

2011 年 8 月 4 日

昊华能源

成长性需要等待

A
持有 (买入)

601101.SS - 人民币 28.90

目标价格: 人民币 30.58

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	35	(5)	10	96
相对新华富时 A50 指数(%)	40	(0)	20	102

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,000
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	6,936
3 个月日均交易额(人民币 百万)	475
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
北京京煤集团	62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

公司成长空间较大, 但 2013-14 年可能出现产量增长的断层, 且 2011-12 年新增产量的盈利能力较弱。公司 2015 年前的原煤增量主要来自内蒙的高家梁煤矿, 该矿有望于 2012 年全部达产。该矿今年上半年生产原煤 164 万吨, 吨煤净利为 26 元/吨, 不足公司本部煤矿的 10%; 预计该矿稳产后, 吨煤净利也仅至 60-80 元/吨。公司本部产量稳定, 今年上半年贡献了 79% 的毛利润增量。我们很难期望公司未来几年都依靠本部价格的大幅上涨。我们维持 30.58 元的目标价, 但由于上涨空间较小, 下调评级由买入至持有。

支撑评级的要点

- 2013-14 年可能没有新增产量。公司 2011-12 年的产量增长点主要来自持股 80% 的高家梁矿。该矿产能为 600 万吨/年, 预计其 2011-12 年产量为 357 万吨和 600 万吨。除高家梁矿外, 公司还有产能 600 万吨/年, 持股 60% 的红庆梁煤矿在进行前期工作。鉴于该矿尚未拿到采矿权批复, 我们预计该矿即使获得批复, 最早也要 2012 年开工, 2015 年投产, 在 2015 年前较难贡献产量。
- 高家梁矿盈利能力较弱。高家梁矿今年上半年生产原煤 164 万吨, 吨煤净利仅 26 元/吨; 区域内可比公司 (同等产能、运力、煤质) 稳产状态的吨煤净利也仅 60-80 元/吨, 远低于公司本部 276 元的吨煤净利。
- 公司本部产量稳定。依靠煤价上涨, 本部今年上半年贡献了 79% 的毛利润增量。我们很难期望公司未来几年的业绩都依靠本部价格的大幅上涨。

评级面临的主要风险

- 公司未来可能在内蒙和澳大利亚继续获得新的勘探资源, 以丰富其煤炭储量及未来的产能, 可能对股价有刺激。

估值

- 公司 2011-12 年的成长性一般, 且 2013-14 年可能出现产量增长的断层。公司 2012-13 年的估值均高于行业平均的 16 和 14 倍, 估值偏高。我们维持 30.58 元的目标价, 但由于股价上涨空间较小, 下调评级由买入至持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,097	4,047	6,523	7,889	8,879
变动(%)	(25)	31	61	21	13
净利润(人民币 百万)	472	881	1,393	1,645	1,861
全面摊薄每股收益(人民币)	0.472	0.881	1.393	1.645	1.861
变动(%)	(34.0)	86.7	58.2	18.1	13.1
全面摊薄市盈率(倍)	61.2	32.8	20.7	17.6	15.5
每股现金流量(人民币)	0.54	0.84	1.09	1.61	1.95
价格/每股现金流量(倍)	53.4	34.5	26.4	18.0	14.8
企业价值/息税折旧旧前利润(倍)	41.3	20.8	13.2	11.1	9.7
每股股息(人民币)	0.318	0.318	0.508	0.600	0.679
股息率(%)	1.1	1.1	1.8	2.1	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年利润增长几乎全部来自本部矿区

公司上半年销售商品煤 420 万吨，其中高家梁矿 164 万吨、出口煤炭 106 万吨。我们预计公司全年销售商品煤 857 万吨，其中高家梁矿销售 357 万吨，出口煤炭 200 万吨。

上半年，公司本部的京西矿区产量稳定，但贡献了 79% 的毛利增量：一方面是由于今年整体煤价的上涨；一方面是由于冶金煤占比提高。公司 2010 年生产冶金煤 21 万吨，今年上半年已经提高至 17 万吨。

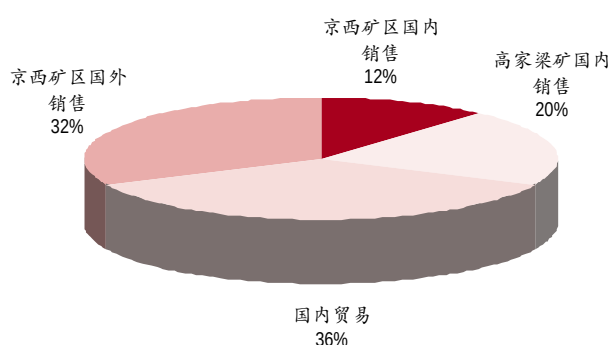
公司上半年每股收益 0.72 元，其中本部矿区贡献 0.71 元，高家梁矿区贡献 0.04 元，贸易业务贡献 0.01 元，铁路业务亏损 0.04 元。

