

露天煤业 (002128.SZ)

煤炭行业

评级：买入 维持评级

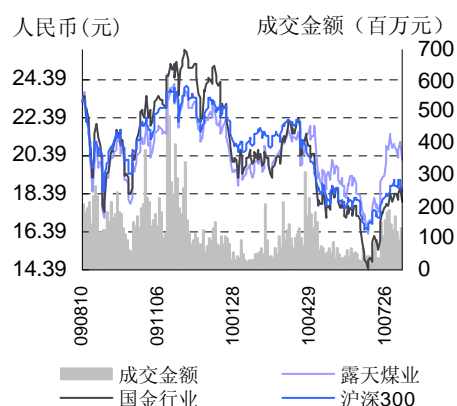
公司研究

市价(人民币)：20.20元
目标(人民币)：25.1-27.21元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,326.69
总市值(百万元)	26,799.06
年内股价最高最低(元)	24.13/16.24
沪深300指数	2832.64
中小板指数	6032.30



被低估、成长性明确的区域龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.702	0.847	0.884	1.237	1.485
每股净资产(元)	3.47	3.81	3.61	4.11	5.76
每股经营性现金流(元)	0.61	0.86	0.14	0.38	0.38
市盈率(倍)	30.76	16.02	31.27	16.77	13.97
行业优化市盈率(倍)	16.76	16.76	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	17.38%	55.2%	35.78%	67.85%	20.03%
净资产收益率(%)	22.45%	30.54%	32.11%	36.13%	30.93%
总股本(百万股)	654.18	850.44	1105.57	1326.69	1326.69

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **依托内蒙中部，未来产量增长无忧**：公司处于内蒙中东部霍林河煤田，该地区资源丰富，已经成为内蒙打造两大煤炭基地所依托的重要产煤区，未来内生性增长无忧。目前公司产能4000万吨、未来3-5年内生性年均增长可达12%以上。集团拥有的白音华矿所在煤田目前探明及预测的储量达140.16亿吨，已经进入大规模开采期。上市之初，大股东蒙东能源承诺适时注入白音华三号露天矿13.76亿吨采矿权（产能近1500万吨）和扎哈淖尔矿（8.27亿吨，1500万吨）。近期公司已公告收购扎哈淖尔露天矿，兑现承诺迈出重要一步。
- **受益于内蒙铁路网络建设大发展，公司将进一步深入辽西地区，并打通锦州港下水煤通道**：公司主要依靠通霍线进行区内运输，目前运能已达近3000万吨，基本饱和。未来该线路规划运能将达近5000万吨，可以满足公司煤炭外运需求。此外，内蒙中东部将打造三条重要铁路干线对公司影响巨大，赤大白线、锦赤铁路、乌锡铁路三条主干线相互贯通，横亘蒙中、东、南至赤峰、通辽，东至锦州港下水。将极大的提高公司在辽西地区的市场占有率、提高煤炭综合售价。
- **同地区竞争对手中产量占优、同板块煤炭股中弹性最好**：公司所在区域中主要竞争对手六家，公司在产量、开采成本上优势明显。同其他煤炭上市公司相比，公司产量大、煤价低，煤价上涨对业绩提升幅度最大

投资建议

- 我们看好内蒙作为全国重要煤炭基地在未来5-10年的煤炭行业发展，以及公司作为区域龙头的竞争地位。在内蒙铁路建设大发展的当前，公司有望充分享受铁路建设红利，而当前公司估值被低估，给予买入评级。

估值

- 按照PE估值、DCF估值对上市公司合理价值，公司的合理价值区间25.1—27.21元/股，较当前股价空间25%以上。而吨产能市值角度公司低估严重。如果以平庄能源吨产能市值1324元、中煤能源吨产能市值1299元为参考，对应露天煤业股价理应达41.45—42.25元/股。

