

建议合理定价区间

24.97-29.64 元

研究员

王剑辉

执业证书编号: S1250200010075

电话: 010-88092288-3502

邮箱: wjhui@swsc.com.cn

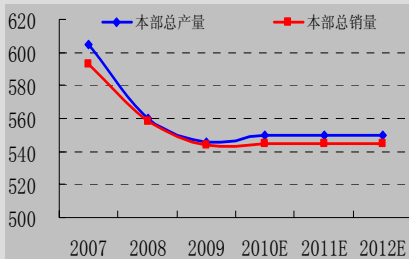
徐哲

执业证书编号: S1250108120860

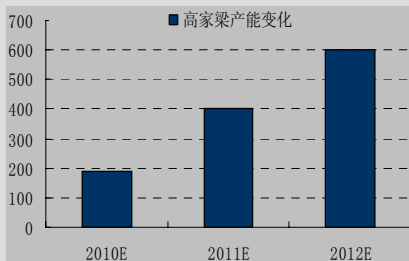
电话: 010-88092288-3211

邮箱: xze@swsc.com.cn

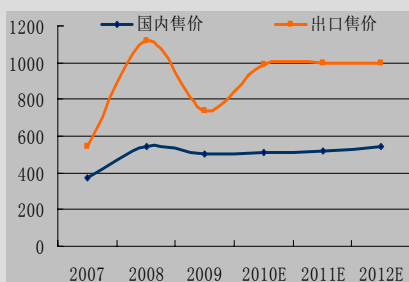
本部产量变化(万吨)



高家梁产量扩张计划(万吨)



价格变化(元/吨)



# 公司具备持续增长能力

## ——昊华能源(601101)新股定价报告——

主要观点:

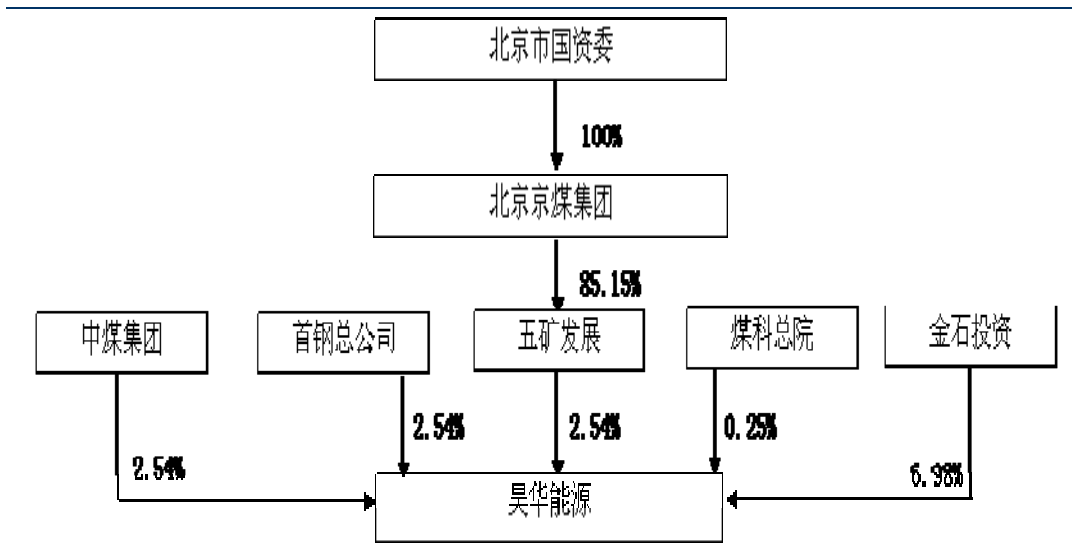
- 煤炭资源储量雄厚** 公司下属达产煤矿共计三个,分别为木城涧煤矿、大安山煤矿及长沟峪煤矿,上述三个煤矿共建有四处矿井。此外,公司还在投资建设内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿。截至2009年12月31日,公司拥有的煤炭工业储量为175487.9万吨,可采储量为106651.9万吨,按发行预估上限数计折合每股保有储量3.87吨,为平均水平的1.92倍;每股可采储量1.76吨,为平均水平的2.16倍。
- 区位优势明显** 公司本部煤矿距北方三大港口天津港、京唐港、秦皇岛港较近,平均运输距离在230公里左右。铁路、公路覆盖整个矿区,与丰沙线、京九线、京广线等主要铁路干线相连接,辐射全国,运输条件十分优越。相对其他煤炭生产企业而言,公司产品在铁路运力紧张时,更易通过公路运力直接到达出海口,运输成本相对较低。公司控股的铜匠川铁路、参股的新包神公司,有利于解决高家梁煤矿产品外运问题。
- 产品优势较为突出** 公司本部无烟煤具有特低硫、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。主要产品含硫量低于0.25%(一般标准1%),有利于提高冶炼效率、提升炼铁品质;含磷量在0.04%-0.06%之间,部分矿井含磷量低至0.005%,在炼钢过程中可以有效减少钢产品脆性;含氮量仅为0.3%左右,属于无烟煤中含氮量非常低的煤种,利于钢企减少氮化合物排放;同时,80%左右的固定碳含量在冶金烧结工艺中还原性较好,而灰分中氧化钙含量较高利于矿石的烧结。
- 国内外客户稳定,销售模式灵活** 国内销售客户以大型冶金及化工企业为主,主要客户包括河北钢铁、鞍本钢、山东铝业、首钢总公司等。主要销售市场包括华北、东北和华东地区,属于经济较发达区域,产品价格较高,2009年上述区域公司产品销售比例合计达75.68%。在销售中,公司以确保主要客户需求为重点,并且根据国内外市场的变化,积极调整内外销售比例,以期达到产品收益最大化的目的。
- 盈利预测与询价** 预计公司2010年-2011年权益净利润分别为70582.54亿元、87195.36亿元、103779.46亿元;按发行后总股本测算2010年-2011年每股收益分别为1.55元、1.92元、2.29。截止2010年3月17日,我们跟踪的煤炭开采板块市盈率水平为16.11(X);按照公司未来三年净利润毛估数据计算,公司年均复合增长率为21.25%,在PEG=0.9条件下,则可给予公司未来动态市盈率19.13(X)。两相比较,我们给予公司**24.97元-29.64元**询价合理区间的判断。