图表 2. 2011 年 1-6 月经营状况

	京西矿区 国内销售	京西矿区 国外销售	高家梁煤矿	总计
商品煤销量(万吨)	150	106	164	420
商品煤销量占比(%)	26	25	39	100
商品煤售价(元/吨)	760	1,165	203	639
商品煤成本(元/吨)	341	430	132	276
商品煤毛利(元/吨)	420	759	71	363
商品煤收入(百万元)	1,116	1,235	333	2,684
毛利率(%)	54	65	35	57

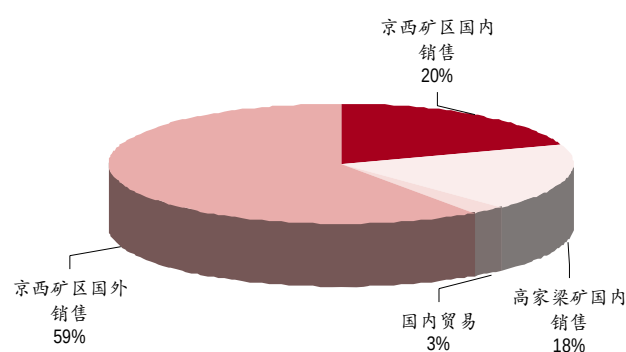
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2011 年 1-6 月份公司收入增量构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4. 2011 年 1-6 月份公司毛利润增量构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

11-12 年的新增产量盈利能力较弱

我们预计公司 2011-13 年的产量分别为 857 万吨、1,100 万吨和 1,100 万吨。高家梁矿为公司 2012 年的主要产量增长点，产能 600 万吨/年，预计其 2010-12 年的产量为 205 万吨、357 万吨和 600 万吨。

公司今年上半年的毛利润增量中，仅有 18% 来自高家梁矿。高家梁矿上半年的税前利润为 5,690 万元，净利润率 13%，折合每股收益 0.043 元。该矿今年上半年吨煤净利 26 元/吨；远低于公司本部煤矿的 276 元/吨。

考虑到下一节提到的改善空间后，我们预计高家梁矿的吨煤净利有望提升至 60-80 元/吨，则该矿达产后的净利润为 2.9-3.8 亿元，折合每股收益 0.29-0.38 元，较我们对公司 2011 年 1.39 元的每股收益预测，仅有 21%-27% 的增长。

高家梁矿盈利能力尚有提升空间

高家梁矿未来盈利能力提高，主要通过三个方面：一是入洗率尚有较少的提升空间；二是铁路批复有利于该矿释放产量，扩大销售范围；三是公司正在尝试将部分精煤转为喷吹煤配煤销售。

- 1) 高家梁矿目前已经实现 36% 的入洗率，洗出率为 91%。公司目前只入洗直径 13 毫米的煤，我们预计公司未来将通过技术改进，可以入洗 10 毫米以上的煤。我们预计公司的入洗率有望提高至 40%，但上涨空间不大。
- 2) 我们预计高家梁矿今年产量为 357 万吨，全部为公路运输；目前该矿周边公路的运输能力基本为 350 万吨/年左右。公司能否在 2012 年实现 600 万吨的产量，主要取决于呼和浩特铁路局对其专有铁路的批复。公司连接至国铁的铁路，全长 23 公里，目前已经基本建成，等待批复。
- 3) 我们认为一旦该铁路获得批复，不仅可以充分释放高家梁煤矿的产量，还可以提升高家梁煤矿的综合售价（销售范围扩大），也可以使铁路业务扭亏为盈（预计今年上半年亏损 3,000 万元左右）。
- 4) 高家梁矿所产煤炭目前全部用作动力煤，公司正在积极尝试，将其洗精煤用途延伸至喷吹煤配煤。

煤炭贸易业务拉低公司整体毛利率

公司上半年的营业收入中，36%或5亿元来自利润率较低（净利润率 2%）的煤炭贸易业务。因而公司上半年毛利率同比下降5个百分点至48%。公司上半年煤炭贸易量为89万吨，我们预计其2011年的煤炭贸易量为200万吨，2013年有望达到500万吨的贸易量。

公司贸易业务的煤源主要来自于晋陕蒙冀地区，客户主要多分布在南方沿海地区。

2013-14年可能没有新的产量增长点

公司短期的增长来自高家梁煤矿，中长期的增长将由待建的红庆梁煤矿提供。公司持有红庆梁煤矿60%的股权。目前该矿已经勘探完毕，正在进行前期工作，尚未获得国家批复。我们认为该矿的批复需要等待煤炭“十二五”规划出台后。

