

昊华能源(601101)/煤炭开采

红庆梁矿投产贡献产量,内蒙布局持续推进

评级: 增持(维持)

市场价格: 7.50

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

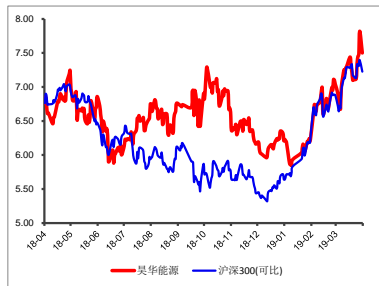
Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,200.0
流通股本(百万股)	1,200.0
市价(元)	7.50
市值(百万元)	9,000.0
流通市值(百万元)	9,000.0

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 昊华能源 2018 半年报点评: 成本下降导致煤炭业绩增厚, 红庆梁煤矿下半年释放产量
- 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,576	5,810	5,992	6,118	6,053
增长率 yoy%	9.26%	4.21%	3.12%	2.11%	-1.06%
净利润	625	721	924	964	959
增长率 yoy%	-	15.40%	28.06%	4.38%	-0.48%
每股收益(元)	0.52	0.60	0.77	0.80	0.80
每股现金流量	1.47	1.95	1.30	1.44	1.36
净资产收益率	8.37%	8.96%	10.93%	10.51%	9.70%
P/E	14.40	12.48	9.75	9.34	9.38
P/B	1.21	1.12	1.07	0.98	0.91

备注:

投资要点

- 公司披露 2018 年年度报告:** 实现营业收入 58.1 亿元 (+4.11%), 归属于上市公司股东净利润 7.21 亿元 (+15.27%), 公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 7.87 亿元 (+22.76%), 每股收益为 0.60 元/股 (+15.38%), 加权平均 ROE 为 9.29% (+0.43pct)。
- 煤炭业绩同比上升, 主因量增和成本大幅下降。** 报告期内, 公司煤炭业务营收为 47.23 亿元, 同比上升 4.45%; 煤炭业务成本为 18.9 亿元, 同比下降 16.47%; 煤炭业务毛利为 28.33 亿元, 同比上升 25.42%。业绩上升主因有二。其一是由于红庆梁煤矿于 2018 年 6 月转固、7 月进入正常运营期使得商品煤产(1047 万吨)、销(1292 万吨)量同比上升 28%和 24.52%。其二是由于公司京西煤矿陆续退出, 公司开采煤种由无烟煤转为动力煤, 吨煤开采成本(146 元/吨)显著下降 31.28%, 致使吨煤毛利(219.29 元/吨)同比上升 3.19%。
- 甲醇业绩同比上升, 主因产品价格上涨。** 报告期内, 公司甲醇业务营收为 9.01 亿元, 同比上升 1.23%; 煤炭业务成本为 6.89 亿元, 同比下降 0.84%; 煤炭业务毛利为 2.11 亿元, 同比上升 8.64%。业绩上升主因产品单位售价(2172 元/吨)同比上升 13.12%, 高于相比单位成本(1663 元/吨)10.8%涨幅导致单位毛利(510 元/吨)同比上升 21.4%。
- 公司披露 2019 年一季度报告:** 实现营业收入 13.89 亿元 (-4.58%), 归属于上市公司股东净利润 2.19 亿元 (-18.67%), 公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 2.07 亿元 (-18.53%), 每股收益为 0.18 元/股 (-18.18%), 加权平均 ROE 为 2.67% (-0.87pct)。受红庆梁矿投产影响, 煤炭产销量同比分别上升 50.96%和 18.47%, 煤炭业务毛利同比上升 13.94%。造成一季度业绩下滑的主要原因是期间三费上涨较为明显。其中, 财务费用上升主因红庆梁煤矿进入运营期后借款利息停止资本化; 管理费用上升主因大安山矿停产后发生的支出均在管理费用列支; 销售费用上升主因子公司昊华焦煤报告期“一票制”结算客户增加致运输费用同比增加。
- 高家梁矿产能核增获批, 内蒙布局持续推进。** 2018 年末公司收到《内蒙古自治区煤炭工业局关于核定鄂尔多斯市昊华焦煤有限责任公司铜匠川矿区高家梁一号矿煤矿生产能力的复函》, 同意高家梁煤矿生产能力由 600 万吨核增至 750 万吨, 目前高家梁煤矿正在申办新的安全生产许可证。此外, 红庆梁矿转固投产后预计产量将稳步释放。在京西各矿逐步退出的背景下, 公司内蒙布局正在持续推进。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 9.24/9.64/9.59 亿元, 折合 EPS 分别是 0.77/0.8/0.8 元/股, 当前 7.5 元股价, 对应 PE 分别为 9.8/9.3/9.4 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、环保限产政策的不确定性。