## 一、公司简况

### 1、股权控制情况

北京昊华能源股份有限公司（简称“昊华能源”）成立于2002年12月31日，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，注册资本34400万元。

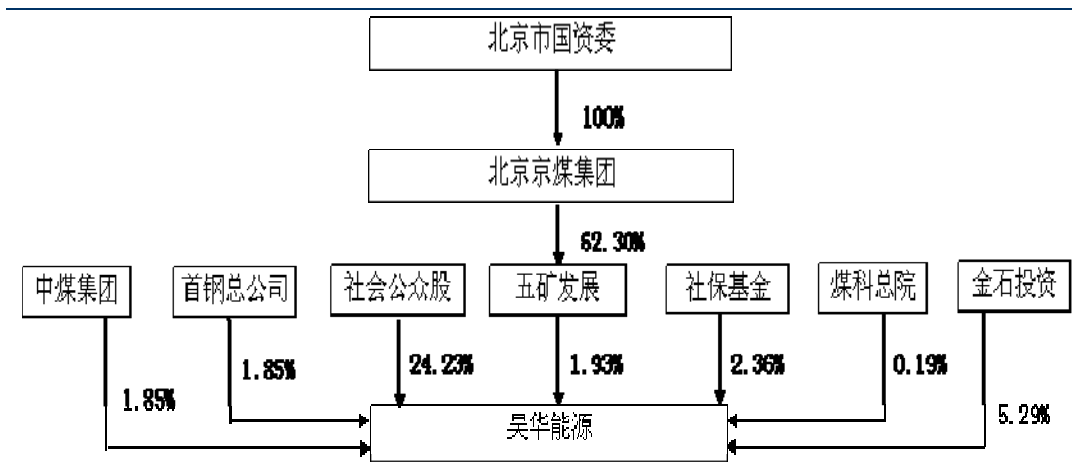
图表1 目前公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

本次发行前总股本34400万股，本次拟发行不超过11000万股，占发行后总股本的比例不超过24.23%。股权比例变更情况如下图：

图表2 目前公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，西南证券研发中心

## 2、公司煤炭资源控制情况

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“京局洁”牌无烟煤，产品种类为末煤（0-13mm）、混中块（13-40mm）及中块（40-80mm）。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。

公司下属达产煤矿共计三个，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，公司拥有的煤炭工业储量为175487.9万吨，可采储量为106651.9万吨，按发行预估上限数计折合每股保有储量3.87吨，为平均水平的1.92倍；每股可采储量1.76吨，为平均水平的2.16倍。总体判断公司资源储备实力雄厚。

