

## 昊华能源 (601101)

煤炭采掘业

**强烈推荐 (维持)**

### 受煤炭产销量减少影响，四季度业绩低于预期

张顺

S1060210050003  
010-59734975  
zhangshun030@pingan.com.cn

相关报告:

2010.11.08 煤质优良，未来成长明确——  
昊华能源 (601101) 调研报告 (强烈推荐)

**事项:** 公司发布公告，经公司财务部门初步测算，预计 2010 年度归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比增长 80% 以上。根据简单测算，2010 年实现净利润 8.5 亿元，其中四季度实现净利润 1.22 亿元，环比三季度下降 57%。

**点评:**

■ 四季度业绩大幅低于预期 (市场一致预期 2010 年业绩为 2.15 元，我们预测业绩为 2.32 元)。根据调研，最主要原因是公司煤炭产销量在四季度出现下降，主要缘于以下因素:

- **煤炭产销量减少:** 上市以后，公司更加重视生产安全，2010 年国庆期间，工人整体放假 7 天，大致影响煤炭产量约 10 亿吨左右，今后重大节假日放假可能将成为常态，比如春节期间，公司将停产休假 7-8 天，这将在一定程度上影响煤炭产销量。
- **煤炭出口量减少:** 在 2010 年底，由于船期的延误，使得部分煤炭销售 (约 8 万吨) 跨越会计年度，收益将计入 2011 年，从而减少了 2010 年的收益。
- **成本、费用年底的摊销:** 同时，我们判断全年的部分结账款项、费用等在四季度摊销较多，这也可能是业绩低于预期的原因。
- **此外，煤炭产销量的下降，部分在于公司调控之中，通过减少供给以达到新财年煤炭销售合同价格上涨的要求，这其中主要是出口煤价格。**

■ **投资亮点在于“资源禀赋好+未来两年成长性好”**

作为国内最大的无烟煤出口企业，预计 2011 年煤炭出口量将在 200 万吨左右，预计出口价格将在去年平均 185 美元/吨 (FOB) 的水平上涨至 215 美元/吨左右，同时公司募投项目高家梁煤矿逐步开始投产释放业绩，故公司 2011 年业绩增长仍较为明确，仍维持 2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.90 元、3.40 元的盈利预测不变，维持“强烈推荐”评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,144.2	3,096.9	4,310.5	5,033.0	5,959.5
YoY(%)	61.3%	-25.3%	39.2%	16.8%	18.4%
净利润(百万元)	714.9	471.9	860.0	1314.8	1555.8
YoY(%)	114.8%	-34.0%	82.3%	52.9%	18.3%
毛利率(%)	42.4%	39.1%	47.5%	52.5%	54.7%
净利率(%)	17.2%	15.2%	20.0%	26.1%	26.1%
ROE(%)	45.9%	26.3%	15.5%	20.3%	20.9%
EPS(摊薄/元)	2.08	1.37	1.89	2.90	3.43
P/E(倍)	21.8	33.0	23.9	15.6	13.2
P/B(倍)	10.0	8.7	3.7	3.2	2.8

**图表1 公司2010年单季度业绩简单比较**

单位：亿元	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4 (估算)
单季度利润	1.75	2.704	2.826	1.216

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**图表2 公司本部无烟煤产量预测**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭生产总量 (万吨)	501.0	463.0	513.0	505.0	515.0	515.0
煤炭销售总量	593.0	558.0	543.7	515.0	520.0	520.0
其中：自产煤销量	489.5	460.7	511.3	505.0	515.0	515.0
外购煤	103.4	97.3	32.5	10.0	5.0	5.0
出口煤量	189.0	185.2	132.2	190.0	200.0	200.0
占比 (%)	31.9%	33.2%	24.3%	40.0%	38.5%	38.5%
国内煤炭销量	403.9	372.8	411.5	315.0	320.0	320.0

