

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

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

执业证书编号： S0490510120022

受益于国际煤价上涨，2 季度环比业绩继续提升

事件描述

昊华能源今日发布 2011 年半年报，其主要内容为：

- 2011 年上半年公司实现营业收入 32.07 亿元，同比增长 75.90%；实现利润总额 9.90 亿元，同比增长 70.33%；实现归属于母公司的净利润 7.25 亿元，同比增长 66.36%；
- 上半年实现基本每股收益 0.72 元，加权平均净资产收益率为 12.54%，同比减少 0.23 个百分点。

事件评论

第一，受益于煤价的上涨，公司同比业绩大幅增长，但 2 季度毛利率有所下降，可能来源于高家梁地区盈利能力下降

2 季度公司实现摊薄后每股收益 0.385 元，较 1 季度上涨 13.5%，主要来源于国际煤价的上涨；上半年营业收入和营业成本同比分别增长 75.90%和 94.40%，主要由于子公司贸易量的上涨和高家梁煤矿的投产；不过 2 季度毛利率水平环比下滑，可能源于高家梁矿盈利能力下降；

第二，上半年业绩增长来源于京西地区售价同比大幅增长，预计 2 季度开始出口价格已上涨至 230-235 美元/吨

公司 11 业绩同比增长主要来源于煤价的上涨，预计国内和出口价格同比涨幅分别达到 15%和 30%以上：（1）1-6 月，京西地区无烟末煤和电煤市场价格同比分别上涨 15%和 14%；（2）预计 11 年公司出口无烟煤约 200 万吨，占本部销量的约 40%，出口煤价格由 10 财年的 185 美元/吨，预计上涨至 230-235 美元/吨；（3）预计上半年高家梁地区吨煤净利约 35 元/吨，预计随着下半年洗煤厂的正常运转和铁路投入运营，盈利能力将进一步提升；

第三，11-15 年产量增长主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，复合增长率为 20%

公司 2011-2015 年增量主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，预计 2011 年-2013 年产量分别为 870 万吨，1120 万吨和 1220 万吨，至 2015 年达到 1720 万吨，复合增长率为 20%；

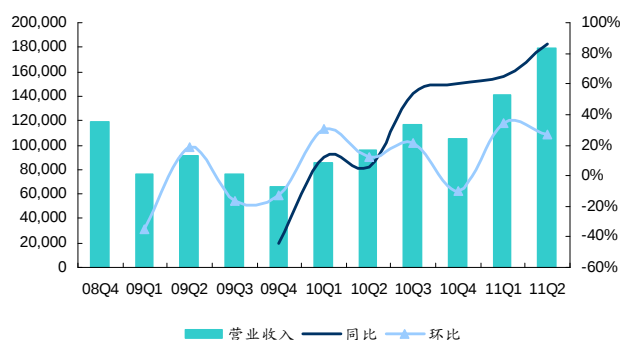
- 高家梁煤矿：设计产能 600 万吨，预计 2011 年-2012 年产量分别为 350 万吨和 600 万吨。高家梁矿 2010 年净利润为 1419 万元，预计 11 年随着洗煤厂的正常运行和铁路线的投产，高家梁矿吨煤盈利有望达到 80 元/吨；
- 红庆梁煤矿：设计产能 600 万吨，尚未开工，预计工期为 2 年；

第四，看好公司国际煤价上涨带来的预计提升以及近三年的成长性，预计 2011 年，2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.449 元、1.727 元和 1.807，对应 PE 为 18.92 倍、15.87 倍和 15.17 倍，维持“推荐”评级

