

分析师： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

3 季度规模扩大，但盈利能力小幅下降

事件描述

昊华能源今日发布 2010 年 3 季度报告，主要内容如下：

- 2010 年前 3 季度，公司实现营业收入 29.9 亿元，同比增长 22.5%，实现归属于母公司的净利润 7.28 亿元，同比增长 73.88%；实现加权平均每股收益 1.74 元，摊薄每股收益 1.60 元，加权平均净资产收益率为 17.96%。
- 2010 年 3 季度，公司实现营业收入 11.7 亿元，同比增长 54.17%；实现归属于母公司的净利润 2.82 亿元，同比增长 275.52%；实现基本每股收益 0.62 元；加权平均净资产收益率为 5.51%，较去年上升 1.28 个百分点。

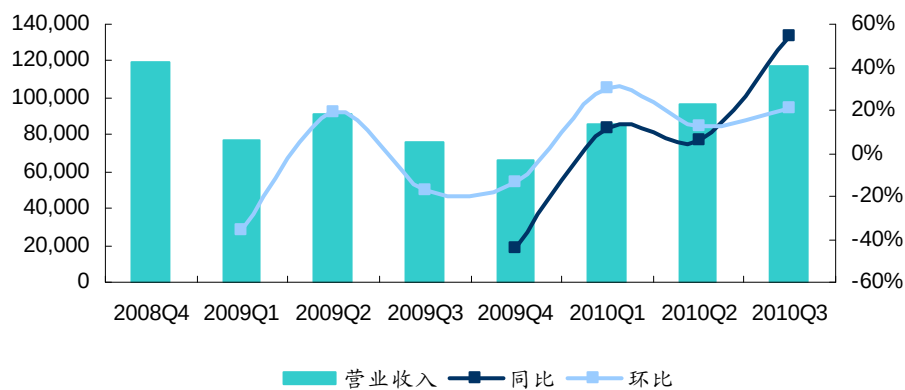
事件评论

第一，3 季度量价齐升，带来营业收入同比环比均大幅增长

2010 年 1-3 季度公司实现营业收入 29.9 亿元，同比增长 22.5%。其中，3 季度同比增长 54.2%，环比增长 21.27%。同比增长可能来源于无烟煤价格的上涨，以及产销量的提升。

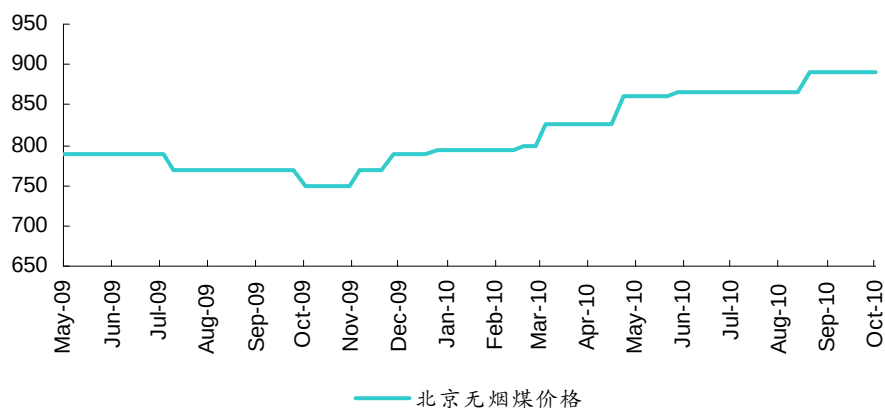
- 公司主要煤炭产品是无烟煤。公司代表煤种北京无烟末煤（7000 大卡）市场价同比上涨，前三季度均价约 840 元/吨，较去年同期涨幅约 8%。其中，3 季度均价为 872.69 元，较 2 季度平均上涨 25 元，涨幅为 2.95%。近期该煤种价格已经上涨至 890 元/吨；
- 公司约 1/3 以上煤炭产品出口销售，2 季度开始无烟煤出口价格大幅提升，7，8 月份全国出口均价达到 170 美元/吨，较上半年均价上涨 36.5%；
- 公司近几年本部产量基本稳定，2010 年主要增量来源于募投项目高家梁煤矿（设计产能 600 万吨），目前尚在试生产阶段，全年产量计划为 190 万吨，预计 2011 年和 2012 年可以分别达到 400 万吨和 600 万吨。

