

## 深度报告

**昊华能源(601101)**

合理价位: 26.00-28.20 元

2010年3月18日

**股票数据**

总股本/流通 A 股(百万股)	344.00/0.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	3,013.41/12,169.11
发行价格(元)	--
发行股本(百万股)	110.00

**财务数据**

净资产值(百万元)	1,670.19
每股净资产(元)	4.86
资产负债率	48.71%

相关研究报告:

分析师: 李然

电话: 0755-82130681

E-mail: liran@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

**新股分析**

## 资质优异 成长可期

**●京西煤田上的无烟煤生产龙头**

公司主营煤炭生产、销售及贸易业务,主导产品为无烟煤,现有产能 520 万吨,均位于京西煤田,本部产能未来已无明显增量。公司控股股东为京煤集团,京煤集团已将全部优质煤矿资产装入上市公司,未来不存在同业竞争状况。

**●煤质优异、区位优势、高出口比率是公司的主要看点**

公司所产无烟煤具有特低硫、特低磷、低氮等特点,是优良的冶金烧结煤。公司与冶金企业长期合作,且地处北京,运输便利,与其他煤炭企业相比,煤炭售价较高,这为公司盈利提供了强有力的保证。公司是国内最大的无烟煤出口企业,07-09 年出口煤占公司销量的 30%左右。相对内销,出口煤的毛利率较高。公司通过灵活调整内销与出口的比例,可最大限度的提高收益。

**●国内无烟煤及出口长协价的上涨将为公司盈利增长提供强大驱动**

2010 年宏观经济形势的好转,以及无烟煤行业供给增长的有限性,无烟煤价格将出现明显的上涨,涨幅预计在 10%左右。而国际钢铁行业形势的好转,将推动公司出口煤价的大幅上升,预计全年出口均价将上涨 45%,这将带来公司 2010 年业绩的大幅增长。

**●募集资金新建煤矿为公司未来产能的主要增长点**

公司募集资金为建设高家梁煤矿及配套洗煤厂、铁路等。高家梁煤矿将于 2010 年一期达产,产能 300 万吨。2012 年二期达产,产能 600 万吨,以优质动力煤为主。我们预计高家梁煤矿 2010-2012 年为公司贡献 EPS 分别为 0.05 元、0.41 元、0.51 元。

**●建议询价区间 26.00~28.20 元**

我们预计公司 2010-2012 年发行后全面摊薄 EPS 分别为 1.76 元、2.14 元、2.27 元。结合绝对估值 (FCFF) 和相对估值 (PE) 等估值方法,我们认为公司合理价值为 26.00~28.20 元,对应 2010 年 PE 为 14.8-16.0 倍。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,144.20	3,096.93	4,265	5,157	5,672
(+/-%)	61.28%	-25.27%	37.7%	20.9%	10.0%
净利润(百万元)	714.86	471.85	797	972	1031
(+/-%)	114.77%	-33.99%	68.9%	22.0%	6.0%
每股收益(元)	2.08	1.37	1.76	2.14	2.27
EBIT Margin			25.0%	24.4%	23.5%
净资产收益率 (ROE)	46.77%	28.25%	15.5%	16.8%	16.0%
市盈率 (PE)					
EV/EBITDA					
市净率 (PB)					

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>4</b>
绝对估值法: 25.98-28.46 元/股 .....	4
相对估值法: 27.24 元/股 .....	4
<b>京西煤田的无烟煤生产龙头</b> .....	<b>5</b>
控股股东为京煤集团 .....	5
京西煤田的无烟煤主导企业 .....	6
公司无烟煤产量位列全国前十, 出口量全国第一 .....	7
现有煤矿进入稳定开采期, 增长以价驱动 .....	8
<b>煤质优异、客户群稳定、区位优势卓越</b> .....	<b>8</b>
公司的无烟煤煤质优异, 售价较高 .....	8
公司具有明显的区位优势 .....	8
<b>出口长协价的上涨为 10 年业绩增长提供强劲动力</b> .....	<b>9</b>
公司出口煤价实行长协价, 毛利率较高 .....	9
国际钢铁行业的好转将带来 2010 年出口煤售价的大幅上升 .....	9
<b>募投资金投向分析</b> .....	<b>10</b>
高家梁矿及其配套设施的建设 .....	10
铜匠川铁路专用线解决煤炭外运问题 .....	11
高家梁矿及洗煤厂将是公司业绩增厚的主要来源 .....	11
<b>盈利预测</b> .....	<b>12</b>
2010-2012 年公司 EPS 预计为 1.76、2.14、2.27 元 .....	12
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>15</b>
<b>免责条款</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	4
表 3: FCFE 估值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	4
表 4: 国信重点跟踪公司盈利预测与估值.....	5
表 5: 发行前后公司股权结构.....	6
表 6: 公司煤矿资源储量情况.....	7
表 7: 2008 年我国前十大无烟煤企业生产情况.....	7
表 8: 公司煤矿产能及最近三年产量情况.....	8
表 9: 主要无烟煤公司煤价比较.....	8
表 10: 公司煤炭出口、内销毛利率及售价一览.....	9
表 11: 公司 IPO 募集资金使用计划.....	10
表 12: 各项目具体投资计划.....	11
表 13: 高家梁煤矿未来盈利能力分析.....	11
表 14: 公司煤炭产销量预测.....	12
表 15: 公司煤炭销售价格预测.....	12
表 16: 公司营业收入预测.....	12
表 17: 公司营业成本预测.....	12
图 1: 公司组织结构图.....	6
图 2: 公司销售收入结构及毛利率情况.....	9
图 3: 公司最近三年销量及价格走势.....	9
图 4: 日本的钢铁产量快速回升.....	10
图 5: 韩国的钢铁产量已经接近危机前的水平.....	10