我们预计该矿2012年开工建设（如果能够获得国家批复），按照3年的建设周期计算，我们预计其2015年投产。届时，公司的煤炭产能将达到1,700万吨（权益产能为1,340万吨），较现有产能增长55%。我们认为公司未来的增长将不限于上述，公司有继续在内蒙和澳大利亚增加煤炭资源储备的可能性，未来产能增长或会超预期，但新增煤矿基本为筹建矿。总之，我们认为公司2013-15年期间，没有产量增长的概率较高。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,097	4,047	6,523	7,889	8,879
销售成本	(1,886)	(1,989)	(3,475)	(4,242)	(4,753)
经营费用	(496)	(739)	(947)	(1,181)	(1,298)
息税折旧前利润	715	1,319	2,101	2,465	2,828
折旧及摊销	(70)	(111)	(193)	(200)	(235)
经营利润(息税前利润)	646	1,208	1,908	2,266	2,593
净利息收入/(费用)	(32)	(40)	(43)	(48)	(53)
其他收益/(损失)	21	14	10	10	10
税前利润	634	1,183	1,875	2,228	2,551
所得税	(160)	(299)	(469)	(557)	(638)
少数股东权益	(2)	(3)	(13)	(26)	(52)
净利润	472	881	1,393	1,645	1,861
每股收益(人民币)	0.472	0.881	1.393	1.645	1.861
每股股息(人民币)	0.318	0.318	0.508	0.600	0.679
收入增长(%)	(25)	31	61	21	13
息税前利润增长(%)	(37)	87	58	19	14
息税折旧前利润增长(%)	(34)	84	59	17	15
每股收益增长(%)	(34)	87	58	18	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	465	2,668	3,064	2,774	2,747
应收帐款	81	229	369	446	502
库存	182	244	426	520	582
其他流动资产	239	390	1,575	1,393	1,074
流动资产总计	968	3,530	5,433	5,133	4,905
固定资产	1,825	2,741	2,496	2,813	3,897
无形资产	595	2,414	2,396	3,109	3,821
其他长期资产	114	154	154	154	154
长期资产总计	2,535	5,308	5,045	6,076	7,872
总资产	3,502	8,838	10,479	11,209	12,777
应付帐款	424	650	1,135	1,385	1,552
短期债务	812	31	671	31	31
其他流动负债	195	1,523	594	642	809
流动负债总计	1,431	2,203	2,399	2,058	2,392
长期借款	190	0	0	0	0
其他长期负债	85	29	29	29	29
股本	344	454	1,000	1,000	1,000
储备	1,326	4,936	5,821	6,866	8,049
股东权益	1,670	5,390	6,821	7,866	9,049
少数股东权益	126	1,216	1,230	1,256	1,308
总负债及权益	3,502	8,838	10,479	11,209	12,777
每股帐面价值(人民币)	1.67	5.39	6.82	7.87	9.05
每股有形资产(人民币)	1.08	2.98	4.42	4.76	5.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	(2.64)	(2.39)	(2.74)	(2.72)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	634	1,183	1,875	2,228	2,551
折旧与摊销	70	111	193	200	235
净利息费用	32	40	43	48	53
运营资本变动	(23)	(203)	(539)	(291)	(204)
税金	(160)	(299)	(469)	(557)	(638)
其他经营现金流	(12)	6	(9)	(22)	(48)
经营活动产生的现金流	541	837	1,094	1,606	1,948
购建固定资产净额	(1,037)	(939)	(1,194)	(1,300)	(1,300)
投资减少/(增加)	2	(39)	4	4	4
其它投资现金流	0	(400)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,035)	(1,378)	(1,190)	(1,296)	(1,296)
净增权益	149	3,705	0	0	0
净增债务	470	(502)	1,000	0	0
其他融资现金流	(173)	(460)	(508)	(600)	(679)
融资活动产生的现金流	445	2,743	492	(600)	(679)
现金变动	(49)	2,202	396	(290)	(27)
期初现金	514	465	2,668	3,064	2,774
公司自由现金流	(494)	(541)	(96)	310	652
权益自由现金流	(197)	(1,383)	396	(290)	(27)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.1	32.6	32.2	31.3	31.9
息税前利润率	20.8	29.8	29.3	28.7	29.2
税前利润率	20.5	29.2	28.7	28.2	28.7
净利率	15.2	21.8	21.4	20.9	21.0
流动性(倍)					
流动比率	0.7	1.6	2.3	2.5	2.1
利息覆盖倍数	19.9	30.6	43.9	47.4	49.3
净权益负债率(%)	29.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.5	1.5	2.1	2.2	1.8
估值(倍)					
市盈率	61.2	32.8	20.7	17.6	15.5
市净率	17.3	5.4	4.2	3.7	3.2
价格/现金流	53.4	34.5	26.4	18.0	14.8
企业价值/息税折旧前利润	41.3	20.8	13.2	11.1	9.7
周转率					
存货周转天数	35.3	39.1	35.2	40.7	42.3
应收帐款周转天数	9.6	20.6	20.6	20.6	20.6
应付帐款周转天数	50.0	58.6	63.5	64.1	63.8
回报率(%)					
股息支付率	67.4	36.1	36.5	36.5	36.5
净资产收益率	28.3	16.3	20.4	20.9	20.6
资产收益率	13.8	10.2	13.7	15.2	15.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371