风险

- 相关矿井建设进度低于预期。铁路建设未能按预期完成。
- 公司2010年以后15%的所得税率优惠未能延续。
- 煤种发热量提高技术研发慢于预期，公司煤种发热量未能达下水标准。

郝征

分析师 SAC 执业编号：S1130210080001
(8621)61038274
haoz@gjzq.com.cn

内容目录

未来全国煤炭供给增量的重要来源——内蒙古自治区	3
内蒙是未来 5-10 年全国煤炭产量供应的“重要引擎之一”	3
内蒙古煤炭资源集中在三片区域、煤炭基地建设基本成型	3
目前主要铁路煤炭运输线路全部已达饱和	4
被低估的区域龙头——投资价值有两点需要市场再认识！	7
市场的传统认识：	7
针对市场传统观点的再认识：成长潜力低估的区域矿业龙头	7
亮点二：公司煤价弹性高，吨煤均价提高对 EPS 绝对增厚额最大	8
亮点三：从市场扩张程度看，区域龙头的成长性被低估！	9
目标价格 25.1-27.21 元，建议买入	11
吨产能市值被严重低估，合理价值区间 25.1—27.21 元/股，建议买入	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

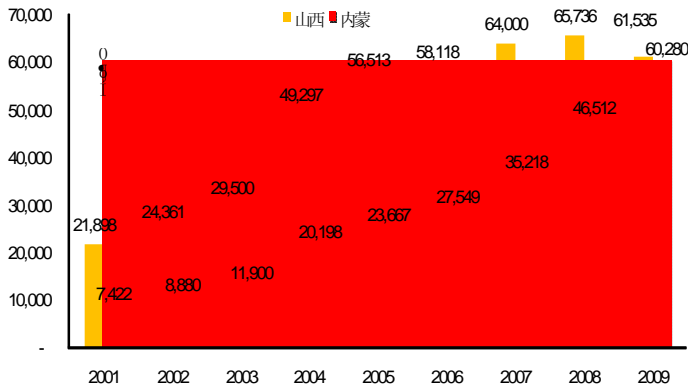
图表 1：近十年内蒙古煤炭产量后来居上	3
图表 2：近 10 年内蒙古煤炭产量增速远高于山西和全国	3
图表 3：内蒙古煤田一览表	4
图表 4：四条主要铁路运输通道	5
图表 5：内蒙现有主要煤炭外运通道	5
图表 6：影响白音华煤田、霍林河煤田（锡林郭勒盟）地区煤炭外运的三条重要铁路干线	6
图表 7：赤大白铁路图	6
图表 8：锡乌铁路图	6
图表 6：内蒙未来三大主要产煤区运煤铁路规划	7
图表 7：霍林郭勒——通辽；锡林浩特——乌兰浩特（2008 年新建），合计近 8500 吨外运量以上	8
图表 11：同区域类似煤种公司弹性比较，煤价上涨，露天煤业 EPS 增厚绝对值最大	9
图表 8：同区域内主要竞争对手，公司开采方式和规模上占优	9
图表 9：锡林郭勒盟地区主要煤运干线、支线一览	10
图表 10：煤炭主营业务核心收入假设	11
图表 11：吨产能市值被严重低估，646 元水平远低于同类型同地区企业	12
图表 12：DCF 法下估值，合理中枢为 25.1 元/股	12

未来全国煤炭供给增量的重要来源——内蒙古自治区

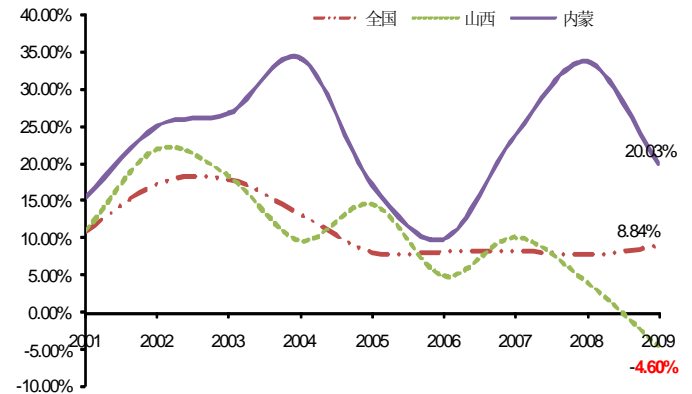
内蒙是未来 5-10 年全国煤炭产量供应的“重要引擎之一”