第一，受益于煤价的上涨，公司同比业绩大幅增长，但 2 季度毛利率有所下降

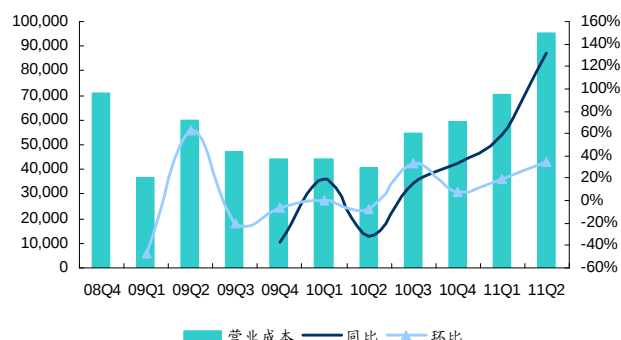
- 2 季度公司实现摊薄后每股收益 0.385 元，较 1 季度的 0.339 元上涨 13.5%，主要来源于国际煤价的上涨；
- 上半年公司实现营业收入和营业成本分别为 32.07 亿元和 16.56 亿元，同比分别增长 75.90%和 94.40%，收入成本大幅增长主要由于子公司贸易量的上涨和高家梁煤矿的投产；
- 上半年公司毛利率水平为 48.38%，同比下降 4.91 个百分点。其中 1、2 季度分别为 50.21%和 46.94%。公司 2 季度毛利率环比下滑，可能源于高家梁矿盈利能力下降；
- 上半年公司期间费用为 3.77 亿元，同比上涨 43.6%，期间费用率为 11.74%，同比下滑 2.64 个百分点。其中，2 季度较 1 季度环比下降 1.34 个百分点。分单项来看，管理费用为 2.29 亿元，同比上涨 36.62%，主要由于高家梁投入运营管理费用的上升和工资的上调。

图 1：公司 2 季度营业收入环比增加 26.53%



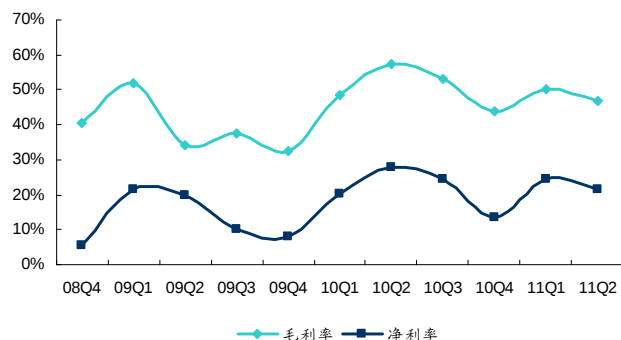
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司 2 季度营业成本环比增加 34.85%



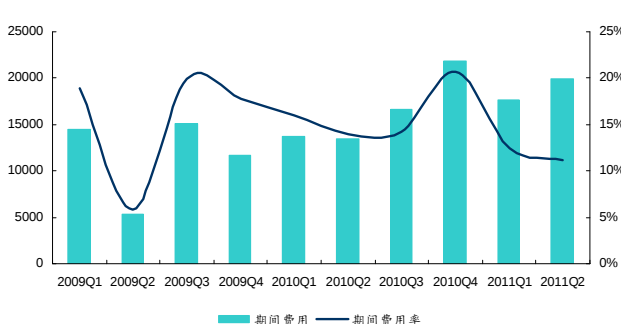
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司 2 季度毛利率净利率同比环比均下降



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：公司 2 季度期间费用率环比下降 1.34 个百分点



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，上半年业绩增长来源于京西地区售价同比大幅增长，预计 2 季度开始出口价格已上涨至 230-235 美元/吨

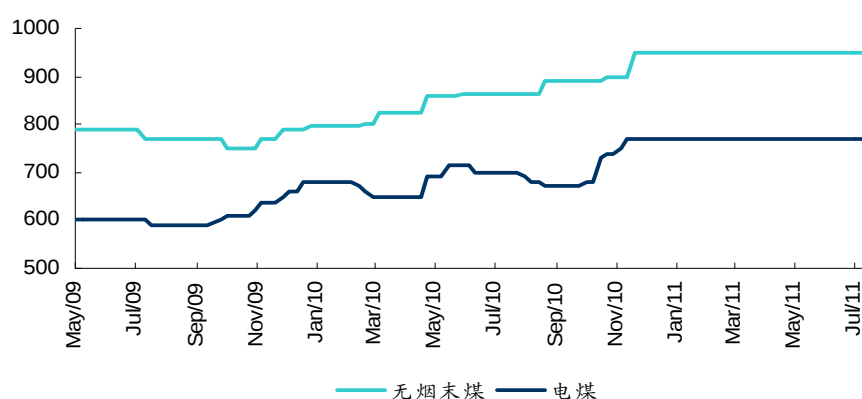
公司上半年业绩同比增长主要来源于煤价的上涨，预计国内和出口价格同比涨幅分别达到 15%和 30%以上。