## 估值与投资建议

### 绝对估值法：25.98-28.46 元/股

我们采用自由现金流模型（FCFF）对公司进行绝对估值，估值结果显示，公司合理价值在 25.98-28.46 元，估值中枢为 27.16 元。估值的参数如下：

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	10.23%	61.28%	-25.27%	37.7%	20.9%	10.0%	6.4%	6.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销货成本 / 销售收入	59.48%	57.56%	60.89%	56.0%	56.6%	57.6%	59.8%	59.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
管理费用 / 销售收入	13.07%	10.58%	9.69%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税税率	6.07%	4.66%	4.11%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
股利分配比例	1.12%	2.46%	4.26%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	2.5%	Ke	12.95%
行业平均 Beta	1.40	风险溢价	9.5%
公司市值 (E)	13620	E/(D+E)	96.73%
债务总额 (D)	460	D/(D+E)	3.27%
Kd	6.2%	WACC	12.68%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC				
		11.7%	12.2%	12.68%	13.2%	13.7%
永续增长率	3.0%	31.45	29.80	28.32	26.99	25.79
	2.5%	30.63	29.09	27.71	26.46	25.32
	<b>2.0%</b>	29.90	28.46	<b>27.16</b>	25.98	24.90
	1.5%	29.24	27.88	26.65	25.53	24.51
	1.0%	28.64	27.36	26.20	25.13	24.15

资料来源：国信证券经济研究所

### 相对估值法：27.24 元/股

目前，国信重点跟踪的煤炭股，2010 年平均 PE 为 15.48 倍。由于公司未来本部煤炭资产将不会产生明显的增长，母公司不存在进一步的资产注入可能，且内蒙古煤矿存在煤炭产销的风险，我们认为给予公司行业平均估值较为适当。

经我们测算公司 2010 年-2012 年发行后全面摊薄 EPS 分别为 1.76 元、2.14 元、2.27 元，2010 年 15.48 倍 PE 对应估值为 27.24 元。

由于煤炭行业的资源品存量价值的账面反映存在较大的特殊性，我们暂不考虑 PB 估值。

**表 4: 国信重点跟踪公司盈利预测与估值**

公司名称	收盘价	EPS			P/E			PB
	2010-3-17	09 年	10 年	11 年	09PE	10PE	11PE	
西山煤电	32.24	1.12	1.70	1.83	28.79	18.96	17.62	10.13
盘江股份	23.35	0.98	1.40	1.36	23.83	16.68	17.17	15.26
冀中能源	33.16	1.78	2.44	2.56	18.63	13.59	12.95	5.50
国阳新能	35.92	1.98	2.45	2.53	18.14	14.66	14.20	9.49
潞安环能	39.11	2.38	2.63	3.28	16.43	14.87	11.92	7.61
兰花科创	38.22	2.18	2.40	2.69	17.53	15.93	14.21	5.33
大同煤业	34.08	1.98	2.21	2.34	17.21	15.42	14.56	5.87
兖州煤业	19.20	0.86	1.32	1.59	22.33	14.55	12.08	4.25
中国神华	28.23	1.52	1.86	1.98	18.57	15.18	14.26	4.58
平煤股份	25.16	1.24	1.68	1.89	20.29	14.98	13.31	4.66
均值						20.17	15.48	7.27

数据来源: 国信证券经济研究所

综上, 考虑 A 股询价惯例, 我们建议询价区间为 26.00-28.20 元, 对应 2010 年 PE 为 14.7-16.1 倍, 估值中枢为 27.16 元, 建议投资者积极关注。