- 近 10 年间，内蒙古煤炭工业发展迅猛，年均产量增速一直远超山西和全国平均水平。自 2009 年开始，其绝对产量值几乎超越山西成为全国煤炭第一大省。
- 按照全国煤炭工业协会的数据，内蒙古 2009 年全年煤炭产量 6.03 亿吨，同比增长 20%，与山西产量 6.15 亿吨几乎持平。
- 截止 2010 年 6 月，全国煤炭产量实现 15.78 亿吨，其中内蒙古煤炭累计产量 3.38 亿吨，与山西 3.38 亿吨持平。

图表1：近十年内蒙古煤炭产量后来居上



图表2：近 10 年内蒙古煤炭产量增速远高于山西和全国



来源：国金证券研究所

内蒙古煤炭资源集中在三片区域、煤炭基地建设基本成型

- 内蒙古自治区东临黑龙江、吉林、辽宁省，南面靠近河北、山西、陕西。西部接壤宁夏、甘肃。区内资源储量极丰富。据不完全统计，全区累计探明的保有储量为 2317.1 亿吨，占全国保有储量的 22%。探明储量在 1 亿吨以上的煤田有 19 个，100 亿吨以上的煤田有 6 处。整个煤种分布以褐煤和低变质烟煤为主，不同地区煤种特点略有差异。其中，乌海、鄂尔多斯地区的焦煤、精煤为最优；赤峰、通辽地区以褐煤、瘦煤为主；其余地区如包头、呼伦贝尔、锡林浩特地区分别还有部分无烟煤、肥煤。
- 内蒙古共计 24 个煤田，分别分布在中西部和东部等地。其中较为成熟的矿区大致可以分为三片大型集中区域：
 - 1) 东北部呼伦贝尔附近的宝日希勒煤业、大雁煤业、扎赉诺尔煤业。
 - 2) 中东部连接通辽市为交通枢纽的霍林河煤业、赤峰平庄煤业。这片区域集中了白彦花煤田、胜利煤田、丹峰煤田、元宝山平庄煤田等数个大型煤田，包括霍林河南北露天矿、白音华矿、乌兰图噶露天矿、元宝山露天矿等多个露天开采矿井。
 - 3) 蒙西南地区，以呼和浩特、乌海、包头、鄂尔多斯多个地区为交通枢纽，是重要的气煤、焦精煤产区。区域内煤田众多，煤种优质，部分矿井开采条件、交通运输网络较为成熟。神华集团（包括原包头矿务局、渤海湾矿务局、乌达矿务局）主要集中在这个区域内。这片区域毗邻陕西榆林、神木地区，并靠近山西朔州，交通相对发达，煤质优异。其中包括乌达煤田、东胜煤田、准格尔煤田、大青山煤田、武川煤田、固阳煤田，以及几十处露天矿井。

图表3：内蒙古煤田一览表

地理位置	主要煤田	
内蒙古自治区北部	拉布达林煤田	扎赉诺尔煤田
	陈旗煤田	牙克石一五九煤田
	大雁煤田	伊敏煤田
	免渡河煤田	
内蒙古自治区中东部	白彦花煤田	阿巴嘎煤田
	丹峰煤田	胜利煤田
	元宝山平庄煤田	霍林河煤田
内蒙古自治区中西部、西部	昂根煤田	固阳煤田
	乌拉山煤田	武川煤田
	大青山煤田	东胜煤田
	准格尔煤田	乌达煤田
	桌子山煤田	贺兰山煤田
	西大窑煤田	

