

昊华能源 (601101.sh)

最大的无烟煤出口企业，国际煤价上涨直接受益者

陈亮 分析师

电话: 021-68824449

eMail: cl12@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210030010

林红垒 分析师

电话: 010-68058790

eMail: lhl10@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070002

国内最大无烟煤出口企业，出口占比 40% 公司是国内最大无烟煤出口企业，2009 年出口量 132 万吨，占全国无烟煤出口量的 40%。2010 年上半年，公司出口收入占公司总收入的比例也达到 40%。

澳洲洪灾将引发国际冶金煤价格暴涨 澳大利亚自 11 月份以来持续暴雨，煤矿生产和运输遭受严重影响，必和必拓、力拓、英美资源、peabody 等企业纷纷宣布旗下煤矿遭遇不可抗力，无法履行之前签订的合同量。据报道，目前受影响的煤矿产能达到 8000 万吨，约占澳出口量的 1/3。澳大利亚是全球最大的冶金煤出口国，冶金煤贸易量占全球贸易量的 60%。其价格足以影响全球炼焦煤价格。2008 年年初，澳洲遭受洪灾严重程度与目前相似，当时国际炼焦煤价格从 2007 年的 98 美元/吨暴涨至 2008 年的 300 美元/吨。

公司出口煤价涨幅或超预期 一季度日澳炼焦煤合同价为 225 美元/吨，我们判断 2010 年二季度国际炼焦煤价格有望上涨至 300 美元/吨以上。2008 年年初由于澳大利亚洪灾的影响，昊华能源长协价格翻了一番以上。2010 财年，公司无烟煤长协价为 185 美元，由于公司无烟煤价格与炼焦煤价格比例大致在 70—75%左右，因此，假若二季度国际炼焦煤长协价涨至 2008 年水平，公司无烟煤长协价格有望涨至 225 美元/吨。而公司无烟煤出口量占公司全部产量的 40%，将充分受益煤价上涨带来的业绩增长。

盈利预测及投资建议 预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 2.33 元、3.41 元（出口煤价按 225 美元/吨假设）和 3.65 元，继续给予公司买入“评级”，强烈推荐。

风险提示 政策紧缩的系统性风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,144.20	3,096.93	4,343.07	5,553.06	6,029.32
增长率(%)	61.28%	-25.27%	40.24%	27.86%	8.58%
EBITDA(百万元)	1,054.13	733.44	1,760.31	2,363.82	2,498.59
净利润(百万元)	716.73	473.93	1,078.55	1,585.05	1,712.53
增长率(%)	114.77%	-33.99%	124.52%	46.21%	6.85%
每股收益(元)	1.57	1.04	2.33	3.41	3.65
市盈率	26.86	40.70	18.13	12.40	11.60
市净率	12.57	11.50	3.68	3.00	2.51
EV/EBITDA	13.88	20.50	9.36	6.21	5.39

数据来源: 北京昊华能源股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	50.06
目标价格(元)	69.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	4.30%	37.72%	23.69%
沪深300	-0.95%	6.56%	-11.51%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

454.00/110.00

主要股东:

北京京煤集团有限责任公司

主要股东持股比例

62.30%

财务比率

ROE	28.25%
ROA	21.04%
资产负债率	48.71%
每股净资产(元)	4.86

2009 年报数据

最大无烟煤出口企业，充分受益国际冶金煤价格上涨

无烟煤产量稳定，煤质优良

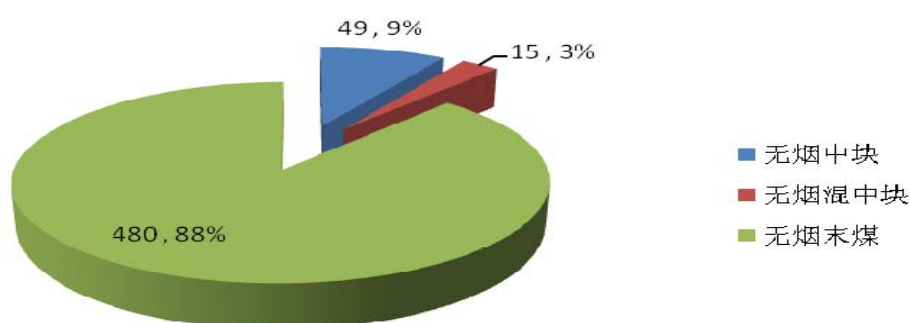
公司属下已投产煤矿共计三个，分别为木城涧煤矿、大安山煤矿及长沟峪煤矿，上述三个煤矿共建有四处矿井。各矿可采年限均在20年以上，煤炭产量稳定。公司四个矿井合计无烟煤储量3.17亿吨，可采储量2.40亿吨，产能520万吨/年。

表 1：公司无烟煤矿井概况

矿井名称	工业储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	产能 (万吨)	2009 年产量 (万吨)
木城涧煤矿	12619	9355	45	150	150
木城涧煤矿大台井	8389	6072	43	100	93
大安山煤矿	5942	4821	22	160	160
长沟峪煤矿	4738	3705	24	110	110
小计	31688	23952		520	513

数据来源：广发证券发展研究中心

图1：公司2009年无烟煤产品结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司产品种类为末煤（0-13mm）、混中块（13-40mm）及中块（40-80mm）。公司的无烟煤产品结构历年比较稳定，其中无烟末煤每年产量近500万吨，约占无烟煤产品总量的将近90%左右。无烟中块和混中块每年分别只有50万吨和15万吨左右，分别只占无烟煤产品的9%和3%。

公司所生产无烟煤煤质优良，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。

表2：公司所产煤炭主要性能指标

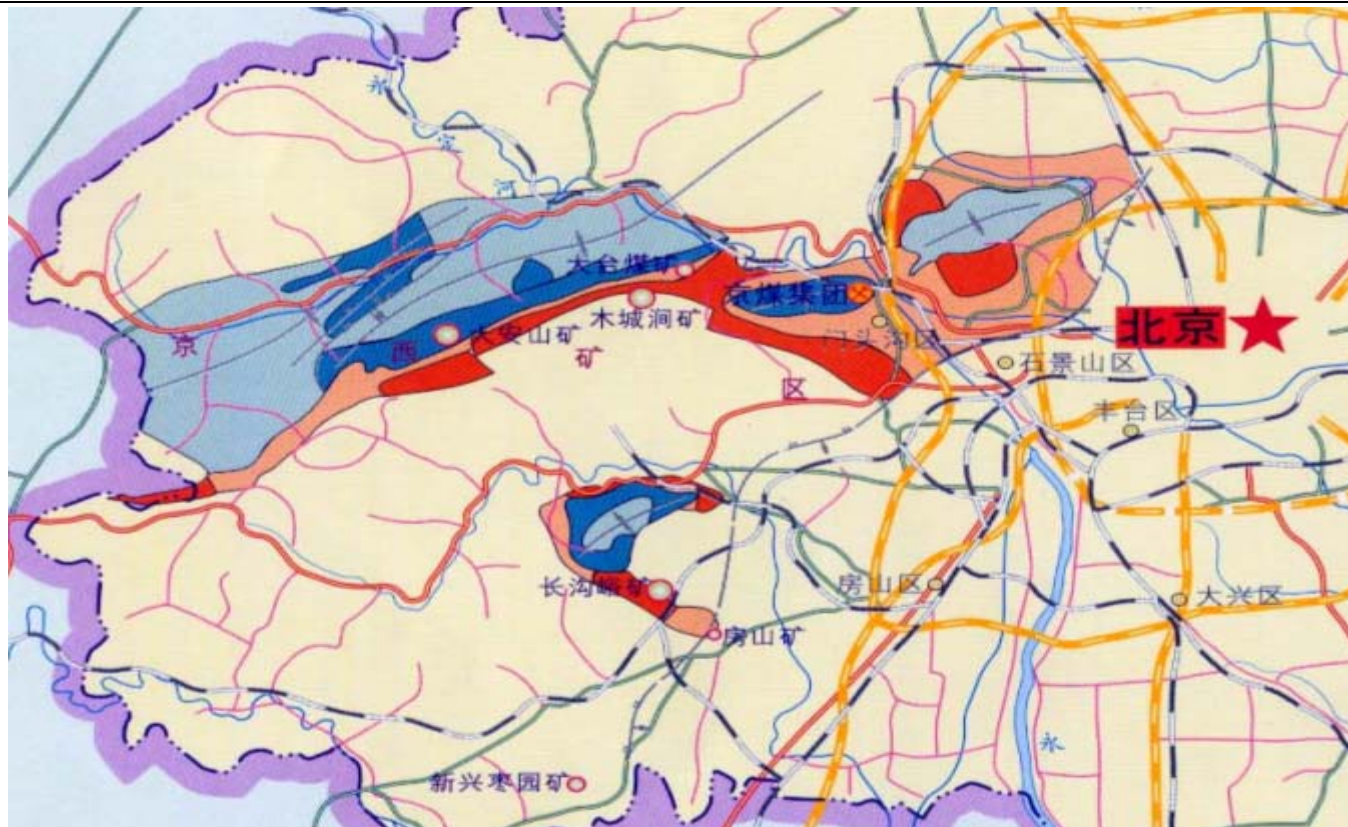
类别	灰分	水分	挥发分	硫	磷	可磨性	热稳定性	灰熔点	发热量
中块	14-18	<4	<9	<0.25	<0.05	>45	>50	1170-1200	24-25.8
混中	16-21	<4	<9	<0.25	<0.05	>50	>60	1170-1200	22-25.7
末煤	12-20	<4	<9	<0.25	<0.05	>46	>56	1170-1200	25.2-26

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

紧靠消费地，综合盈利能力突出

公司销市场势明显。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。

图2：公司煤矿分布



数据来源：广发证券发展研究中心

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。东北及华北地区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。

由于靠近消费地，相比于山西、贵州等地，公司煤价优势明显。

表 3：我国各地无烟煤价格

产地	热值（大卡）	价格（元/吨）	单位热值价格（元/大卡）
永城	5500	780	0.142
焦作	5500	760	0.138
北京	7000	950	0.136
阳泉	6500	800	0.123
晋城	7000	770	0.110
安顺	5000	465	0.093

数据来源：广发证券发展研究中心

由于地处华东，开采深度较大，公司开采成本较高。因此单就煤炭毛利率来说低于兰花科创，与神火股份相当，大大高于国阳新能。但由于公司业务单一，没有其他业务拖累，因此综合盈利能力又大大高于兰花科创和神火股份，在四家无烟煤上市公司中名列第一。

表 4：四家无烟煤上市公司煤炭业务及综合盈利能力比较

	国阳新能	昊华能源	神火股份	兰花科创
煤炭业务毛利率	24.60%	53.44%	53.63%	59.55%
综合毛利率	9.82%	53.25%	17.50%	40.78%
综合净利率	20.97%	24.42%	7.01%	20.69%

数据来源：广发证券发展研究中心

最大的无烟煤出口企业，出口煤占比高

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。海外主要销往日本、韩国及巴西，主要客户为日本新日铁、韩国浦项制铁等。公司是国内最大无烟煤出口企业，2009年出口量132万吨，占全国无烟煤出口量的40%，预计2010年出口量占全国出口量的将近50%。

