

分析师：李晶
执业证书编号：S0050210030002
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

采掘

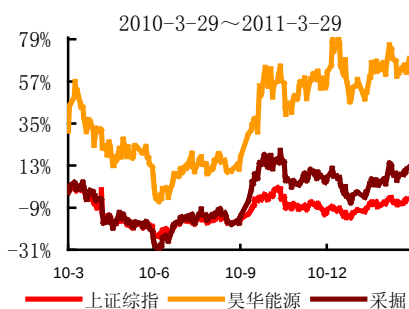
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	65

市场数据

市价(元)	30.23
上市的流通 A 股(亿股)	1.81
总股本(亿股)	7.50
52 周股价最高最低(元)	16.1-40.5
上证指数/深证成指	2902.98/12698.16
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

《昊华能源（601101）调研报告：煤炭新贵蓄势待发》2010 年 11 月 8 日

昊华能源 (601101. SH)

高家梁矿产能释放保证高成长 出口煤价上扬保证高盈利

投资要点

●2010 年公司业绩基本符合预期。2010 年公司实现营收 40.5 亿元，归属于母公司股东的净利润 8.7 亿元，同比分别增长 31%、85%，实现每股收益 2.05 元/股，净资产收益率 20%，同比下降 8 个百分点。公司拟每 10 股送 12 股派 7 元现金股利，现金红利占本年净利润的 36%。

●本部稳产高家梁矿提供增量，综合煤价小幅上涨。2010 年高家梁煤矿原煤产量 205.37 万吨，本部煤炭产量 500 万吨，合计 705 万吨，同比增长 37%。2010 年公司综合煤价约 571 元/吨，同比增长 2%。高家梁矿所产煤炭的低价格拉低了综合售价水平。2011 年随着铜匠川铁路的投入运营，高家梁煤炭将出省销售，销售价格有望获得显著提升。

●煤炭出口业务量价齐涨。2010 年公司出口煤炭 195 万吨，同比增长 47%，出口价格 894 元/吨，同比增长 21%，出口业务总收入同比增长 78%。煤炭出口业务以 28%的煤炭产量赚取 43%的销售收入。

●2011-2012 年高家梁矿逐步达产，公司煤炭产量预计同比增长 22%、28%。2011 年高家梁煤矿预计生产煤炭 360 万吨，2010 年达产 600 万吨，同比增长 22%、28%。后期红庆梁煤矿争取进入十二五规划，2013 年后公司煤炭产量持续增长可期。

●不考虑送股，预计 2011-2012EPS 分别为 2.89、3.49 元/股，维持“推荐”评级。假设 2011 年出口煤炭 180 万吨，新财年出口价格同比增长 15%，对应 2011 年动态 PE 为 17 倍。目标价 65 元。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3096.93	4047.17	5001.40	5979.26
增长率(%)	-25.27	30.68	23.58	19.55
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	471.85	872.56	1309.85	1583.54
增长率(%)	-33.99	84.92	50.12	20.89
毛利率(%)	39.11	50.85	57.17	57.58
净资产收益率(%)	28.25	16.19	20.53	21.28
EPS(元)	1.37	1.92	2.89	3.49
P/E(倍)	47.26	25.56	17.03	14.08
P/B(倍)	10.12	4.14	3.49	3.00

来源：公司年报、民族证券

正文目录

2010 年公司业绩基本符合预期 高分红预期兑现	3
2010 年高家梁矿投产原煤产量大增 37% 综合售价同比上涨 2%	3
2011-2012 年煤炭增量来自高家梁	4
公司业务简单清晰 盈利能力强	4
2011-2012 年每股收益预计 2.89、3.49 元/股	4