来源：国金证券研究所

- 国家规划建设 的 13 个大型煤炭产业基地基本成型：目前内蒙地区已经基本形成神东、蒙东两大煤炭基地。神东大型煤炭基地包括神东(含陕西榆林)、万利、准格尔、乌海、包头 5 个矿区；蒙东(东北)大型煤炭基地包括扎赉诺尔、宝日希勒、伊敏、大雁、霍林河、平庄、白音华、胜利 8 个矿区。

目前主要铁路煤炭运输线路全部已达饱和

- 目前内蒙境内主要的铁路干线有四条，分别是京包兰线、包西线、滨洲线和京通线。除此之外，蒙东地区还有平齐、大政、通让、白阿和叶赤线，连接通辽市、赤峰市和东北等地的客货交流。
 - 1) 京包兰线是蒙西地区最重要的运煤通道，承担蒙西大部分的货运量。线路全长 845.6 公里，2010 年货运能力达 12000 万吨、客运 900 万人。
 - 2) 包西线是包柳铁路大通道的组成部分，贯穿神府东胜煤田，连接内蒙中西部与陕西地区。2010 年规划货运量可达 5000 万吨、客运量 220 万人，实际运输中，该路线更多承担的是东胜煤炭外运，运能仅达到 2500 万吨左右。
 - 3) 滨洲线与京通线：分别连接蒙东与东北地区、通辽与华北地区。货运量分别可以达到 4800 万吨和 1300 万吨。其中的京通线同时也是华北与东北地区连通的第三条干线，目前主要承担赤峰、通辽以及蒙西的部分客货交流。

图表4：四条主要铁路运输通道

现有主要通道	地区	内蒙境内长度 (公里)	运能
包京兰线	蒙西	845.6	货运12000万吨、客运900万人
包西线	蒙中西部，贯通 神府东胜煤田	160	货运量5000万吨、客运量220万人
滨洲线	蒙东，连接东北	557	货运量4800万吨、客运量420万人
京通线	通辽与华北相连	443	货运量1300万吨、客运量240万人

来源：国金证券研究所

通霍线为区内主要煤运干线，也是霍林河煤田外运主通道。

- 内蒙古自治区主要煤运出区干线有滨洲线、京包线、大准线、包神线、集通线、叶赤线及大郑线等。区内为通霍线、锡桑线、桑绥线及呼准线。
 - 区内运输的通霍线为霍林河煤田外运的主要通道，链接霍林河煤田与通辽市交通枢纽，可进一步到达东北三省及河北地区。期初运量较少，2005 年外运量仅为 1768 万吨，2010 年预计近 3000 万吨。但随着霍林河煤田的逐步增产，不断扩容，未来可达 4500 万吨以上。

图表5：内蒙现有主要煤炭外运通道

煤炭运输线	距离（公里）	运能（万吨）	备注
大准线	264	6000	神华集团管辖，承担准煤公司至大秦线煤炭运量及供沿线电厂所需，并兼顾少部分准格尔地方煤
通霍线	417.2	2800，远期4500	承担霍林河煤田煤炭外运
锡桑、桑绥线	153.5；55.8	3000	为锡盟胜利煤田、正蓝旗电厂及大唐多伦煤化工项目的配套工程
呼准线	123	4000	承担准格尔地区煤炭运往呼和浩特市和集通线方向的运输

