

煤炭开采III



刘建刚 陆凤鸣

S0190207100103

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

昊华能源 (601101)

品质出众 系出名门

--昊华能源深度研究报告

推荐 (维持)

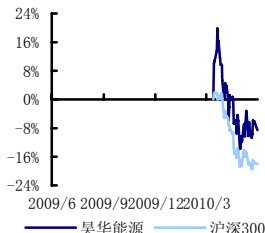
市场数据

报告日期	2010-6-18
收盘价(元)	35.61
52周最高/最低(元)	46.68/33.63
总股本(百万股)	454.00
流通股本(百万股)	88.00
总市值(百万元)	16166.94
流通市值(百万元)	3133.68
净资产(百万元)	5026.56
总资产(百万元)	7273.50

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3097	4038	4458	5171
同比增长(%)	-25.3%	30.4%	10.4%	16.0%
净利润(百万元)	472	821	932	1047
同比增长(%)	-34.0%	74.1%	13.5%	12.4%
毛利率(%)	39.1%	47.0%	47.4%	47.9%
净利润率(%)	15.2%	20.3%	20.9%	20.3%
净资产收益率(%)	28.3%	15.3%	14.8%	14.9%
每股收益(元)	1.04	1.81	2.05	2.31
每股经营现金流(元)	1.19	2.35	2.35	2.87

股价走势



相关报告

《昊华能源-重金收购西部资源 60%股权 短期无法产生财务贡献但提升长期价值》

投资要点

- **以无烟煤为主。**昊华能源于京西矿区的“三矿一井”以生产无烟煤为主，目前合计可采储量 23952 万吨，目前原煤合计核定产能 520 万吨，产品主要用于冶金行业，部分用于电力和其他行业。
- **成长性较高。**昊华正在内蒙矿区建设高家梁矿（600 万吨，60%股权），主要生产不粘煤，可采储量为 82700 万吨，一期和二期产能均为 300 万吨产能。此外，昊华还拟收购西部资源（60%股权），其旗下的红庆梁矿以优质动力煤为主，地质储量 74168 万吨，规划产能为 600 万吨。
- **竞争优势较突出。**昊华煤炭源赋存条件简单，具有低瓦斯、不自燃发火、煤尘不爆炸、无水害等赋存特点，安全成本低；昊华地处京西，地理位置得天独厚，运距短，运输成本低；昊华无烟煤具有特低硫、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，在冶金烧结工艺还原性强，能够稳定和提提高烧结矿的质量，产品售价高。
- **投资评级：推荐。**预计昊华 2010-2012 年 EPS 分别为 1.81 元、2.05 元和 2.31 元。基于冶金煤比重高，冶金煤属性大于无烟煤，我们认为可

目 录

投资概要	- 4 -
1 概况	- 5 -
1.1 股本结构	- 5 -
1.2 控股股东-京煤集团	- 6 -
1.3 组织结构	- 6 -
1.4 主要资产	- 7 -
1.5 主要产品	- 8 -
2 公司分析	- 8 -
2.1 毛利率和净利率高	- 8 -
2.2 成长性分析	- 10 -
3 行业分析	- 12 -
3.1 无烟煤：稀缺+需求低增长	- 13 -
3.2 无烟煤资源亦稀缺	- 13 -
3.3 无烟煤的分类	- 13 -
3.4 中国无烟煤产量及分布	- 15 -
3.5 无烟煤进出口分析	- 15 -
3.6 无烟煤竞争并不激烈	- 17 -
3.7 无烟煤需求分析	- 18 -
4 竞争优势分析	- 19 -
5 集团优质资产少，注入潜力不大	- 20 -
6 盈利预测与估值	- 21 -
6.1 盈利预测	- 21 -
6.2 估值	- 23 -
6.3 投资评级：推荐	- 24 -

图 1	昊华能源组织结构	- 7 -
图 2	昊华能源分行业产量	- 8 -
图 3	昊华能源分行业占比	- 8 -
图 4	昊华能源分行业产品	- 8 -
图 5	昊华能源毛利率	- 8 -
图 6	昊华能源净利率	- 8 -
图 7	昊华能源收入增长率	- 10 -
图 8	昊华能源净利润增长率	- 10 -
图 9	昊华能源煤炭产销量	- 10 -
图 10	昊华能源煤炭价格	- 10 -
图 11	昊华能源原煤产量	- 12 -
图 12	昊华能源煤炭销量	- 12 -
图 13	中国无烟煤产量及增速	- 15 -
图 14	中国无烟煤主要省市产量	- 15 -
图 15	中国煤炭分煤种进口量	- 17 -
图 16	中国无烟煤进出口量	- 17 -
图 18	中国尿素按工艺占比	- 18 -
图 19	中国尿素产量及增速	- 18 -
表 1	昊华能源股本结构	- 5 -
表 2	昊华能源股本结构	- 7 -
表 3	昊华能源主要产品	- 8 -
表 4	昊华能源主要产品	- 12 -
表 4	中国煤炭按煤种的储量分布	- 13 -
表 5	中国无烟煤分类指标	- 13 -

