

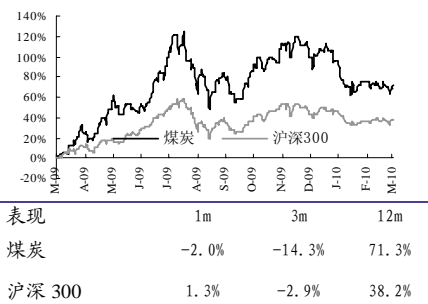
煤炭
Coal

2009 年 3 月 21 日

重要资料	2009 年 3 月 19 日
总股本(百万股)	344
流通股(百万股)	110
行业 PE (X)	19
募集资金总额	约 25 亿元
定价区间 PE(X)	16-19
第一大股东	京煤集团
公司网址	http://www.bjhhny.com.cn

财务数据	2007	2008	2009
主营收入(百万)	2569.6	4144.2	3096.9
增长率%	/	61.28	-25.27
净利润(百万)	332.84	714.86	471.85
增长率%	/	114.77	-33.99
毛利率%	40.52	42.44	39.11
净利率%	12.95	17.25	15.24
ROE	33.81	46.77	28.25
ROA	17.88	25.24	13.47
资产负债率	46.47	44.97	48.71

行业一年期收益率比较



陆勤

+86 10 51757576
luqin@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 陆勤, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

高家梁项目保障持续发展—昊天能源(601101)新股定价报告

询价区间: 26-30 元 定价区间: 29-32 元

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3097	4114	5033
净利润(百万元)	474	725	860
每股收益(元)	1.37	1.59	1.89
净利润增长率%	-34	52.7	18.7
每股净资产	3.68	5.27	6.98

资料来源: 世纪证券研究所

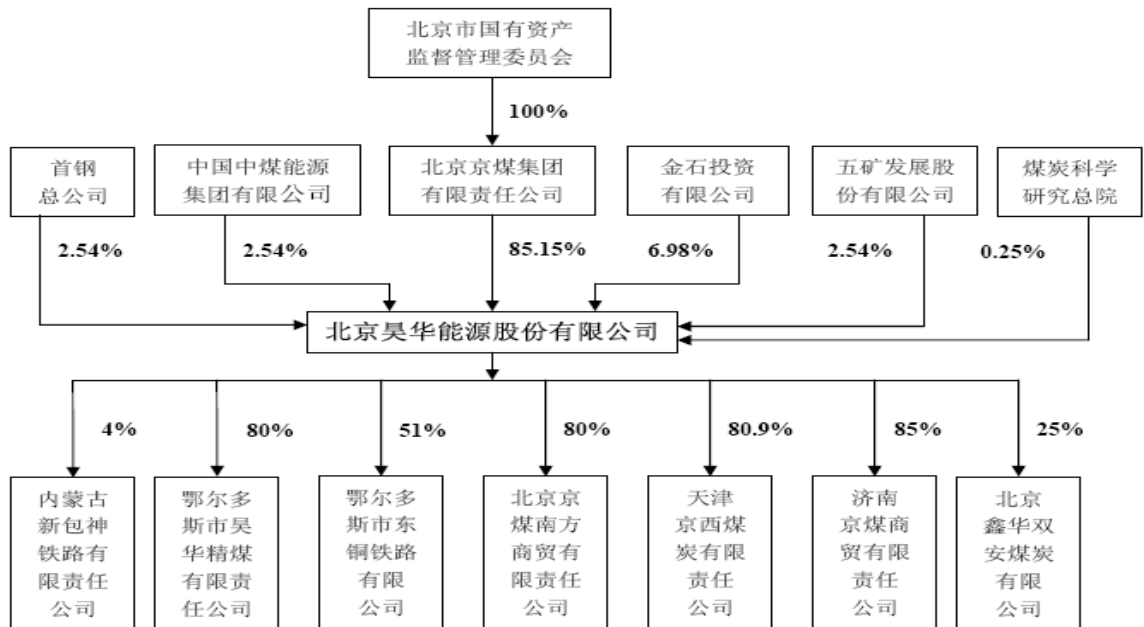
- **位于京西的优质无烟煤企业。**公司属下已投产煤矿共计三个, 产能达到 520 万吨/年, 分别为木城涧煤矿、大安山煤矿及长沟峪煤矿, 各个煤矿共建有四处矿井。此外, 公司还在投资建设内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿。公司所在的京西煤田系中国五大无烟煤生产基地之一。由于公司所生产无烟煤中的硫、磷等元素含量与国内外大型钢铁公司需求非常吻合, 通常能取得较高价格的订单, 具有较明显的产品品质和价格优势。
- **国内无烟煤出口量最大的企业。**出口煤销售通过国家特许煤炭出口专营权的中煤集团和中国矿产代理出口完成。公司生产的无烟煤主要销往日本、韩国及巴西, 主要客户为日本新日铁、韩国浦项制铁等。
- **募集资金新建煤矿保障了公司持续发展。**公司募集资金主要用于投资三个项目: 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。高家梁煤矿矿井建设总规模 600 万吨/年, 分两期建设, 建设工期两年半。2010 年项目一期达产, 到 2012 年, 项目将达到 600 万吨总生产规模
- **盈利预测。**我们预计 2010、2011、2012 年公司每股收益为 1.59 元、1.89 元和 1.97 元。考虑可比公司的估值水平, 我们给予公司 2010 年 16 倍到 19 倍的市盈率, 对应公司股价的合理区间为 25.44 元-30.21 元。
- **风险提示。**如果煤炭行业景气下降将导致煤炭价格的下降, 影响公司的盈利水平。公司经营业务受到人民币汇率波动的影响。监管政策的变化也可能对公司的运营产生重大不利影响。

