62
长期借款	1,512.2	1,376.4	1,376.4	1,376.4	1,376.4	速动比率	0.73	0.85	1.24	1.62	2.54
其他非流动负债	3,863.9	3,758.4	3,750.7	3,743.1	3,735.6	利息保障倍数	1.13	3.88	9.07	10.63	10.42
负债总额	9,295.7	8,685.8	7,945.8	8,243.5	7,551.4	分红指标					
少数股东权益	4,299.0	4,364.3	4,495.9	4,657.0	4,828.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	1,200.0	1,200.0	1,253.7	1,253.7	1,253.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	5,326.9	5,987.7	7,171.6	8,621.6	10,169.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	10,936.7	11,830.6	12,921.2	14,532.3	16,251.8						
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12.6	724.0	1,183.9	1,450.0	1,547.6	EPS(元)	-0.01	0.52	0.94	1.16	1.23
加:折旧和摊销	263.2	351.9	356.2	364.2	376.2	BVPS(元)	5.53	6.22	6.72	7.88	9.11
资产减值准备	-10.8	155.9	-	-	-	PE(X)	-936.5	12.5	6.9	5.6	5.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.2	1.0	1.0	0.8	0.7
财务费用	238.1	307.7	221.0	226.1	246.5	P/FCF	146.0	88.5	38.9	5.1	9.6
投资收益	36.7	111.4	10.0	10.0	10.0	P/S	1.5	1.4	1.4	1.2	1.2
少数股东损益	21.0	99.0	131.5	161.1	172.0	EV/EBITDA	31.1	11.8	6.9	5.2	4.6
营运资金的变动	65.5	-834.0	-563.1	360.7	-523.3	CAGR(%)	403.3%	33.4%	189.5%	403.3%	33.4%
经营活动产生现金流量	1,020.4	1,768.7	1,339.6	2,572.1	1,828.9	PEG	-2.3	0.4	0.0	0.0	0.2
投资活动产生现金流量	-276.8	-711.5	-445.0	-495.0	-545.0	ROIC/WACC	0.0	0.7	1.0	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-595.0	-612.2	-781.5	-319.8	-267.4	REP	46.2	1.6	0.9	0.7	0.6

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**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。