- 2010 年公司吨煤平均价格为 566 元，其中，公司本部（京西矿区）吨煤价格为 722.23 元，高家梁矿区的平均价格约为 190 元/吨。11 年 1-6 月，公司本部京西地区，各煤种价格上涨明显，其中，无烟末煤和电煤价格同比分别

上涨 15%和 14%;

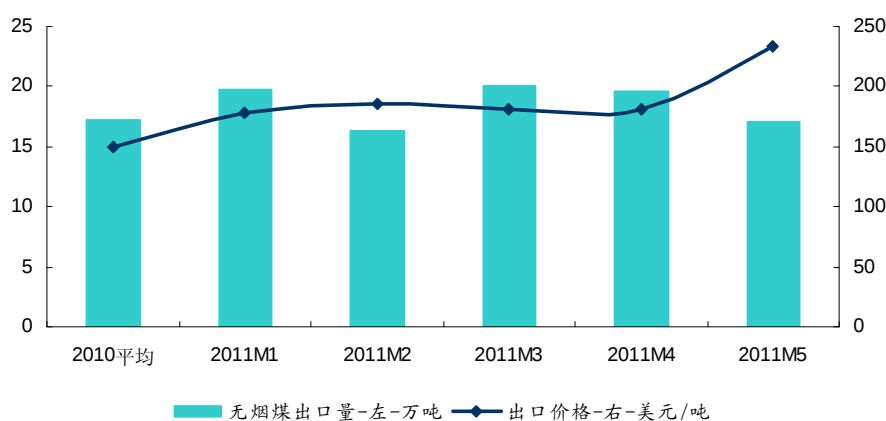
- 预计 11 年公司出口无烟煤约 200 万吨，占本部销量的约 40%，公司海外客户包括日本新日铁（销售收入占比 15.1%）、韩国浦项制铁等（销售收入占比 13.9%）等。价格方面，10 财年公司出口价格在 185 美元/吨左右，预计 11 财年上涨至 230-235 美元/吨；
- 预计上半年高家梁地区吨煤净利约 35 元/吨，预计随着下半年洗煤厂的正常运转和铁路投入运营，盈利能力将进一步提升。

图 5：上半年京西地区无烟末煤和电煤价格同比分别上涨 15%和 14%



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 6：北京地区无烟煤 5 月份出口平均价格达到 234 美元/吨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，11-15 年产量增长主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，复合增长率为 20%

公司 2011-2015 年增量主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，预计 2011 年-2013 年产量分别为 870 万吨，1120 万吨和 1220 万吨，至 2015 年达到 1720 万吨，复合增长率为 20%。

- 高家梁煤矿：设计产能 600 万吨，主要煤种是动力煤，洗出率 80%，预计 2011 年-2012 年产量分别为 350 万吨和 600 万吨。煤矿配有 600 万吨洗煤厂，以及配套铜匠川铁路专用线项目（59%）；高家梁矿 2010 年净利润为 1419 万元，吨煤净利约 7 元/吨，上半年盈利有所好转吨煤净利可能达到 30 元/吨以上，预计随着洗煤厂的正常运行和