公司基本情况

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。

大东家煤集团实力雄厚。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。京煤集团目前的主要业务为房地产开发、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。

Figure 1 发行人股权结构图



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

主营业务分析

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，各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。

Figure 2 现有矿井核定产能及实际产量

矿井名称	开拓方式	核定生产能力(万吨)	2009年产量(万吨)
木城涧煤矿	平硐暗斜井	150.00	150.00
木城涧煤矿(大台井)	立井暗斜井	100.00	93.00
大安山煤矿	平硐暗斜井	160.00	160.00
长沟峪煤矿	平硐暗斜井	110.00	110.00
合计	—	520.00	513.00

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

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。其中，上述已投产煤矿工业储量合计为31,687.9万吨，剩余可采储量为23,951.9万吨，

Figure 3 公司拥有煤炭储量

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	143,800.0	82,700.0	99.6
合计	175,487.9	106,651.9	-

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

公司营业收入主要来自于无烟煤销售收入，此外还有一些销售材料和次杂煤等其他业务收入。

公司煤炭销售形势良好，2007年、2008年和2009年，公司煤炭销量分别为593万吨、558万吨及544万吨。

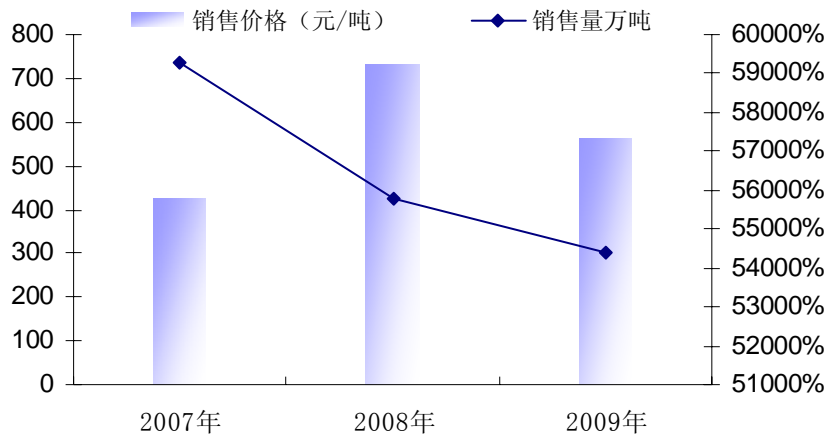
公司商品煤平均销售价格从2007年的426.27元/吨上涨到2008年的733.71元/吨，上涨了72.12%。