## 京西煤田的无烟煤生产龙头

### 控股股东为京煤集团

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。公司在北京市工商局注册登记, 设立日期为 2002 年 12 月 31 日, 目前注册资本为 34,400 万元, 法定代表人为耿养谋。

公司控股东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。2000 年 2 月, 经北京市政府《关于同意组建北京京煤集团有限责任公司批复》(京政函[2000]120 号文) 批准, 原北京矿务局和原北京市煤炭总公司合并改制为京煤集团。北京市政府以截至 2000 年 6 月 30 日在原北京矿务局和原北京市煤炭总公司中拥有的国家资本权益作为出资, 独家发起设立京煤集团, 并于 2001 年 2 月 8 日在北京市工商局登记注册, 目前注册资本为 139,251 万元, 法定代表人付合年, 注册地址为北京市门头沟区新桥南大街 2 号。京煤集团位列 2008 年度中国煤炭工业企业 100 强第 34 名, 位列 2008 年度北京企业 100 强第 41 名。

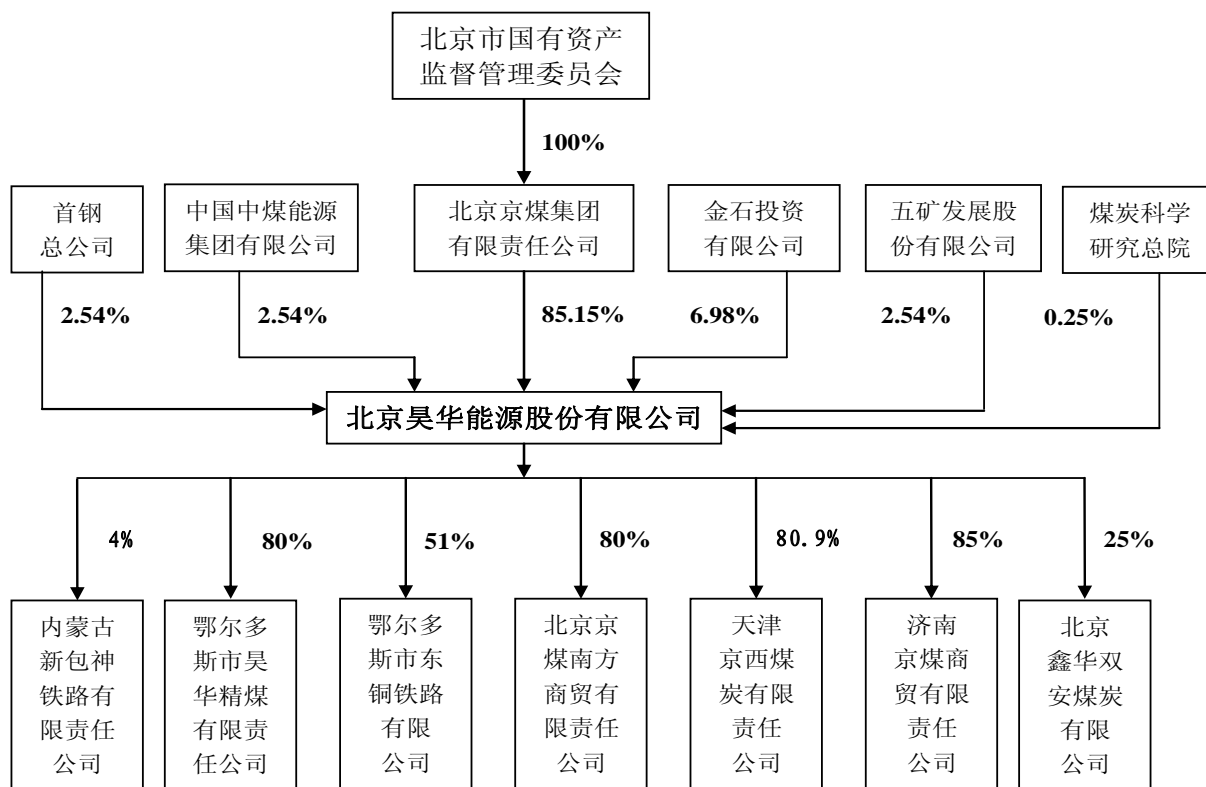
公司设立时, 京煤集团将大安山煤矿、长沟峪煤矿和木城涧煤矿(含大台井) 的的经营性资产和相关负债、与煤炭生产和销售相关的配套设施及职能部门全部投入了公司。公司设立后, 京煤集团又向本公司转让了上述三个煤矿共计 4 项采矿权。除上述三个煤矿外, 京煤集团下属的门头沟煤矿、房山煤矿及杨坨煤矿因资源枯竭经有关部门批准已破产关闭。金泰恒业因主要承担北京民用动力煤供应职能, 业务正在不断萎缩, 和公司主营并不产生竞争。