图表目录

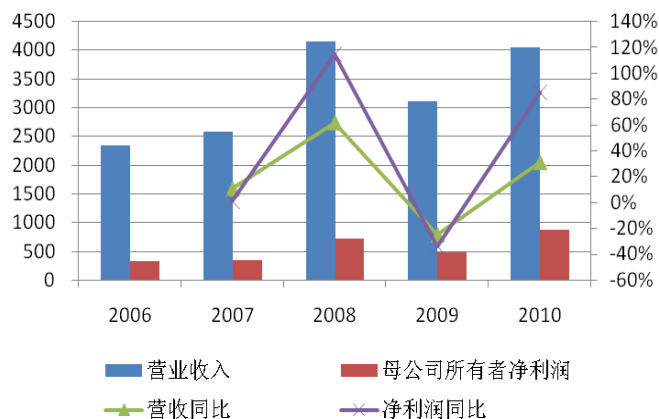
图 1：2006-2010 年昊华能源营收与净利润规模（单位：百万元）	3
图 2：2007-2010 年昊华能源营业收入规模（单位：百万元）	3
图 3：2007-2010 年昊华能源收入结构	3
图 4：2006-2010 年昊华能源现金分红占当年净利润比例	3
图 5：2007-2012 年昊华能源原煤产量及预测	3
图 6：2007-2010 年昊华能源煤炭售价走势	3
附录：财务预测表	5

2010 年公司业绩基本符合预期 高分红预期兑现

2010 年公司实现营收 40.5 亿元，归属于母公司股东的净利润 8.7 亿元，同比分别增长 31%、85%，实现每股收益 2.05 元/股，净资产收益率 20%，同比下降 8 个百分点。公司拟每 10 股送 12 股派 7 元现金股利，现金红利占本年净利润的 36%。

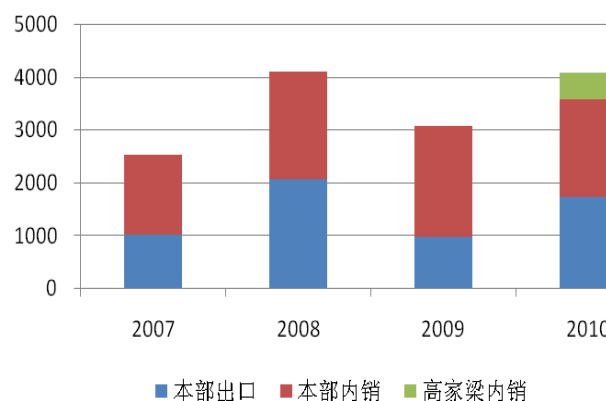
煤炭出口业务量价齐涨。2010 年公司出口煤炭 195 万吨，同比增长 47%，出口价格 894 元/吨，同比增长 21%，出口业务总收入同比增长 78%。煤炭出口业务以 28%的煤炭产量赚取 43%的销售收入。