来源：国金证券研究所

未来铁路建设围绕锡林郭勒、鄂尔多斯、呼伦贝尔三地区，以锡林郭勒为主

- 未来的产量规划着重于呼伦贝尔、霍（锡）林郭勒以及鄂尔多斯地区。主要的铁路建设分为两部分：现有铁路扩能和地方开发铁路项目。在此，我们仅就现有铁路扩能规划展开详述。
- 锡林郭勒盟将成为未来铁路规划重点开发的地区之一。该区域煤炭资源丰富，但铁路网络并不发达。霍林河煤田所在的锡盟境内正在进行建设的铁路有赤大白和蓝旗至多伦铁路，此外，巴彦乌拉~阜新新邱铁路、多伦~丰宁、霍林河~贺斯格乌拉煤田、锡林浩特~巴彦宝力格等 10 多个铁路项目正进行前期研究。
 - 目前锡盟境内主要的铁路线路为集通线、集二线和锡桑兰线 3 条，连通东北与蒙中西部地区。运能小，无法缓解周边东北辽宁等地的煤炭需求。根据自治区铁路规划，该地区正在建设的主要煤运干线有 4 条、煤运支线有 5 条。主要形成与集二线与集通线的联络线。煤运干

露天煤业所在的锡盟地区有两条重要铁路线：赤大白铁路（含锦赤铁路）和乌锡铁路，打通赤峰、白音华煤田、霍林河煤田及辽西的通道，并东至锦州港下水。

线中，重要的有赤大白铁路和锡林浩特—乌兰浩特铁路，未来设计能力分别可以完成 2000 万吨和 3500 万吨运量。

- 1) 赤大白铁路：赤峰—大板—白音华，地方铁路。2004 年开工，赤峰—大板段已于 2008 年 7 月通车运营，2008 年底大板至白音华段通车。东段将与拟建的白音华—霍林河—乌兰浩特—白城铁路相连，南端与拟建的赤峰—锦州港铁路（在建，2008 年开工）相连，形成内蒙中东部的出区达海通道。
- 2) 锡乌铁路：蒙东铁路，贯通通辽市、锡林郭勒盟，经霍林河、白音华煤田，至锡林浩特站。预计 2010 年底通车。

图表6：影响白音华煤田、霍林河煤田（锡林郭勒盟）地区煤炭外运的三条重要铁路干线

铁路线路	全长（公里）	起始	位置	作用	预计通车时间
锡乌铁路	610	乌兰浩特、通辽市、白音华、霍林河（锡林郭勒盟）、锡林浩特东	东部	蒙东煤炭基地铁路骨架，向吉林、乌兰浩特等地外运煤炭，并衔接赤大白铁路、巴新铁路、通霍铁路和锡桑铁路4条干线	2010年底
赤大白铁路	361	赤峰、大板、白音华	中东部	供给在建的大板发电厂和赤峰地区，连接南端和东段拟建铁路可达白城与锦州港	已经通车，进入重载试运行阶段
锦赤铁路	282	白音华（锡林郭勒盟）、赤峰、朝阳、锦州港	中部	承担内蒙白音华及周边煤田至锦州港下水煤炭任务	2012年全线竣工通车

来源：国金证券研究所

图表7：赤大白铁路图



来源：国金证券研究所

图表8：锡乌铁路图



- 鄂尔多斯市 2010 年煤炭外运量约 1.6 亿吨，主要承担该地区外运铁路有 5 条：大同一准格尔、京包、包头—神木、准格尔东胜一期；未来通过现有的扩能和电气化改造以及支线完善，将建成京包兰（含呼准）、大准以及朔准三条铁路干线、5 条铁路支线。更远景看，将整合大同、朔准、呼准等线路，达到 2 亿吨左右产能，与大秦线 4 亿吨运能相呼应。