图 1: 3 季度公司营业收入同比和环比均有明显上涨



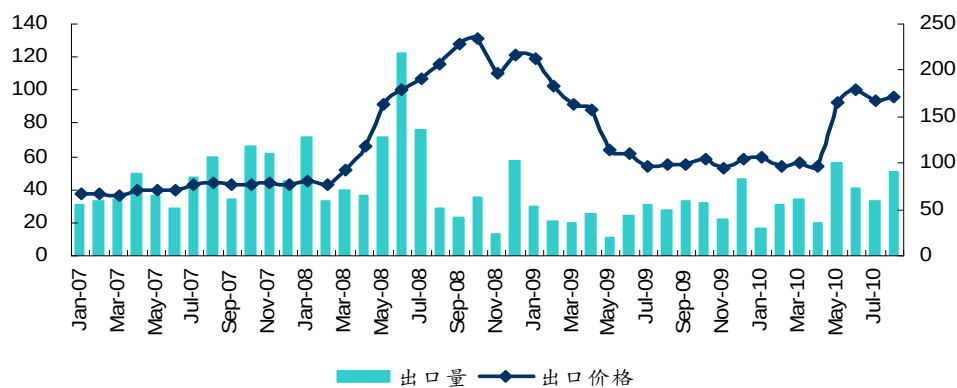
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 3 季度公司代表煤种北京无烟煤末煤价格继续上涨



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

图 3: 2 季度开始无烟煤出口价格大幅提升

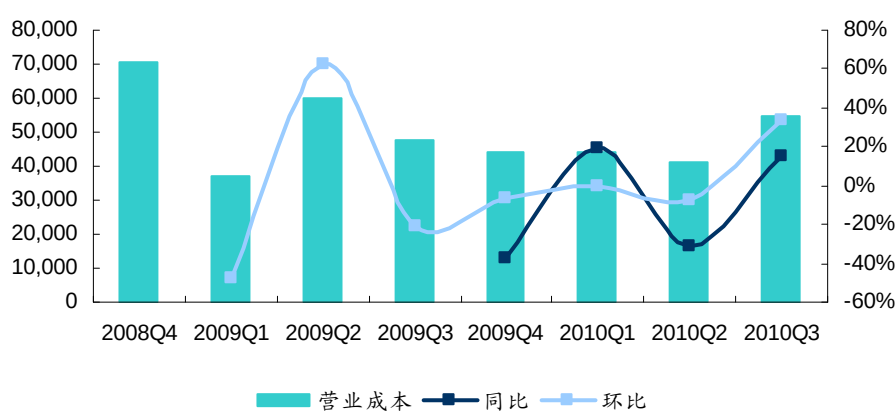


资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

第二，毛利率同比大幅上涨，但环比小幅下滑

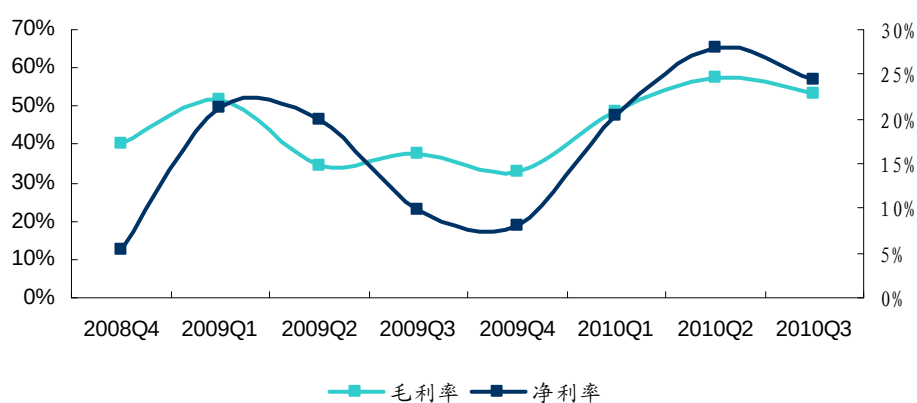
- 1-3 季度公司的营业成本同比上涨-2.96%，低于营业收入的增速，导致毛利率由去年的 40.85%，大幅上涨至 53.25%；其中，3 季度公司营业成本 5.47 亿元，同比增长 15.55%，环比增长 33.54%；
- 公司 3 季度期间费用率为 14.23%，较去年同期全年下降 0.77 个百分点。其中，管理费用同比下降 1.08%，财务费用同比下降 61.52%，销售费用大幅上涨 62.46%。
- 单季度来看，3 季度公司毛利率和净利率较 2 季度均有所下滑，其中毛利率由 2 季度的 57.49%下降至 53.19%，净利率由 28.02%下降至 24.45%。