表 6	中国主要无烟煤矿区的挥发分和氢元素含量典型数据	15 -
表 7	中国主要无烟煤集团	17 -
表 8	昊华能源竞争优势	19 -
表 9	京煤集团子公司概况	21 -
表 10	经营数据假设	21 -
表 11	盈利预测假设	23 -
表 12	盈利预测结果	23 -
表 14	中国煤炭上市公司概况	23 -

投资概要

1、估值及投资建议

预计昊华能源 2010-2012 年 EPS 分别为 1.81 元、2.05 元和 2.31 元，基于其冶金煤比重高，冶金煤属性大于无烟煤属性，我们认为可给予 15-20 倍 PE 估值，按 2010 年 EPS 为 1.81 元，合理估值为 27.15-36.20 元。

2、估值及投资建议

以目前股价测算，昊华能源目前 PE 分别为 19.1X，16.8 X、14.9 X，PB 为 2.8 X，与煤炭行业极端历史估值水平 10 倍 PE 和 2 倍 PB 对比，向下空间仅 30%左右。基于昊华即将收购红庆梁矿，其成长性还将有所提升，故我们给予“推荐”评级。

3、关键假设

昊华能源盈利预测假设（单位：万吨、元/吨）

生产矿区	类别	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
北京矿区	原煤产量	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	在建	在建	在建	190	280	450
	综合煤价	在建	在建	在建	260	280	300

单位成本	在建	在建	在建	140	150	160
------	----	----	----	-----	-----	-----

资料来源：兴业证券

4、股价表现催化剂

- 地产调控低于预期，冶金煤需求增长恢复；
- 高家梁矿产能释放超出预期；
- 煤炭资源扩张能力超出预期。

5、风险提示

- 地产行业调控导致钢铁进而冶金煤需求下降；
- 持续货币紧缩导致大宗商品的名义价格下降。

1 概况

昊华能源成立于 2002 年 12 月 23 日，由京煤集团作为主发起人，联合中煤集团、首钢总公司、五矿发展及煤科总院等 4 家法人股东以发起方式共同设立，其主营业务为煤炭开采与销售。目前，昊华能源旗下拥有京西和内蒙合计 2 个矿区。其中，京西矿区以无烟煤为主，拥有木城涧矿、木城涧矿大台井、大安山矿和长沟峪矿等三矿一井，合计可采储量 23952 万吨，合计核定产能 520 万吨；内蒙矿区以不粘煤为主，旗下高家梁矿（80%股权）可采储量 82700 万吨，设计产能为 600 万吨，目前正在建设过程之中。此外，昊华能源还拟收购西部资源（60%股权），其旗下的红庆梁矿以优质动力煤为主，地质储量 74168 万吨，规划产能 600 万吨。

1.1 股本结构

表 1 昊华能源股本结构

序号	股东名称	持股数量 (万股)	占比 (%)	股份性质
1	京煤集团	28283	62.3	国有法人股

2	金石投资	2400	5.3	社会法人股
3	中煤集团	844	1.9	国有法人股
4	首钢总公司	844	1.9	国有法人股
5	五矿发展	874	1.9	国有法人股
6	煤科总院	84	0.2	国有法人股
7	全国社会保障基金理事会	1070	2.4	流通 A 股
8	社会公众股东	11000	24.2	流通 A 股
合计		45400	100.0	-

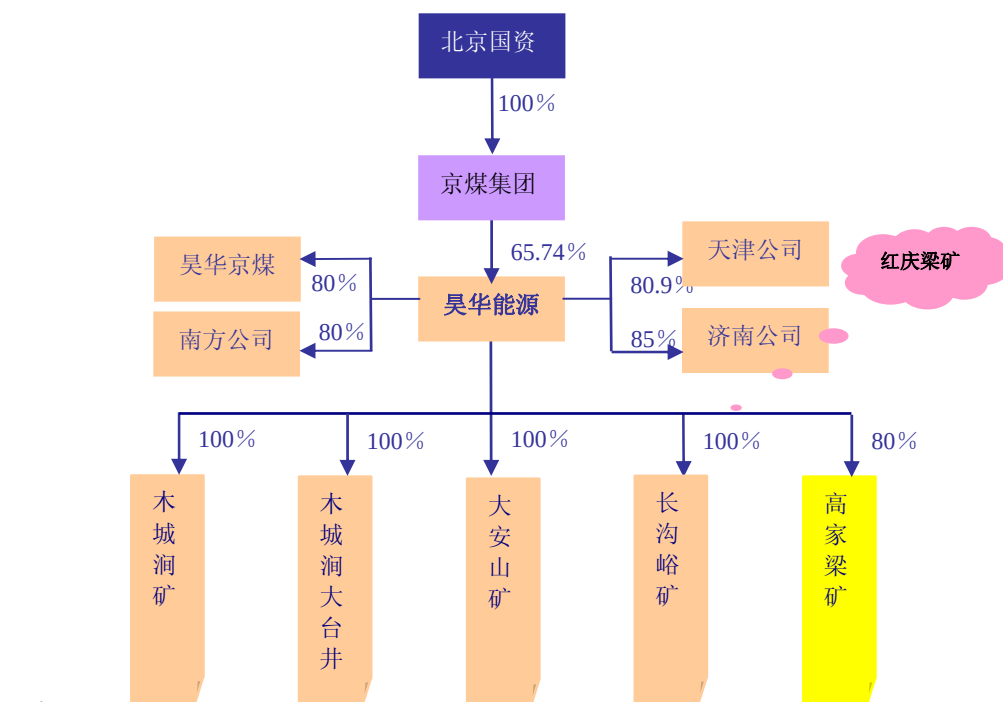
数据来源：昊华能源

1.2 控股股东-京煤集团

京煤集团前身是北京矿务局，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，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 139251 万元。京煤集团位列 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。

1.3 组织结构

图 1 昊华能源组织结构



1.4 主要资产

表 2 昊华能源股本结构

序号	矿井名称	权益	开拓方式	工业储量 万吨	可采储量 万吨	可采年限 年	核定产能 万吨	煤种
1	木城涧煤矿	100%	平硐暗斜井	12619	9355	45	150	无烟煤
2	木城涧大台井	100%	立井暗斜井	8389	6072	43	100	无烟煤
3	大安山煤矿	100%	平硐暗斜井	5942	4821	22	160	无烟煤
4	长沟峪煤矿	100%	平硐暗斜井	4738	3705	24	110	无烟煤
小计	-	-	-	31688	23952	-	520	无烟煤
1	高家梁煤矿	80%	露天开采	143800	82700	-	600	长焰煤
2	红庆梁煤矿	60%	井工开采	-	-	-	-	-
合计	-	-	-	175488	106652	-	1120	-

数据来源：昊华能源

就资产而言，昊华能源旗下在产矿主要为“三矿一井”，合计原煤产能 520 万吨。同时，昊华能源正在内蒙古鄂尔多斯地区建设高家梁矿，一期和二期产能均为 300 万吨产能。预计在高家梁矿达产后，昊华能源煤炭核定产能可达 1120 万吨。此外，昊华能源还拟收购西部资源（60%股权），其旗下的红庆梁矿以优质动力煤为主，地质储量 74168 万吨，规划产能为 600 万吨。

1.5 主要产品

昊华能源主要煤种是无烟煤，产品是末煤、混中块和中块煤，其中，末煤占比最高。具体指标如表所示：

表 3 昊华能源主要产品

产品	粒度 mm	灰分 %	水分 %	挥发分 %	硫 %	磷 %	可磨性 HGI	热稳定性 ℃	灰熔点 ℃	发热量 (kcal/kg)
末煤	0-13	12-20	<4	<9	<0.25	<0.05	>46	>56	1170-1200	25.2-26
混中	13-40	16-21	<4	<9	<0.25	<0.05	>50	>60	1170-1200	22-25.7
中块	40-80	14-18	<4	<9	<0.25	<0.05	>45	>50	1170-1200	24-25.8

数据来源：昊华能源

图 2 昊华能源分行业产量

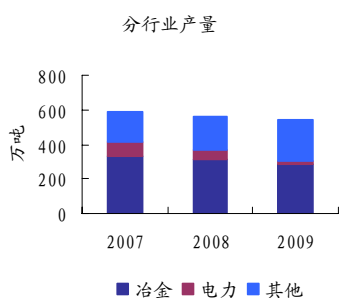


图 3 昊华能源分行业占比

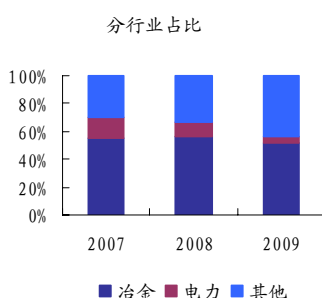
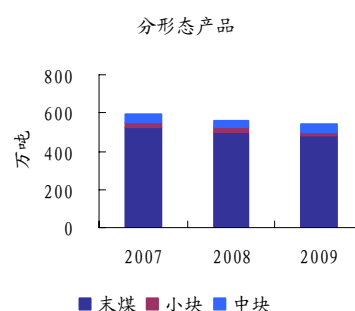


图 4 昊华能源分行业产品



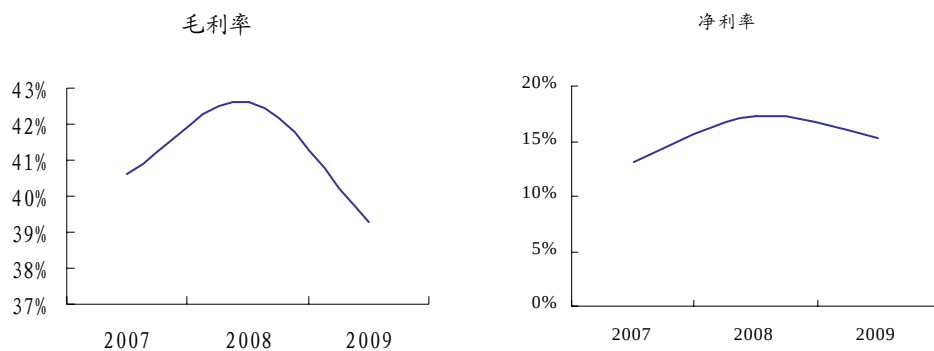
2 公司分析

收入和利润结构显示，昊华能源 99% 以上收入和利润均来自于煤炭业务。

2.1 毛利率和净利率高

图 5 昊华能源毛利率

图 6 昊华能源净利率



数据来源：兴业证券研发中心

2.2 成长性分析

2.2.1 近 3 年收入和净利润复合增长率分别为 10% 和 19%

图 7 昊华能源收入增长率

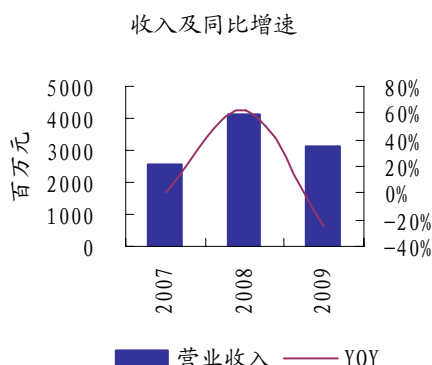
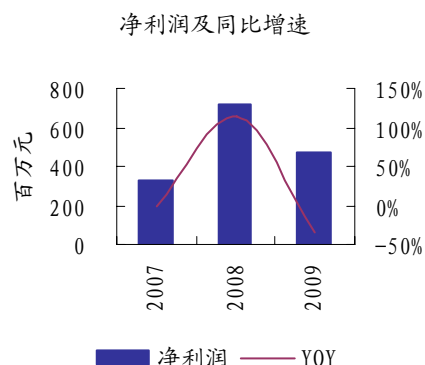


图 8 昊华能源净利润增长率



数据来源：兴业证券研发中心

2007-2009 年，昊华能源收入和净利润复合增长率分别为 10% 和 19%。分拆来看，昊华收入和净利润增长主要得益于煤炭价格上涨驱动。其中，综合煤价由 2007 年的 426 元/吨上涨至 2008 年的 734 元/吨，尽管 2009 年回落至 561 元/吨，但煤价仍比 2007 年上涨 135 元/吨。同时，从自产原煤角度考察，昊华能源 2007-2009 年产量分别为 501 万吨、463 万吨和 513 万吨，基本保持稳定。我们注意到，昊华的煤炭销量则有所下滑，主要是 2008 年受奥运会影响北京市逐步关闭小煤矿导致昊华煤炭外购量下降。

图 9 昊华能源煤炭产销量

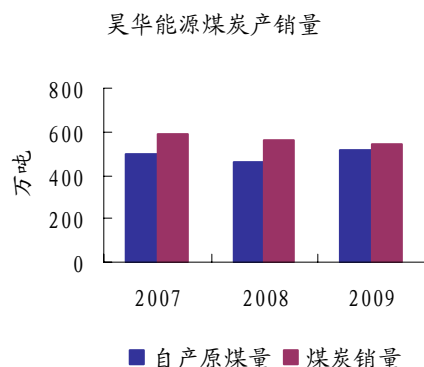
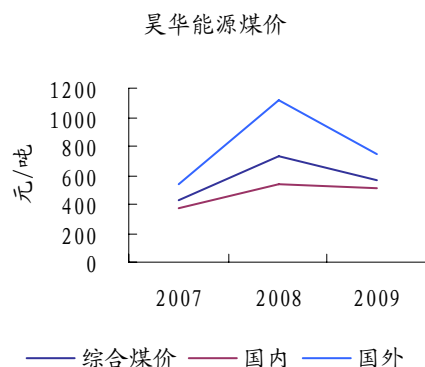


图 10 昊华能源煤炭价格



数据来源：兴业证券研发中心

2.2.2 增量在于高家梁矿

在现有的“三矿一井”达到核定产能后，昊华能源的煤炭产能难以再有大的扩张。

图 11 昊华能源原煤产量

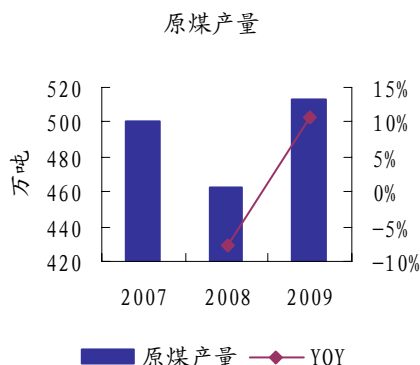
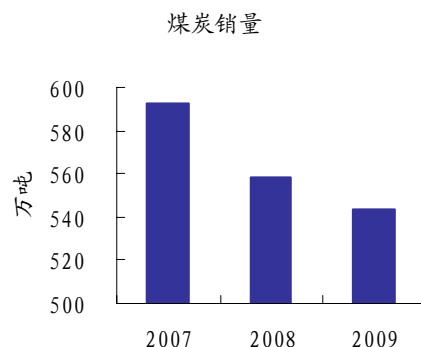


图 12 昊华能源煤炭销量



数据来源：兴业证券研发中心

当前，我们能够看到的产能增量来自募集资金项目投入的高家梁矿。

表 4 昊华能源募集资金安排

项目	总投资 (万元)	一期投资 (万元)	募集投入 (万元)	第 1 年 (万元)	第 2 年 (万元)	第 3 年 (万元)	合计 (万元)
高家梁煤矿	187426	152516	122013	25058	75955	0	101013
高家梁矿选煤厂	30992	0	33297	0	5878	18916	24794
铜匠川铁路专线	65289	0	24794	2040	20604.58	10652.42	33297
还款补充资金	0	0	20000	0	0	20000	20000
合计	283707	152516	200104	0	0	0	0

数据来源：昊华能源

高家梁矿位于内蒙古鄂尔多斯市境内，设计产能为 600 万吨，一期和二期工程均为 300 万吨。我们预计，高家梁矿一期将于 2010 年投产，二期将于 2012 年投产。

此外，我们注意到，昊华能源于 2010 年 5 月 19 日高调宣布将以 108520 万元收购西部能源 60% 股权，并开发其旗下的红庆梁煤矿，其地质储量为 74168 万吨，煤种为优质动力煤，可建设 600 万吨的大型矿井。

4 行业分析

从需求结构来看，虽然昊华能源的主要煤种为无烟煤，但特殊的地质构造导致其

产品的特殊性，约 50%产销量用于冶金行业，其余部分则用于电力及其他行业。

关于冶金煤的需求概况，详见我们此前报告。下面我们重点分析无烟煤行业需求。

3.1 无烟煤：稀缺+需求低增长

无烟煤（anthracite coal）是煤化程度最高的煤种，外观呈或黑色，质硬，具有金属光泽，含碳量一般在 90%以上，燃烧时火焰短而少烟，不结焦，通常用作动力或生活燃料，在化学工业和冶金工业中应用广泛。此外，在炭素制品生产中，无烟煤是生产各种炭块、炭质电极和电极糊的原料。

3.2 无烟煤资源亦稀缺

中国煤炭保有储量为 10025 亿吨，详查和精查储量合计为 3820 亿吨，仅次于美国的 4305 亿吨，位居世界第二。其中，煤炭精查储量为 2299 亿吨，仅次于独联体和美国，位居世界第三。虽然中国煤类齐全，但真正具有潜力的是低变质烟煤，优质无烟煤和炼焦煤均属稀缺煤种。其中，无烟煤保有储量 1156 亿吨，占比 11.5%，主要分布于山西和贵州，其次是河南和四川。

表 5 中国煤炭按煤种的储量分布

煤类	炼焦用煤（亿吨）							非炼焦用煤（亿吨）							分类不明
	合计	气煤	肥煤	焦煤	瘦煤	未分类	合计	贫煤	无烟煤	弱粘煤	不粘煤	长焰煤	褐煤	天然焦	未分类
储量	2549	1036	458	598	403	54	7307	572	1156	170	1508	1617	1301	16	967
%	25.4	10.3	4.6	6	4	0.5	72.9	5.7	11.5	1.7	15	16.1	13	0.2	9.7

数据来源：兴业证券研发中心

3.3 无烟煤的分类

中国主要无烟煤的挥发分及氢元素含量典型数据如下表所示：

表 6 中国无烟煤分类指标

序号	符号	数码	分类指标	
			$V_{\text{adff}}/100\%$	$H_{\text{adff}}/100\%$
无烟煤 1 号	WY1	01	0-3.5	0-2.0
无烟煤 2 号	WY2	02	>3.5-6.5	>2.0-3.0

无烟煤 3 号	WY3	03	>6.5-10.0	>3.0
---------	-----	----	-----------	------

数据来源：兴业证券研发中心

表 7 中国主要无烟煤矿区的挥发分和氢元素含量典型数据

序号	符号	分类指标		灰分	机械强度	块率
		V _{daf} 100%	V _{daf} 100%			
无烟煤 1 号	京西矿区	0.86-1.68	0.86-1.68	12-21%	-	12%
	广东梅县	1.31-2.06	1.31-2.06	-	-	-
	福建龙岩	2.03-2.09	2.03-2.09	-	-	-
	河南焦作	2.45-3.08	2.45-3.08	20%	较高	23%
无烟煤 2 号	山西晋城	2.62-3.10	2.62-3.10	15%	较高	50%
	湖南金竹山	2.65-3.04	2.65-3.04	3-7.5%	-	-
	山西阳泉	3.54-3.94	3.54-3.94	18%	较低	14%
无烟煤 3 号	山西荫营	3.86-4.13	3.86-4.13	6%	-	-
	宁夏汝基沟	3.51-3.64	3.51-3.64	9%	-	40%

数据来源：兴业证券研发中心

3.4 中国无烟煤产量及分布

图 13 中国无烟煤产量及增速

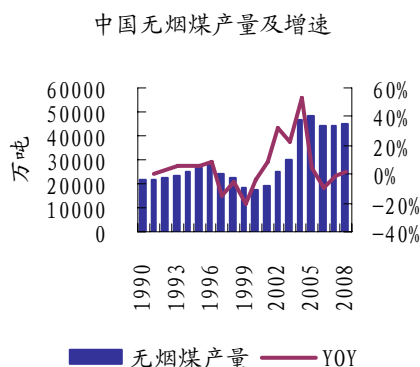
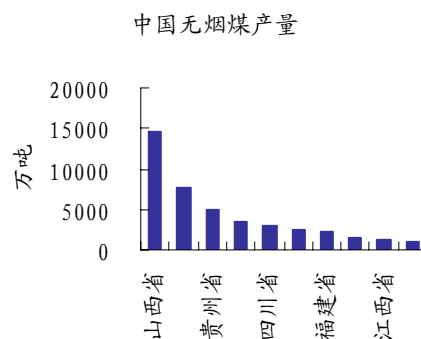