表格 1 每股资源量对比表

证券简称	保有储量(亿吨)	可开采量(亿吨)	每股储量	每股可采储量
恒源煤电	12.60	6.72	5.34	2.85
大同煤业	35.94	22.75	4.29	2.72
昊华能源	17.55	10.67	3.87	2.35
盘江股份	37.01	19.91	3.35	1.80
神火股份	23.98	13.19	3.20	1.76
露天煤业	35.29	17.65	3.19	1.60
兰花科创	15.63	7.58	2.74	1.33
西山煤电	51.80	29.98	2.14	1.24
国阳新能	24.94	11.54	2.59	1.20
潞安环能	18.96	12.08	1.65	1.05
平煤股份	22.91	12.21	1.64	0.87
上海能源	10.12	6.16	1.40	0.85
煤气化	7.66	3.82	1.49	0.74
国际实业	3.00	1.50	1.25	0.62
国投新集	27.80	10.81	1.50	0.58
中煤能源	128.30	77.30	0.97	0.58
中国神华	177.65	113.06	0.89	0.57
开滦股份	9.68	6.28	0.78	0.51
兖州煤业	39.15	21.95	0.80	0.45
靖远煤电	2.85	0.76	1.60	0.43
金牛能源	5.66	3.27	0.72	0.42
平庄能源	4.99	3.19	0.49	0.31
郑州煤电	2.26	1.14	0.36	0.18
<b>平均值</b>			<b>2.01</b>	<b>1.09</b>

资料来源：公司公告、西南证券研发中心。

数据说明：同类公司数据以2008年情况进行比较，部分数据较实际情况存在误差

### 3、主要矿井基本情况

#### ①木城涧煤矿

木城涧煤矿位于北京市门头沟区大台办事处木城涧村，直距北京市中心 35 公里。木城涧煤矿煤种为无烟煤，开采侏罗纪和石炭二迭纪煤层，侏罗纪主采煤层 8 层，石炭二迭纪主采煤层 3 层。煤炭具有特低硫、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，应用广泛。矿井为低瓦斯矿井，水文地质条件简单。采煤方法主要有：普通机械化采煤法、综合机械化采煤法、走向长壁炮采法。2008 年度矿井回采率 86.6%。

#### ②木城涧煤矿大台井

大台煤矿位于北京市门头沟区大台村。大台煤矿开采侏罗纪煤层，煤种为无烟煤。主要可采煤层 8 层。煤炭具有特低硫、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，应用广泛。开拓方式为竖井—暗斜井—底板集中运输大巷—采区石门方式。采煤方法主要有：柔性掩护支架采煤法、俯伪斜走向分段密集支护采煤法等。矿井为低瓦斯矿井，水文地质条件简单。2008 年度矿井回采率 87.7%。

#### ③大安山煤矿

大安山煤矿位于北京市房山区大安山乡元港村，距北京市中心 50 公里。大安山煤矿开采侏罗纪煤层，煤种为无烟煤。以主要可采煤层 11 层。煤炭具有特低硫、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，应用广泛。矿井为低瓦斯矿井，水文地质条件简单。采煤方法主要有：普通机械化采煤法、综合机械化采煤法、柔性掩护支架采煤法、走向长壁炮采法。2008 年度矿井回采率 85.3%。

#### ④长沟峪煤矿

长沟峪煤矿位于房山区周口店长沟峪村，距北京 45 公里。长沟峪煤矿开采侏罗纪煤层，煤种为无烟煤。主要可采煤层 6 层。煤炭具有特低硫、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，应用广泛。矿井为低瓦斯矿井，水文地质条件简单。采煤方法主要有：柔性掩护支架采煤法、走向长壁炮采法等。2008 年度矿井回采率 85.7%。

根据上述矿井储量核查报告描述，公司本部矿井煤炭赋存优势明显，具有低瓦斯、不自燃发火、煤层不爆炸、无水害等特点，相对而言煤炭安全生产隐患较小。

#### ⑤高家梁煤矿（在建）

高家梁煤矿位于内蒙古鄂尔多斯东胜煤田万利矿区南部，原铜匠川详查区第 16-28 勘探线之间。井田范围内具有工业开采价值的煤层共 6 层，其中主要可采煤层 4 层，次要可采煤层有 2 层。高家梁井田地址构造简单，煤层赋存较稳定，资源可靠，储量丰富；煤质优良，水文地质条件简单，资源条件能够满足建设大型矿井的需要，适于综合机械化开采；各煤层均为低灰分、低硫、特低磷、发热量高的不粘煤，是良好的环保型动力用煤。