公司前5大客户占历年煤炭销售收入的40%以上，稳定的客户关系是公司盈利稳定的有力保障。

表5：2009年公司前五大客户销售收入占比

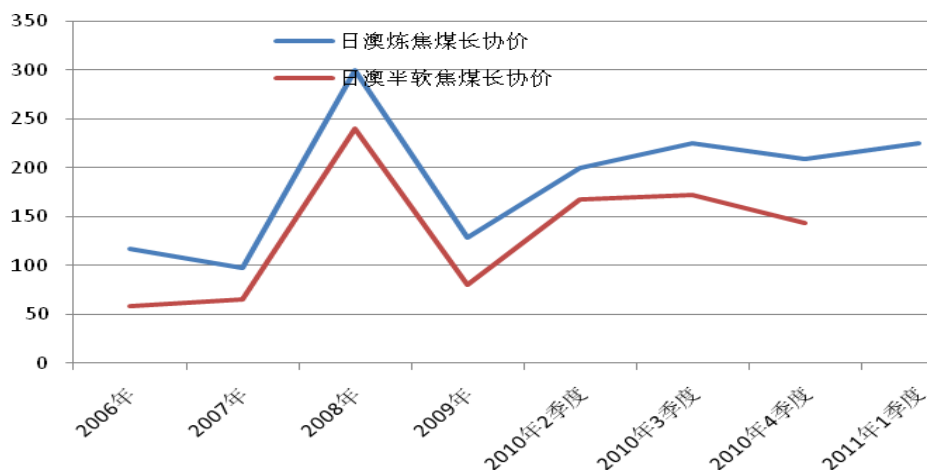
单位名称	销售收入	占营业收入比例
1. 新日本制铁株式会社	59,295.43	19.15%
2. 韩国浦项制铁株式会社	30,273.51	9.77%
3. 河北钢铁集团有限公司	17,686.29	5.71%
4. 唐山海港乾元能源有限公司	12,999.58	4.20%
5. 首钢总公司	12,261.89	3.96%
合计	132,516.70	42.79%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

澳洲洪灾或引发国际冶金煤价格暴涨

澳大利亚自11月份以来持续暴雨，澳当地煤矿的生产和运输遭受严重影响，必和必拓、力拓、英美资源、peabody等主要煤炭生产企业纷纷宣布旗下煤矿遭遇不可抗力，无法履行之前签订的合同量。据海外媒体报道，目前受影响的煤矿产能达到8000万吨，约占澳出口量的1/3。

图3：历年日澳长协价走势



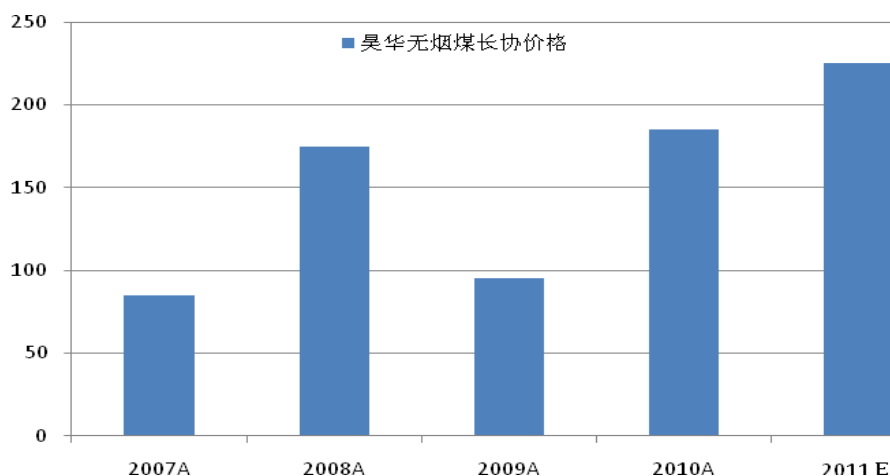
澳大利亚是全球最大的冶金煤出口国，冶金煤贸易量占全球贸易量的60%。其价格

足以影响全球炼焦煤价格。2008年年初，澳洲遭受洪灾严重程度与目前相似，当时国际炼焦煤价格从2007年的98美元/吨暴涨至2008年的300美元/吨。

今年一季度日澳炼焦煤合同价为225美元/吨。我们判断，2010年二季度国际炼焦煤价格有望上涨至300美元/吨以上，即2008年历史将重演。（据bloomberg报道，澳大利亚炼焦煤现货价（FOB）在12月31日较前一周上涨10%，至256美元/吨。）

