

露天煤业 (002128)

增持/首次评级

股价: RMB15.25

分析师

叶勇

SAC 执业证书编号:S1000512020003

煤价严重受抑的褐煤龙头 静待资产注入

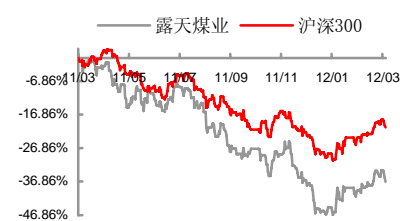
- 公司为上市公司中的褐煤龙头，中电投旗下煤炭上市公司，内生产能已完全释放，未来几年产能将受限在 4200-5000 万吨之间。公司煤炭在销售半径内受到客户高度依赖，约 80%是重点合同煤，对口固定客户，而且铁路运输力充足。因此，销售和运输对露天煤业来说都不是问题。
- **有别于市场的认识是，我们认为：**由于公司产能受限，主供重点合同煤，且重点合同煤价受高度管制，所以，公司近期面临的关键问题不是拓展销路。此前，市场普遍认为露天的低煤价具有市场竞争优势，往往通过价差横向比较来试图说明露天煤业市场提价空间巨大。而我们认为，问题在于：公司大部分煤炭都供关联客户，只能拿出少量煤炭用于市场化销售，并借此调剂利润，公司煤价难以获得通过拓展渠道抢占市场以提升价格的机会。
- **公司内生发展的主要出路在于：**其一、降低重点合同煤比重，而市场化销售的地销煤比重相应扩大；其二，加快重点合同煤价格涨价步伐。弹性分析显示：若合同煤比例每降低 10%，则增厚 EPS0.24 元；若 2012 年煤炭均价同比 20 元/吨，则 EPS 提升 0.34 元；上涨 50 元/吨，EPS 提升 1.04 元。
- 公司 IPO 时曾承诺资产注入，迄今已五年，除霍林河二号露天矿已注入外，白音华三号露天矿、白音华煤电公司 65%股权、母公司铝电优质资产尚未注入。而集团上市公司体外资产利润是上市公司利润的 83%左右。
- **我们判断，公司资产注入有望提速。**白音华矿区煤矿资产注入条件已趋成熟，-母公司蒙东能源面临较大资金压力，资产负债率较高，面临较大的长期偿债压力，同时还面临资本支出压力较大的风险。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑资产注入，我们测算 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 1.21 元、1.34 元、1.51 元（假设公司所得税率仍按照 15%计算）。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**蒙东褐煤过剩；合同煤价格上涨幅度过低。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,327
流通 A 股 (百万股)	1,327
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	20,232

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5672.3	6533.0	7357.0	8470.0
(+/-%)	18.4	15.2	12.6	15.1
归属母公司净利润(百万元)	1455.6	1612.0	1779.0	1998.0
(+/-%)	48.9	10.7	10.4	12.3
EPS(元)	1.10	1.21	1.34	1.51
P/E(倍)	13.9	13.1	11.8	10.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

一、市场、渠道无忧，但产量内生增长空间较小	4
1、上市公司概况、股权架构	4
2、公司产能内生增长空间很小	4
3、市场空间广阔，东三省需求缺口不断加大	5
4、运输半径内客户依赖度较高，煤炭大部分内部消化	7
5、铁路网贯通，运力充足	9
二、公司煤价受高度管制，出路在于提升合同煤价或降低合同煤比例	11
1、 公司单卡煤价、成本以及吨煤毛利均居行业低位	11
2、合同煤比例每降低 10%，则增厚 EPS0.24 元	14
三、资产注入有望提速 产能外延增长空间达 85%	14
1、资产注入或提速	14
2、产能外延增长空间达 85%	15
四、盈利预测及投资建议	19
催化剂	19
风险提示	19

图表目录

图 1:	露天煤业股权架构.....	4
图 2:	蒙东能源股权架构.....	4
图 3:	辽宁省历年煤炭缺口.....	5
图 4:	吉林省历年煤炭缺口.....	5
图 5:	黑龙江省历年煤炭缺口.....	6
图 6:	内蒙古历年发电设备装机容量.....	6
图 7:	公司煤炭销售网络.....	7
图 8:	销售半径 1000 公里以内公司客户占有率.....	9
图 9:	与公司煤炭外运相关的铁路线路图.....	10
图 10:	露天煤业 2007-2011 年吨煤成本、均价走势.....	11
图 11:	露天煤业吨煤成本分解.....	11
图 12:	主要煤炭上市公司吨煤均价、成本比较.....	12
图 13:	主要煤炭上市公司单卡煤价比较.....	12
图 14:	主要煤炭上市公司煤炭单卡成本比较.....	13
图 15:	主要煤炭上市公司吨煤毛利比较.....	13
图 16:	主要煤炭上市公司吨煤毛利率比较.....	13
图 17:	蒙东能源 2007 年主营业务利润分项占比.....	16
图 18:	蒙东能源 2008 年主营业务利润分项占比.....	16
图 19:	蒙东能源 2009 年主营业务利润分项占比.....	16
图 20:	蒙东能源 2010 年 1-9 月主营业务利润分项占比.....	16
图 21:	资产注入前后产能比较.....	17
图 22:	2010 年 1-9 月公司在蒙东能源利润总额中占比.....	17
表格 1:	公司现有煤矿产能、产量情况.....	4
表格 2:	公司现有煤矿产量预测.....	4
表格 3:	2011 年上半年公司向蒙东能源和中电投集团售煤详细情况.....	8
表格 4:	2011-2015 年公司有效销售半径内褐煤需求情况.....	8
表格 5:	公司销售半径以内竞争对手情况.....	9
表格 6:	与公司煤炭外运相关的主要铁路线路.....	10
表格 7:	不同合同煤比例下 EPS 弹性分析.....	14
表格 8:	不同情景假设下露天煤业 EPS 对煤炭均价涨幅弹性分析.....	14
表格 9:	蒙东能源主营业务利润构成.....	16
表格 10:	承诺注入露天煤业的白音华矿区资产.....	17
表格 11:	蒙东能源电力业务基本情况.....	18
表格 12:	蒙东能源电力公司经营情况.....	18
表格 13:	蒙东能源铝业公司经营情况.....	18
表格 14:	煤炭业务收入成本假设.....	19

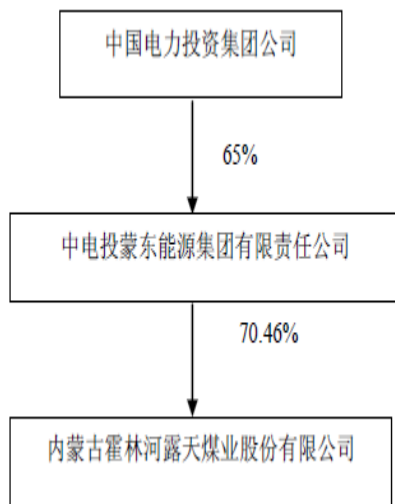
一、市场、渠道无忧，但产量内生增长空间较小

1、上市公司概况、股权架构

公司是全国首家、也是目前唯一一家 A 股大型露天煤业上市公司，位于内蒙古东部的霍林河煤田，是国内五大露天煤矿之一。公司煤炭产品为优质褐煤，平均发热量为 3100 大卡，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点的特点。销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省、吉林省，主要客户为该地区内按照褐煤理化指标设计或掺烧褐煤的电厂，公司产品约 80% 为合同煤。