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。未来建设总体规模有望达到 1000 万吨/年。

**表格 2 主要矿井基本情况**

矿井名称	权益比例	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	可采年限 (年)
<b>在产矿井</b>				
木城涧煤矿	100.00%	9354.50	150	44.5
木城涧煤矿大台井	100.00%	6071.50	100	43.4
大安山煤矿	100.00%	4820.50	160	21.5
长沟峪煤矿	100.00%	3705.40	110	24.1
<b>在建矿井</b>				
高家梁煤矿	80.00%	82700.00	300/600/1000	98.45
<b>合计(全达产条件下)</b>		106651.90	1120	

资料来源：公司公告、西南证券研发中心。

数据说明：高家梁煤矿可采储量以 1.4 储量备用系数，产能 600 万吨/年估算。

## 二、募集资金项目概况

从募集资金最终使用情况看，募集资金扣除费用后将主要用在内蒙古鄂尔多斯高家梁煤矿项目、万利矿区铜匠川铁路专用线项目、高家梁选煤厂项目和偿还银行借款及补充流动资金上。

高家梁矿矿井建设总规模 600 万吨/年，分两期建设，一期建设规模 300 万吨/年，拟于 2010 年下半年投产，其资源量是公司本部矿井总量的 4.89 倍，可采储量是本部矿井的 3.76 倍。项目总投资额 18.74 亿元，拟投入的募集资金 12.2 亿元。

万里矿区铜匠川铁路专用线项目的建设主要是保证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，预计该项目可在 2010 年底完工。项目投资总额 6.53 亿元，拟投入募集资金 3.33 亿元。

高家梁煤矿选煤厂项目为高家梁煤矿配套建设项目，主要是保证企业“高产、高效”和节能环保目标而设。项目总投资 3.1 亿元，拟投入募集资金 2.48 亿元。

## 三、公司主要亮点

### 1、区位优势明显

公司本部煤矿距北方三大港口天津港、京唐港、秦皇岛港较近，平均运输距离在 230 公里左右。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。相对其他煤炭生产企业而言，公司产品在铁路运力紧张时，更易通过公路运力直接到达出海口，运输成本相对较低。公司控股的铜匠川铁路、参股的新包神公司，有利于解决高家梁煤矿产品外运问题。

### 2、公司产品优势较为突出

公司本部无烟煤具有特低硫、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。主要产品含硫量低于 0.25% (一般标准 1%), 有利于提高冶炼效率、提升炼铁品质; 含磷量在 0.04%-0.06% 之间, 部分矿井含磷量低至 0.005%, 在炼钢过程中可以有效减少钢产品脆性; 含氮量仅为 0.3% 左右, 属于无烟煤中含氮量非常低的煤种, 利于钢企减少氮化合物排放; 同时, 80% 左右的固定碳含量在冶金烧结工艺中还原性较好, 而灰分中氧化钙含量较高利于矿石的烧结。

### 3、国内外客户稳定, 销售模式灵活

国内销售客户以大型冶金及化工企业为主, 主要客户包括河北钢铁、鞍本钢、山东铝业、首钢总公司等。主要销售市场包括华北、东北和华东地区, 属于经济较发达区域, 产品价格较高, 2009 年上述区域公司产品销售比例合计达 75.68%。

出口销售通过中煤集团和中国矿产代理出口, 代理费用约占收入的 2.0%-2.5%, 主要客户包括日本新日铁、韩国浦项制铁等知名钢铁生产企业。

在销售中, 公司以确保主要客户需求为重点, 并且根据国内外市场的变化, 积极调整内外销售比例, 以期达到产品收益最大化的目的。

### 4、募投项目高家梁煤矿形成公司产量未来主要增长点

公司本部矿井合计核定生产能力仅 520 万吨/年, 2009 年实际产量 513 万吨, 由于地处京郊扩产空间不大。高家梁矿注入后, 不但使公司资源储量得到有效提升, 同时也使企业产量跨入千万吨成为可能。按照公司计划, 2010 年-2012 年, 公司煤炭产量分别为 710 万吨、920 万吨、1120 万吨, 三年产量复合增长率达到 29.73%。虽然高家梁煤矿动力煤价格无法与本部产品价格相匹敌, 但是产量的告诉扩张, 加上其运输体系的优化, 一定程度上会增厚公司整体每股收益。