图 14 中国无烟煤主要省市产量



数据来源：兴业证券研发中心

统计数据显示，中国无烟煤产量增长缓慢，明显弱于全国原煤产量的增速，尤其是低于动力煤产量增速，2006-2008 年无烟煤产量更是呈现负增长趋势，显示其供给并不稳定。从区域来看，无烟煤产量主要分布于山西、河南、贵州和湖南等省。

无烟煤进出口分析

无烟煤的稀缺性不仅表现在储量和产量上，同时也表现在进口量上。一直以来，中国无烟煤的进口量占比在 30%以上，甚至高达 60%，虽然 2009 年占比下降至

27.3%，但根本原因在于国际炼焦煤价格因国外复苏迟于中国导致其定价低于国内，进而引发国内钢铁企业大举进口炼焦煤拉高煤炭进口总量所致，但无烟煤的进口总量没有下降，意味着中国是煤炭结构性稀缺。即使在中国出口量最高的2004年，在煤炭出口8663万吨的背景下，中国依然进口782万吨无烟煤，净进口特征非常明显，显示出中国无烟煤资源相对稀缺。

图 15 中国煤炭分煤种进口量

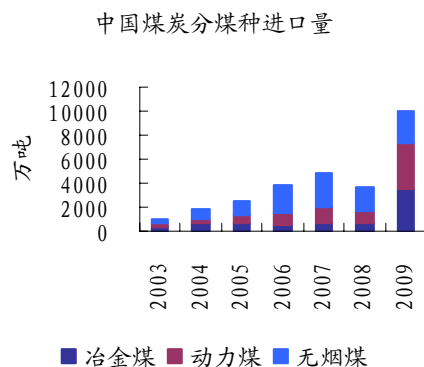
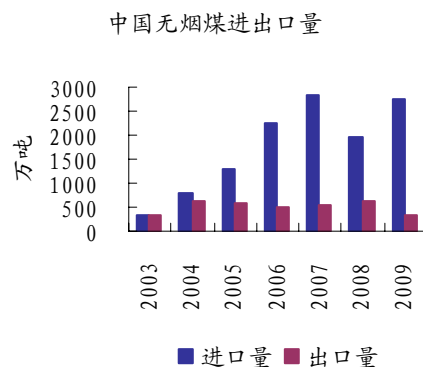


图 16 中国无烟煤进出口量



数据来源：兴业证券研发中心

3.6 无烟煤竞争并不激烈

表 8 中国主要无烟煤集团

序号	公司名称	无烟煤产量 (万吨)	全国占比 (%)
1	阳煤集团	3729	9.0%
2	晋煤集团	3179	7.7%
3	永煤集团	1265	3.1%
4	焦作煤业	715	1.7%
5	兰花集团	666	1.6%
6	神华宁煤	612	1.5%
7	邯郸矿业	490	1.2%
8	昊华能源	463	1.1%
9	神火集团	415	1.0%
10	峰峰集团	203	0.5%
小计		11737	28.5%
全国合计		41221	100.0%

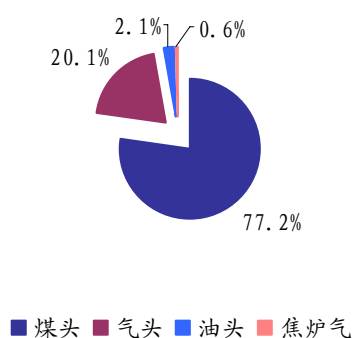
数据来源：兴业证券研发中心

我们认为，由于无烟煤产品差异和区位因素，无烟煤行业的竞争激烈程度明显低于动力煤，但高于冶金煤。导致这一结果的核心原因在于无烟煤供给相对不足。

3.7 无烟煤需求分析

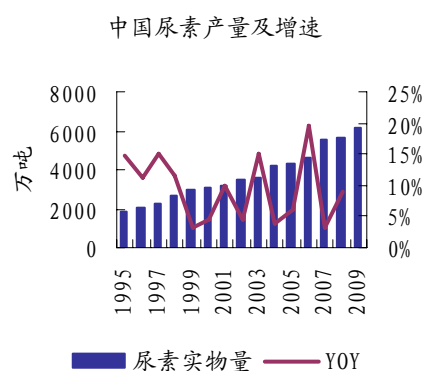
无烟煤中的无烟小块和无烟中块主要用于尿素行业造气，一般而言，尿素生产工艺主要包括气头、煤头和油头等 3 种，国际油价上涨导致中国油头尿素生产企业基本已经停产，中国尿素企业以气头和煤头为主。就国际而言，氮肥生产主要以天然气为原料，约占全球氮肥总产量 85%，受“富煤、贫油、少气”能源结构影响，煤头尿素产量占比高达 77.2%，气头尿素产量占比 20.1%。