Figure 4 主营业务构成

项 目	2009年		2008年		2007年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
主营业务收入	305,262.41	98.57	409,261.72	98.76	252,758.50	98.36
其中：国内煤销售收入	207,568.51	67.02	202,361.92	48.83	150,593.48	58.61
出口煤销售收入	97,693.90	31.55	206,899.81	49.93	102,165.02	39.76
其他业务收入	4,430.78	1.43	5,158.45	1.24	4,202.86	1.64
其中：销售材料	520.53	0.17	734.71	0.18	657.51	0.26
销售次杂煤	2,257.52	0.73	1,909.32	0.46	2,226.39	0.87
其 他（注）	1,652.73	0.53	2,514.42	0.61	1,318.97	0.51
营业收入合计	309,693.19	100.00	414,420.17	100.00	256,961.36	100.00

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

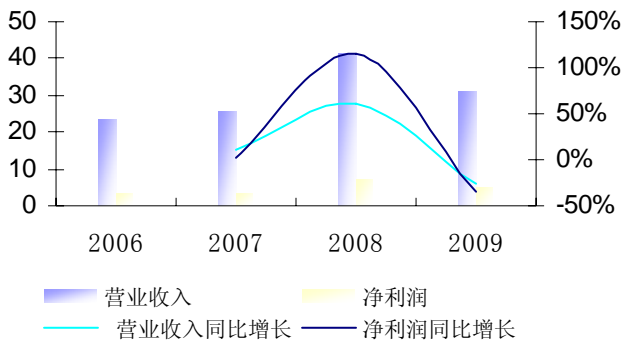
Figure 5 近3年的销售价格和销售数量



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

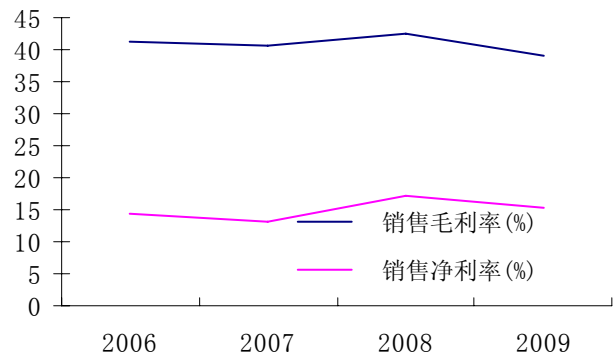
受益于商品煤销售价格的上涨，公司营业收入也稳步增长。2009年、2008年及2007年实现营业收入309,693.19万元、414,420.17万元及256,961.36万元。2008年实现营业收入较2007年增长61.28%。2008年三季度以来，虽然煤炭价格有所回落，但随着宏观经济的好转，煤炭下游行业的复苏，对煤炭需求的回暖，煤炭价格仍稳定在较高水平。2009年公司毛利率较2008年度下滑3.36个百分点，主要原因是单位煤炭销售均价较2008年度下滑23.48%。

Figure 6 经营情况



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

Figure 7 盈利能力



资料来源：上市公司 世纪证券研究所

公司下属煤矿的具体情况

(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。矿区面积 39.5672 平方公里，开采深度由+1050 米至-400 米。矿区有铁路与丰沙铁路相连，清千公路与 109 国道相连，交通便利。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、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。木城涧煤矿的开拓方式为平硐—暗斜井—底板集中运输大巷—采区石门方式。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。2009 年度矿井回采率 84.79%。2007 年、2008 年及 2009 年，木城涧煤矿煤炭产量分别为 163 万吨、156 万吨及 150 万吨。

(2) 大台煤矿

大台煤矿位于北京市门头沟区大台村。矿区面积 10.47 平方公里，开采深度由+500 米至-410 米。矿区有铁路与丰沙铁路相连，清千公路与 109 国道相连，交通便利。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。矿井为低瓦斯矿井，水文地质条件简单。大台煤矿的开拓方式为竖井—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。2009 年度矿井回采率 86.58%。2007 年、2008 年及 2009 年，大台煤矿煤炭产量分别为 95 万吨、71 万吨及 93 万吨。