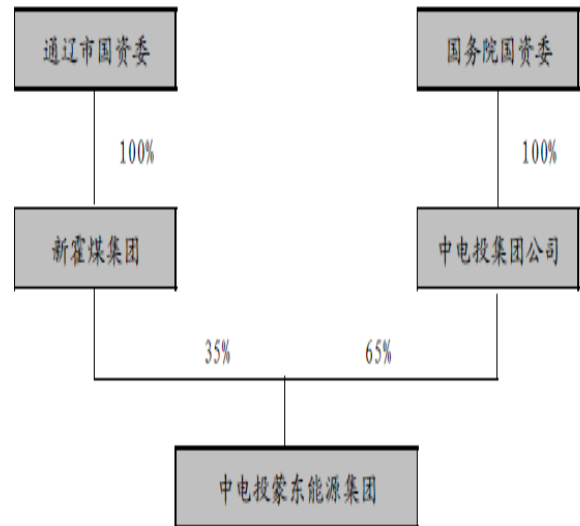
母公司中电投蒙东能源集团（简称蒙东能源）控股股东为中国电力投资集团（简称中电投），中电投对其定位是：涉足煤、电、化、铝、路、港六大产业，是以煤为核心、电为保障、有色金属一体化、铁路和港口为保障，协调发展的现代化大型能源企业集团

图 1： 露天煤业股权架构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 2： 蒙东能源股权架构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

2、公司产能内生增长空间很小

2011-2015 年间，公司现有煤矿产能基本维持在 4200-5000 万吨之间，增长空间很小。

表格 1： 公司现有煤矿产能、产量情况

	可采储量 (亿吨)	产能(万吨)	2011 年预测		
			产量	热值	煤种
霍林河一号露天矿	13.23	1900	2400	3150 大卡	褐煤
霍林河二号露天矿(扎 哈淖尔露天矿)	8.28	1500	1800	3150 大卡	褐煤

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 2： 公司现有煤矿产量预测

	2010年	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产量(万吨)	4243	4200	4400	4600	4800	5000
增速(%)	0.2	-1	4.76	4.55	4.35	4.17

资料来源: 华泰联合证券研究所测算

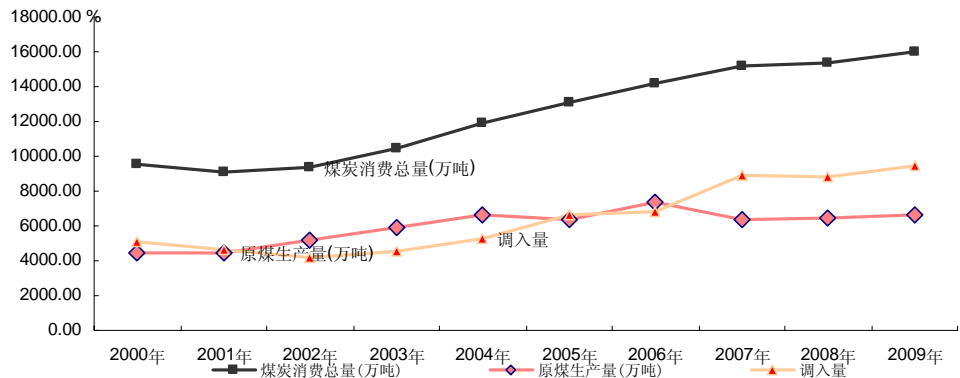
3、市场空间广阔，东三省需求缺口不断加大

由于东北地区老工业基地资源趋于枯竭，辽宁、吉林长期处于煤炭供应紧缺状态，而且，缺口呈现逐年加大的趋势。

2009年，东北地区煤炭生产总量为4.27亿吨，消费总量为5.11亿吨，其中辽宁、吉林、黑龙江省和蒙东地区分别为2.02亿吨、1.01亿吨、1.12亿吨和9623万吨，总体上供不应求，缺口达8000多万吨。辽宁省缺口约1.4亿吨。传统产煤大省黑龙江自2008年起成为煤炭净调入省。

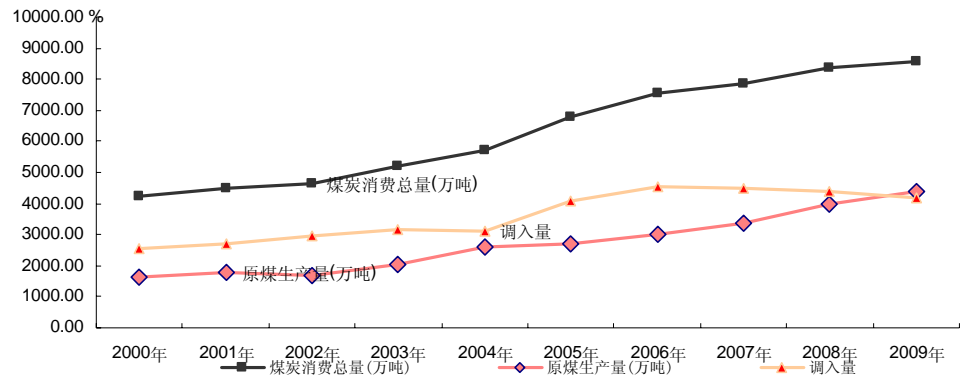
据国家发改委有关部门预计，2015年，东北地区煤炭消费总量将达到7.4亿吨，其中辽宁省约2.5亿吨，吉林省约1.4亿吨，黑龙江省约1.2亿吨，蒙东地区约2.2亿吨。按三省现有煤炭产能测算，“十二五”末东北三省总需求缺口约3亿吨。

图3： 辽宁省历年煤炭缺口



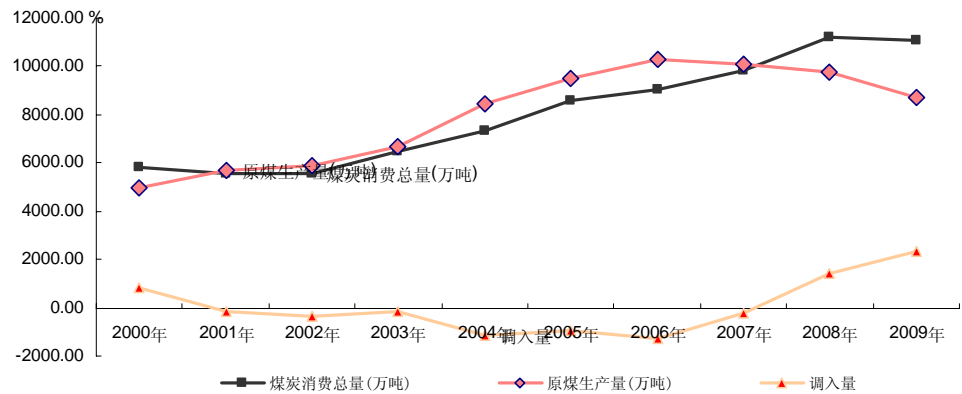
资料来源: 华泰联合证券研究所整理

图4： 吉林省历年煤炭缺口



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

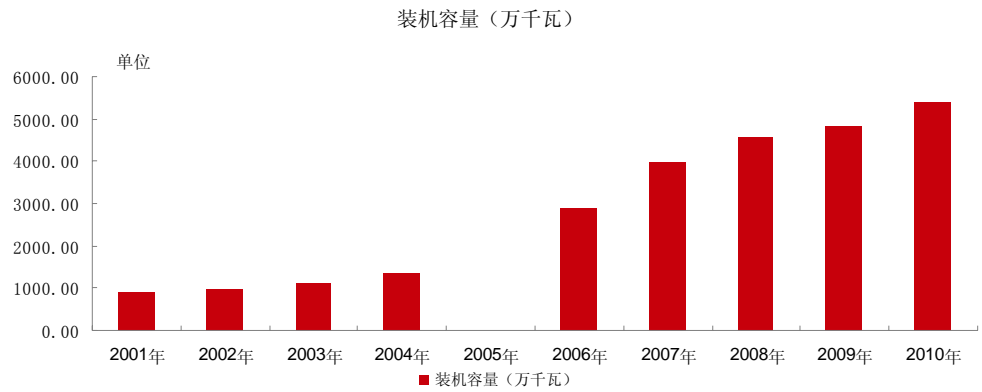
图 5: 黑龙江省历年煤炭缺口



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

内蒙古自身经济发展迅猛, 火电装机量的快速增长也将大大拉动电煤需求。“十一五”期间, 内蒙古火电设备装机容量快速增长, 从 2006 年的 2890 万千瓦增至 2010 年的 5402 万千瓦, “十一五”期间年均增长率达到 23%, 远高于全国火电装机容量年均 12.64% 的增长水平, 除西藏外, 位居全国第一。公司也将受益于内蒙经济高速发展趋势对于电煤需求的拉动。

图 6: 内蒙古历年发电设备装机容量



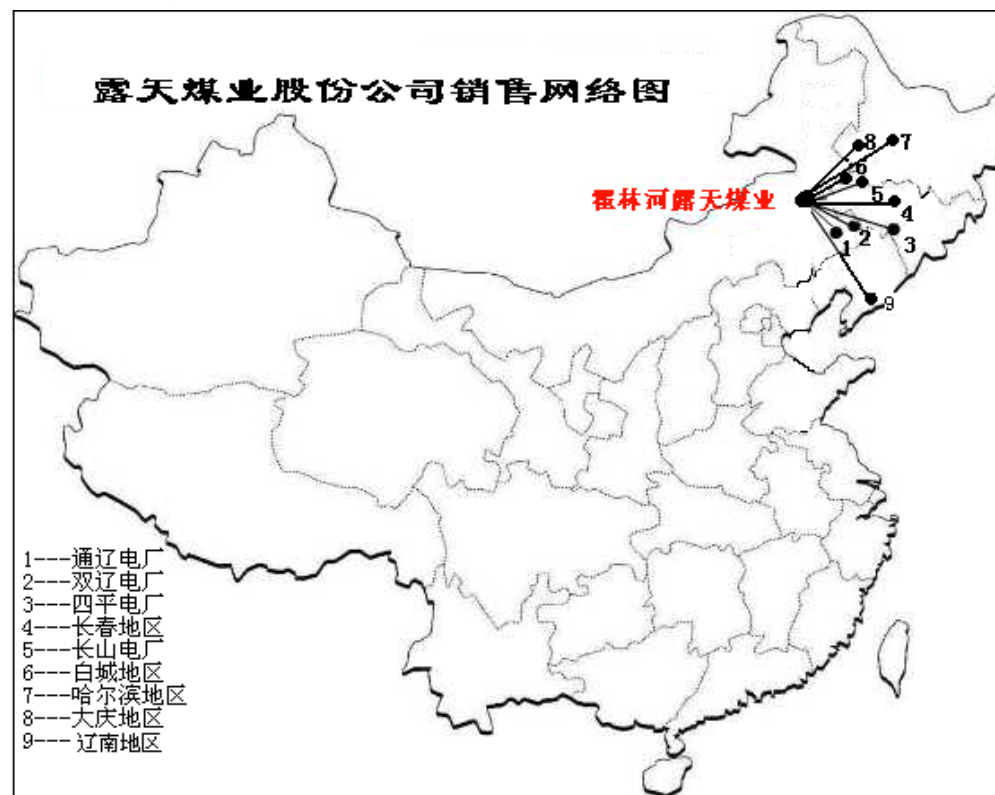
资料来源：华泰联合证券研究所整理

(备注：2005 年数据缺失)

4、运输半径内客户依赖度较高，煤炭大部分内部消化

- 受发热量影响，褐煤平均售价较低，受运输半径限制，公司煤炭产品的销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省、吉林省，主要客户为该地区内以褐煤为动力煤或掺烧褐煤的电厂。

图 7： 公司煤炭销售网络



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

- 公司褐煤主要销往内蒙古东部、辽宁省、吉林省地区内按照霍林河褐煤理化指标设计或可掺烧褐煤的电厂，公司周边主要电厂的发电设备均根据霍林河煤炭高挥发分、高灰熔点、不易结焦的煤质特点设计，例如通辽发电总厂、通辽热电有限

责任公司、国电双辽发电有限公司的发电机组锅炉均要求公司煤源占有率不能低于 65%，否则会影响到锅炉的正常运行，从这个意义上讲，公司主要客户对公司产品依赖度较高，主要客户群稳定。

- 中电投集团控股蒙东能源集团以后，对东北地区所属电力企业进行了重新规划，煤矿建设与电力企业建设保持了一致，避免了产能过剩。目前中电投集团的东北地区下属电力企业所有在建、新建项目用煤都按褐煤设计，2009 年需求量已达到 1800 万吨，公司煤炭在中电投电企内部就可以消化一大部分。而且，由于用煤紧张，中电投集团所辖电厂及其他电厂增加了对褐煤的掺烧量，扩大了公司的市场占有率。
- 公司煤炭主要供给关联方，2010 年关联交易量占总销量比重约为 70%，2011 年上半年关联交易量比重达 62.59%。关联交易量中大部分为重点合同电煤，售价较低。

表格 3： 2011 年上半年公司向蒙东能源和中电投集团售煤详细情况

关联方名称	与上市公司关系	关联交易量占比
中电投东北电力燃料有限公司	同受中电投集团控制	15.38%
中电辽宁清河发电有限责任公司	同受中电投集团控制	5.17%
通辽发电总厂	同受中电投集团控制	5.22%
吉林吉长电力有限公司	同受中电投集团控制	0.12%
通辽热电有限责任公司	同受中电投集团控制	1.46%
吉林电力股份有限公司燃料分公司	同受中电投集团控制	11.92%
山西中电燃料有限公司	同受中电投集团控制	1.32%
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	同受蒙东能源控制	3.69%
通辽霍林河坑口发电有限责任公司	同受蒙东能源控制	12.57%
通辽第二发电有限责任公司	同受蒙东能源控制	3.34%
通辽盛发热电有限责任公司	同受蒙东能源控制	2.37%
内蒙古霍煤亿诚能源有限公司	联营企业	0.02%
内蒙古中油霍煤石油有限责任公司	联营企业	0.01%
总计		62.59%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

