

公司研究

新股研究

建议询价区间: 28.32--33.63元

质优量升的无烟煤企业

——昊华能源(601101)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 2010-12 年全面摊薄每股收益为 1.77 元、2.45 元和 3.11 元。对应 2010 年合理市盈率在 16-19 倍之间, 建议询价区间为 28.32--33.63 元。

主要依据:

- 无烟煤资源稀缺, 未来产能释放有限。**我国无烟煤保有储量为 1156 亿吨, 仅占全国煤炭保有储量的 11.5%。近年来无烟煤产能增长有限, 除阳泉 600 万吨寺家庄矿在建外, 并无新建大型矿井。并且山西、河南整合小煤矿压低了产能, 预计 2010 年全国无烟煤产量增长速度将放缓, 预计未来煤价将稳步提升。
- 公司资源、地理优势明显。**公司“京局洁”无烟煤具有特低硫、特低磷、低氮、中低灰、低挥发分、高发热量和较高稳定性等特点, 无烟煤中的硫、磷等元素含量与国内外大型钢铁公司需求吻合, 通常能取得较高价格的订单。公司地处北京西部, 地理位置得天独厚, 铁路、公路覆盖整个矿区, 与丰沙线、京九线、京广线等主要铁路干线相连接, 辐射全国, 运输条件十分优越。
- 产能稳定扩张。**公司 09 年煤炭产量 513 万吨, 预计通过鄂尔多斯高家梁煤矿、改造整合京西矿区的煤炭资源、向内蒙古神东矿区扩张等措施, 在“十一五”末公司或将为原煤年产量千万吨以上的大型煤业公司。
- 稳定销售优势。**公司国内煤炭的主要客户为国内大型冶金及化工企业等, 如唐钢集团、鞍本钢集团、首钢总公司及山东铝业等; 海外客户主要为日本新日铁和韩国浦项制铁。今年日本进口焦煤价格同比增长 55%, 预计将推动公司无烟煤海外售价的提升, 推动利润增长。
- 募集资金项目:**本次 IPO 所募资金主要用于内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿项目、万利矿区铜匠川铁路专用线项目、高家梁煤矿选煤厂项目等项目建设, 项目建成后将成为新的利润增长点。
- 盈利预测和评级。**预计公司 2010-12 年全面摊薄每股收益为 1.77 元、2.45 元和 3.11 元。对应 10 年合理市盈率在 16-19 倍之间, 建议一级市场询价区间为 28.32--33.63 元。

基础数据

总股本(万股)	34400.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	35.02
每股净资产(元)	4.86
建议询价区间(元)	28.32-33.63

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(万)	414,420	309,693	362,320	445,751
同比增速(%)		-25.27	17.11	20.89
净利润(万)	71,486	47,185	89,716	117,011
同比增速(%)		-33.99	80.17	35.31
EPS(元)	2.08	1.37	1.77	2.45

研究员: 伍颖

电话: 010-84183135

Email: wuyin@guodu.com

执业证书编号: S0940208060099

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	北京昊华能源股份有限公司
公司简称	昊华能源
发行地	上海
发行日期	2010-3-23
申购代码	601101
发行股数(万股)	11,000
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	15,000
每股收益(2009)年	45,400
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	
发行前每股净资产(元)	4.86

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司概况

公司是由京煤集团作为主发起人，联合中煤集团、首钢总公司、五矿发展以及煤科总院四家股东共同发起设立的股份有限公司。

公司主营煤炭生产、销售及贸易业务，主导产品为无烟煤，产品种类为末煤（0-13mm）、混中块（13-40mm）及中块（40-80mm）。

公司属下已投产煤矿共计三个，分别为木城涧煤矿、大安山煤矿及长沟峪煤矿，上述三个煤矿共建有四处矿井。此外，公司还在投资建设内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿。截至2009年12月31日，公司拥有煤炭工业储量为**175,487.90万吨**，可采储量为**106,651.90万吨**。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**。