图 1：2006-2010 年昊华能源营收与净利润规模（单位：百万元）



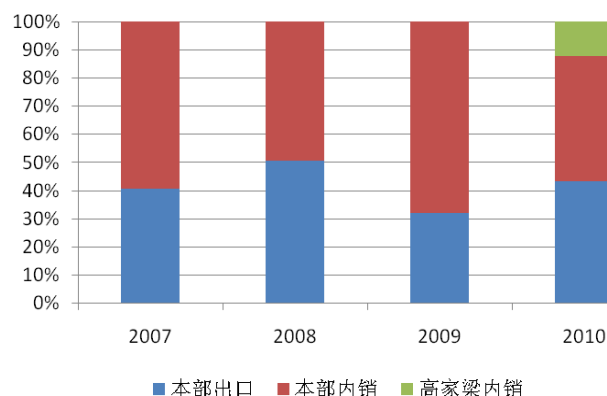
资料来源：公司公告，民族证券

图 2：2007-2010 年昊华能源营业收入规模（单位：百万元）



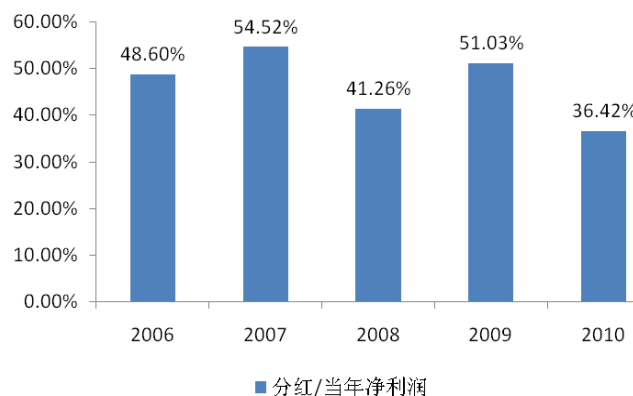
资料来源：公司公告，民族证券

图 3：2007-2010 年昊华能源收入结构



资料来源：公司公告，民族证券

图 4：2006-2010 年昊华能源现金分红占当年净利润比例



资料来源：公司公告，民族证券

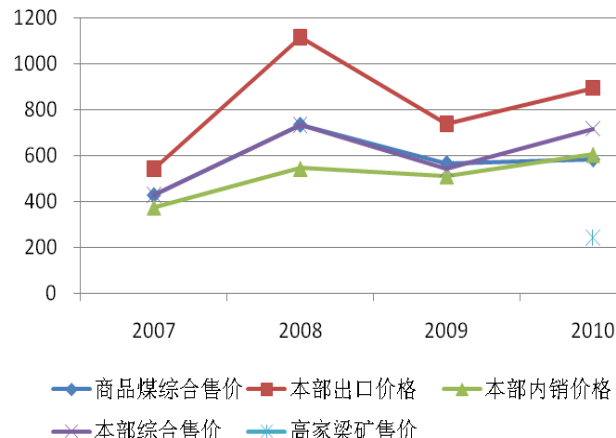
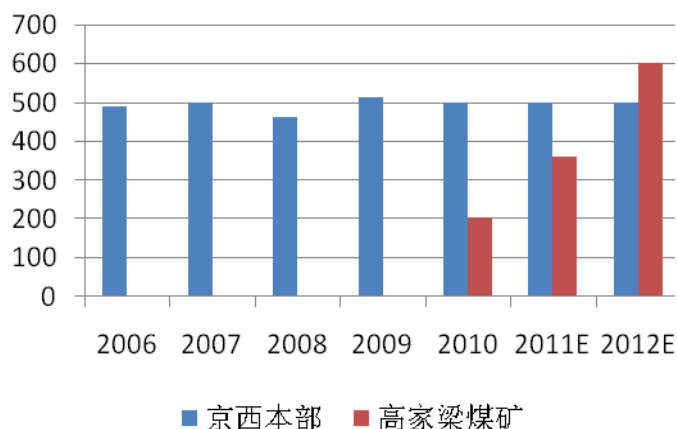
2010 年高家梁矿投产原煤产量大增 37% 综合售价同比上涨 2%

2010 年高家梁煤矿投产，贡献原煤产量 205.37 万吨，京西本部煤炭产量 500 万吨，合计 705 万吨，同比增长 37%。

经粗略测算，2010 年公司出口煤价上涨约 21%，京西本部煤炭内销均价上涨 15%。高家梁煤矿投产，煤炭售价约 240 元/吨，拉低公司商品煤综合售价至 570 元/吨左右，同比涨幅 2%。2011 年随着铜匠川铁路的投入运营，有利于高家梁的煤炭出省销售，销售价格与盈利能力有望显著提升。

图 5：2007-2012 年昊华能源原煤产量及预测

图 6：2007-2010 年昊华能源煤炭售价走势



资料来源: 公司公告, 民族证券

资料来源: 公司公告, 民族证券

2011-2012 年煤炭增量来自高家梁

2011 年高家梁煤矿预计贡献产量 360 万吨, 2012 年预计达产 600 万吨, 2011-2012 年高家梁矿原煤产量同比增速 75%、67%。京西本部产量稳定在 500 万吨/年的水平, 2011-2012 年公司煤炭产量合计为 860 万吨、1100 万吨, 同比增速 22%、28%。内蒙古红庆梁煤矿争取进入十二五规划, 预计成为 2013 年以后产量增长的主要来源。

公司业务简单清晰 盈利能力强

综合分析公司煤炭产地分布在京西本部和内蒙古地区, 面对国内、出口两个市场, 业务简单清晰。其中京西本部主产无烟烧结煤, 约 38% 的产量出口日韩, 62% 内销给钢铁企业和化工企业, 由于煤质较好, 盈利能力强, 初步测算 2010 年本部毛利率为 54% 左右, 达到 2006 年以来最好水平。受益于国际大宗商品价格上涨、日本灾后重建的需求增长等因素, 煤炭出口量及价格均看涨。国内市场方面, 下游客户相对稳定, 价格总体跟随焦煤价格同向变化。

受制于煤质及运输瓶颈, 2010 年高家梁煤矿售价不高, 但是由于开采条件好, 2011 年外运铁路开通后, 高家梁煤矿售价有望提高, 盈利能力可期。

2011-2012 年每股收益预计 2.89、3.49 元/股

核心假设:

- 1、2011-2012 财年出口煤炭价格同比分别上涨 15%、8%, 2011 年出口煤炭 180 万吨;
- 2、2011-2012 年京西本部内销价格上涨 10%、5%;
- 3、2011-2012 年高家梁煤矿价格上涨 8%、5%;
- 4、2011-2012 年本部生产成本上涨 9%、9%;
- 5、2011-2012 年煤炭产量 860、1100 万吨。

不考虑送股, 预计 2011-2012EPS 分别为 2.89、3.49 元/股, 对应 2011 年动态 PE 为 17 倍。公司煤炭业务经营稳健, 未来适时介入清洁能源领域, 发展前景看好, 维持“推荐”评级。给予目标价 65 元。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	968	3,530	5,672	6,228
现金	465	2,668	5,011	5,439
应收账款	266	490	450	538
其它应收款	13	31	27	33
预付账款	41	97	69	82
存货	182	244	114	135
其他	0	0	0	0
非流动资产	2,535	5,308	3,563	4,231
长期投资	106	147	147	147
固定资产	1,825	2,741	2,501	2,990
无形资产	595	2,414	900	1,076
其他	8	7	15	18
资产总计	3,502	8,838	9,235	10,458
流动负债	1,431	2,203	1,592	1,775
短期借款	812	0	900	957
应付账款	443	650	458	542
其他	176	1,553	234	277
非流动负债	275	29	210	251
长期借款	190	0	200	239
其他	85	29	10	12
负债合计	1,706	2,232	1,802	2,026
少数股东权益	126	1,216	1,257	1,306
股本	344	454	454	454
资本公积金	180	3,235	3,235	3,235
留存收益	1,020	1,574	1,967	2,442
归属母公司股东权益	1,670	5,389	6,381	7,441
负债和股东权益	3,502	8,837	9,440	10,773

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	698	2,226	166	1,752
净利润	472	873	1,310	1,584
折旧摊销	70	111	54	65
财务费用	32	40	49	58
投资损失	0	4	0	0
营运资金变动	135	1,188	-1,286	-9
其它	-11	11	39	55
投资活动现金流	-1,034	-2,891	1,699	-730
资本支出	-1,034	-2,846	1,699	-730
长期投资	0	-45	0	0
其他	0	1	2	3
筹资活动现金流	341	2,790	478	-594
短期借款	380	-812	900	56
长期借款	90	-190	200	39
普通股增加	-35	3,087	0	0
资本公积增加	0	3,055	0	0
其他	-94	-2,350	-622	-690
现金净增加额	6	2,125	2,343	428

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3,097	4,047	5,001	5,979
营业成本	1,886	1,989	2,142	2,537
营业税金及附加	132	245	303	362
营业费用	127	179	225	269
管理费用	306	426	475	568
财务费用	32	40	49	58
资产减值损失	-15	6	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-4	0	0
营业利润	628	1,158	1,800	2,177
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	634	1,158	1,800	2,177
所得税	160	299	450	544
净利润	474	875	1,350	1,633
少数股东损益	2	3	41	49
归属母公司净利润	472	873	1,310	1,584
EBITDA	715	1,319	1,911	2,308
EPS（元）	1.37	1.92	2.89	3.49

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-25.27%	30.68%	23.58%	19.55%
营业利润	-34.89%	84.52%	55.44%	20.89%
归属母公司净利润	-33.99%	84.92%	50.12%	20.89%
获利能力				
毛利率	39.11%	50.85%	57.17%	57.58%
净利率	15.24%	21.56%	26.19%	26.48%
ROE	28.25%	16.19%	20.53%	21.28%
ROIC	16.41%	13.10%	15.00%	15.94%
偿债能力				
资产负债率	48.71%	25.25%	19.51%	19.38%
净负债比率	31.04%	0.67%	12.02%	11.55%
流动比率	0.68	1.60	3.56	3.51
速动比率	0.55	1.49	3.49	3.43
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.46	0.54	0.57
应收帐款周转率	11.64	8.26	11.11	11.11
应付帐款周转率	89.04	126.25	80.00	80.00
每股指标(元)				
每股收益	1.37	1.92	2.89	3.49
每股经营现金	2.03	4.90	0.37	3.86
每股净资产	4.86	11.87	14.06	16.39
估值比率				
P/E	35.81	25.56	17.03	14.08
P/B	10.12	4.14	3.49	3.00
EV/EBITDA	25.31	17.87	12.91	10.75

分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn