

煤炭开采Ⅲ



刘建刚 陆凤鸣

S0190207100103

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

昊华能源（601101）

收购西部资源 提升长期价值

--收购西部资源股权点评

推荐

2010年5月19日

投资要点

事件：

昊华能源发布公告，拟以 108520 万元收购杭锦旗西部能源 60%股权，并开发其旗下的红庆梁煤矿。

点评：

我们认为，收购西部能源令昊华能源进一步提升煤炭资源占有量，扩张潜力明显增强。预计因项目核准和建设周期因素，红庆梁煤矿短期财务贡献不大，但有利于提升昊华的估值水平。

具体分析如下：

- **资源量/权益资源量分别扩大 42%和 30%。**若收购成功，不考虑资源禀赋差异，昊华能源绝对资源量/和权益资源量分别增加 74168 万吨和 44501 万吨，分别增长 42%和 30%。在设计产能为 600 万吨下，可采年限达 69 年，相比北京矿区 4 座煤矿 22-42 年的服务年限，可持续发展能力大大增强。
- **核定产能和权益产能扩大分别 54%和 36%。**若收购成功，不考虑煤炭产品差异，昊华能源煤炭产量/权益产量分别增加 600 万吨和 360 万吨，分别增长 54%和 36%。当然，由于红庆梁矿主要是优质动力煤，煤质差异导致其盈利能力相差甚远。
- **红庆梁煤矿采矿权收购价格不菲。**红庆梁矿（地质储量 74168 万吨，动力煤）评估价为 180867 万元，其中，采矿权高达 181442 万元，而其旗下的高家梁矿不粘煤地质储量为 143800 万吨，按内蒙 2.5-3.5 元/吨的采矿权标准测算总价值为 359500-503300 万元，按权益其价值为 287600-402640 万元，相当于目前市值的 18-25%。但从帐面资产来看，高家梁矿采矿权仅 39356 万元，故与原有矿井的采矿权相比，昊华能源收购红庆梁矿代价不菲，但对其成长性的提升勿庸置疑。
- **红庆梁矿短期财务贡献不大。**红庆梁收购成功与否，将受到诸多因素的制约。其一，能否进入国家“十二五”规划；其二，能否取得土地预审意见和省级以上投资主管部门意见，以及国家发改委的立项。此外，即使上述项目的审批一帆风顺，因大型矿井建设一般需要 3 年左右时间，故我们预计红庆梁煤 2012 年前无法产生财务贡献，其重要意义在于提升昊华能源的估值水平。
- **投资评级：推荐。**我们预计昊华能源 2010-2012 年每股收益分别为 1.82 元、2.07 元和 2.33 元，目前 PE 分别为 19.1X、16.8 X、14.9 X，PB 为 2.8 X，与煤炭行业极端的历史估值水平 10 倍 PE 和 2 倍 PB 对比，目前已经处于偏低水平。此外，昊华能源的成长性也将因高家梁矿和红庆梁矿的投产和规划将有所提升，故我们首次给予“推荐”评级。

附表 1 昊华能源主要矿井概况

煤矿	股权	权益 (%)	工业储量 (万吨)	权益储量 (万吨)	权益可采 (万吨)	可采年限	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	煤种
1	木城涧煤矿	100%	12619	12619	9355	45	150	150	无烟煤
2	木城-大台矿	100%	8389	8389	6072	43	100	100	无烟煤
3	大安山煤矿	100%	5942	5942	4821	22	160	160	无烟煤
4	长沟峪煤矿	100%	4738	4738	3705	24	110	110	无烟煤
5	高家梁煤矿	80%	143800	115040	66160	-	600	480	不粘煤
6	红庆梁煤矿	60%	74168	44501	-	69	600	360	动力煤
在产	北京四矿	100%	31688	31688	23952	-	520	520	无烟煤
在建	高家梁煤矿	80%	143800	115040	66160	0	600	480	不粘煤
拟建	红庆梁煤矿	60%	74168	44501	0	69	600	360	动力煤
合计		-	175488	146728	90112		1720	1360	-

资料来源：兴业证券

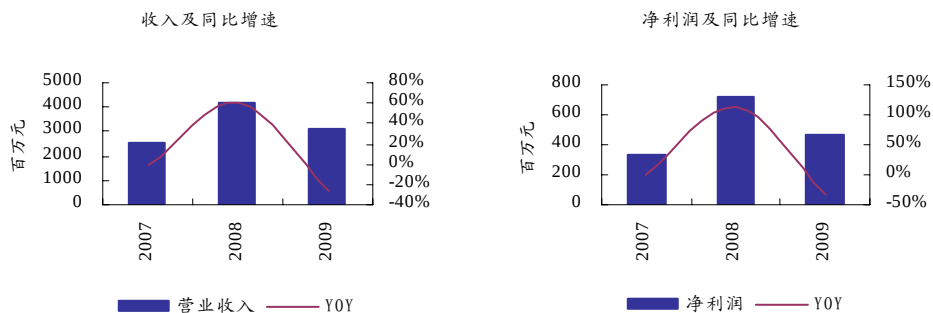
附表 2 昊华能源主要经营数据假设

生产矿区	单位	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
北京矿区	北京矿区原煤	501	463	513	520	520	520
	国内销量	404	373	412	345	345	345
	出口销量	189	185	132	175	175	175
	国内煤价	373	543	504	530	545	575
	出口煤价	541	1117	739	980	1025	1050
	吨煤成本	253	421	341	360	370	380
内蒙矿区	原煤产量				190	280	450
	综合煤价				260	280	300
	单位成本				140	150	160