图表9：内蒙未来三大主要产煤区运煤铁路规划

主要产煤区	现有煤运铁路	供应地区	2010年煤炭外运量 (万吨)	建设方向
呼伦贝尔	滨洲线、伊敏支线	黑龙江、吉林省	2200	建设大型坑口电厂，现有煤运线路的扩能
霍（锡）林郭勒	集通线、集二线、锡桑兰线	东北地区辽宁省	3500	煤运主干线4条：赤大白铁路、巴新铁路、锡林浩特-桑根达来-正蓝旗-多伦铁路、锡林浩特-乌兰浩特铁路。支线6条。
鄂尔多斯	铁路有大同-准格尔、京包、包头-神木、准格尔-东胜一期4条铁路，以及呼准线	连接陕西、山西等地	16000	主要进行现有大准线、京包线电气化改造以及三四线建设，准格尔—东胜二期在建，准格尔—朔州铁路在建，未来将形成京包兰（含呼准线）、大准线及朔准线三条主线，4条支线。京包线电气化改造及三四线建成后近2.5亿吨运能；呼准线1000万吨产能；朔准线6000万吨产能。大准线6000万吨。

注：2010年煤炭外运量根据公开信息整理。

来源：国金证券研究所

被低估的区域龙头——投资价值有两点需要市场再认识！

市场的传统认识：

- 1) 煤质发热量较低低（平均 3100 大卡）导致售价偏低。
- 2) 地理位置偏向东北三省，辐射半径有限，成长性一般。
- 3) 实际控制人为中电投集团，前五名客户中有 3 名是关联方。长期看将抑制煤炭价格涨幅，影响煤炭销售竞争力。

针对市场传统观点的再认识：成长潜力低估的区域矿业龙头

亮点一：煤质不是导致售价低的主要原因，制约在于运能

- 公司煤炭平均发热量 3100 大卡/吨，2010 年中期平均售价 134.51 元/吨，折合 0.04 元/卡，远低于山西等中部产地的坑口价 0.07-0.08 元/吨的水平，更远低于动力煤需求风向标的秦皇岛动力煤 0.13-0.15 元/吨水平。
- 露天煤业所在地位于内蒙古东部通辽市霍林郭勒、锡林郭勒盟及兴安盟的交界处。公司煤炭运输主要通过通霍线，2006 年该线路实际运输能力 2500 万吨，2010 年预计达到近 3000 万吨，目前运能已处饱和状态，远期规划将达到 5000 万吨/年。
 - 通霍线作为内蒙古自治区的区内通道，连接霍林河煤田、白音华煤田与辽通市，再运往沈阳、长春等东北等地。由于铁路网络建设欠发达，使得公司所在煤田运输通道主要依靠该线路。目前运能已接近饱和和状态。
 - 根据内蒙古自治区铁路规划与本文之前的分析，未来锡林浩特—乌兰浩特铁路将进一步打通锡（霍）林郭勒盟的外运通道，链接通霍线、锡桑蓝多线、集通线等主要干道。其中锡林浩特—乌兰浩特铁路运力 3500 万吨，后期可视运量增长而扩能，与通霍线远期 5000 万吨外运量共同确保锡林郭勒地区煤炭外运量增速。

锡林浩特—乌兰浩特铁路将链接通霍线，3500 万吨运力；通霍线远期 6000 万吨运力，共同保证锡林郭勒地区煤炭外运量增速。

图表10：霍林郭勒——通辽；锡林浩特——乌兰浩特（2008年新建），合计近8500吨外运量以上



来源：国金证券研究所

运输通道多元化将使得公司未来煤炭综合售价缓慢上升至东北地区平均水平，单卡煤价提升空间在2倍以上。

- 运输线路单一使得公司前五大客户中有两大客户集中在通辽市（同时也是公司的关联方），分别是通辽发电总厂、通辽热电厂，合计占公司销售收入比重约25%。其次为辽宁能凯电力燃料公司，占比10%。而其他东北省份如吉林、长春、沈阳等地则市场占有率相对偏低。
- 因此，我们认为，未来公司综合煤炭售价将呈现一个缓慢提升的过程，主要原因一方面是公司售价基数低、涨幅慢，另一方面在于伴随铁路网络的完善，公司单一的区内运输通道将多元化。除了通霍线，还将有锡林浩特—乌兰浩特线通过公司所在煤田。届时，公司出区通道除通辽市达辽宁外，还可通过乌兰浩特市至白城、深入吉林市、长春市等地。运距将较通霍线更短，运输更经济。而2010年上半年东北地区平均动力煤价格在0.1-0.11元/卡左右，较公司同期单卡煤价有两倍以上提升空间。