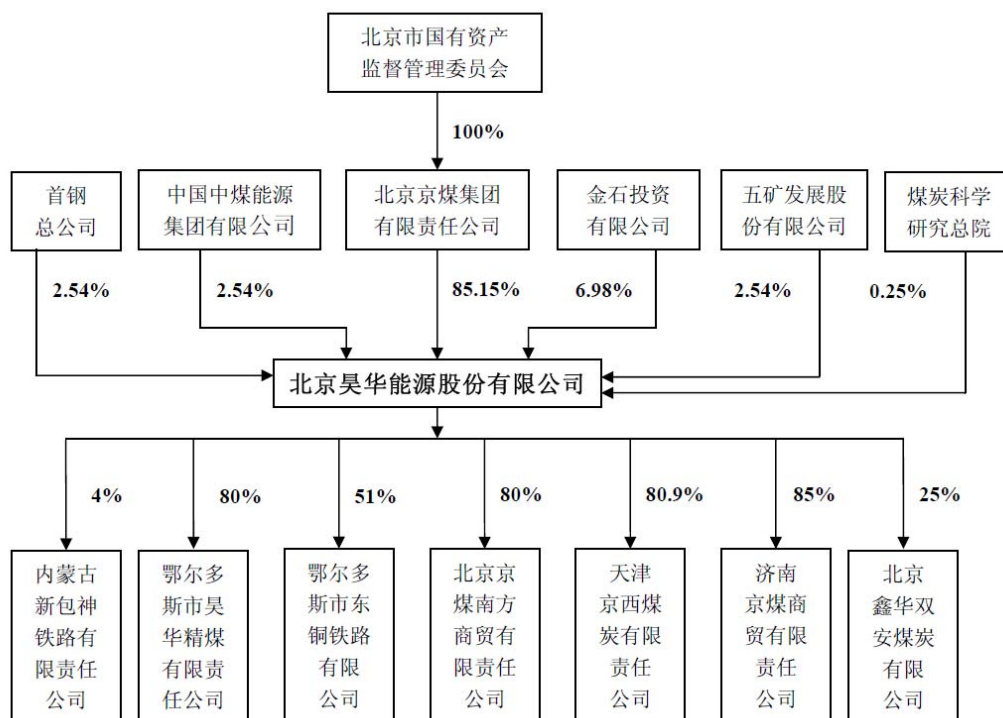
公司国内煤炭销售采用直销方式，最近三年煤炭销量分别为 593 万吨、558 万吨及 544 万吨。

公司所在的京西煤田系中国五大无烟煤生产基地之一，公司无烟煤国内主要销售市场为华北、东北和华东地区，2009年和2008年，公司在上述三个地区的煤炭销售比例合计分别为**75.68%**和**58.69%**。公司是国内无烟煤出口量最大的企业。2007年、2008年及2009年，公司出口煤销量分别为**189万吨**、**185万吨**及**132万吨**，占公司煤炭销售总量的**31.88%**、**33.20%**及**24.32%**。公司生产的无烟煤主要销往日本、韩国及巴西，主要客户为日本新日铁、韩国浦项制铁等。

2.1 公司的股权结构

京煤集团的前身是北京矿务局，系原煤炭部直属统配煤矿之一，1998年起隶属北京市管理。京煤集团位列2009年度中国煤炭工业企业100强第32名，位列2008年度北京企业100强第41名。

图 1 公司股权结构



数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

表 2 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数 (股)	比例 (%)	股数 (股)	比例 (%)
京煤集团	292,897,404	85.15	282,829,056	62.3
金石投资	24,000,000	6.98	24,000,000	5.29
中煤集团	8,742,773	2.54	8,442,240	1.85
首钢总公司	8,742,773	2.54	8,442,240	1.85
五矿发展	8,742,773	2.54	8,742,773	1.93
煤科总院 (874,277	0.25	844,224	0.19
全国社会保障基金理事会	-	-	10,699,467	2.36
社会公众股东	-	-	110,000,000	24.23
合计	344,000,000	100	454,000,000	100

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.2 募集资金使用

表 3 公司的募集资金投向

单位：万元

项目名称	项目计划总投资
1 内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿项目	187,426
2 万利矿区铜匠川铁路专用线项目	65,289
3 高家梁煤矿选煤厂项目	30,992
合计	284,707

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

3. 行业概况及公司概况

无烟煤系小煤种，就产量而言，山西是全国无烟煤产量最大的省份，其次是宁夏和河南。目前，阳煤集团是我国最大的无烟煤生产企业，其无烟煤年生产和洗选加工能力达3,800万吨，其次是晋城煤业集团。2008年，我国前十大无烟煤生产企业产量情况如下表，公司在行业中位列第八：

表 4 无烟煤生产企业表

公司名称	无烟煤产量 (万吨)	占全国无烟煤产量的比重 (%)
阳煤集团	3,729	9.05%
晋城煤业集团	3,179	7.71%
永煤集团	1,265	3.07%
焦作煤业集团有限责任公司	715	1.74%
山西兰花煤炭实业集团有限公司	666	1.62%
神华宁夏煤业集团有限责任公司	612	1.49%
邯郸矿业集团有限公司	490	1.19%
昊华能源	463	1.11%
河南神火集团有限公司	415	1.00%
峰峰集团有限公司	203	0.49%
小计	11,737	28.47%
全国合计	41,221	100.00%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

我国无烟煤产量占全部煤炭资源比重较小，无烟煤除用作动力煤外，在工业上有广泛的用途。我国无烟煤保有储量为1156亿吨，仅占全国煤炭保有储量的11.5%。主要分布在山西、河南、贵州。近年来无烟煤产能增长有限，除阳泉600万吨寺家庄矿在建外，并无新建大型矿井。并且山西、河南整合小煤矿压低了产能，预计2010年全国无烟煤产量增长速度将放缓。