图 17 中国尿素按工艺占比



数据来源：兴业证券研发中心

图 18 中国尿素产量及增速



根据煤头尿素产量占比和尿素产量，我们推算出尿素行业消耗无烟块煤数量如下：

表 8 中国尿素行业对无烟煤的需求量

年度	尿素实物量 (万吨)	尿素折纯量 (万吨)	无烟煤需求量 (万吨)	YOY
1995	1795	825	1663	-
1996	2060	947	1908	14.8%
1997	2290	1053	2121	11.2%
1998	2636	1212	2442	15.1%
1999	2937	1351	2721	11.4%
2000	3027	1392	2804	3.1%
2001	3163	1455	2930	4.5%
2002	3482	1601	3226	10.1%
2003	3635	1671	3367	4.4%
2004	4182	1923	3874	15.0%
2005	4337	1995	4018	3.7%
2006	4600	2146	4261	6.1%
2007	5327	2485	4935	15.8%
2008	5680	2650	5262	6.6%
2009	6190	2932	5734	9.0%

数据来源：兴业证券研发中心

因中国尿素行业已经表现出产能过剩特征，大幅增长的可能性不大。但是基于粮食产量增长背景下，我们仍然预期尿素产量未来增速将维持在 5% 左右。

2010 年 5 月 31 日，国家发改委发布《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》，自 2010 年 6 月 1 日起将各油气田出厂（或首站）基准价格每千立方米平均提高 230 元。天然气提价将推升气头尿素成本，煤头尿素将间接受益。2008 年，以气头尿素企业消耗天然气 102.8 亿立方米，占总消费量 12.7%。按照吨尿素单耗天然气 850 立方米（中小装置）和 700 立方米（大型装置）粗略估算，提价导致尿素成本分别上升 196 元/吨和 161 元/吨。4 月 25 日，国家天然气管输价每立方米提高 0.08 元，按照尿素 1650 元/吨售价估计，一般气头尿素企业毛利率将由 30% 以上降至 20% 以下，相比煤头尿素（优势企业在 20% 以上）的优势已经大为缩小。

基于气头尿素占比约 20%，预计尿素价格在双重成本推动下小幅上涨，故煤头尿素优势企业将间接受益，进而导致其承担高价无烟煤的能力提高。

综上所述，我们认为在无烟煤在资源稀缺和开采技术变迁双重影响因素下，供需关系紧张是大概率事件，继续看好中长期的无烟煤价格表现。

4 竞争优势分析

表 9 昊华能源竞争优势

优势	主要内容
地质优势	资源赋存条件简单，具有低瓦斯、不自燃发火、煤尘不爆炸、无水害等赋存特点，安全隐患少，具有明显的赋存优势。
产品优势	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，木城涧矿和大安山矿的无烟煤含磷量仅为 0.04%-0.06%；长沟峪矿无烟煤含磷量仅为 0.005%，为特低磷；含氮量仅为 0.3% 左右；含硫量仅 0.20-0.30%。低挥发分，固定碳 80%，在冶金烧结工艺还原性强，能够稳定和提高烧结矿的质量。
区位优势	昊华地处京西，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，接近秦皇岛、天津、京唐等港口，平均运距 230 公里。东北及华北的大型钢铁集团都是本公司所

产无烟煤的消费大户，尤其是出口煤的销售运输优势明显，运输成本低。

**客户
优势**

客户主要集中于新日铁、浦项制铁、河北钢铁、唐山乾元和首钢等，2009 年合计销售占比 42%，由于客户面临较大的环保压力，同时，大型钢铁企业承受高煤价能力较强。

数据来源：兴业证券研发中心

5 集团优质资产少，注入潜力不大

在对昊华能源煤炭资产概况有所了解之后，我们下面重点关注其控股股东-京煤集团的资产数量和质量，并考察其注入可能性。

根据最新的财务数据，截至 2009 年 9 月 30 日，京煤集团总资产 1487578 万元，归属于母公司所有者权益 429751 万元，2009 年 1-9 月实现归属于母公司股东净利润 21792 万元。京煤集团 14 个子公司虽然资产规模庞大，但是其盈利能力较为一般，只有金泰恒业和京煤化工盈利在 1000 万元之上，并不尽如人意。同时，因金泰恒业和京煤化工并非昊华从事的煤炭采选业务，故未来注入可能性较小，即使实现资产注入，目前来看其增厚效应并不显著。当然，我们不排除个别子公司处于初建期导致业绩未完全释放的可能性。

表 10 京煤集团子公司概况

序号	子公司	注册时间	注册资本 万元	权益 比例 %	2009 总资产 万元	2009 净资产 万元	2009 净利润 万元
1	金泰恒业	1992	8424	96.4%	730626	521104	9213
2	京海煤研石发电	2007	30000	50.0%	248148	27382	-2324
3	昊泰房地产	2000	10000	45.0%	48848	40153	-591
4	昊煜工贸	2000	40043	45.8%	30769	3553	-6457
5	京煤化工	1981	7000	100.0%	17000	8800	1060
6	昊泰建筑	2003	7000	97.0%	11947	5023	-460
7	西达房地产	2001	5000	96.0%	8461	1365	30
8	鑫华源公司	1995	1500	72.5%	7756	5073	102
9	京浆工贸	1993	5000	100.0%	6165	847	2
10	京煤太行化工	1990	2475	76.0%	3989	1187	429
11	梅苑饭店	1992	579	100.0%	3332	2848	15
12	京西晨光饭店	1988	2120	100.0%	3161	706	0
13	昊亚工贸	2002	437	93.0%	770	256	0
14	京西建筑勘察设计院	1993	100	70.0%	211	47	23