2010财年，公司无烟煤长协价为185美元，较2009年大幅上涨95%左右。而2008年年初由于澳大利亚洪灾的影响，公司长协价格翻了一番以上。由于公司无烟煤价格与炼焦煤价格比例大致在70—75%左右，因此，假若二季度国际炼焦煤长协价涨至2008年300美元的水平，公司无烟煤长协价格有望涨至225美元/吨。而公司无烟煤出口量占公司全部产量的40%，将充分受益煤价上涨带来的业绩增长。

图4：公司历年无烟煤长些价格走势（元/吨）



数据来源：广发证券发展研究中心

表6：公司业绩对无烟煤出口长协价敏感性分析

煤价	180	190	200	210	220	230	240	250
2010EPS	2.74	2.89	3.04	3.19	3.34	3.49	3.64	3.79

数据来源：广发证券发展研究中心

内蒙战略保证公司未来高增长

高家梁矿2011年达产

高家梁煤矿工业储量为127,888万吨，可采储量约82,464万吨。煤种为低灰、低硫、发热量高的不粘煤与长焰煤，属烟煤品种，主要用于电力行业，是优质动力煤。一期300万吨2010年投产，估计当年生产原煤160万吨，二期将于2012年建成，届时公司权益产能将增加480万吨。该矿吨煤生产成本约100元/吨左右，目前当地原煤价格在230元/吨左右，估算吨煤净利约50元以上。选煤厂建成之后原煤全部入洗，商品煤洗出率约85%，其中块煤约占5%，末煤占85%左右。所产原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。2010—2012年高家梁有望贡献公司业绩0.17元、0.32元和0.51元。

红庆梁前景广阔

红庆梁矿井位于规划建设的国家大型煤炭基地——鄂尔多斯塔然高勒矿区。地质储量 74168 万吨，规划生产能力为 600 万吨/年，预计服务年限为 69 年。目前公司正在申请采矿权。

公司作为鄂尔多斯地区煤炭资源整合主体，未来有望进一步获得资源。

表 7：内蒙现有煤矿概况

	权益	地质储量	可采储量	煤种	产能
高家梁	80%	12.79	8.25	动力煤	一期 300 万吨，二期建成后达到 600 万吨
红庆梁	60%	7.42	6.37	动力煤	600 万吨
合计		20.21	14.62		1200 万吨

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

预测假设

表 8：煤炭产量及预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
木城涧	163	156	150	150	150	150
木城涧大台井	95	71	93	90	90	90
大安山	153	144	160	160	160	160
长沟峪	90	92	110	110	110	110
本部合计	501	463	513	510	510	510
高家梁(80%)	0	0	0	160	300	400
红庆梁(60%)	0	0	0	0	0	0
产量合计	501	463	513	670	810	910

表 9：商品煤销量及预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
煤炭销量(万吨)	592	558	544	672	810	910
其中：无烟中块	41	36	49	49	49	49
无烟小块	27	25	15	15	15	15
无烟末煤	524	496	480	448	446	446
动力原煤	0	0	0	160	0	0
动力块煤	0	0	0	0	15	20
动力末煤	0	0	0	0	285	380
无烟煤内销量(万吨)	403	373	412	312	310	310
无烟煤出口量(万吨)	189	185	132	200	200	200
出口占比(%)	31.92%	33.19%	24.32%	29.76%	24.69%	21.98%

表 10：煤炭价格预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
无烟煤内销价（元/吨）	373	543	504	640	723	772
无烟煤出口价格（FOB）	541	1117	739	959	1410	1250
无烟综合售价	426	734	561	765	992	959

表 11：煤炭生产成本假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
吨煤成本（元/吨）	187	279	290	300	326	346
吨材料（元/吨）	37	92	59	61	65	72
吨人工（元/吨）	97	128	177	183	200	210
吨电力（元/吨）	11	12	12	13	14	14
吨制造费用（元/吨）	42	47	42	43	47	50
吨煤税费（元/吨）	87	170	156	160	160	160
本部平均成本（元/吨）	254	409	343	363	389	409
内蒙吨煤成本（元/吨）				105	115	115