目前, 京煤集团实际经营的业务主要为房地产开发、饭店、宾馆、旅游、现代物流; 机械加工制造、建筑安装设计、新型建材、煤矸石发电、水煤浆、民爆器材、科研设计、地质勘探、食品饮料等。

因此, 公司与京煤集团在煤炭生产、销售及贸易业务等方面不存在同业竞争。

这有效地避免了煤炭行业上市公司与母公司之间普遍存在的同业竞争、大额关联交易等影响业绩的情况发生。

图 1: 公司组织结构图



资料来源: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

此次发行 A 股之前, 公司总股本为 34,400 万股, 大股东京煤集团持股 85.15%; 发行 11,000 万股后, 公司总股本为 45,400 万股, 大股东京煤集团持股比例降低为 62.30%, 但仍处于绝对控股地位。

表 5: 发行前后公司股权结构

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
京煤集团	292,897,404	85.15	282,829,056	62.30
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: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

### 京西煤田的无烟煤主导企业

公司主营煤炭生产、销售及贸易业务, 主导产品为洁净、环保、优质的“京局浩”牌无烟煤, 产品种类为末煤(0-13mm)、混中块(13-40mm)及中块(40-80mm)。公司所生产无烟煤具有特低硫、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。由于该无烟煤中的硫、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。

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、山东铝业及首钢总公司等。

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17.5亿吨，可采储量为10.7亿吨。

**表 6: 公司煤矿资源储量情况**

矿井名称	工业储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)
木城涧煤矿	12,619.0	9,354.5	44.5
木城涧煤矿大台井	8,388.9	6,071.5	43.4
大安山煤矿	5,942.3	4,820.5	21.5
长沟峪煤矿	4,737.7	3,705.4	24.1
小计	31,687.9	23,951.9	-
高家梁煤矿 (在建)	143,800.0	82,700.0	99.6
合计	175,487.9	106,651.9	-

数据来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

### 公司无烟煤产量位列全国前十，出口量全国第一

2007-2009年，公司煤炭产量分别为501万吨、463万吨和513万吨。从2008年的数据来看，公司位于全国无烟煤产量的第八位。

值得特别注意的是，公司是国内无烟煤出口量最大的企业。2006年至2009年，公司出口煤销量分别为169.58、189.02、185.21及132.2万吨，出口销售比例在30%左右，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。

公司国内煤炭销售采用直销方式。出口业务目前由中煤集团及中煤股份、中国矿产等三家企业代理，每年年初或年中确定出口的煤炭品种及数量，销售价格根据国际煤炭市场价格确定。近几年，委托代理出口费率为1.5%至2%，计入销售费用。公司可以根据国内外市场形势灵活分配出口和内销比例。

**表 7: 2008 年我国前十大无烟煤企业生产情况**

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

数据来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

### 现有煤矿进入稳定开采期，增长以价驱动

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。2006-2009年，公司煤炭产量分别为491万吨、501万吨、463万吨和513万吨。其中，08年产量下降，主要是由于奥运停产影响。从中可知，公司的现有煤矿已经进入稳定开采期。根据公司煤矿的产能核定，以及北京市的规划，可以预见未来公司本部的煤矿产能将不会有明显增长。公司的增长主要依靠煤炭价格的上涨驱动。

**表 8: 公司煤矿产能及最近三年产量情况**

	核定产能	2009年	2008年	2007年
其中：木城涧煤矿（万吨）	100	243	227	258
大安山煤矿（万吨）	160	160	144	153
长沟峪煤矿（万吨）	110	110	92	90
煤炭总产量（万吨）	520	513	463	501

数据来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

## 煤质优异、客户群稳定、区位优势卓越

### 公司的无烟煤煤质优异，售价较高

公司生产的“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，具体表现为：第一，公司所属木城涧和大安山煤矿生产的无烟煤含磷量仅为0.04%-0.06%，属于低磷标准；长沟峪矿生产的无烟煤含磷量仅为0.005%，达到特低磷行业标准。第二，公司所产无烟煤含氮量仅为0.3%左右，属于无烟煤中含氮量非常低的煤种；含硫量仅为0.20%-0.30%。第三，公司所产无烟煤属于低挥发分无烟煤，相对于其它同等灰分指标的无烟煤产品，因具有高达80%的固定碳含量，在冶金烧结等工艺生产中具有较好的还原性优势，能够稳定和提提高烧结矿的质量。