(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。矿区面积 29.4578 平方公里，开采深度由 1,230 米至 450 米。矿区交通便利，铁路有京广线良坨支线，公路有 108 国道和市、区级公路相连接。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。大安山煤矿的开拓方式为平硐—暗斜井—底板集中运输大巷—采区石门方式。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。2009 年度矿井回采率 84.9%。2007 年、2008 年及 2009 年，大安山煤矿煤炭产量分别为 153 万吨、144 万吨及 160 万吨。

(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。面积 21.9193 平方公里，开采深度由+410 米至-310 米。矿区交通十分便利，公路、铁路贯穿全矿区，相互衔接交错，四通八达。铁路有京广线周口店支线，公路有 107 国道和市、区级公路相连接。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。长沟峪煤矿的开拓方式为平硐—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、走向长壁炮采法等。2009 年度矿井回采率 85.87%。2007 年、2008 年及 2009 年，长沟峪煤矿煤炭产量分别为 90 万吨、92 万吨及 110 万吨。

Figure 8 各煤矿产量

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

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

主要竞争优势

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。

公司生产的无烟煤优良的内在品质对冶金行业客户具有独特的吸引力。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。

区位优势显著 客户稳定

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。公司因地理位置的优越，可大大减少客户的运输成本。

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、山东铝业及首钢总公司等。

Figure 9 2009 年公司前五名客户销售收入详细情况及占营业收入的比例

单位名称	销售收入	占营业收入比例
1.新日本制铁株式会社	59,295.43	19.15%
2.韩国浦项制铁株式会社	30,273.51	9.77%
3.河北钢铁集团有限公司	17,686.29	5.71%
4.唐山海港乾元能源有限公司	12,999.58	4.20%
5.首钢总公司	12,261.89	3.96%
合计	132,516.70	42.79%

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

公司是国内无烟煤出口量最大的企业。出口煤销售通过国家特许煤炭出口专营权的中煤集团和中国矿产代理出口完成。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。

Figure 10 2008年公司向主要客户供煤量占这些客户烧结煤炭消耗量的比例

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%

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

成本分析

公司自产煤的成本主要是由材料、人工、电力和制造费用成本构成。其中，人工成本所占比重最高。而且，人工费呈逐年上升的趋势，其主要原因是为稳定职工队伍，公司陆续出台了工资、津贴调整政策，增加了人工费支出。2009年人工费用较2008年增长53.37%主要是因为根据财政部的相关要求，原计入管理费用的为生产工人缴纳的工会经费、职工教育经费、住房公积金、劳动保险费、失业保险等与职工薪酬相关的费用，自2009年1月1日起计入人工费。

Figure 11 成本构成

项目	2009年度		2008年度		2007年度	
	金额	同比增长(%)	金额	同比增长(%)	金额	同比增长(%)
1、矿井煤成本	148,789.46	15.31	129,035.76	37.61	93,772.45	-9.24
(1)材料	30,158.28	-29.29	42,651.65	130.28	18,522.03	-11.60
(2)人工费	90,788.59	53.37	59,194.38	21.25	48,819.81	8.04
(3)电力	6,291.69	12.31	5,602.02	6.45	5,262.37	13.78
(4)制造费用	21,550.90	-0.17	21,587.71	1.98	21,168.24	-34.98
2、外购煤成本	15,961.14	-78.52	74,321.27	86.36	39,880.08	47.90
3、出口煤税费	20,695.20	-34.33	31,514.29	91.60	16,448.30	275.47
合计	185,445.80	-21.04	234,871.32	56.48	150,100.83	11.46

资料来源：上市公司 世纪证券研究所

募投资金投向分析

公司募集资金主要用于投资三个项目：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。

Figure 12 募集资金投向

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：上市公司 世纪证券研究所

内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿项目

高家梁煤矿位于内蒙古鄂尔多斯东胜煤田万利矿区南部，面积约87.42平方公里。高家梁煤矿工业储量为127,888万吨，可采储量约82,464万吨。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，建设工期两年半。2010年项目一期达产，到2012年，项目将达到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。

万利矿区铜匠川铁路专用线项目

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。该项目的建设对保证内蒙古自治区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，促进鄂尔多斯经济发

