



持有 6% ↑

目标价格: 人民币 20.12

原先评级: 持有 原先目标价: 人民币 30.58
601101.SS

股价: 人民币 21.30

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0)	(10)	(17)	8
相对新华富时A50指数(%)	15	(3)	(7)	25

发行股数(百万)	1,000
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	5,112
3个月日均交易额(人民币 百万)	174
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
以2011年11月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 煤炭

沈涛
(8610) 6622 9097
tao.shen@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

昊华能源

下调2012年的烧结煤出口价格预测

公司2011年上半年52%的毛利润来自烧结煤出口。公司出口的烧结煤煤质劣于主焦煤;但其2011年的出口长协价(230美元/吨),高于主焦煤现货价格(212美元/吨),接近2012年1季度的日澳主焦煤长协价(235美元/吨)。我们对公司2012年的烧结煤出口价格表示担忧,预计可能同比下降10%。公司成长潜力较大,待建产能为现有产能的1.4倍;但2015年前的增量较少,仅占公司2011年产量的29%,且主要来自盈利能力一般的高家梁矿。公司本部矿区的人工成本占比高,未来增速较快,将大幅增加生产成本。根据14倍的2012年目标市盈率,我们下调目标价30.58元至20.12元,维持持有评级。

支撑评级的要点

- 国际焦煤价格年内大幅下滑。截至11月27日,国际主焦煤现货价较2011年高点下跌42%;2012年1季度的日澳主焦煤季度长协价较2011年高点下跌29%。我们预计2012年的国际主焦煤长协价可能下滑。
- 预计公司2012年的烧结煤出口价格下滑。公司本部矿区40%的冶金煤(烧结煤)销往日本和韩国,采用年度长协价,每年4月1日开始计算财年。烧结煤较主焦煤略差。公司2011年的烧结煤出口价格为230美元/吨,高于目前的国际主焦煤现货价格(212美元/吨),接近2012年1季度日澳国际主焦煤长协价(235美元/吨)。
- 2015年前内生增量仅为250万吨。公司本部矿区产量稳定,约500万吨/年;我们预计内蒙的高家梁矿2011-13年的产量为350万吨、450万吨和600万吨。我们预计待建的红庆梁矿和巴彦淖井田2015年前较难释放产量;则公司2015年前的增量仅为250万吨/年,约占公司2011年产量的29%。
- 高家梁矿盈利能力较弱。高家梁矿2011年上半年吨煤净利仅26元/吨,远低于本部矿区的276元/吨。我们预计该矿充分达产后的吨煤净利为80元/吨。

评级面临的主要风险

- 公司未来可能在内蒙和海外继续获得新的资源储量。

估值

- 公司目前2012年的市盈率为15倍,高于行业平均的13倍。鉴于公司本部主要为冶金煤,煤种较好;且未来发展空间较大,我们给予其较行业平均10%的溢价,即14倍的2012年目标市盈率,下调目标价由30.58元至20.12元,维持持有评级。

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	7,188	8,185
变动(%)	(25)	31	61	10	14
净利润(人民币 百万)	472	881	1,393	1,437	1,619
全面摊薄每股收益(人民币)	0.472	0.881	1.393	1.437	1.619
变动(%)	(34.0)	86.7	58.2	3.1	12.7
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.393	1.645	1.861
调整幅度(%)	-	-	0.0	(12.6)	(13.0)
全面摊薄市盈率(倍)	45.1	24.2	15.3	14.8	13.2
每股现金流量(人民币)	0.54	0.84	1.09	1.53	1.70
价格/每股现金流量(倍)	39.4	25.4	19.5	13.9	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.7	15.1	9.6	9.1	8.0
每股股息(人民币)	0.318	0.318	0.508	0.524	0.591
股息率(%)	1.5	1.5	2.4	2.5	2.8