图表 1: 公司业务拆分详细

煤炭业务 (万吨)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭产量	1059	1050	839	818	1047	1300	1350	1350
YOY	-9%	-1%	-20%	-2.5%	28.0%	24.2%	3.8%	0.0%
商品煤销量	1585	1920	1461	1063	1292	1560	1620	1620
商品煤产销率%	150%	183%	174%	130%	123%	120%	120%	120%
煤炭价格 (元/吨)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
商品煤综合售价	373	315	324	425	366	325	319	312
YOY	-13%	-16%	3%	31%	-14%	-11%	-2%	-2%
商品煤综合成本	301	270	250	213	146	129	125	121
YOY	-5%	-11%	-7%	-15%	-31%	-12%	-3%	-3%
煤炭业务收入 (百万元)	5911	6039	4731	4522	4723	5076	5166	5062
煤炭业务成本 (百万元)	4778	5177	3654	2263	1890	2008	2023	1962
煤炭销售毛利 (百万元)	1132.79	861.90	1076.81	2259.00	2833.21	3067.43	3142.55	3099.93
煤炭销售毛利率	19%	14%	23%	50%	60%	60%	61%	61%
吨煤毛利润 (元/吨)	71.47	44.89	73.70	212.51	219.29	196.63	193.98	191.35
收入占比	86%	92%	93%	81%	81%	85%	84%	84%
毛利占比	93%	96%	89%	89%	90%	93%	93%	92%
煤化工业务								
甲醇产量 (万吨)			19	45	41	42	42	42
甲醇销量 (万吨)			15	46	41	42	42	42
单位售价 (元/吨)			1568	1920	2172	1738	1825	1916
单位成本 (元/吨)			1235	1500	1663	1496	1541	1587
化工业务收入(百万元)			234	890	901	730	766	805
yoy				280%	1%	-3%	-2%	-1%
化工业务成本 (百万元)			185	695	689	628	647	667
yoy				277%	2%	-4%	-3%	-2%
毛利 (百万元)			50	195	211	101	119	138
毛利率 (%)			21%	22%	23%	14%	16%	17%
收入占比			5%	16%	16%	12%	13%	13%
毛利占比			4%	8%	7%	3%	4%	4%
运输 (百万元)								
运输收入	100	78	90	132	137	137	137	137
运输成本	52	51	50	55	56	56	56	56
毛利	48.20	27.65	40.04	77.77	80.53	80.53	80.53	80.53
毛利率	48%	35%	45%	59%	59%	59%	59%	59%
收入占比	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
毛利占比	4%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
其他 (百万元)								
其他收入	848.86	454.28	48.15	31.28	49.33	49.33	49.33	49.33
其他成本	817.22	443.82	10.16	15.00	12.71	12.71	12.71	12.71
毛利	31.64	10.46	37.99	16.28	36.62	36.62	36.62	36.62
毛利率	4%	2%	79%	52%	74%	74%	74%	74%
总营业收入 (百万元)	6860	6572	5103	5576	5810	5992	6118	6053
YOY	-6%	-4%	-22%	9%	4%	3%	2%	-1%
总营业成本 (百万元)	5647	5672	3899	3028	2649	2706	2739	2698
YOY	5%	0%	-31%	-22%	-13%	2%	1%	-2%
总毛利 (百万元)	1213	900	1205	2548	3162	3286	3379	3355
毛利率	18%	14%	24%	46%	54%	55%	55%	55%