资料来源：平安证券研究所

**图表3 公司本部无烟煤价格预测**

单位：元/吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商品煤综合销价	426.3	733.7	561.4	756.0	798.5	842.3
增长率 (%)		72.1%	-23.5%	34.7%	5.6%	5.5%
国内煤炭售价	372.8	543.2	504.4	560.0	610.0	650
增长率 (%)		45.7%	-7.1%	11.0%	8.9%	6.6%
出口煤售价 (FOB)	540.5	1117.1	738.8	1050.0	1100.0	1150
增长率 (%)		106.7%	-33.9%	42.1%	4.8%	4.5%

资料来源：平安证券研究所

**图表4 公司本部无烟煤生产成本预测**

单位：元/吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
吨煤综合成本	191.6	280.1	291.0	324.00	317.0	333.3
材料	37.8	92.6	59.0	68.00	70.0	80.0
人工费	99.7	128.5	177.6	195.00	190.0	195.0
电力	10.8	12.2	12.3	13.00	13.0	13.3
制造成本	43.2	46.9	42.2	48.00	44.0	45.0

资料来源：平安证券研究所

**图表5 公司高家梁矿生产预测预测**

单位：万吨、元/吨	2010E	2011E	2012E
高家梁煤矿 (80%)	200.0	350	600.0
洗出率	85.0%	85.0%	85.0%
商品煤产量	170.0	297.5	510.0
价格	260.0	280	300.0
吨煤成本	137.0	120	110.0

资料来源：平安证券研究所

附：财务报表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	514	465	2618	2728	3517	营业收入	4144	3097	4311	5033	5960
应收票据	138	185	169	197	233	营业成本	2385	1886	2263	2391	2701
应收账款	367	81	113	132	156	营业税金及附加	102	132	184	201	238
预付款项	50	41	42	43	44	销售费用	193	127	216	216	286
其他应收款	8	13	19	22	26	管理费用	443	306	474	468	656
存货	182	182	205	217	245	财务费用	45	32	21	-7	-8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	-15	0	0	0
长期股权投资	106	106	106	106	106	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	555	557	1437	2256	2735	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	427	1238	1019	1010	705	营业利润	964	628	1154	1764	2087
工程物资	0	29	29	29	29	营业外收支净额	-4	6	0	0	0
无形资产	474	595	602	606	606	税前利润	960	634	1154	1764	2087
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	243	160	288	441	522
资产总计	2832	3502	6360	7347	8406	净利润	717	474	865	1323	1565
短期借款	432	812	0	0	0	归属于母公司的净利润	715	472	860	1315	1556
应付票据	43	19	23	24	27	少数股东损益	2	2	5	8	9
应付账款	440	424	360	380	430	基本每股收益	2.08	1.37	1.89	2.90	3.43
预收款项	12	72	88	107	129	稀释每股收益	2.08	1.37	1.89	2.90	3.43
应付职工薪酬	11	18	18	18	18	<b>财务指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
应交税费	86	-28	-28	-28	-28	<b>成长性</b>					
其他应付款	144	111	111	111	111	营收增长率	61.3%	-25.3%	39.2%	16.8%	18.4%
其他流动负债	5	3	3	4	4	EBIT 增长率	97.9%	-36.8%	81.9%	49.6%	18.3%
长期借款	100	190	40	50	60	净利润增长率	114.8%	-34.0%	82.3%	52.9%	18.3%
负债合计	1273	1706	827	878	963	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	1558	1797	5533	6469	7442	销售毛利率	42.4%	39.1%	47.5%	52.5%	54.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	17.2%	15.2%	20.0%	26.1%	26.1%
净利润	717	474	865	1323	1565	ROE	45.9%	26.3%	15.5%	20.3%	20.9%
折旧与摊销	66	70	183	237	275	ROIC	36.46%	16.74%	15.57%	19.95%	20.55%
经营活动现金流	690	541	988	1530	1813	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-369	-1035	-850	-1050	-450	PE	21.8	33.0	23.9	15.6	13.2
融资活动现金流	-74	445	2015	-370	-574	P/S	3.8	5.0	4.8	4.1	3.5
现金净变动	247	-49	2153	110	790	P/B	10.00	8.67	3.72	3.18	2.76
期初现金余额	267	514	465	2618	2728	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	2.9%
期末现金余额	514	465	2618	2728	3517	EV/EBITDA	14.4	22.7	13.3	9.0	7.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257