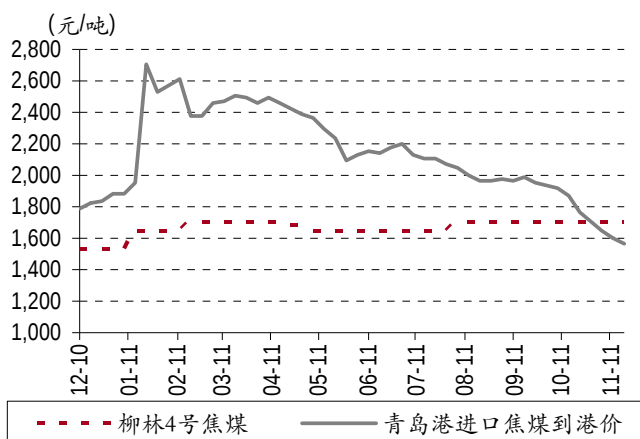
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

近期国际焦煤价格持续走低

从国际主焦煤合同价格来看，自日澳主焦煤长协价在 2011 年 2 季度达到历史顶峰的 330 美元/吨之后，2012 年 1 季度的长协价已经下跌 29% 至 235 美元/吨。

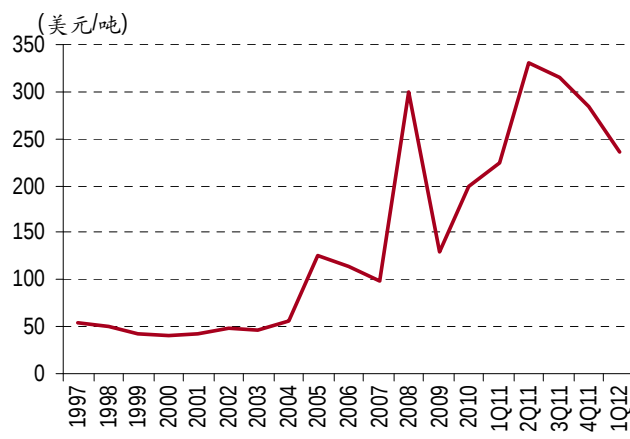
从国际主焦煤现货价格来看，澳洲到达青岛港的主焦煤价格，11 月 18 日为 212 美元/吨，考虑增值税因素后，折合 1,571 元/吨；较 1 月 20 日下跌了 42%，目前的价格已经低于柳林 4 号冶金煤的车板价。

图表 1. 国内外主焦煤现货价格



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 2. 日澳焦煤长协价



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

预计公司 2012 年烧结煤出口价格可能下滑 10%

我们预计公司 2011 年的出口烧结煤（冶金煤一种）数量在 200 万吨左右，约占本部产量的 40%。公司主要出口烧结煤至日本和韩国的钢厂，执行年度长协价格。每个出口财年从当年的 2 季度开始，至次年的 1 季度。

公司 2011 年的出口冶金煤价格为 230 美元/吨，同比增长 24%。从历史上来看，公司的烧结煤出口价格，较日澳主焦煤长协价格低 15% 左右。我们预计随着国际焦煤价格的下跌，2012 年的烧结煤出口价格可能下滑 10%。

图表 3. 公司出口煤炭数量及价格

	2008	2009	2010	2011
烧结煤出口(万吨)	185	132	195	200
烧结煤出口价格(美元/吨)	185	-	185	230
日澳焦煤长协价(美元/吨)	300	129	200	291

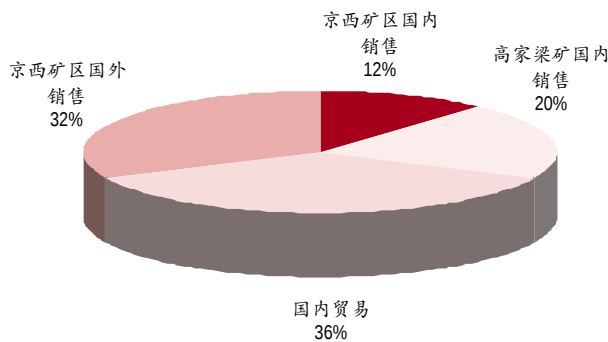
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