- 我们对公司有效运输半径以内 2011 年-2015 年火电装机容量以及对应褐煤需求量增长情况预测数据显示，即使以 8%年均增速保守预计，具备较大市场容量，与有效运输半径内的其他竞争对手相比，公司在产量上具有规模优势，在开采方式上具有安全优势。公司煤矿采用先进的露天开采工艺，与井工矿相比不存在瓦斯、突水、冒顶等安全隐患。但是，存在发热量较低的劣势。

表格 4： 2011-2015 年公司有效销售半径内褐煤需求情况

年度	火电装机容量（万千瓦）	褐煤需求量（万吨）
2010 年	1725	8520
2011 年	1900	9370
2012 年	2100	10300
2013 年	2310	11330
2014 年	2540	12500

2015 年

2800

13750

注：公司有效销售半径内褐煤需求按运输半径 1000 公里以内电厂褐煤需求统计

资料来源：华泰联合证券研究所测算

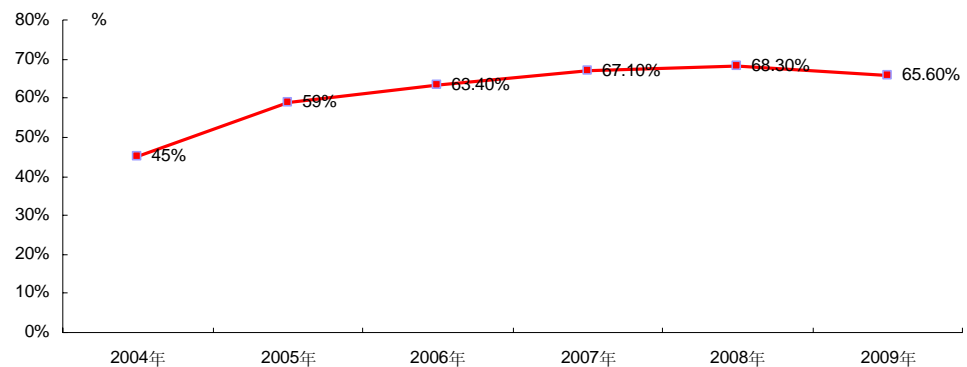
表格 5：公司销售半径以内竞争对手情况

竞争对手名称	生产工艺	生产规模 (万吨)	煤种	发热量 (大卡)	主要用途	主要用户
平庄煤业集团	井工、露天	2600	褐煤、烟煤 长焰煤 气	3400	动力用煤 冶炼、动力	元宝山、朝阳电厂
吉林辽源梅河矿	井工	690	煤	3800	用煤	鞍钢、本钢、沈海电厂
吉林辽源金宝屯矿	井工	160	烟煤	3400	冶炼、动力	鞍钢、本钢、清河 松花江电厂、吉林北热电厂
吉林舒兰矿务局	井工	160	烟煤	2000	动力用煤	厂
铁法煤业集团	井工	2410	烟煤	4000	动力用煤	清河、辽电
露天煤业	露天	4200	褐煤、烟煤	3100	动力用煤	通辽及吉林部分电厂

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

- 公司在销售半径 1000 公里以内客户占有率一直处于较高位置，显示出稳定的市场需求。

图 8：销售半径 1000 公里以内公司客户占有率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

注：占有率=公司年度实际销售量/销售半径 1000 公里内公司客户年度预计需求量

5、铁路网贯通，运力充足

- 公司靠近东北经济区，具有较好的经济地理位置，距东北经济中心沈阳、长春的距离均在公司煤炭产品的有效销售半径内，公司距主要客户的运距较短。
- 公司煤炭运输主要依靠通霍线铁路外运。通霍线运力已达 6500 万吨，并将进一步扩充至 10000 万吨，公司煤炭外运铁路运力充足。
- 随着 2012 年锡乌铁路建成通车，公司又增加了一条煤炭外运大通道。可以通过乌兰浩特至白城，深入黑龙江、吉林地区。

- 此外，已经贯通的赤大白线和即将建成的锦赤线将为母公司蒙东能源和中电投集团旗下的白音华二号、三号露天矿煤炭外运和下水打开大通道。而上述两矿恰为母公司承诺注入的资产。

表格 6： 与公司煤炭外运相关的主要铁路线路

铁路线路	全长 (公里)	起始	用途
锡乌铁路	610	乌兰浩特、霍林河、白音华、西乌珠穆沁旗、锡林浩特东	横贯胜利、霍林河、白音华煤田，是连接蒙东煤炭基地的铁路骨架，主要承担向乌兰浩特和吉林白城煤炭外运任务。该线建成后将衔接赤大白铁路、巴新铁路、通霍铁路和锡桑铁路 4 条南北向铁路，是内蒙东西通道重要组成部分。设计运力 3500 万吨。预计 2012 年通车。
锦赤线	361	白音华、赤峰、朝阳、锦州	正线全长约 287 公里。锦赤铁路远期输送能力 9000 万吨 / 年，主要承担锡林郭勒盟白音华及周边煤田至辽西地区及锦州港下水煤外运任务。2010 年 11 月 4 日正式开工建设。预计 2012 年通车。
赤大白线	282	赤峰、大板、白音华	北起锡林郭勒盟境内的白音华煤田，南至内蒙古赤峰西站与京通铁路相接，根据近、远期规划，其运输能力分别为 1227 万吨、2214 万吨，是中电投为开发白音华煤田配套建设的运煤专用铁路。2010 年通车。
通霍线	417	霍林河、通辽	承担霍林河煤炭外运，运力已达 6500 万吨。1987 年通车。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 9： 与公司煤炭外运相关的铁路线路图



资料来源：华泰联合证券研究所

二、公司煤价受高度管制，出路在于提升合同煤价或降低合同煤比例

- **有别于市场的认识之一：**由于公司产能受限在 4200-5000 万吨之间，而产品 80% 以上需要保证重点合同电煤的供应，销售渠道比较固定，大部分以车板价结算，且重点合同煤价受政策高度管制，所以，公司近期面临的关键问题不是拓展销路。

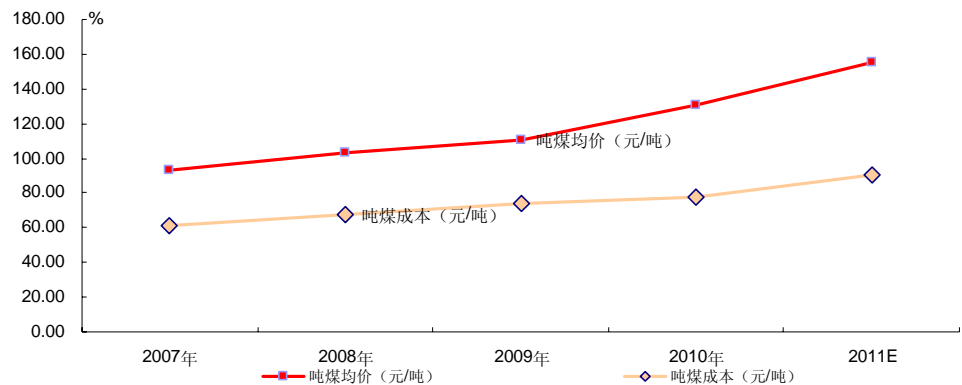
此前，市场普遍认为露天的低煤价具有市场竞争优势，往往通过价差横向比较来试图说明露天煤业市场提价空间巨大。