由于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。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、山东铝业及首钢总公司等。

得益于较好的煤质，更加接近消费地、以及出口煤占比较大，公司煤炭综合售价较高。06年~09年，公司煤炭综合售价分别为408元/吨、425元/吨、694元/吨和561元/吨，略低于神火股份煤价，远高于国阳新能和兰花科创综合售价。

**表 9: 主要无烟煤公司煤价比较**

单位：元/吨	2006	2007A	2008A	2009A
国阳新能	322	322	439	458
神火股份	420	443	774	585
兰花科创	335	412	614	539
昊华能源	408	425	694	575

数据来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

### 公司具有明显的区位优势

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、



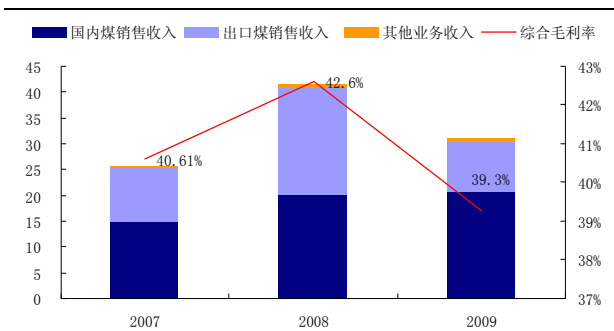
京九线、京广线等主要铁路干线相连接，辐射全国，运输条件十分优越。此外，公司与秦皇岛港、天津港、京唐港等现代化主要煤运集散港口都比较近，平均运输距离 230 公里。东北及华北地区的大型钢铁集团都是公司所产无烟煤的消费大户，尤其是出口煤的销售运输优势明显。公司因地理位置的优越，可大大减少客户的运输成本。

## 出口长协价的上涨为 10 年业绩增长提供强劲动力

### 公司出口煤价实行长协价，毛利率较高

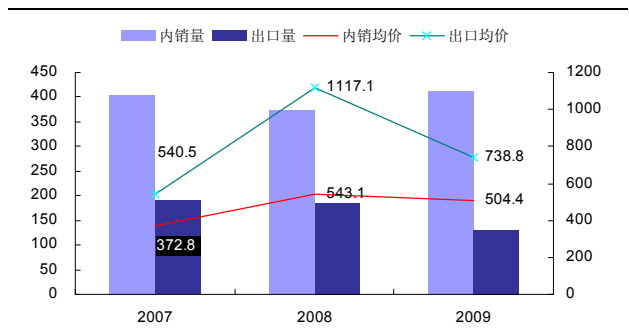
公司出口煤售价实行“一年一签”的长协价格，公司出口煤的定价方式是：长期合同客户由公司与代理商依据国际市场整体价格水平共同测定价格方案，并在每年的年度谈判中予以确定。现货招标客户由公司向代理商报底价，代理商经过双方协商最终决定价格。其中，长协价占比在 90% 左右。

图 2：公司销售收入结构及毛利率情况



资料来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

图 3：公司最近三年销量及价格走势



资料来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

公司是国内无烟煤出口量最大的企业，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。2007 年、2008 年及 2009 年，公司出口煤销量分别为 189.02 万吨、185.21 万吨及 132.24 万吨，出口煤的毛利率分别为 39.6%、47.3%、36.2%。相较内销，出口业务的毛利率较高。09 年两者的差距达到 10 个点，09 年由于国内国际煤价倒挂，毛利率有所收窄，但出口依然比内销高出 4 个百分点左右。预计 10 年出口的毛利率将再次上行。

表 10：公司煤炭出口、内销毛利率及售价一览

毛利率及售价	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
国内煤炭毛利率	36.9%	41.3%	37.8%	40.7%
出口煤炭毛利率	48.7%	39.6%	47.3%	36.2%
商品煤平均售价	391.5	426.3	733.7	561.4
其中：国内煤售价	340.6	372.8	543.1	504.4
出口煤售价	516.7	540.5	1117.1	738.8