注: 价格的数据为当年 2 季度至次年 1 季度; 数量的数据为自然年。

上半年 59% 的毛利增量来自烧结煤出口

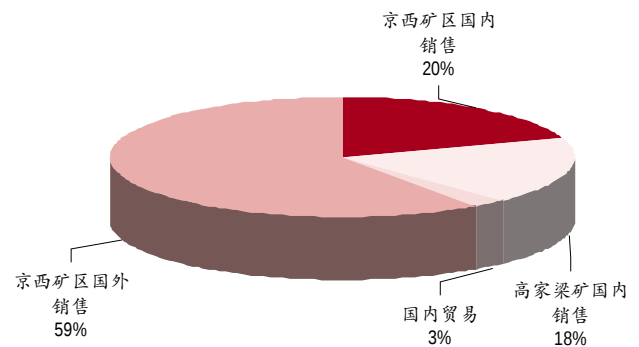
今年上半年毛利润同比增长 60%，其中 59% 的增量来自于烧结煤出口价格的上涨。

图表 4.2011 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 5.2011 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

2015 年前的内生增量主要来自高家梁煤矿

公司未来的产量增长主要来自内蒙 3 个煤矿: 高家梁矿、红庆梁矿和巴彦淖井田。我们预计 2011-13 年的内生增量主要来自高家梁煤矿; 红庆梁矿和巴彦淖井田分别于 2015 年和 2016 年投产。

内蒙 3 个煤矿投产后, 预计公司本部和内蒙矿区的产能分别为 520 万吨/年和 2,200 万吨/年, 共计 2,720 万吨 (权益产能 2160 万吨/年)。

- 1) 高家梁矿, 核定产能 600 万吨/年, 公司持股 80%, 所得税率为 25%, 已经投产。我们预计高家梁煤矿 2011-13 年的产量分别为 350 万吨、450 万吨和 600 万吨。预计该矿达产后的净利润为 3.8 亿元。
- 2) 红庆梁矿, 规划产能 600 万吨/年, 公司持股 60%, 尚未获得发改委批文, 进行前期工作。我们预计该矿 2013 年开工建设; 该矿的配套项目为 40 万吨的甲醇项目, 未来可能将产业链延伸至烯氢。预计该矿达产后, 归属于母公司的净利润为 1.8 亿元。
- 3) 巴彦淖井田, 规划产能 1,000 万吨/年, 公司持股 20%, 尚未获得发改委批文。我们预计该矿 2014 年开工建设; 该矿的转化项目由参股方京东方负责。北京市国资委持有该井田 60% 的股权; 我们预计公司 (实际控制人为北京市国资委) 对该井田的持股比例, 未来有望提升至 80%。预计该矿达产后, 归属于母公司的净利润为 4 亿元。

我们认为公司未来的产量增长将不限于上述, 公司有继续在内蒙和海外增加煤炭资源储备的可能性, 未来产能增长或会超预期, 但新增煤矿基本为待建矿。鉴于澳洲的政策要求较为繁杂, 我们预计未来公司从澳洲获得新资源的概率较小, 可能在非洲有所突破。

内蒙矿区盈利能力远弱于本部矿区

内蒙的高家梁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; 该矿销量占公司的 39%, 净利润仅占公司的 6%。我们预计高家梁矿未来的吨煤净利有望提升至 80 元/吨, 但仍远弱于公司本部矿区的盈利能力。

高家梁矿未来盈利能力提高, 主要通过三个方面: 一是提高入洗率, 改善商品煤结构; 二是铁路批复有利于该矿释放产量, 扩大销售范围; 三是下层煤煤质好于目前的煤层。

- 1) 高家梁矿目前 36% 的入洗率, 洗出率为 91%。该矿目前只入洗直径 13 毫米的煤, 我们预计该矿未来将通过技术改进, 可以入洗直径 10 毫米的煤, 则入洗率有望提高至 40%。高家梁矿的洗精煤, 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。
- 2) 我们预计高家梁矿的原煤销售, 全部通过公路运输 (运力为 350 万吨/年, 目前基本饱和); 该矿未来产量的释放, 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, 运力 400 万吨/年, 目前已经基本建成, 等待批复。我们认为该铁路获批后, 不仅可以释放高家梁煤矿的产能, 还可提升高家梁煤矿的综合售价 (销售半径扩大), 更可使铁路业务扭亏为盈 (今年上半年亏损 3,000 万元左右)。
- 3) 高家梁矿目前开采的煤层为上层煤, 煤质较差, 随着开采深度的增加, 煤质将明显好转。