图 4：3 季度公司营业成本同比环比均大幅上升

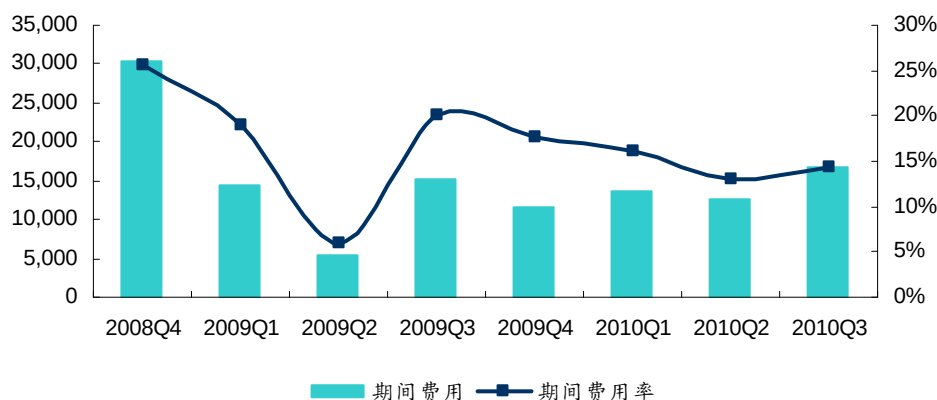


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：公司毛利率和净利率环比均小幅下降



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：公司 3 季度期间费用率小幅回升


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司未来成长性主要来自高家梁煤矿和红庆梁煤矿

公司京西矿区的煤矿产量基本稳定，未来产量增长主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿。

- 公司主要煤炭产品是无烟煤。公司目前拥有正在运营的煤矿三个，建有四处矿井，分别为木城涧煤矿、木城涧煤矿（大台井）、大安山煤矿及长沟峪煤矿，核定产能为 520 万吨，2007 年、2008 年和 2009 年，公司煤炭产量分别为 501 万吨、463 万吨和 513 万吨；
- 公司近三年产量增长主要来源于募投项目高家梁煤矿，目前项目正在试生产阶段，预计 2010 年-2012 年产量分别达到 190 万吨，400 万吨和 600 万吨，配套洗煤厂也正在建设中。
- 公司 1 月份公告拟收购红庆梁煤矿 60% 股权，目前项目正在申报中，预计设计产能将达到 600 万吨。

表 1：公司各矿井历年产量情况

	核定生产能力	2005	2006	2007	2008	2009
木城涧煤矿	150	177	159	163	156	150
木城涧煤矿大台井	100	83	94	95	71	93
大安山煤矿	160	153	150	153	144	160
长沟峪煤矿	110	87	88	90	92	110
合计	520	500	491	501	463	513

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：公司分煤种销量情况

	2006	2007	2008	2009
煤炭销售总量 (万吨)	587.06	592.95	558	543.74
其中：中块 (万吨)	41.98	41.4	36.47	48.7
小块 (万吨)	16.23	27.34	25.22	14.95
末煤 (万吨)	528.85	524.21	496.31	480.09

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 2.233 元，2.381 元和 2.443 元，维持“谨慎推荐”评级

我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 2.233 元，2.381 元和 2.443 元，对应的 PE 分别为 16.99 倍，15.94 倍和 15.54 倍，目前估值低于同行，2011 年业绩增长主要来源于高家梁煤矿的逐步达产，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3097	4461	5063	5649	货币资金	465	3903	4905	6109
营业成本	1886	2261	2690	3136	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1211	2200	2372	2513	应收账款	95	155	189	225
% 营业收入	39.1%	49.3%	46.9%	44.5%	存货	182	0	7	16
营业税金及附加	132	190	216	241	预付账款	41	48	57	67
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	127	178	203	226	流动资产合计	968	4373	5462	6755
% 营业收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	306	446	506	565	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	106	106	106	106
财务费用	32	21	-5	-9	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.5%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	1825	1969	1979	1810
资产减值损失	-15	4	3	3	无形资产	595	565	537	510
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	8	1	1	1
营业利润	628	1361	1451	1489	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.3%	30.5%	28.7%	26.3%	资产总计	3502	7015	8085	9183
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	812	0	0	0
利润总额	634	1361	1451	1489	应付款项	443	503	601	703
% 营业收入	20.5%	30.5%	28.7%	26.3%	预收账款	72	112	127	141
所得税费用	160	340	363	372	应付职工薪酬	18	21	25	29
净利润	474	1021	1088	1116	应交税费	-28	27	29	31
归属于母公司所有者					其他流动负债	114	135	159	184
的净利润	471.9	1014.0	1080.8	1109.0	流动负债合计	1431	796	940	1088
少数股东损益	2	7	7	7	长期借款	190	190	190	190
EPS (元/股)	1.04	2.23	2.38	2.44	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	85	85	85	85
经营活动现金流净额	541	1589	1610	1717	负债合计	1706	1072	1215	1363
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1670	5810	6729	7671
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	126	133	140	148
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1797	5943	6869	7819
固定资产投资	-1035	-445	-451	-356	负债及股东权益	3502	7015	8085	9183
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1035	-445	-451	-356		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.039	2.233	2.381	2.443
股权融资	149	3278	0	0	BVPS	4.86	16.89	19.56	22.30
银行贷款增加 (减少)	470	-812	0	0	PE	36.51	16.99	15.94	15.54
筹资成本	173	-173	-157	-157	PEG	1.11	0.52	0.48	0.47
其他	-346	0	0	0	PB	7.82	2.25	1.94	1.70
筹资活动现金流净额	445	2293	-157	-157	EV/EBITDA	24.33	7.90	6.54	5.57
现金净流量	-49	3437	1003	1203	ROE	28.3%	17.5%	16.1%	14.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。