盈利预测及投资建议

预计公司2010—2012年EPS分别为2.33元、3.41元和3.65元，对应公司2010—2011年PE分别为22.23倍和15.20倍，相对于行业估值较低。受澳大利亚洪灾影响，2011年国际煤价很可能大幅超出我们的预期，公司煤炭出口占比达40%，将充分受益国际煤价上涨带来的业绩提升，继续给予公司买入“评级”，强烈推荐。

风险提示

国际原油价格波动的风险。

资产负债表

单位：百万元

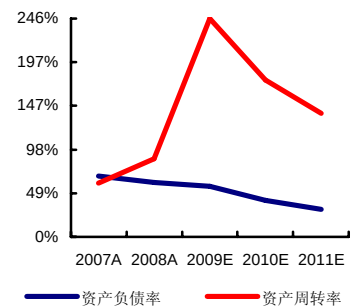
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1173	986	3788	5735	7047
货币资金	427	483	3104	4952	6233
应收及预付	555	307	519	530	609
存货	182	182	148	231	183
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1562	2526	2196	1866	1536
长期股权投资	106	106	106	106	106
固定资产	555	557	1558	1291	1024
在建工程	427	1268	0	0	0
无形资产	474	595	532	469	406
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	2735	3512	5984	7601	8583
流动负债	1077	1441	342	749	421
短期借款	432	812	0	0	0
应付及预收	496	515	228	635	307
其他流动负债	5	3	3	3	3
非流动负债	1177	1716	617	1024	696
长期借款	0	85	85	85	85
应付债券	0	85	85	85	85
其他非流动负债	100	275	275	275	275
负债合计	1177	1716	617	1024	696
股本	344	344	454	454	454
资本公积	180	180	180	2820	2820
留存收益	1004	1146	1948	3121	4373
归属母公司股东权益	1528	1670	5222	6395	7648
少数股东权益	30	126	145	182	239
负债和股东权益	2735	3512	5984	7601	8583

利润表

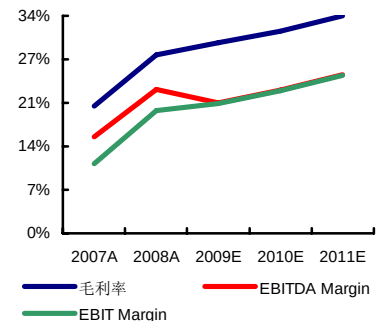
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4144	3097	4343	5553	6029
营业成本	2385	1886	2028	2328	2545
营业税金及附加	102	132	217	278	301
销售费用	193	127	208	275	298
管理费用	443	306	430	549	596
财务费用	45	32	22	10	5
资产减值损失	12	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	964	628	1438	2113	2283
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	960	634	1438	2113	2283
所得税	243	160	360	528	571
净利润	717	474	1079	1585	1713
少数股东损益	2	2	19	36	57
归属母公司净利润	715	472	1059	1549	1655
EBITDA	1054	733	1760	2364	2499
EPS (元)	1.57	1.04	2.33	3.41	3.65

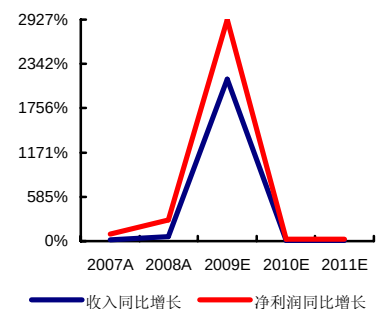
资产负债率趋势



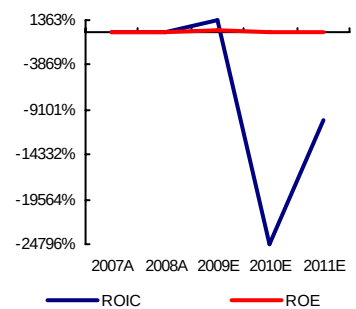
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

