公司报告

调研报告

中国平安 PING AN 平安证券公司

采掘业

2010 年 11 月 9 日

昊华能源 (601101)

煤质优良，未来成长明确

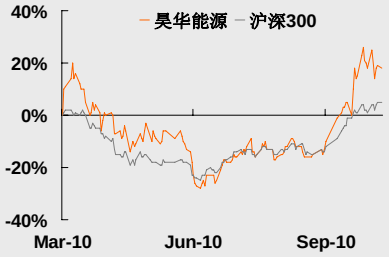
推荐（维持）

现价：45.08 元

主要数据

行业	采掘业
公司网址	hny.com.cn
大股东/持股	北京京煤集团有限责任公司/62.30%
实际控制人/持股	北京市国有资产监督管理委员会/345.62%
总股本(百万股)	454
流通 A 股(百万股)	110
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	204.66
流通 A 股市值(亿元)	49.59
每股净资产(元)	11.61
资产负债率(%)	28.6

行情走势图



相关研究报告

2010.08.09 半年报点评-昊华能源（601101）：业绩略好于预期，未来两年成长确定（推荐）

研究员

张顺 S1060210050003
010-59734975
zhangshun030@pingan.com.cn

投资要点

■ 优势之一：煤质优良，市场竞争力强

公司拥有国内最好的无烟煤资源，广泛用于冶金、电力行业，其无烟煤粘结性较好，是优良的冶金原料之一，现在被广泛用来代替冶金过程中的焦粉，并是冶炼特钢所必备品种，并在国内外客户中具有较高市场占有率。

■ 优势之二：交通地理位置优越，出口煤占比 40%左右

公司本部位于北京市西边门头沟区，铁路、公路交通便利，是距离港口最近的无烟煤企业。公司是国内最大的无烟煤出口企业，预计 2010 年出口量为 210 万吨，充分受益于国际煤价的上涨。

■ 煤价的上涨，尤其是出口煤价的高涨带动了业绩的上涨

公司 1-3 季度业绩保持较高增速，净利润为 7.28 亿元，累计增速为 73.9%，增长原因：一方面，煤价涨幅较大，综合煤价涨幅为 30%以上，其中，公司出口煤价保持在 185 美元/吨（含税），上涨幅度在 80%以上；另一方面，良好的成本费用控制，生产成本同比下降 3%的幅度。

■ 近期增长点为高家梁矿，远期成长性为红庆梁煤矿

公司募投项目，高家梁煤矿（600 万吨矿井）已通过质量验收，进入投产阶段，预计 2010 年产量为 190 万吨，2011 年产量为 350 万吨，2012 年 600 万吨达产。同时包西线（包头-西安）11 月 1 日的通车基本解决了高家梁矿所产煤炭的运输问题。远期看，红庆梁煤矿（60%）600 万吨项目是其增长点，预计 2012 年开始建设，“十二五”末可达成。

■ 盈利预测及估值

总体来看，公司煤炭业务纯粹，煤质优良，对于未来发展积极规划和布局（公司仍在积极寻求潜在资源），前景值得期待。考虑出口煤价及出口量的增幅较大，小幅上调公司业绩，预计 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 2.32 元、2.90 元、3.40 元，对应市盈率为 19.7 倍、15.7 倍、13.4 倍，给以“推荐”评级，合理估值区间 55.0-60.0 元。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,144.2	3,096.9	4,457.5	5,033.0	5,959.5
YoY(%)	61.3%	-25.3%	43.9%	12.9%	18.4%
净利润(百万元)	714.9	471.9	1054.0	1316.6	1544.5
YoY(%)	114.8%	-34.0%	123.4%	24.9%	17.3%
毛利率(%)	42.4%	39.1%	49.7%	52.5%	54.7%
净利率(%)	17.2%	15.2%	23.6%	26.2%	25.9%
ROE(%)	45.9%	26.3%	18.4%	20.0%	20.5%
EPS(摊薄/元)	2.08	1.37	2.32	2.90	3.40
P/E(倍)	22.0	33.3	19.7	15.7	13.4
P/B(倍)	10.1	8.7	3.6	3.1	2.7

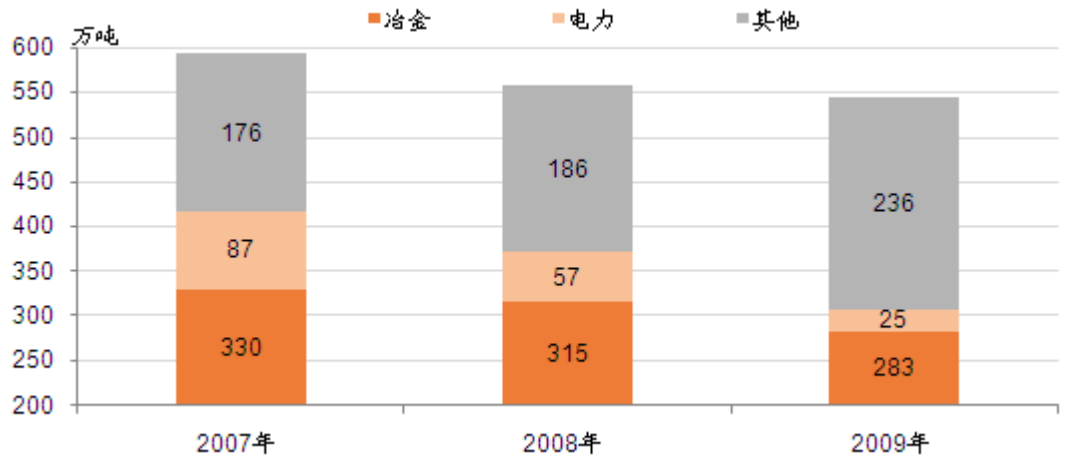
请务必阅读正文之后免责条款

一、优质无烟煤，下游以冶金煤客户为主

“质优”独特，价值再认识

公司所生产无烟煤属于无烟烧结煤品种，具有特低硫、特低磷、低氮、中低灰、高发热量和高稳定性的特点，同时，其无烟煤中富含 CaO 和 MgO，又可以同时满足烧结环节对于溶剂的要求，这样在烧结环节就可以少加或不加石英石，更重要的是，燃料中含有 CaO 和 MgO 可以做到配料容易，且纯度更高，被广泛应用于冶金、电力、化工等行业。

图表1　公司煤炭销售下游行业占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

主要产品特性：

- **特低磷：**公司所属木城涧和大安山煤矿生产无烟煤含磷量仅为 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；
- **特低硫、低氮：**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%；
- **高稳定性：**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，能够稳定和提高烧结矿的质量。

图表2　公司无烟煤资源品质较高，居于全国前列

六大无烟煤基地	干燥无灰基挥发分含量(Vdaf)/%	含硫量(%)	灰分(%)	全水(%)
京西煤田（昊华能源）	2.25-3.65	<0.25	12-21	<4
晋城煤业集团（兰花科创）	4.38-6.00	0.3	10	5
焦作煤业集团	3.58-5.56	0.5-2.0	12	-
河南永城矿业（神火股份）	5.75-7.88	0.5	13	3
神华宁煤集团	6.56-6.97	<0.5	<6	-
阳泉煤业集团（国阳新能）	6.58-8.21	0.5-2.0	10.01-24	2.01-6

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司无烟煤品质独特，是冶炼特钢所需的重要原料之一，在国内外大钢铁公司中市场集中度较高，定价能力较强。由于供给能力所限，市场一直供不应求，销售方式选择方面：定量不定价，价格根据市场灵活变化；比如 9 月末，公司中块煤销售价格由 830 元/吨上调为 1050 元/吨。

图表3　公司在下游冶金客户中有较高市场占有率

单位名称	供应量（万吨）	占销售量比例	公司所产烧结煤供量占总量比
日本新日铁	101.55	18.20%	92.31%
韩国浦项制铁	60.79	10.89%	50.66%
唐钢集团	10.25	1.84%	100.00%
鞍本钢集团	29.04	5.20%	100.00%
首钢集团	28.97	5.19%	100.00%
山东铝业	16.59	2.97%	100.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、近期增长点看高家梁煤矿，远期成长性看红庆梁煤矿

公司募投项目鄂尔多斯高家梁矿井是未来两年的业绩增长点。公司本部已无增产潜力，外埠矿井是业绩增长点，高家梁煤矿（持股权益 80%），储量丰富生产动力煤。目前，洗煤厂已建成，下半年正式投入使用，该矿商品煤洗出率为 85%，洗出后商品煤发热量在 5000 大卡以上，预计 2010 年原煤产量为 200 万吨，2011 年一期达产。

红庆梁煤矿将是公司未来远期业绩增长点。2010 年 5 月 19 日，收购西部能源，逐步开发红庆梁井田，红庆梁煤矿设计产能 600 万吨，预计 2014 年可建成投产。2010 年-2015 年，将形成年产煤炭 1100 万吨的生产能力和 1600 万吨的经营规模。

图表4　公司前期A股IPO募集资金项目情况

募集资金项目（万元）	项目总投资额	拟使用募集资金金额	项目前景
鄂尔多斯市高家梁煤矿项目	187,426	122,013	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，在 2010 年即可产生收益， 2012 年 600 万吨达产。
万利矿区铜匠川铁路专用线项目	65,289	33,297	该项目的建设对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2010年底建设完成。
高家梁煤矿选煤厂项目	30,992	24,794	该项目为高家梁煤矿的配套建设，对保证高家梁矿井实现“高产、高效”和节能环保的目标。
合 计	283,707	200,104	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

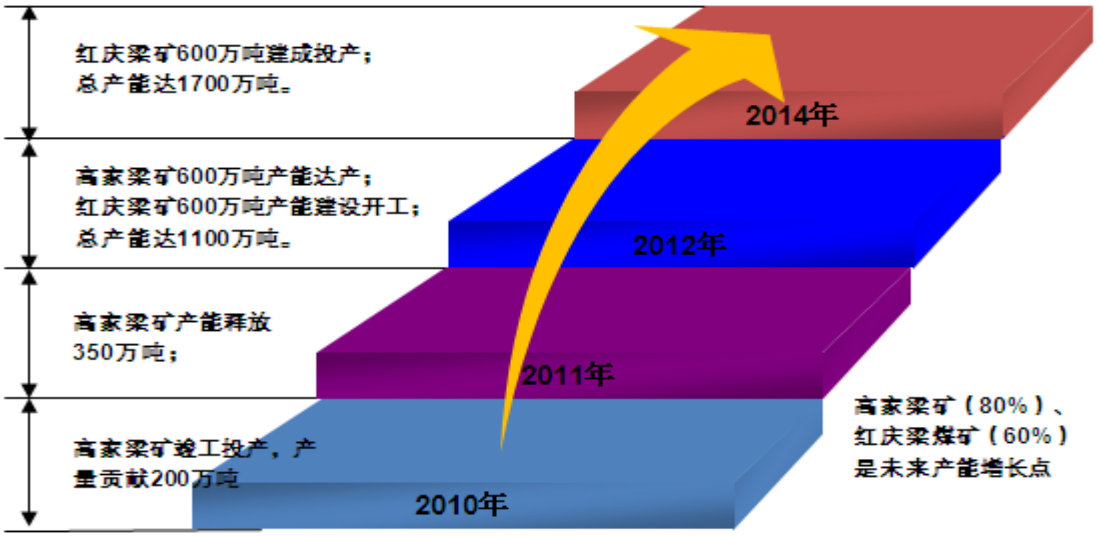
图表5　红家梁煤矿技术经济指标

	股权	支付金额	煤炭储量	规划产能	技术经济指标
西部能源（红庆梁井田）	60%	108,520 万元	74,168 万吨	600 万吨	5 米厚单层煤矿，采煤技术较为成熟，2012 年开建，2014 年建成。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

包西线的通车有效解决了高家梁矿的运输瓶颈。2011 年 11 月 1 日，包头至西安铁路内蒙古段全线通车，包西铁路北起京兰铁路通道包头枢纽，飞跨黄河，南抵西安，是国家重要的能源战略重载通道。该段途经包头市和鄂尔多斯市，一直到内蒙古和陕西省界，全长 177.08 公里，设计年运量 1.6 亿吨，建成通车后将极大地增强蒙西、陕北地区煤炭的铁路输送能力。

图表6　公司未来几年业绩增长动力



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、盈利预测及估值

“推荐”评级，合理估值区间 55.0-60.0 元

总体来看，公司煤炭业务纯粹，煤质优良，对于未来发展积极规划和布局（公司仍在积极寻求潜在资源），前景值得期待。考虑出口煤价的涨幅略超此前预期，小幅上调公司业绩，预计 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 2.32 元、2.90 元、3.40 元，对应市盈率为 19.7 倍、15.7 倍、13.4 倍，给予“推荐”评级，合理估值区间 55.0-60.0 元。

关键假设变量

图表7　公司本部无烟煤产量预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭生产总量（万吨）	501.0	463.0	513.0	515.0	515.0	515.0
煤炭销售总量	593.0	558.0	543.7	525.0	520.0	520.0
其中：自产煤销量	489.5	460.7	511.3	515.0	515.0	515.0
外购煤	103.4	97.3	32.5	10.0	5.0	5.0
出口煤量	189.0	185.2	132.2	210.0	200.0	200.0
占比（%）	*31.9%*	*33.2%*	*24.3%*	*40.0%*	*38.5%*	*38.5%*
国内煤炭销量	403.9	372.8	411.5	315.0	320.0	320.0

资料来源：平安证券研究所

图表8　公司本部无烟煤价格预测

单位：元/吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商品煤综合销价	426.3	733.7	561.4	756.0	798.5	842.3
增长率(%)		*72.1%*	*-23.5%*	*34.7%*	*5.6%*	*5.5%*
国内煤炭售价	372.8	543.2	504.4	560.0	610.0	650
增长率(%)		*45.7%*	*-7.1%*	*11.0%*	*8.9%*	*6.6%*
出口煤售价（FOB）	540.5	1117.1	738.8	1050.0	1100.0	1150
增长率(%)		*106.7%*	*-33.9%*	*42.1%*	*4.8%*	*4.5%*

资料来源：平安证券研究所

图表9　公司本部无烟煤生产成本预测

单位：元/吨	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
吨煤综合成本	191.6	280.1	291.0	306.5	317.0	333.3
材料	37.8	92.6	59.0	64.0	70.0	80.0
人工费	99.7	128.5	177.6	186.0	190.0	195.0
电力	10.8	12.2	12.3	12.5	13.0	13.3
制造成本	43.2	46.9	42.2	44.0	44.0	45.0

资料来源：平安证券研究所

图表10　公司高家梁矿生产预测预测

单位：万吨、元/吨	2010E	2011E	2012E
高家梁煤矿（80%）	200.0	350	600.0
洗出率	85.0%	85.0%	85.0%
商品煤产量	170.0	297.5	510.0
价格	260.0	280	300.0
吨煤成本	137.0	120	110.0

资料来源：平安证券研究所

三大表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	514	465	2802	2838	3615
应收票据	138	185	174	197	233
应收账款	367	81	117	132	156
预付款项	50	41	42	43	44
其他应收款	8	13	19	22	26
存货	182	182	203	217	245
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	106	106	106	106	106
固定资产	555	557	1437	2256	2735
在建工程	427	1238	1019	1010	705
工程物资	0	29	29	29	29
无形资产	474	595	602	606	606
长期待摊费用	0	0	0	0	0
资产总计	2832	3502	6552	7457	8504
短期借款	432	812	0	0	0
应付票据	43	19	22	24	27
应付账款	440	424	356	380	430
预收款项	12	72	89	108	130
应付职工薪酬	11	18	18	18	18
应交税费	86	-28	-28	-28	-28
其他应付款	144	111	111	111	111
其他流动负债	5	3	3	4	4
长期借款	100	190	40	50	60
负债合计	1273	1706	824	878	964
股东权益合计	1558	1797	5728	6579	7540

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	717	474	1060	1325	1554
折旧与摊销销	66	70	183	237	275
经营活动现金流	690	541	1171	1543	1801
投资活动现金流	-369	-1035	-850	-1050	-450
融资活动现金流	-74	445	2015	-457	-574
现金净变动	247	-49	2336	36	777
期初现金余额	267	514	465	2802	2838
期末现金余额	514	465	2802	2838	3615

利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4144	3097	4458	5033	5960
营业成本	2385	1886	2240	2391	2701
营业税金及附加	102	132	190	214	254
销售费用	193	127	178	201	286
管理费用	443	306	415	468	656
财务费用	45	32	20	-8	-8
资产减值损失	12	-15	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	964	628	1414	1766	2072
营业外收支净额	-4	6	0	0	0
税前利润	960	634	1414	1766	2072
减：所得税	243	160	353	442	518
净利润	717	474	1060	1325	1554
归属于母公司的净利润	715	472	1054	1317	1544
少数股东损益	2	2	6	8	9
基本每股收益	2.08	1.37	2.32	2.9	3.4
稀释每股收益	2.08	1.37	2.32	2.9	3.4

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营收增长率	61.3%	-25.3%	43.9%	12.9%	18.4%
EBIT 增长率	97.9%	-36.8%	122.2%	22.6%	17.3%
净利润增长率	114.8%	-34.0%	123.4%	24.9%	17.3%
盈利性					
销售毛利率	42.4%	39.1%	49.7%	52.5%	54.7%
销售净利率	17.2%	15.2%	23.6%	26.2%	25.9%
ROE	45.9%	26.3%	18.4%	20.0%	20.5%
ROIC	36.5%	16.7%	18.4%	19.6%	20.1%
估值倍数					
PE	22	33.3	19.7	15.7	13.4
P/S	3.8	5.1	4.6	4.1	3.5
P/B	10.07	8.74	3.62	3.15	2.75
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	2.9%
EV/EBITDA	14.5	22.9	11.2	9.1	7.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257