人工成本较高

公司本部矿区中, 约 60% 的开采成本为人工成本。我们预计本部矿区员工工资的年均增速在 12% 以上, 直接导致吨煤开采成本增长 7% 以上。

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	7,188	8,185
销售成本	(1,886)	(1,989)	(3,475)	(3,966)	(4,526)
经营费用	(496)	(739)	(947)	(1,033)	(1,153)
息税折旧前利润	715	1,319	2,101	2,188	2,506
折旧及摊销	(70)	(111)	(193)	(200)	(235)
经营利润(息税前利润)	646	1,208	1,908	1,988	2,271
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	1,951	2,229
所得税	(160)	(299)	(469)	(488)	(557)
少数股东权益	(2)	(3)	(13)	(26)	(52)
净利润	472	881	1,393	1,437	1,619
核心净利润	467	869	1,381	1,425	1,607
每股收益(人民币)	0.472	0.881	1.393	1.437	1.619
每股股息(人民币)	0.318	0.318	0.508	0.524	0.591
收入增长(%)	(25)	31	61	10	14
息税前利润增长(%)	(37)	87	58	4	14
息税折旧前利润增长(%)	(34)	84	59	4	15
每股收益增长(%)	(34)	87	58	3	13

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	1,951	2,229
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)	(155)	(212)
税金	(160)	(299)	(469)	(488)	(557)
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	1,533	1,699
购买固定资产净值	(1,037)	(939)	(1,194)	(1,300)	(1,300)
投资减少/增加	2	(39)	4	4	4
其他投资现金流	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)	(524)	(591)
融资活动产生的现金流	445	2,743	492	(524)	(591)
现金变动	(49)	2,202	396	(287)	(187)
期初现金	514	465	2,668	3,064	2,777
公司自由现金流	(494)	(541)	(96)	237	403
权益自由现金流	(197)	(1,383)	396	(287)	(187)

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	2,777	2,590
应收帐款	81	229	369	407	463
库存	182	244	426	486	555
其他流动资产	239	390	1,575	1,227	927
流动资产总计	968	3,530	5,433	4,897	4,534
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	10,972	12,406
应付帐款	424	650	1,135	1,295	1,478
短期债务	812	31	671	31	31
其他流动负债	195	1,523	594	628	797
流动负债总计	1,431	2,203	2,399	1,954	2,306
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	6,734	7,763
股东权益	1,670	5,390	6,821	7,734	8,763
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	10,972	12,406
每股帐面价值(人民币)	1.67	5.39	6.82	7.73	8.76
每股有形资产(人民币)	1.08	2.98	4.42	4.63	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	(2.64)	(2.39)	(2.75)	(2.56)

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	30.4	30.6
息税前利润率(%)	20.8	29.8	29.3	27.7	27.7
税前利润率(%)	20.5	29.2	28.7	27.1	27.2
净利率(%)	15.2	21.8	21.4	20.0	19.8
流动性					
流动比率(倍)	0.7	1.6	2.3	2.5	2.0
利息覆盖率(倍)	19.9	30.6	43.9	41.6	43.2
净权益负债率(%)	29.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	1.5	2.1	2.3	1.7
估值					
市盈率(倍)	45.1	24.2	15.3	14.8	13.2
市净率(倍)	12.8	4.0	3.1	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	39.4	25.4	19.5	13.9	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.7	15.1	9.6	9.1	8.0
周转率					
存货周转天数	35.3	39.1	35.2	42.0	42.0
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	65.8	65.9
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	18.6	18.5
资产收益率(%)	13.8	10.2	13.7	13.6	13.7
已运用资本收益率(%)	23.1	18.2	21.9	22.0	22.5

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 2 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