而我们认为，问题在于：公司大部分煤炭都供重点合同煤，其中大部分又是提供给关联客户，只能拿出少量煤炭用于市场化销售，并借此调剂利润，公司煤价难以获得通过拓展渠道抢占市场以提升价格的机会。

- **有别于市场的认识之二：**从业绩内生性增长来看，公司主要出路在于：其一、降低重点合同煤比重，而市场化销售的地销煤比重相应扩大；其二，加快重点合同煤价格涨价步伐。

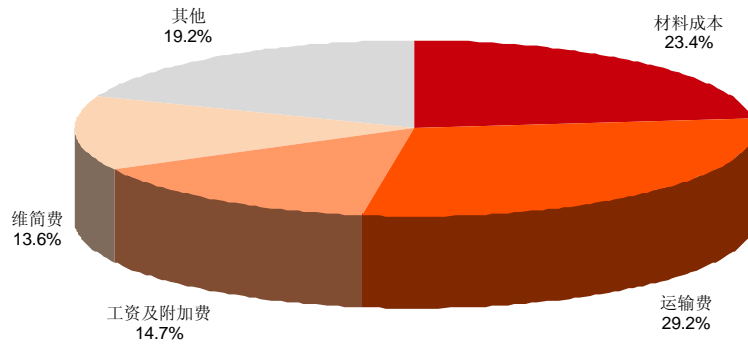
1、 公司单卡煤价、成本以及吨煤毛利均居行业低位

图 10： 露天煤业 2007-2011 年吨煤成本、均价走势



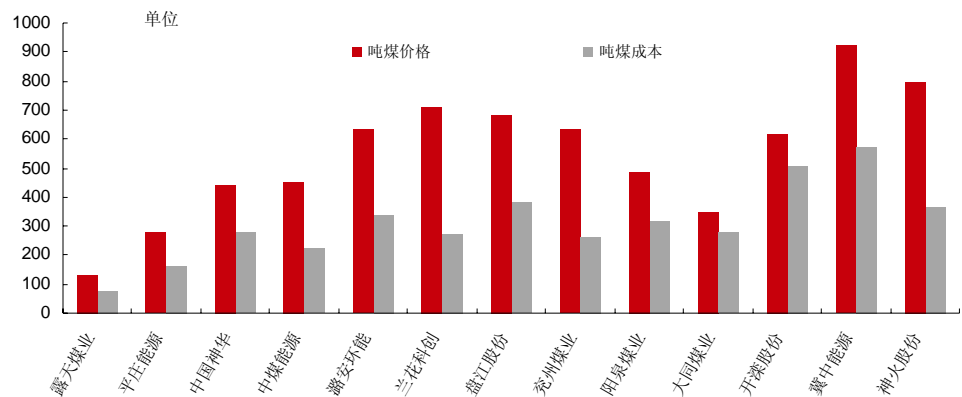
资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 11： 露天煤业吨煤成本分解



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

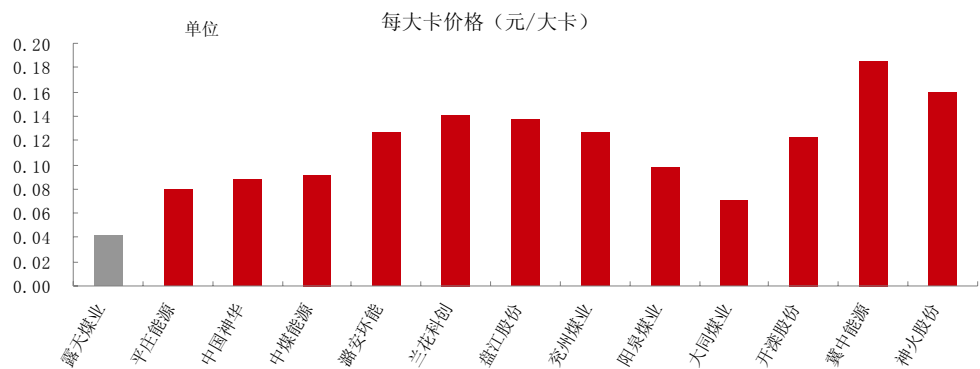
图 12： 主要煤炭上市公司吨煤均价、成本比较



资料来源：华泰联合证券研究所

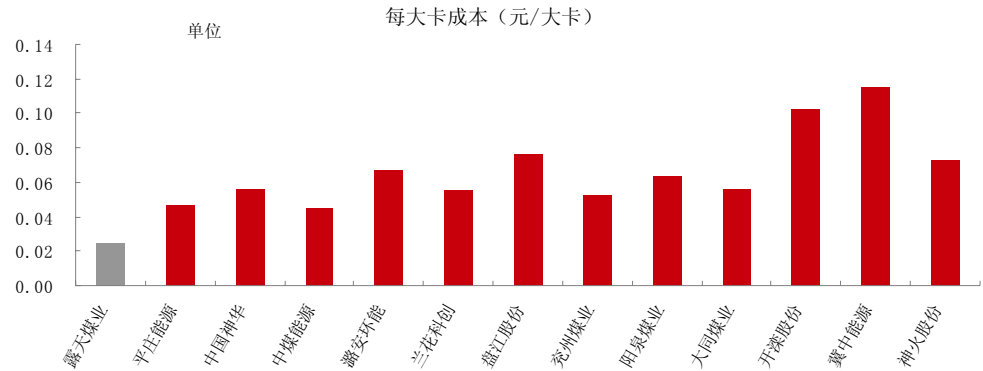
如果按照公司煤炭发热量计算每大卡煤价和成本，在我们选取的 13 个煤炭上市公司样本中，露天煤业仍然处于最低位。

