

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

调研简报：业绩增长来源于高家梁煤矿和无烟煤提价

事件描述

近日我们调研了昊华能源，就公司近期经营情况与高管进行了充分的交流，主要观点如下：

- 公司本部主要煤种是无烟煤，销量稳定在 520 万吨左右，其中 50%以上销售给冶金公司，目前国内销售价格较年初上涨 20%，出口价格由 95 美元/吨，上涨至 185 美元/吨，由于煤种优势，价格有持续超预期的可能性；
- 公司未来增量主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，预计 2010 年-2014 年产量分别为 680 万吨，820 万吨，1220 万吨，1420 万吨和 1720 万吨，复合增长率达到 27%；
- 公司 2011 年和 2012 年业绩增长主要来源于高家梁煤矿，假设吨煤盈利为 100 元/吨，2011 年和 2012 年新增销量分别为 140 万吨和 300 万吨，不考虑价格增长，则 2011 年和 2012 年贡献 EPS 分别为 0.23 元和 0.50 元。高家梁矿配套铁路将于 2011 年中期建成通车，预计外运后盈利空间继续提升；
- 公司另一个亮点是国内外矿产业务的拓展，公司 10 月 15 日公告参股伦贝尔太伟矿业有限责任公司，与太伟集团合作勘探多金属矿，并设立全资子公司昊华能源国际（香港）有限公司，负责海外的矿产资源考察和勘探。尽管目前尚未有实质性进展，但为公司未来的业务拓展增添新的亮点和想象空间；
- 看好公司提价预期以及近三年的成长性，预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 2.321 元，2.838 元和 3.280 元，对应 PE 为 22.27 倍，18.21 倍和 15.75 倍，给予“推荐”评级。

事件评论

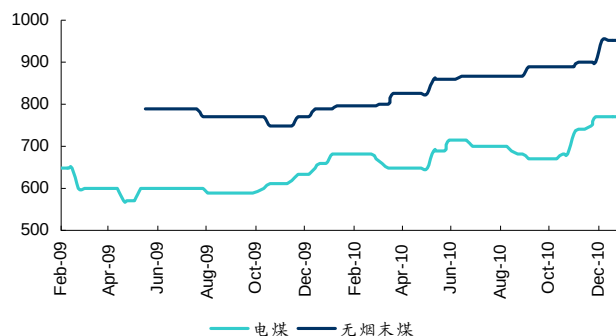
第一，公司煤种优势明显，价格存在持续超预期的可能性

公司本部主要煤种是无烟煤，稳定在 520 万吨产量，销售企业为冶金、化工和电力。由于公司无烟煤产品具有特低硫、特低磷、低氮的特性，对冶金行业客户具有独特的吸引力，价格具有持续超预期的可能性。预计 2010 年-2012 年综合售价分别为 635 元/吨，616 元/吨和 544 元/吨。

- 国内售价：公司国内销售比例占 60%左右，目前综合售价约 680 元/吨（不含税），尽管钢铁行业景气度不高，但 2010 年公司售价仍上调了 10 次，目前价格较年初上涨约 20%；从公司所在地煤价的市场表现来看，电煤价格 4 季度环比平均上涨 7%，同比上涨 17%，无烟末煤环比上涨 5%，同比上涨 19%；

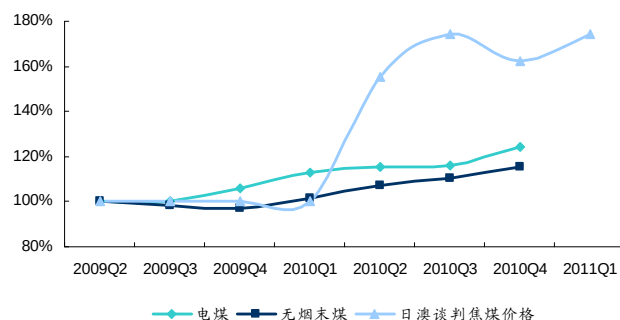
- 国外销售：公司 2010 年出口量约 200 万吨，主要煤种是无烟末煤，出口销往日本、韩国及巴西，主要客户为日本新日铁、韩国浦项制铁等。2 季度开始执行全年合同价格，由 2009 年的 95 美元/吨，上涨至 185 美元/吨。受益于国际焦煤提价预期，我们认为 2011 年合同煤价格有望上涨 10%，达到 205 美元/吨左右。

图 1：北京地区市场煤价格 3、4 季度大幅上涨



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

图 2：北京地区煤价和日澳焦煤价格



资料来源：长江证券研究部

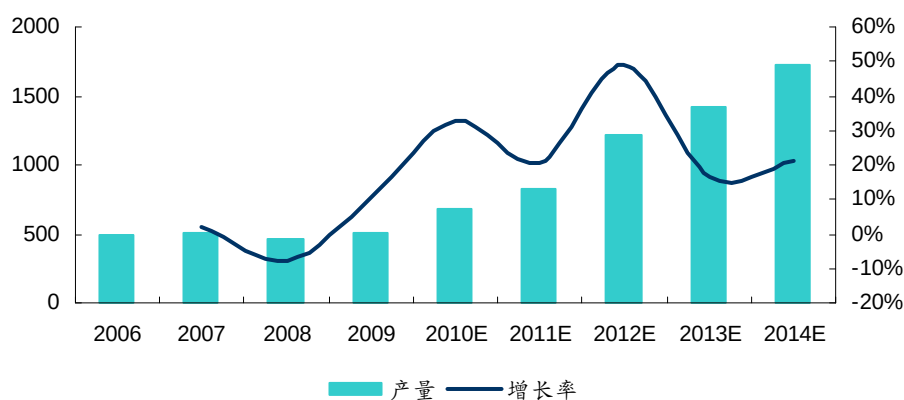
第二，公司本部产量维持 520 万吨左右，主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，预计 2011-2012 年高家梁业绩分别增长 0.23 元和 0.50 元

公司目前拥有正在运营的煤矿三个，建有四处矿井，分别为木城涧煤矿、木城涧煤矿（大台井）、大安山煤矿及长沟峪煤矿，核定产能为 520 万吨，近几年产销量维持在 520 万吨左右。公司未来增量主要来源于高家梁煤矿和红庆梁煤矿，预计 2010 年-2014 年产量分别为 680 万吨，820 万吨，1220 万吨，1420 万吨和 1720 万吨，复合增长率达到 27%。

- 高家梁煤矿（600 万吨，80%，动力煤）：2010 年-2012 年产量分别为 160 万吨，300 万吨和 600 万吨。主要产品是洗精煤和洗混煤，目前含税价格分别为 340 元/吨和 260 元/吨，同时，煤矿配有 600 万吨洗煤厂，以及配套铜匠川铁路专用线项目（59%），计划 2011 年上半年建成通车，预计公司吨煤盈利有望达到 100 元/吨；
- 红庆梁煤矿（600 万吨，60%，动力煤）：目前采矿权许可证尚未批复，等待十二五规划，2011 年下半年有望开工，2 年建成投产；
- 整合鄂尔多斯小煤矿：根据相关媒体的报道，鄂尔多斯市地方煤矿 2010 年中期为 276 座，2009 年产量 2.6 亿吨，单井年产规模为 72.5 万吨，主要煤种是不粘煤和长焰煤，公司有望成本该地区的整合主体，参与当地煤矿资源的整合重组。

公司 2011 年和 2012 年业绩增长主要来源于高家梁煤矿，假设吨煤盈利为 100 元/吨，2011 年和 2012 年新增销量分别为 140 万吨和 300 万吨，不考虑价格增长，则 2011 年和 2012 年贡献 EPS 分别为 0.23 元和 0.50 元。

图 3：公司未来 5 年产量复合增长率达到 27%



资料来源：长江证券研究部

第三，国内积极开拓矿业资源，业务增添新亮点

公司另一个亮点是国内外矿产业务的拓展，公司 10 月 15 日公告参股呼伦贝尔太伟矿业有限责任公司，并设立全资子公司昊华能源国际（香港）有限公司，负责国内外的矿产资源考察和勘探。尽管目前尚未有实质性进展，但为公司未来的业务拓展增添新的亮点和想象空间。

- 出资 1000 万元投资呼伦贝尔太伟矿业，协助太伟集团勘探多金属矿，公司股权占比为 47.1%。根据相关媒体的报道，太伟矿业拥有多个多金属矿探矿权。呼伦贝尔地区贵金属及其他金属储量丰富，主要为铅锌矿，以及金银铜矿，已探明储量为黄金 32.9 吨、白银 4071 吨、铜 136 万吨、铅 62.31 万吨、锌 101.74 万吨、铁矿石 7366 万吨。
- 公司拟出资 200 万美元，设立全资子公司昊华能源国际（香港）有限公司，主要负责国外资源的勘探，根据京煤集团相关新闻，公司今年多次赴国外进行矿业考察。

第四，看好公司提价预期以及近三年的成长性，预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 2.321 元，2.838 元和 3.280 元，对应 PE 为 22.27 倍，18.21 倍和 15.75 倍，给予“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3097	4360	5099	6135	货币资金	465	3908	5049	6579
营业成本	1886	2125	2441	3022	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1211	2235	2658	3113	应收账款	95	152	190	245
% 营业收入	39.1%	51.3%	52.1%	50.7%	存货	182	0	6	15
营业税金及附加	132	186	217	261	预付账款	41	45	51	63
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	127	174	204	245	流动资产合计	968	4365	5603	7271
% 营业收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	306	436	510	613	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	106	106	106	106
财务费用	32	21	-6	-10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.5%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	1825	1968	1979	1814
资产减值损失	-15	4	3	4	无形资产	595	565	537	510
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	8	1	1	1
营业利润	628	1414	1730	1999	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.3%	32.4%	33.9%	32.6%	资产总计	3502	7006	8225	9702
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	812	0	0	0
利润总额	634	1414	1730	1999	应付款项	443	471	540	670
% 营业收入	20.5%	32.4%	33.9%	32.6%	预收账款	72	109	127	153
所得税费用	160	354	432	500	应付职工薪酬	18	19	22	28
净利润	474	1061	1297	1499	应交税费	-28	27	32	38
归属于母公司所有者					其他流动负债	114	127	147	181
的净利润	471.9	1053.5	1288.5	1489.2	流动负债合计	1431	754	869	1070
少数股东损益	2	7	9	10	长期借款	190	190	190	190
EPS (元/股)	1.04	2.32	2.84	3.28	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	85	85	85	85
经营活动现金流净额	541	1599	1780	2104	负债合计	1706	1029	1144	1346
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1670	5844	6939	8205
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	126	133	142	152
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1797	5977	7081	8357
固定资产投资	-1035	-444	-451	-361	负债及股东权益	3502	7006	8225	9702
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1035	-444	-451	-361		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.039	2.321	2.838	3.280
股权融资	149	3278	0	0	BVPS	4.86	16.99	20.17	23.85
银行贷款增加 (减少)	470	-812	0	0	PE	49.71	22.27	18.21	15.75
筹资成本	173	-179	-188	-213	PEG	1.06	0.48	0.39	0.34
其他	-346	0	0	0	PB	10.64	3.04	2.56	2.17
筹资活动现金流净额	445	2287	-188	-213	EV/EBITDA	32.86	11.18	8.48	6.72
现金净流量	-49	3442	1142	1530	ROE	28.3%	18.0%	18.6%	18.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。