资料来源：兴业证券

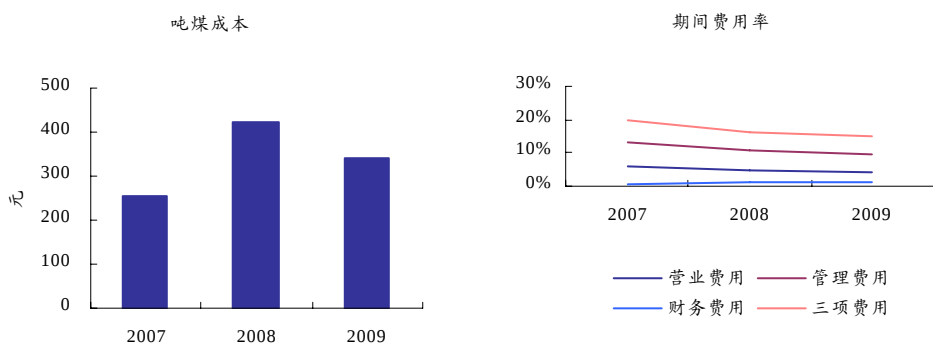
附图：

图 1 昊华能源收入和净利润及同比增速



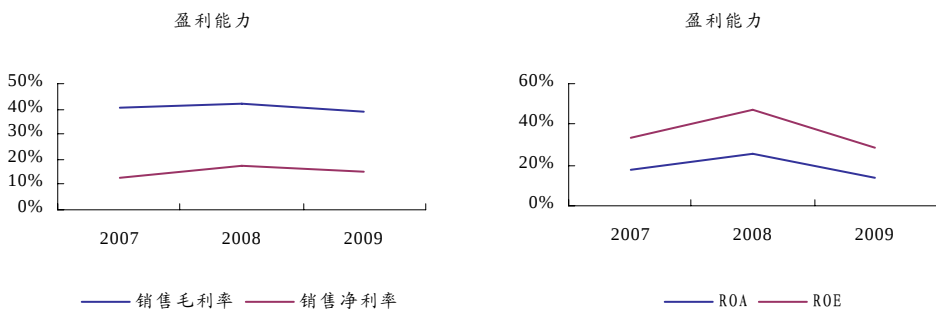
数据来源：兴业证券研发中心

图 2 昊华能源产品成本和费用率



数据来源：兴业证券研发中心

图 3 昊华能源盈利能力



数据来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	968	5108	5669	6273
货币资金	465	4500	5000	5500
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	81	92	102	118
其他应收款	13	16	18	21
存货	182	214	234	270
非流动资产	2535	3233	3900	4533
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	106	106	106	106
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	557	1747	2604	3280
在建工程	1238	744	572	536
油气资产	0	0	0	0
无形资产	595	587	579	571
资产总计	3502	8341	9569	10806
流动负债	1431	2189	2330	2639
短期借款	812	1068	1118	1264
应付票据	19	21	23	27
应付账款	424	513	563	647
其他	176	587	626	701
非流动负债	275	380	480	580
长期借款	190	290	390	490
其他	85	90	90	90
负债合计	1706	2569	2810	3219
股本	344	454	454	454
资本公积	180	3184	3184	3184
未分配利润	541	1284	2132	2753
少数股东权益	126	161	207	307
股东权益合计	1797	5771	6759	7586
负债及权益合计	3502	8341	9569	10806

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	472	826	942	1057
折旧和摊销	0	60	115	160
资产减值准备	-15	-3	1	2
无形资产摊销	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	32	8	-29	-29
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	2	34	46	100
营运资金的变动	-220	-153	21	-9
经营活动产生现金流量	713	1066	1063	1298
投资活动产生现金流量	-964	-743	-793	-793
融资活动产生现金流量	438	3712	229	-5
现金净变动	187	4035	500	500
现金的期初余额	514	465	4500	5000
现金的期末余额	701	4500	5000	5500

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3097	4038	4458	5171
营业成本	1886	2138	2344	2696
营业税金及附加	132	170	187	217
销售费用	127	166	183	212
管理费用	306	404	446	517
财务费用	32	8	-29	-29
资产减值损失	-15	5	10	15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	628	1147	1317	1543
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	634	1147	1317	1543
所得税	160	287	329	386
净利润	474	860	988	1157
少数股东损益	2	34	46	100
归属母公司净利润	472	826	942	1057
EPS (元)	1.04	1.82	2.07	2.33

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-25.3%	30.4%	10.4%	16.0%
营业利润增长率	-34.9%	82.8%	14.8%	17.1%
净利润增长率	-34.0%	75.1%	14.0%	12.2%
盈利能力(%)				
毛利率	39.1%	47.0%	47.4%	47.9%
净利率	15.2%	20.5%	21.1%	20.4%
ROE	28.3%	14.7%	14.4%	14.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	48.7%	30.8%	29.4%	29.8%
流动比率	0.68	2.33	2.43	2.38
速动比率	0.55	2.24	2.33	2.27
营运能力(次)				
资产周转率	1.0	0.7	0.5	0.5
应收帐款周转率	13.1	44.2	43.7	44.8
每股资料(元)				
每股收益	1.04	1.82	2.07	2.33
每股经营现金	1.19	2.35	2.34	2.86
每股净资产	3.68	12.36	14.43	16.03
估值比率(倍)				
PE	33.5	19.1	16.8	14.9
PB	9.5	2.8	2.4	2.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。