图 13： 主要煤炭上市公司单卡煤价比较



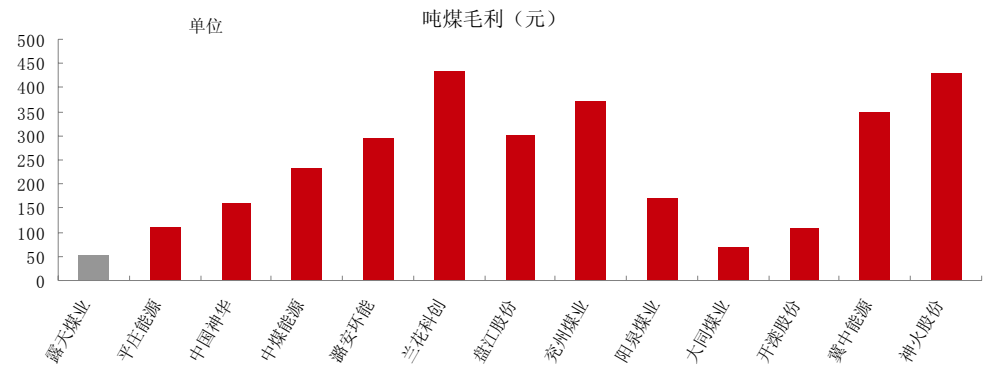
资料来源：华泰联合证券研究所

图 14: 主要煤炭上市公司煤炭单卡成本比较



资料来源: 华泰联合证券研究所

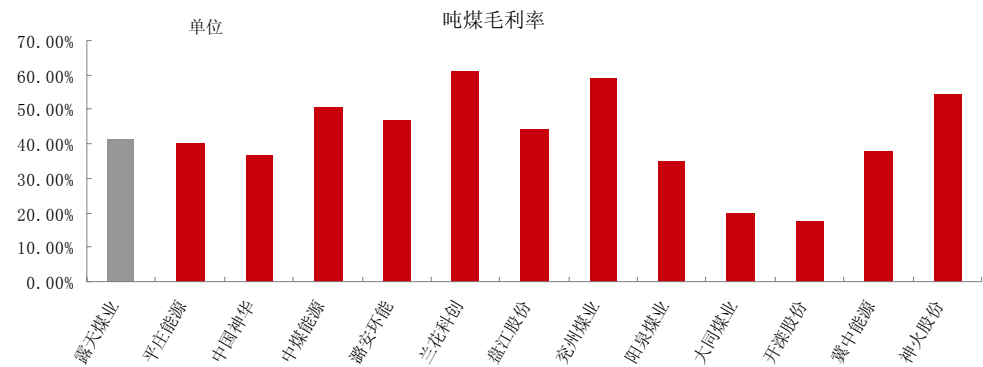
图 15: 主要煤炭上市公司吨煤毛利比较



资料来源: 华泰联合证券研究所

不过, 从毛利率看, 露天煤业在主要煤炭上市公司中处于较高位置。

图 16: 主要煤炭上市公司吨煤毛利率比较



资料来源: 华泰联合证券研究所

2、合同煤比例每降低 10%，则增厚 EPS0.24 元

- 公司重点合同煤为主，而合同煤价与当地市场煤价差距较大，综合售价被拉低。我们测算，公司重点合同煤与地销煤比例分别约为 80%、20%，而对应煤价则分别为 134 元/吨、235 元/吨，两者价差达 101 元/吨。
- 我们对不同合同煤比例下公司 EPS 弹性进行分析显示：若合同煤比例每降低 10%，则增厚 EPS0.24 元。

表格 7：不同合同煤比例下 EPS 弹性分析

	合同煤比例	2011 年吨煤 均价(元/吨)	同比增长 率	2011 年 EPS(元)	增厚幅度 (元)
实际比例	80%	155.55	19%	1.23	0
情景一	70%	166.10	27.07%	1.47	0.24
情景二	60%	176.66	35.15%	1.71	0.48
情景三	50%	187.22	43.23%	1.95	0.72

资料来源：华泰联合证券研究所测算

- 公司 EPS 对于煤价上涨敏感性较强，业绩增厚绝对值较大。若煤炭均价上涨 20 元/吨，公司 EPS 增厚 0.34 元；若煤炭均价上涨 50 元/吨，公司 EPS 增厚 1.04 元；若煤炭均价上涨 100 元/吨，公司 EPS 增厚 2.21 元。

表格 8：不同情景假设下露天煤业 EPS 对煤炭均价涨幅弹性分析

露天煤业 2011 年 EPS (元)	1.23
假设一：煤炭均价上涨 20 元/吨后对应煤炭均价 (元/吨)	175.55
对应 2012 年 EPS (元)	1.57
增厚幅度 (元)	0.34
假设二：煤炭均价上涨 50 元/吨后对应煤炭均价 (元/吨)	205.55
对应 2012 年 EPS (元)	2.27
增厚幅度 (元)	1.04
假设三：煤炭均价上涨 100 元/吨后对应煤炭均价 (元/吨)	255.55
对应 2012 年 EPS (元)	3.44
增厚幅度 (元)	2.21

资料来源：华泰联合证券研究所测算

三、资产注入有望提速 产能外延增长空间达 85%

1、资产注入或提速

公司 2006 年 IPO 之前曾经承诺资产注入，迄今已五年时间，除霍林河二号露天矿已注入外，白音华三号露天矿、白音华煤电公司 65% 股权、母公司铝电优质资产尚未注入。而集团体外资产盈利和露天煤业盈利占比分别为 45.3% 和 54.7%，即集团体外资产利润是上市公司利润的 83% 左右。

我们判断，公司资产注入有望提速。主要逻辑有三：

第一、中电投和蒙东能源高度重视发挥露天能源上市平台作用。2011 年底蒙东能源董事长刘明胜到露天煤业调研时强调，**要求露天煤业要继续发挥上市公司融资平台的作用。**而中电投集团自 2011 年以来也多次强调，充分利用资本市场做好筹融资工作，统筹兼顾做好债务和股权融资，推进区域资产、产业集群或者专业板块资产整体上市，为最终实现集团整体上市创造条件。提高集团所属上市公司在资本市场地位，提升市值，扩大影响力。

第二、母公司面临较大资金压力。由于蒙东能源近几年大力推进煤、电、铝产业链发展战略，固定资产投资规模持续保持较高水平，对银行固定资产贷款及流动资金借款需求扩张较快；尤其 2009 年以来，随着新建电厂项目和电解铝扩建项目部分投产，加之生产规模的扩大，致使负债类科目金额出现较大幅度增加，抬高了资产负债率，从 2007 年到 2010 年 9 月末，公司资产负债率分别为 66.09%、72.32%、73.65%、70.73%，虽然 2010 年负债率有所下降，但仍处较高水平。如果公司未来资产负债率水平仍居高不下，将会面临较大的长期偿债压力。

同时，蒙东能源面临资本支出压力较大的风险。2008 年开始，公司进入产能快速扩张期，2008-2010 年资本性支出逐年增加，2010 年资本支出合计 41.42 亿元，随着业务规模不断扩大，公司将面临更大的资本支出压力。

因此，加快资产注入，通过资本市场募集资金解决发展问题是主要出路之一。

第三、资产注入条件已趋成熟。我们预计，母公司和实际控制人旗下白音华三号露天矿、白音华煤电公司拥有的白音华二号露天矿 2012 年内有望全部达产。注入露天煤业的条件已经比较成熟。而赤大白铁路的建成也为白音华煤炭外运打通了生命线，通过铁路，白音华褐煤可以占领辽宁市场，未来还可以走锦赤线通过锦州港下水。

2006 年 7 月 24 日，中电霍煤集团（即蒙东能源）承诺在露天煤业上市后即与公司签订《采矿权转让协议》，将取得的二号露天矿开采储量 8.2793 亿吨的采矿权，以及三号露天矿开采储量 13.76 亿吨的采矿权完整地转让给公司。2006 年 10 月 27 日，中电投集团、中电霍煤集团承诺：在露天煤业上市后将持有白音华煤电公司的股权转让给露天煤业；在露天煤业上市后可通过转让、入股等方式将铝业优质资产注入露天煤业，实现集团整体上市。

此后，公司于 2010 年已收购完成扎哈淖尔露天矿采矿权及相关资产和负债，标志着“二号露天矿开采储量 8.2793 亿吨采矿权完整地转让给发行人”承诺已履行完毕。