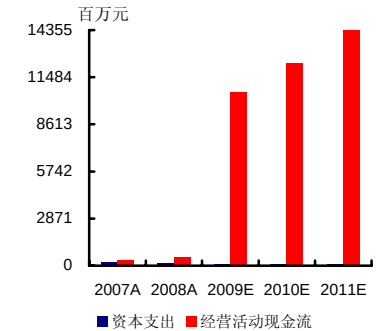
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流		544	932	2145	1569
净利润		474	1079	1585	1713
折旧摊销		70	330	330	330
营运资金变动		0	34	-83	48
其它		2	0	0	0
投资活动现金流		-1035	0	0	0
资本支出		0	0	0	0
投资变动		0	0	0	0
其他		0	0	0	0
筹资活动现金流		445	1688	-297	-287
银行借款		0	0	0	0
债券融资		0	0	0	0
股权融资		0	0	0	0
其他		0	0	0	0
现金净增加额		-46	2620	1848	1282
期初现金余额		514	483	3104	4952
期末现金余额		483	3104	4952	6233

主要财务比率

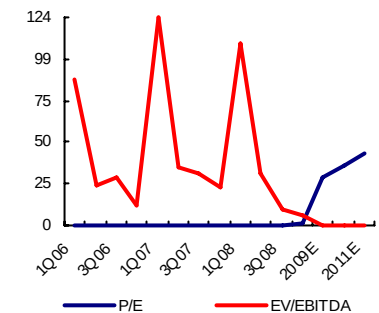
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	4144	3097	4343	5553	6029
营业利润	964	628	1438	2113	2283
归属于母公司净利润	715	472	1059	1549	1655
获利能力					
毛利率	42.44%	39.11%	53.31%	58.08%	57.80%
净利率	17.29%	15.30%	24.83%	28.54%	28.40%
ROE	46.77%	28.25%	20.29%	24.22%	21.64%
ROIC	60.75%	31.21%	49.75%	61.08%	86.97%
偿债能力					
资产负债率	43.03%	48.85%	10.31%	13.48%	8.11%
净负债比率	36.71%	47.32%	30.81%	18.55%	27.28%
流动比率	1.09	0.68	11.09	7.65	16.73
速动比率	0.92	0.56	10.66	7.35	16.29
营运能力					
总资产周转率	1.52	0.88	0.73	0.73	0.70
应收账款周转率	8.21	11.64	8.64	11.56	10.27
存货周转率	13.09	10.34	13.69	10.07	13.87
每股指标 (元)					
每股收益	1.57	1.04	2.33	3.41	3.65
每股经营现金流		1.58	2.05	4.72	3.46
每股净资产		5.22	11.82	14.49	17.37
估值比率					
P/E	26.86	40.70	18.13	12.40	11.60
P/B	12.57	11.50	3.68	3.00	2.51
EV/EBITDA	13.88	20.50	9.36	6.21	5.39

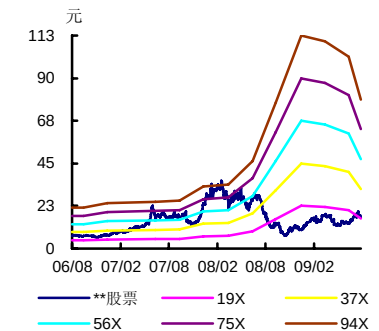
资本支出与经营活动现金流



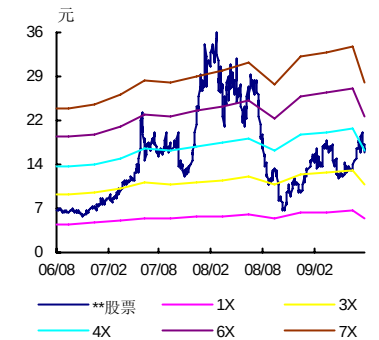
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发煤炭行业研究小组

陈亮，分析师，2003年毕业于中国人民大学商学院，历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。2008年进入证券行业从事煤炭行业研究，先后在平安证券、光大证券就职。2010年3月进入广发证券发展研究中心。

林红垒，分析师，采矿工程学学士，西南石油大学经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。

2010年，研究小组取得《新财富》最佳分析师煤炭行业第2名，《中国证券报》金牛分析师煤炭行业第5名。

相关研究报告

昊华能源(601101.sh)_新股发行与上市定价报告

林红垒

2010-03-23

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。