## 四、简要盈利预测与询价区间判断

预计公司 2010 年-2011 年权益净利润分别为 70582.54 亿元、87195.36 亿元、103779.46 亿元; 按发行后总股本测算 2010 年-2011 年每股收益分别为 1.55 元、1.92 元、2.29。

截止 2010 年 3 月 17 日, 我们跟踪的煤炭开采板块市盈率水平为 16.11 (X); 按照公司未来三年净利润毛估数据计算, 公司年均复合增长率为 21.25%, 在 PEG=0.9 条件下, 则可给予公司未来动态市盈率 19.13 (X)。两相比较, 我们给予公司 24.97 元-29.64 元询价合理区间的判断。

**表格 3 公司盈利预测简表**

主要科目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>在产矿井 (万吨)</b>						
木城涧煤矿(含大台井)	258.00	227.00	243.00	250	250	250
大安山煤矿	153.00	144.00	160.00	160	160	160
长沟峪煤矿	90.00	92.00	110.00	110	110	110
<b>自产合计 (万吨)</b>	501.00	463.00	513.00	520.00	520.00	520.00
外购煤	103.44	97.32	32.47	30	30	30
<b>总量合计 (万吨)</b>	604.44	560.32	545.47	550.00	550.00	550.00
<b>销量合计 (万吨)</b>	592.95	558.00	543.74	545.15	545.15	545.15
国内销售	403.93	372.79	411.50	360.15	355.15	355.15
出口销售	189.02	185.21	132.24	185.00	190.00	190.00
<b>销售均价 (元/吨)</b>	426.27	733.71	561.41	672.22	684.04	700.32
国内售价	372.81	543.12	504.42	510.00	515	540
出口售价	540.51	1117.1	738.78	988.03	1000	1000
<b>公司本部 (万元)</b>						
主营收入	256961.36	414420.17	309693.19	366459.56	372899.73	381778.36
同比		61.28%	-25.27%	18.33%	1.76%	2.38%
主营成本	152837.27	238533.21	188580.52	209161.30	213344.53	215477.97
占收入比		57.56%	60.89%	57.08%	57.21%	56.44%
主营毛利水平	40.52%	42.44%	39.11%	42.92%	42.79%	43.56%
营业税金及附加	2882.32	10207.62	13198.22	14658.38	14915.99	15271.13
占收入比	1.12%	2.46%	4.26%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用	15589.67	19307.18	12733.11	18124.23	17049.14	17344.62
占收入比	6.07%	4.66%	4.11%	4.95%	4.57%	4.54%
管理费用	34065.66	44300.55	30629.09	41333.00	39600.60	40454.23
占收入比	13.26%	10.69%	9.89%	11.28%	10.62%	10.60%
财务费用	1837.87	4479.46	3248.35	3664.60	3729.00	3817.78
占收入比	0.72%	1.08%	1.05%	1.00%	1.00%	1.00%
利润总额	49693.29	96005.7	63379.22	79518.05	84260.48	89412.62
利润率	19.34%	23.17%	20.47%	21.70%	22.60%	23.42%
所得税	16032.19	24332.66	15985.79	19879.51	21065.12	22353.15
所得税率	32.26%	25.35%	25.22%	25%	25%	25%
净利润	33661.11	71673.03	47393.43	59638.54	63195.36	67059.46
净利率	13.10%	17.29%	15.30%	16.27%	16.95%	17.57%
<b>在建矿井 (万吨)</b>						
高家梁煤矿				190	400	600
单位售价				240	250	255
单位成本预计				137	140	140
<b>高家梁矿 (万元)</b>						

主营收入				45600	100000	153000
主营成本				26030	56000	84000
主营毛利水平				42.92%	44.00%	45.10%
毛估净利润				13680	30000	45900
权益净利润				10944	24000	36720
<b>合并情况 (万元)</b>						
主营收入	256961.36	414420.17	309693.19	412059.56	472899.73	534778.36
主营成本	152837.27	238533.21	188580.52	235191.30	269344.53	299477.97
权益净利润合计	33661.11	71673.03	47393.43	70582.54	87195.36	103779.46
发行后股本	45400	45400	45400	45400	45400	45400
每股收益摊薄	0.74	1.58	1.04	1.55	1.92	2.29
收益增长		112.93%	-33.88%	48.93%	23.54%	19.02%

资料来源：公司公告、西南证券研发中心。



## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>