2、产能外延增长空间达 85%

中电投蒙东能源集团是中电投区域控股子公司，涉足煤、电、化、铝、路、港六大产业，定位为以煤为基础、电为核心、有色金属一体化、铁路和港口为保障，协调发展的大型能源企业集团，是国家重点建设的 13 个大型煤炭基地之一。2010 年，完成煤炭产量 5336 万吨，发电量 343 亿千瓦时，售热量 1932 万吉焦，电解铝产量 60 万吨，铁路运量 573 万吨；实现营业收入 218 亿元，利润总额 26 亿元。截至 2010 年末，公司资产总额 674 亿元，煤炭产能 6900 万吨，发电装机 684.45 万千瓦，电解铝产能 84.3 万吨，铁路重载试运 331 公里。

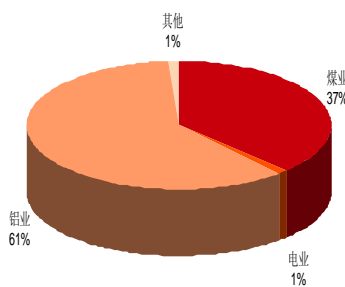
蒙东能源规划，到 2015 年实现煤炭产能 1 亿吨，电力装机 1000 万千瓦，有色冶金产能 100 万吨，铁路 1000 公里，港口吞吐能力 3500 万吨，煤提质 3000 万吨，资产总额 1100 亿元，利润总额 80 亿元。

表格 9： 蒙东能源主营业务利润构成

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
煤业（亿元）	8.71	13.26	15.49	16.95
电业（亿元）	0.25	2.94	4.75	5.34
铝业（亿元）	14.01	7.84	3.39	7.57
其他（亿元）	0.28	0.37	0.24	0.23
合计（亿元）	23.33	24.75	23.89	30.15

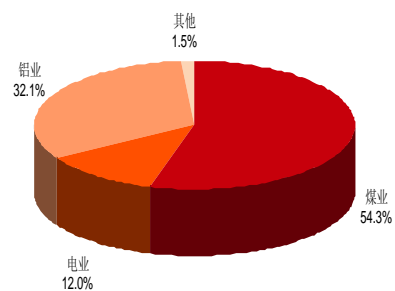
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 17： 蒙东能源 2007 年主营业务利润分项占比



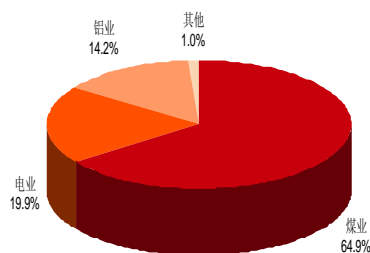
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 18： 蒙东能源 2008 年主营业务利润分项占比



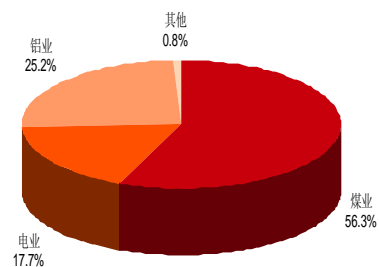
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 19： 蒙东能源 2009 年主营业务利润分项占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

图 20： 蒙东能源 2010 年 1-9 月主营业务利润分项占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

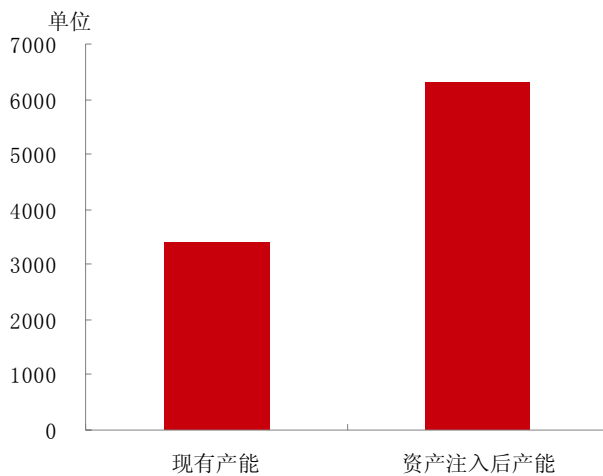
- 露天煤业现有产能 3400 万吨，产量 4200 万吨，承诺注入的白音华矿区煤炭控制产能达 2900 万吨，若实现注入，公司产能将增长 85.3%。
- 但是，我们认为，由于煤价较低，而新建矿工程投资较大，成本中固定资产折旧较高，白音华煤矿吨煤毛利低于上市公司的霍林河煤矿。一旦资产注入启动，也需要考虑注入资产价格情况。

表格 10: 承诺注入露天煤业的白音华矿区资产

持股公司	煤矿	可采储量 (亿吨)	持股比例	设计年产能 (万吨)	2009 年产量 (万吨)	2010 年 1-10 月 产量 (万吨)	预计 达产时间
白音华煤电	白音华 二号露天矿	8.13	65%	1500	530	605	2012 年
白音华蒙东露天 煤业	白音华 三号露天矿	13.76	100%	1400	540	625	2012 年

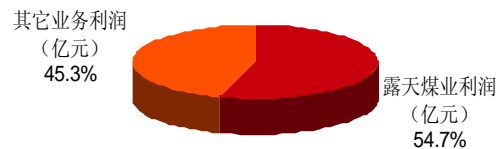
资料来源: 华泰联合证券研究所整理

图 21: 资产注入前后产能比较



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

图 22: 2010 年 1-9 月公司在蒙东能源利润总额中占比



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

- **蒙东能源电力板块盈利状况较好, 2010 年净利率约为 18%, 在全国火电行业中处于领先地位。**蒙东能源现有 3 个电力公司, 总计装机容量 360 万千瓦 (含待建装机容量 120 万千瓦), 位于东北电网范围, 东北电网区域主要以火力发电为主, 同时由于运输能力限制, 东北地区发电企业有向煤炭资源丰富地区转移的趋势, 将逐渐形成发电中心与用电中心分离的局面, 与黑龙江及蒙东其他地区相比, 公司具有明显的区位优势, 输电距离较短, 送电的前期设备建设成本和送电成本较低, 因此公司所掌握的发电资源将逐渐提升在东北电网中的地位。

蒙东能源电力主业竞争优势有四点: (1) 掌握煤炭资源, 拥有稳定快速发展的基础。(2) 煤炭运输距离短、距离用电负荷中心近, 公司控制的发电企业绝大部分是坑口发电厂, 其煤炭运输费用占发电成本的比重几乎可以忽略不计, 与吨煤运输成本动辄几百元的企业相比, 其成本优势相当明显。同时公司所在的通辽地区距离辽宁省电网的用电负荷中心沈阳、鞍山地区最远距离 600 公里, 是黑龙江和蒙东地区距离用电负荷中心最近的区域, 从节省输电损耗和建设输电线路费用的角度讲也是效费比最高。(3) 公司已基本形成煤电铝产业链, 可以将能源优势就地转化为经济优势, 一旦出现供大于求的局面, 可以增加自用电量, 将电力产能就地消化, 以抵抗市场波动风险。(4) 煤炭低成本优势转化为电力生产的成本优势, 价格的传导使其发电业务的成本低于行业平均水平, 而在竞价上网的市场环境下, 低成本运行已成为发电企业的核心竞争优势。