资料来源：公司招股说明书 国信证券经纪研究所

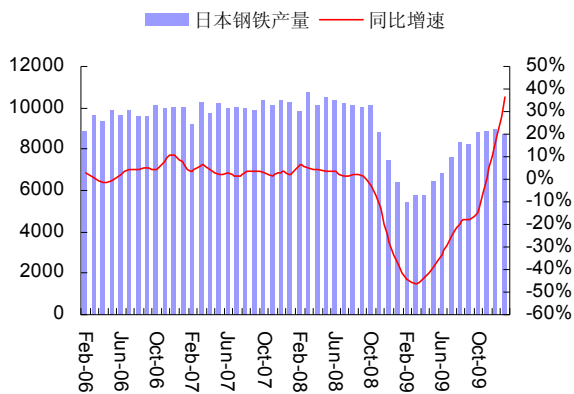
### 国际钢铁行业的好转将带来 2010 年出口煤售价的大幅上升

2009 年一季度开始，韩日的钢铁行业逐步走出谷底，目前已经开始两位数的

正增长。数据显示，1月份，日本、韩国的钢铁产量分别同比增长36.8%，28.3%。国际钢铁行业的形势相较09年初出现大幅好转。由于公司的长协价执行4月1日至2009年3月31日的财年定价，公司将充分受益于国际钢铁行业的复苏。

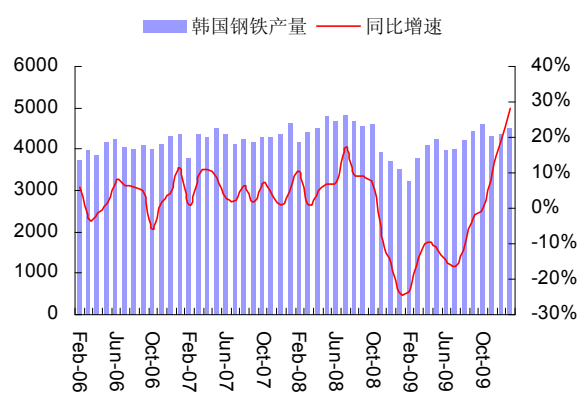
根据此前日本新日铁和JFE与必和必拓达成的价格协议，2010年4至6月份的炼焦煤价格涨至每吨200美元，比2009年度的价格上涨55%。由于公司的出口煤售价参考国际炼焦煤价格，我们预计2010财年出口煤长协价将上涨60%，考虑到财年差异，预计2010年出口煤综合售价将上涨45%。这将带来公司2010年业绩的显著增长。

图4：日本的钢铁产量快速回升



资料来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

图5：韩国的钢铁产量已经接近危机前的水平



资料来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

## 募投资金投向分析

### 高家梁矿及其配套设施的建设

公司本次发行所募集资金将用于投资建设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及高家梁煤矿选煤厂项目。高家梁煤矿项目采用一次设计、连续施工、分期达产，矿井建设总规模600万吨/年，项目总投资为187,426万元，分两期建设，一期工程建设规模300万吨/年，总投资为152,516万元。万利矿区铜匠川铁路专用线全长23.42公里，运输能力1,500万吨/年，总投资为65,289万元。此外，公司拟投资30,992万元配套建设与高家梁煤矿工程规模（600万吨/年）相当的选煤厂。

表 11：公司 IPO 募集资金使用计划

序号	募集资金项目	项目总投资额 (万元)	项目一期投资额 (万元)	项目批准文号	项目环评批复文号	拟使用募集资金金额
1	内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿项目	187,426	152,516	国家发改委发改能源[2007]2939号文	国家环保总局环审[2005]722号	122,013
2	万利矿区铜匠川铁路专用线项目	65,289	—	内蒙古自治区发改委内发改交运字[2008]179号文	内蒙古环保局蒙环表[2006]104号	33,297
3	高家梁煤矿选煤厂项目	30,992	—	内蒙古自治区发改委内发改能源字[2008]474号文	内蒙古环保局内环审字[2008]12号	24,794
4	偿还银行借款和补充流动资金	—	—	—	—	20,000
	合计	283,707	152,516			200,104

资料来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

本次发行主要募集资金项目 - 内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿项目一期工程的建设期为两年半, 预计 2010 年验收投产。根据上述项目资金需求, 公司将分阶段、逐步投入资金, 本次发行募集资金使用计划及安排参见下表。

**表 12: 各项目具体投资计划**

项目名称	第一年投入金额 (万元)	第二年投入金额 (万元)	第三年投入金额 (万元)	合计 (万元)
内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿项目	25,058.00	75,955.00	-	101,013.00
万利矿区铜匠川铁路专用线项目	2,040.00	20,604.58	10,652.42	33,297.00
高家梁煤矿选煤厂项目	5,878.00	18,916.00	-	24,794.00
置换高家梁煤矿项目前期投资	21,000.00	-	-	21,000.00
偿还银行借款和补充流动资金	-	-	20,000	20,000.00
合计	53,976.00	115,475.58	30,652.42	200,104.00