公司具有以下竞争优势：

1、煤炭资源赋存优势

公司的煤炭资源具有低瓦斯、不自燃发火、煤尘不爆炸、无水害等赋存特点，因此与其他一般煤炭企业相比，煤炭生产的重大安全隐患少，具有明显的赋存优势。

2、煤炭品质优良

公司“京局洁”无烟煤具有特低硫、特低磷、低氮、中低灰、低挥发分、高发热量和较高稳定性等特点。公司所生产无烟煤中的硫、磷等元素含量与国内外大型钢铁公司需求非常吻合，通常能取得较高价格的订单，具有较明显的产品品质和价格优势。

3、区位优势

公司地处北京西部，地理位置得天独厚，铁路、公路覆盖整个矿区，与丰沙线、京九线、京广线等主要铁路干线相连接，辐射全国，运输条件十分优越。此外，公司与秦皇岛港、天津港、京唐港等现代化主要煤运集散港口都比较近，平均运输距离230公里。东北及华北地区的大型钢铁集团都是公司所产无烟煤的消费大户，尤其是出口煤的销售运输优势明显。公司地理位置优越，可大大减少客户的运输成本。

4、强大股东背景优势

公司是由京煤集团作为主发起人，联合中煤集团、首钢总公司、五矿发展、煤科总院四家股东发起设立的股份有限公司。五家股东均是煤炭及冶金行业知名国有大型、特大型骨干企业，背靠上述实力强大的股东，将有助于提升该公司在国内煤炭市场的综合竞争力。而且公司已经引入金石投资作为战略投资者，金石投资的母公司中信证券是目前国内综合实力最强的证券公司之一。

5、持续增长优势

公司已在内蒙古自治区鄂尔多斯市伊金霍洛旗境内建设高家梁煤矿，另外将通过矿井技术改造并整合京西矿区的煤炭资源，扩大生产能力和资源量，近期稳定在 500 万吨/年的生产规模；同时，利用本次发行募集的资金向内蒙古神东矿区扩张，建设高产高效矿井，创建新的煤炭基地，“十一五”末该公司将争取建设成为原煤年产量千万吨以上的大型煤业公司。

6、稳定销售优势

公司国内煤炭销售采用直销方式，主要销售市场为华北、东北和华东地区，2009 年和 2008 年，公司在上述三个地区的煤炭销售比例合计分别为 75.68%和 58.69%。公司国内煤炭的主要客户为国内大型冶金及化工企业等，如唐钢集团、鞍本钢集团、首钢总公司及山东铝业等，本公司海外客户主要为日本新日铁和韩国浦项制铁。公司煤炭销售保持稳定 2008 年度，公司对主要客户供煤量占这些主要客户烧结煤炭消耗量的比例如下表所示：

表 3 无烟煤生产企业表

单位名称	供应量(万吨)	比例
日本新日本	101.55	92.31%
韩国浦项制铁	60.79	50.66%
唐钢集团	10.25	100%
鞍本钢集团	29.04	100%
首钢集团	28.97	100%
山东铝业	16.59	100%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

5、盈利预测

会计年度(单位:百万/元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3097	3623	4457	5348
营业成本	1886	1993	2407	2781
营业税金及附加	132	95	139	178
营业费用	127	179	204	243
管理费用	306	409	473	567
财务费用	32	50	24	-1
资产减值损失	-15	0	-1	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	628	898	1211	1585
营业外收入	12	7	8	9
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	634	899	1213	1588
所得税	160	248	316	418
净利润	474	651	897	1170

少数股东损益	2	4	4	6
归属母公司净利润	472	647	893	1165
EBITDA	660	991	1302	1663
EPS (元)	1.37	1.77	2.45	3.11

6、估值定价

表 6 可比上市公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价/目标价
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
国阳新能	600348	1.85	1.91	2.21	20	19	17	36.47
路安环能	601699	2.03	2.39	2.71	20	17	15	40.98
昊华能源	601101	1.37	1.77	2.45		18		33.84

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

我们预计公司 2010-12 年全面摊薄每股收益为 1.77 元、2.45 元和 3.11 元。如上表所示，当前无烟煤生产企业 2010 年平均动态市盈率为 18 倍。我们认为公司对应 10 年合理市盈率在 16-19 倍之间，建议一级市场询价区间为 28.32--33.63 元。

7、风险提示

- 1、煤矿安全事故风险。
- 2、调整煤炭进出口税收政策风险。

3、发行人对重点客户依赖的风险。公司的重点客户系国内外大型冶金及化工企业，经过多年的业务往来，已与它们建立了长期稳定的供销关系。如果重点客户同时显著减少对发行人煤炭的购买，将对公司的经营业绩和财务状况产生一定不利影响。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			