铁路线的投产，高家梁矿吨煤盈利有望达到 80 元/吨；

- 红庆梁煤矿：设计产能 600 万吨，资源储量 7.42 亿吨，主要煤种是动力煤，目前采矿权许可证尚未批复，建设期为 2 年；
- 另外，公司积极拓展国内外煤炭资源。其中，公司出资 200 万美元设立的全资子公司昊华能源国际（香港）有限公司，主要负责国外资源的勘探，根据京煤集团相关新闻，公司今年多次赴国外进行矿业考察。2011 年昊华香港的资本支出计划为 1 亿元。

表 1：公司各矿井产量

矿井名称	主要煤种	可采储量	核定产能	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
木城涧煤矿	无烟煤	9,355	150	163	156	150	150	150	150	150	150	150
木城涧矿大台井	无烟煤	6,072	100	95	71	93	100	100	100	100	100	100
大安山煤矿	无烟煤	4,821	160	153	144	160	150	160	160	160	160	160
长沟峪煤矿	无烟煤	3,705	110	90	92	110	100	110	110	110	110	110
小计		23,952	520	501	463	513	500	520	520	520	520	520
高家梁煤矿	动力煤	82,700	600				205	350	600	600	600	600
红庆梁煤矿										100	300	600
合计		106,652	1120	501	463	513	705	870	1120	1220	1420	1720

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：公司未来 4 年产量复合增长率达到 20%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，看好公司国际煤价上涨带来的预计提升以及近三年的成长性，预计 2011 年，2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.449 元、1.727 元和 1.807，对应 PE 为 18.92 倍、15.87 倍和 15.17 倍，维持“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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4047	5565	6649	6984	货币资金	2668	3889	5494	7084
营业成本	1989	2454	2940	3103	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2058	3112	3709	3881	应收账款	260	361	449	491
% 营业收入	50.8%	55.9%	55.8%	55.6%	存货	244	290	355	382
营业税金及附加	245	337	402	423	预付账款	97	119	142	150
% 营业收入	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	179	245	293	307	流动资产合计	3530	5014	6865	8554
% 营业收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	426	557	665	698	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	147	147	147	147
财务费用	40	-11	-17	-23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	2745	3062	3364	3549
资产减值损失	6	0	0	0	无形资产	2414	2293	2178	2069
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-4	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	1158	1985	2366	2475	其他非流动资产	-4	-4	-4	-4
% 营业收入	28.6%	35.7%	35.6%	35.4%	资产总计	8838	10512	12550	14314
营业外收支	16	0	0	0	短期贷款	31	0	0	0
利润总额	1175	1985	2366	2475	应付款项	650	696	841	896
% 营业收入	29.0%	35.7%	35.6%	35.4%	预收账款	102	139	166	175
所得税费用	299	496	592	619	应付职工薪酬	26	32	38	40
净利润	875	1489	1775	1857	应交税费	30	47	56	58
归属于母公司所有者					其他流动负债	1364	1693	2027	2138
的净利润	872.6	1448.8	1727.4	1807.1	流动负债合计	2203	2606	3128	3307
少数股东损益	3	40	47	50	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.87	1.45	1.73	1.81	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	29	29	29	29
经营活动现金流净额	837	1914	2314	2208	负债合计	2232	2635	3157	3336
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	5390	6621	8090	9626
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-396	0	0	0	少数股东权益	1216	1256	1303	1353
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	6606	7878	9393	10979
固定资产投资	-935	-456	-466	-370	负债及股东权益	8838	10512	12550	14314
其他	-47	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1378	-456	-466	-370		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.873	1.449	1.727	1.807
股权融资	3705	0	0	0	BVPS	11.87	14.58	17.82	21.20
银行贷款增加（减少）	-502	-31	0	0	PE	31.41	18.92	15.87	15.17
筹资成本	340	-206	-242	-248	PEG	1.14	0.69	0.58	0.55
其他	-800	0	0	0	PB	2.31	1.88	1.54	1.29
筹资活动现金流净额	2743	-237	-242	-248	EV/EBITDA	18.92	10.54	8.34	7.40
现金净流量	2202	1221	1605	1590	ROE	16.2%	21.9%	21.4%	18.8%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。