数据来源：兴业证券研发中心

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

表 11 经营数据假设（单位：万吨、元/吨）

生产矿区	单位	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
北京矿区	原煤产量	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	在建	在建	在建	190	280	450

综合煤价	在建	在建	在建	260	280	300
单位成本	在建	在建	在建	140	150	160
资料来源：兴业证券						

表 12 盈利预测假设

单位	2009	2009	2010E	2011E	2012E
北京矿区	主营收入 (百万元)	3096	3543	3674	3821
	同比增长率%	-25.3	30.4	10.4	16.0
	毛利率%	39.1	47.0	47.4	47.9
内蒙矿区	主营收入 (百万元)	-	494	784	1350
	同比增长率%	-	-	58.7	72.2
	毛利率%	-	46.2	46.4	46.7

数据来源：兴业证券研发中心

表 13 盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	3096	4038	4458	5171
增长率%	-25.3	30.4	10.4	16.0
毛利 (百万元)	1211	1900	2114	2475
毛利率%	39.1	47.0	47.4	47.9
营业利润 (百万元)	628	1147	1317	1543
增长率%	-34.9	82.8	14.8	17.1
净利润 (百万元)	472	821	932	1047
增长率%	-34.0	74.1	13.5	12.4
最新摊薄每股收益 (元)	1.04	1.81	2.05	2.31
每股净资产 (元)	3.68	12.36	14.43	16.03
动态市盈率 (倍)	34.1	19.6	17.3	15.4
市净率 (倍)	9.6	3.0	2.6	2.3

数据来源：兴业证券研发中心

6.2 估值

表 14 中国煤炭上市公司概况

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	10PB	投资评级
国阳新能	1.93	2.68	2.93	16.3	6.55	强烈推荐
潞安环能	1.83	2.69	3.12	12.8	3.88	强烈推荐
平煤股份	1.01	1.85	2.15	11.3	3.42	强烈推荐
西山煤电	0.92	1.84	2.25	11.8	6.41	推荐
盘江股份	1.21	1.45	1.80	14.2	3.99	推荐
开滦股份	0.67	1.09	1.12	15.0	3.95	推荐
金牛能源	1.39	2.06	2.25	13.2	3.03	推荐
兰花科创	2.22	2.60	2.90	12.1	3.18	推荐
神火股份	0.80	1.50	1.78	13.0	5.57	推荐
兖州煤业	0.79	1.50	1.69	12.5	3.00	推荐
恒源煤电	1.41	1.50	1.65	17.3	3.09	推荐
大同煤业	1.78	1.98	2.30	16.8	3.20	推荐

露天煤业	1.18	1.45	1.36	12.9	7.11	推荐
国投新集	0.45	0.79	1.19	14.2	3.36	推荐
山煤国际	1.02	1.31	1.60	13.9	6.23	推荐
中国神华	1.52	1.85	2.20	12.8	2.63	推荐
中煤能源	0.50	0.79	0.90	11.9	1.77	推荐
平均	1.21	1.70	1.95	13.65	4.14	推荐
昊华能源	1.04	1.81	2.05	19.6	3.20	推荐

数据来源：兴业证券研发中心

基于昊华能源冶金煤比重较高，冶金煤属性更强，我们认为可给予 15-20 倍 PE 估值，按 2010 年 EPS 为 1.81 元，合理估值为 27.15-36.20 元。

6.3 投资评级：推荐

我们预计昊华能源 2010-2012 年每股收益分别为 1.81 元、2.05 元和 2.31 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，向下空间只有 30%左右。此外，昊华能源的成长性也将因高家梁矿投产和红庆梁矿的建设而有所提升，故我们给予“推荐”评级。

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	2435	2586	2902
短期借款	812	1314	1374	1527
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	2815	3066	3482
股本	344	454	454	454
资本公积	180	3184	3184	3184
未分配利润	541	1039	1878	2495
少数股东权益	126	161	206	306
股东权益合计	1797	5525	6503	7323
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	821	932	1047
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	15	-15	-15
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	2	34	46	99
营运资金的变动	-220	-153	21	-9
经营活动产生现金流量	713	1068	1067	1301
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	3710	226	-9
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	15	-15	-15
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	1141	1304	1529
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	634	1141	1304	1529
所得税	160	285	326	382
净利润	474	856	978	1147
少数股东损益	2	34	46	99
归属母公司净利润	472	821	932	1047
EPS (元)	1.04	1.81	2.05	2.31

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%	81.7%	14.3%	17.3%
净利润增长率	-34.0%	74.1%	13.5%	12.4%
盈利能力(%)				
毛利率	39.1%	47.0%	47.4%	47.9%
净利率	15.2%	20.3%	20.9%	20.3%
ROE	28.3%	15.3%	14.8%	14.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	48.7%	33.8%	32.0%	32.2%
流动比率	0.68	2.10	2.19	2.16
速动比率	0.55	2.01	2.10	2.07
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	1.81	2.05	2.31
每股经营现金	1.19	2.35	2.35	2.87
每股净资产	3.68	11.82	13.87	15.46
估值比率 (倍)				
PE	34.1	19.6	17.3	15.4
PB	9.6	3.0	2.6	2.3

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%~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

朱元或	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。