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)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,576	5,810	5,992	6,118	6,053
增长率	9.3%	4.2%	3.1%	2.1%	-1.1%
营业成本	-3,028	-2,649	-2,706	-2,739	-2,698
%销售收入	54.3%	45.6%	45.2%	44.8%	44.6%
毛利	2,547	3,162	3,286	3,379	3,355
%销售收入	45.7%	54.4%	54.8%	55.2%	55.4%
营业税金及附加	-281	-371	-360	-367	-363
%销售收入	5.0%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
营业费用	-478	-621	-599	-612	-605
%销售收入	8.6%	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-339	-639	-599	-612	-605
%销售收入	6.1%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	1,449	1,531	1,728	1,788	1,781
%销售收入	26.0%	26.4%	28.8%	29.2%	29.4%
财务费用	-304	-266	-250	-250	-250
%销售收入	5.5%	4.6%	4.2%	4.1%	4.1%
资产减值损失	156	118	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-111	-8	-10	-10	-10
%税前利润	—	—	—	—	—
营业利润	1,190	1,376	1,568	1,628	1,621
营业利润率	21.3%	23.7%	26.2%	26.6%	26.8%
营业外收支	-42	-139	0	0	0
税前利润	1,147	1,237	1,568	1,628	1,621
利润率	20.6%	21.3%	26.2%	26.6%	26.8%
所得税	-222	-337	-342	-357	-355
所得税率	19.4%	27.2%	21.8%	21.9%	21.9%
净利润	724	826	1,026	1,071	1,066
少数股东损益	99	104	103	107	107
归属于母公司的净利润	625	721	924	964	959
净利率	11.2%	12.4%	15.4%	15.8%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	724	826	1,026	1,071	1,066
加: 折旧和摊销	352	416	359	367	379
资产减值准备	156	118	100	100	100
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	308	289	250	250	250
投资收益	111	8	10	10	10
少数股东损益	99	104	103	107	107
营运资金的变动	-834	574	-82	29	-77
经营活动现金净流	1,769	2,338	1,563	1,727	1,628
固定资本投资	-372	276	-445	-495	-545
投资活动现金净流	-711	-181	-445	-495	-545
股利分配	-192	-192	-231	-241	-240
其他	-420	-811	-803	-932	-426
筹资活动现金净流	-612	-1,003	-1,034	-1,173	-665
现金净流量	445	1,154	84	59	417

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,693	2,777	2,836	3,253
应收款项	757	940	589	722
存货	328	423	262	338
其他流动资产	373	368	389	380
流动资产	4,152	4,509	4,075	4,694
%总资产	20.0%	21.2%	19.5%	21.6%
长期投资	578	598	618	638
固定资产	7,961	7,694	7,468	7,281
%总资产	38.3%	36.2%	35.7%	33.5%
无形资产	7,884	7,832	7,781	7,730
非流动资产	16,650	16,729	16,850	17,010
%总资产	80.0%	78.8%	80.5%	78.4%
资产总计	20,802	21,237	20,925	21,704
短期借款	340	868	269	160
应付款项	1,290	1,465	987	1,096
其他流动负债	952	870	809	767
流动负债	2,581	3,203	2,065	2,022
长期贷款	2,062	1,376	1,376	1,376
其他长期负债	3,433	3,429	3,424	3,420
负债	8,076	8,008	6,866	6,819
普通股股东权益	8,049	8,450	9,173	9,892
少数股东权益	4,677	4,779	4,886	4,993
负债股东权益合计	20,802	21,237	20,925	21,704

比率分析

	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益(元)	0.60	0.77	0.80	0.80
每股净资产(元)	6.71	7.04	7.64	8.24
每股经营现金净流(元)	1.95	1.30	1.44	1.36
每股股利(元)	0.16	0.19	0.20	0.20
回报率				
净资产收益率	8.96%	10.93%	10.51%	9.70%
总资产收益率	3.97%	4.83%	5.12%	4.91%
投入资本收益率	7.04%	7.79%	7.99%	7.92%
增长率				
营业总收入增长率	4.21%	3.12%	2.11%	-1.06%
EBIT增长率	18.80%	15.22%	3.70%	-0.41%
净利润增长率	15.40%	28.06%	4.38%	-0.48%
总资产增长率	1.39%	2.09%	-1.47%	3.72%
资产管理能力				
应收账款周转天数	13.3	11.0	10.0	9.0
存货周转天数	24.4	22.6	20.1	17.8
应付账款周转天数	105.9	90.0	80.0	70.0
固定资产周转天数	424.9	470.3	446.1	438.6
偿债能力				
净负债/股东权益	24.64%	21.29%	12.21%	4.48%
EBIT利息保障倍数	5.3	6.5	6.7	6.7
资产负债率	38.82%	37.71%	32.81%	31.42%

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。