表格 11：蒙东能源电力业务基本情况

发电公司	权益	装机容量（万千瓦）	发电类型	煤炭供应	市场
霍煤鸿骏铝电有限责任公司	51%	60	坑口	露天煤业皮带输送	全部供应其电解铝生产
通辽霍林河坑口发电有限责任公司	80%	240	坑口	露天煤业皮带输送	通过“霍林河—通辽—沙岭”输电线路至沈阳
通辽第二发电有限责任公司	80%	60	常规	由通霍铁路运输	通过原有线路运输至沈阳

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

表格 12：蒙东能源电力公司经营情况

发电公司	2009 年主营业务收入（万元）	主营业务利润总额（万元）	2010 年 1-9 月主营业务收入（万元）	2010 年 1-9 月主营业务利润总额（万元）
通辽霍林河坑口发电有限责任公司	144733	33674	117790	26519
通辽第二发电有限责任公司	61195	4601	73438	14360

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

➤ 蒙东能源电解铝业务具有低电价的核心优势

2009 年全国铝产量为 1275 万吨，蒙东能源 2009 年产量是 38.65 万吨，是东北和蒙东地区产铝第一大户，地区市场占有率达 63%，居全国第七位，至 2010 年 9 月份蒙东能源电解铝产量达到 40.11 万吨，居全国第四位，电解铝产能为 59.5 万吨。

蒙东能源电解铝主业竞争优势主要有：（1）拥有自备电厂，占产品主要成本的电成本低廉，仅为 0.19 元/度，只占行业平均水平的 50%左右，使公司电解铝产品具有了较大成本优势。（2）具有经国家批准的自主进口主要原材料氧化铝的资格，可确保在原料满足生产需求的同时主动掌握原材料价格，利于控制成本。（3）具有规模优势，产能在东北和蒙东地区是最大的，可以获得规模经济效益。

不过，电解铝业务利润受市场价格波动影响较大。例如，2009 年电解铝价格低迷，公司电解铝产品保持微利状态。

表格 13：蒙东能源铝业公司经营情况

铝业公司	2009 年主营业务收入（万元）	主营业务利润总额（万元）	2010 年 1-9 月主营业务收入（万元）	2010 年 1-9 月主营业务利润总额（万元）
霍煤鸿骏铝电有限责任公司	472570	12569	474751	64820
中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司	152024	-4473	146896	484

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

四、盈利预测及投资建议

- 由于公司产能增长空间不大，因此，内生性增长潜力不大，我们预测 2011 年至 2013 年产量分别为 4200 万吨、4400 万吨、4600 万吨，业绩提升主要靠提价或者降低合同煤比例（变相提价）。不过，根据我们在上文中对于煤炭综合售价的预测，由于公司以合同煤为主，降低比例或加快提价都难以实现，因此，给予 2012、2013 年吨煤均价 10% 的增幅。
- 不考虑资产注入，我们测算 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 1.21 元、1.34 元、1.51 元（假设公司所得税率仍按照 15% 计算）。给予“增持”评级。

表格 14：煤炭业务收入成本假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产量（含收购，万吨）	2726	3682	4234	4243	4200	4400	4600	4800	5000
销量（万吨）	2726	3682	4234	4245	4200	4300	4500	4800	5000
吨煤均价（元/吨）	93.53	103.44	110.70	130.71	155.55	171.10	188.21	207.03	227.74
吨煤成本（元/吨）	61.60	67.42	74.10	77.25	90.38	101.23	113.38	126.98	142.22
吨煤毛利（元/吨）	31.94	36.02	36.59	53.46	65.16	69.87	74.84	80.05	85.52
吨煤均价变动（%）		10.59%	7.01%	18.08%	19.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
吨煤成本变动（%）		9.45%	9.91%	4.25%	17.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
销售收入（万元）	254972	380878	468688	554874	653300	735741	846957	993763	1138687
销售成本（万元）	167914	248239	313757	327930	379611	435287	510197	609515	711101
毛利（万元）	87058	132639	154931	226944	273690	300454	336760	384248	427586
毛利率（%）	34.14%	34.82%	33.06%	40.90%	41.89%	40.84%	39.76%	38.67%	37.55%

资料来源：华泰联合证券研究所测算

催化剂

合同煤提价；降低合同煤比例；资产注入实施

风险提示

蒙东褐煤过剩；合同煤价格上涨幅度过低

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1634	2254	3281	4628	营业收入	5672	6533	7357	8470
现金	504	909	1814	2930	营业成本	3328	3796	4353	5102
应收账款	444	570	621	705	营业税金及附加	196	229	258	296
其他应收款	3	3	4	4	营业费用	139	161	185	209
预付账款	271	327	357	424	管理费用	277	320	357	414
存货	191	198	205	250	财务费用	28	119	115	111
其他流动资产	223	246	281	314	资产减值损失	5	12	7	8
非流动资产	5829	6513	7219	7757	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	204	250	300	350	投资净收益	92	110	132	158
固定资产	3999	4776	5397	5899	营业利润	1791	2006	2215	2488
无形资产	708	693	678	664	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	918	794	844	844	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	7464	8767	10501	12384	利润总额	1801	2006	2215	2488
流动负债	2147	2208	2337	2539	所得税	261	301	332	373
短期借款	420	200	200	200	净利润	1540	1705	1882	2114
应付账款	640	694	750	931	少数股东损益	84	94	103	116
其他流动负债	1087	1314	1387	1408	归属母公司净利	1456	1612	1779	1998
非流动负债	1400	1600	1800	2000	EBITDA	2166	2599	2924	3311
长期借款	1074	1274	1474	1674	EPS (元)	1.10	1.21	1.34	1.51
其他非流动负	326	326	326	326					
负债合计	3546	3807	4137	4539	主要财务比率				
少数股东权益	142	235	339	455	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1327	1327	1327	1327	成长能力				
资本公积	55	55	55	55	营业收入	18.4%	15.2%	12.6%	15.1%
留存收益	2295	3343	4644	6009	营业利润	64.1%	12.0%	10.4%	12.3%
归属母公司股	3776	4724	6025	7391	归属母公司净利	48.9%	10.7%	10.4%	12.3%
负债和股东权	7464	8767	10501	12384	获利能力				
					毛利率(%)	41.3%	41.9%	40.8%	39.8%
					净利率(%)	25.7%	24.7%	24.2%	23.6%
					ROE(%)	38.6%	34.1%	29.5%	27.0%
					ROIC(%)	29.6%	31.4%	31.2%	32.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.5%	43.4%	39.4%	36.7%
					净负债比率(%)	63.29	58.42	58.61	57.82
					流动比率	0.76	1.02	1.40	1.82
					速动比率	0.67	0.93	1.32	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	0.81	0.76	0.74
					应收账款周转率	13	13	12	13
					应付账款周转率	6.08	5.69	6.03	6.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.10	1.21	1.34	1.51
					每股经营现金流	1.45	1.64	1.82	2.08
					每股净资产(最	2.85	3.56	4.54	5.57
					估值比率				
					P/E	14.47	13.07	11.84	10.54
					P/B	5.58	4.46	3.50	2.85
					EV/EBITDA	10	9	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。