资料来源: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

高家梁煤矿项目采用一次设计、连续施工、分期达产, 矿井建设总规模 600 万吨/年, 分两期建设, 一期工程建设规模 300 万吨/年, 建设工期两年半。2010 年项目一期达产, 预计到 2012 年, 项目达到 600 万吨总生产规模。项目所产原煤是优质的动力煤, 主要供给京能集团、内蒙古包头东华热电有限公司及达拉特电厂, 昊华精煤已与上述三家企业签订供煤意向书。

### 铜匠川铁路专用线解决煤炭外运问题

万利矿区铜匠川铁路专用线是国家发改委批复的鄂尔多斯万利矿区总体规划中的煤炭运输专用线, 建成后将承担规划矿区的煤炭外运任务, 也是本公司投资建设的高家梁煤矿外运通道的组成部分。该项目的建设将保证鄂尔多斯市万利区内高家梁煤矿及周边煤矿的开发、煤炭外运和煤矿建设物资的运输。

### 高家梁矿及洗煤厂将是公司业绩增厚的主要来源

我们认为, 公司募集资金项目未来的盈利将主要来自高家梁煤矿及选煤厂洗选所得。尽管公司的铁路业务存在较好的盈利潜力, 但由于其主要起接驳作用, 且未来与铁路干线的对接尚存在主干线的运能限制问题, 其盈利能力存在较强的不确定性, 我们暂不考虑。

由于高家梁煤矿目前仍在施工之中, 未来仍需经过验收后方可开始生产, 因此对其 2010 年贡献产量数并不易过分乐观。我们预计其 2010 年至 2012 年贡献产量分别为 120 万吨, 400 万吨, 500 万吨。参考当地的煤炭售价及成本情况, 经测算, 我们预计高家梁煤矿 2010-2012 年对公司 EPS 的贡献将分别为 0.05 元、0.41 元、0.51 元。

**表 13: 高家梁煤矿未来盈利能力分析**

	2010F	2011F	2012F
高家梁动力煤产量 (万吨)	130	400	500
权益产量预测 (万吨)	104	320	400
吨煤价格	225	247	259
吨煤成本	160	140	150
高家梁动力煤收入总计(万元)	29250	98800	129675
高家梁动力煤营业成本总计(万元)	20800	56000	75000
高家梁动力煤吨煤净利测算 (元)	17.7	46.1	46.4
增厚公司 EPS (摊薄后, 元)	0.05	0.41	0.51

数据来源: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

## 盈利预测

**2010-2012 年公司 EPS 预计为 1.76、2.14、2.27 元**

我们对公司未来的产销量预测如下:

**表 14: 公司煤炭产销量预测**

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
本部产量	491	501	463	513	515	515	515
高家梁产量	0	0	0	600	130	400	500
外购煤量	67.6	103.4	97.3	32.5	30	30	30
销量	558.6	604.4	560.3	545.5	675	945	1045
出口量	169.6	189	185.2	132.2	160	160	160
内销量	389	415.4	375.1	413.3	515	785	885
出口煤比例	29%	32%	33%	24%	24%	17%	15%
外购煤比例	12%	17%	17%	6%	4%	3%	3%

数据来源: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

我们预计未来三年公司内销无烟煤的售价将分别同比上涨 14%、5%、5%，公司外销煤价格将分别同比上涨 45%、5%、5%。具体销售价格预测如下:

**表 15: 公司煤炭销售价格预测**

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
公司无烟煤平均售价	391.5	426.3	733.7	561.4	<b>720.7</b>	<b>756.7</b>	<b>794.6</b>
其中: 国内煤售价	340.6	372.8	543.1	504.4	575.0	603.8	634.0
出口煤售价	516.7	540.5	1117.1	738.8	1071.2	1124.8	1181.0
高家梁动力煤售价	--	--	--	--	<b>225.0</b>	<b>247.0</b>	<b>259.4</b>

数据来源: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

公司营业收入预测如下:

**表 16: 公司营业收入预测**

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
无烟煤销售收入总计 (百万)	2298.1	2527.6	4094.1	3052.7	3927.87	4124.26	4330.48
其中: 内销收入合计 (百万)	1421.9	1505.9	2024.7	2075.7	2213.90	2324.59	2440.82
出口煤销售收入合计 (百万)	876.2	1021.7	2069	977	1713.97	1799.67	1889.65
高家梁动力煤销售收入合计 (百万)	-	-	-	-	292.50	988.00	1296.75
其他业务收入 (百万)	33.01	42.03	51.58	44.3	44.31	44.31	44.31
营业收入合计 (百万)	2,331.10	2,569.61	4,144.20	3096.9	4264.68	5156.57	5671.53

数据来源: 公司招股说明书 国信证券经济研究所

公司营业成本预测如下:

**表 17: 公司营业成本预测**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
本部吨煤成本	190.9	282.7	286.7	316.6	345.0	367.3
外购吨煤成本	433.5	782.3	515.4	721.5	793.7	873.0
高家梁矿吨煤成本	-	-	-	160.0	140.0	150.0
无烟煤成本合计 (百万元)	1,519.44	2,367.40	1,837.42	1,847.05	2,014.78	2,153.56

---

动力煤成本合计（百万元）	-	-	-	208.00	560.00	750.00
营业成本合计（百万元）	1,528.37	2,385.33	1,885.81	2,386.41	2,921.15	3,265.68

---

数据来源：公司招股说明书 国信证券经济研究所

公司利润表及负债表预测见下页：

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	465	3241	2681	3488	营业收入	3097	4265	5157	5672
应收款项	280	351	131	144	营业成本	1886	2386	2921	3266
存货净额	182	215	703	779	营业税金及附加	132	171	206	227
其他流动资产	41	51	31	34	销售费用	127	192	232	255
<b>流动资产合计</b>	<b>968</b>	<b>3858</b>	<b>3546</b>	<b>4445</b>	管理费用	306	450	539	591
固定资产	1825	1977	2919	2786	财务费用	32	(12)	(54)	(57)
无形资产及其他	595	572	549	527	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	15	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	106	106	106	106	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3502</b>	<b>6521</b>	<b>7128</b>	<b>7872</b>	营业利润	628	1067	1302	1380
短期借款及交易性金融负债	812	500	500	500	营业外净收支	6	0	0	0
应付款项	443	505	218	241	<b>利润总额</b>	<b>634</b>	<b>1067</b>	<b>1302</b>	<b>1380</b>
其他流动负债	176	185	444	492	所得税费用	160	267	325	345
<b>流动负债合计</b>	<b>1431</b>	<b>1189</b>	<b>1162</b>	<b>1233</b>	少数股东损益	2	4	4	5
长期借款及应付债券	190	(40)	(40)	(40)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>472</b>	<b>797</b>	<b>972</b>	<b>1031</b>
其他长期负债	85	85	85	85					
<b>长期负债合计</b>	<b>275</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1706</b>	<b>1235</b>	<b>1207</b>	<b>1278</b>	净利润	472	797	972	1031
少数股东权益	126	129	131	134	资产减值准备	(27)	69	24	5
股东权益	1670	5158	5790	6460	折旧摊销	70	123	202	248
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3502</b>	<b>6521</b>	<b>7128</b>	<b>7872</b>	公允价值变动损失	(15)	10	10	10
					财务费用	32	(12)	(54)	(57)
关键财务与估值指标					营运资本变动	180	25	(251)	(17)
每股收益	1.37	1.76	2.14	2.27	其它	28	(66)	(22)	(2)
每股红利	0.50	0.61	0.75	0.79	<b>经营活动现金流</b>	<b>709</b>	<b>957</b>	<b>936</b>	<b>1275</b>
每股净资产	4.86	11.36	12.75	14.23	资本开支	(895)	(331)	(1156)	(108)
ROIC	21%	28%	26%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	28%	15%	17%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(895)</b>	<b>(331)</b>	<b>(1156)</b>	<b>(108)</b>
毛利率	39%	44%	43%	42%	权益性融资	149	2970	0	0
EBIT Margin	21%	25%	24%	24%	负债净变化	90	(230)	0	0
EBITDA Margin	23%	28%	28%	28%	支付股利、利息	(173)	(279)	(340)	(361)
收入增长	-25%	38%	21%	10%	其它融资现金流	155	(312)	0	0
净利润增长率	-34%	69%	22%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>137</b>	<b>2149</b>	<b>(340)</b>	<b>(361)</b>
资产负债率	52%	21%	19%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>(49)</b>	<b>2776</b>	<b>(560)</b>	<b>807</b>
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	货币资金的期初余额	514	465	3241	2681
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	465	3241	2681	3488
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	(162)	617	(261)	1124
EV/EBITDA	2.4	1.0	0.8	0.8	权益自由现金流	83	83	(221)	1167

资料来源：公司资料和国信证券预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
		廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>中小股票</b>	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
<b>固定收益</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
<b>指数与产品设计</b>					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					



**国信证券机构销售团队**

华南区	华东区	华北区
<b>万成水</b> 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>王立法</b> 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>王晓建</b> 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>谭春元</b> 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>焦骞</b> 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>李锐</b> 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>徐文琪</b> 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	<b>许娅</b> 021-60875176 13482495069	
	<b>江智俊</b> 021-60875175 15221772073	
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123	