展，均具有重要的意义和作用。

万利矿区铁路专用线近期到达量为 30 万吨，发送量为 1,000 万吨；远期到达量为 45 万吨，发送量为 1,500 万吨。

该项目于 2009 年 7 月开工，计划 2010 年底或 2011 年初投入运营，建设工期 1.5 年。项目新建万利矿区铜匠川铁路专用线为合资铁路，运量构成主要为煤炭等，收入主要以煤炭运输为主，其他收入考虑有车站仓储费、装卸费及服务费等。

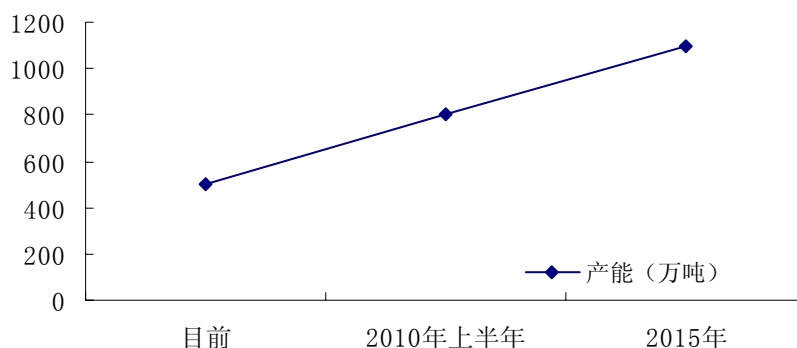
高家梁煤矿选煤厂项目

高家梁煤矿选煤厂是高家梁煤矿的配套建设项目。选煤厂建设规模与矿井建设规模一致为 600 万吨/年，采用一次设计，一次建成的原则，初期除入洗本矿井规模为 300 万吨/年的原煤外，还入洗附近小煤矿规模为 300 万吨/年的原煤。后期全部入洗本矿井原煤。

高家梁煤矿选煤厂项目 2008 年开工，计划 2010 年投入运营，建设总工期由施工准备期和建设工期构成，预计本选煤厂建设工期为 14 个月（含联合试运转 2 个月），建设总工期为 17 个月（含施工准备期 3 个月）。

目前公司京西矿区煤炭生产保持在 500 万吨的生产规模，到 2010 年上半年公司募集资金项目内蒙古鄂尔多斯市高家梁煤矿验收达产后，公司煤炭年生产能力将达到 800 万吨；2010 年-2015 年，公司将逐步形成年产煤炭 1100 万吨的生产能力和 1600 万吨的经营规模。

Figure 13 产能变化



资料来源：世纪证券研究所

盈利预测

公司将利用本次发行募集的资金投资建设高产高效煤矿，实施向内蒙古神东矿区的战略转移并创建新的煤炭生产基地，在“十二五”期间公司计划建设成为煤炭年产量1,500-2,000万吨的大型煤业。

对于公司的盈利预测，基于以下假设：

1. 10年、11年、12年公司本部产量均为520万吨，外购煤均为30万吨。销售量均为545万吨。其中，出口量均为185万吨。销售价格分别为700元/吨、740元/吨和760元/吨。
2. 10年、11年、12年高家梁产量分别为130万吨、400万吨和500万吨。销售价格分别为230元/吨、250元/吨和258元/吨。
3. 所得税按照25%进行计算。

我们预计2010、2011、2012年公司每股收益为1.59元、1.89元和1.97元。考虑可比公司的估值水平，我们给予公司2010年16倍到19的市盈率，对应公司股价的合理区间为25.44元-30.21元。

Figure 14 盈利预测 百万

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3097	4114	5033	5432
营业成本	1886	2378	2929	3210
营业税金及附加	132	138	192	195
营业费用	127	169	207	223
管理费用	306	423	508	554
财务费用	32	42	56	65
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	963	1142	1190
营业外收入	12	9	10	10
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	634	966	1146	1194
所得税	160	242	287	299
净利润	474	725	860	896
少数股东损益	2	3	4	4
归属母公司净利润	472	721	856	892
EPS (元)	1.37	1.59	1.89	1.97

资料来源：世纪证券研究所

风险提示

如果煤炭行业景气下降将导致煤炭价格的下降，影响公司的盈利水平。公司经营业务受到人民币汇率波动的影响。监管政策的变化也可能对公司的运营产生重大不利影响。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.