亮点二：公司煤价弹性高，吨煤均价提高对EPS绝对增厚额最大

- 从下表中可以看出，同区域、类似煤种公司比较，露天煤业业绩对于煤炭价格的敏感性更高。考虑所得税率25%、基准价格2009年均价，煤炭价格上涨50元/吨，直接增厚公司EPS 0.985元/股，在所有动力煤企业中增厚绝对值影响最大。
- 造成这种影响的主要原因有两方面：一是公司产量大，比大同煤业、国投新集、平庄能源等产量规模更大；二是公司煤炭价格基数低，因而相同的煤价变动对公司业绩的影响更敏感。

图表11：同区域类似煤种公司弹性比较，煤价上涨，露天煤业 EPS 增厚绝对值最大

代码	601001.SH	601898.SH	601088.SH	002128.SZ	000780.SH	601918.SH
股票名称	大同煤业	中煤能源	中国神华	露天煤业	平庄能源	国投新集
情景一：煤炭均价上涨50元	482.50	572.39	437.90	160.70	268.93	508.37
煤价上涨幅度	11.56%	9.57%	12.89%	45.17%	22.84%	10.91%
EPS增厚额（元/股）	0.5778	0.2588	0.3501	0.9851	0.3406	0.2393
情景二：煤炭均价上涨100元	532.50	622.39	487.90	210.70	318.93	558.37
煤价上涨幅度	23.12%	19.14%	25.78%	90.33%	45.68%	21.82%
EPS增厚额（元/股）	1.1555	0.5175	0.7002	1.9702	0.6811	0.4787
情景三：煤炭均价上涨150元	582.50	672.39	537.90	260.70	368.93	608.37
EPS增厚额（元/股）	1.7333	0.7763	1.0504	2.9553	1.0217	0.7180
各情景下EPS相对煤价弹性	4.18	5.57	1.76	3.41	3.52	3.38

假设：煤炭价格和基准EPS均按照2009年为假设，产销率100%

来源：国金证券研究所

亮点三：从市场扩张程度看，区域龙头的成长性被低估！

- 公司现有市场主要集中在蒙东、另有部分客户属于辽宁省和吉林省。从主要客户占有率情况来看，公司主要客户集中在通辽地区，其次为辽宁地区、另有部分客户属吉林地区。
- 我们认为，公司作为区域龙头，成长性不会只局限在蒙东地区。未来伴随铁路红利，公司的成长将更多分享东北三省以及河北等中部地区的火力发电量增长。同时，公司外延式增长特点一直备受市场关注，白音华煤田的大力建设将成为公司未来成长的储备力量。
- **1、区域内竞争性较强彰显龙头地位：**公司所处地区主要竞争对手有 6 家，分别为平庄煤业集团、吉林辽源梅河矿、吉林辽源金宝屯矿、伊敏煤电集团、吉林舒兰矿务局以及铁法煤业集团。从公开数据显示，公司从生产规模和开采方式上具有明显的优势，不足在于发热量偏低。因此公司在总产值、生产成本上占优，彰显区域龙头地位。

图表12：同区域内主要竞争对手，公司开采方式和规模上占优

竞争对手名称	生产工艺	生产规模 (万吨/年)	煤种	发热量(大卡/公斤)	主要用途
平庄煤业集团	井工、露天	1350	褐煤、烟煤	3400	动力用煤
吉林辽源梅河矿	井工	690	长焰煤气煤	3800	冶炼、动力用煤
吉林辽源金宝屯矿	井工	160	烟煤	3400	冶炼、动力
伊敏煤电集团	露天	780	褐煤	3000	动力用煤
吉林舒兰矿务局	井工	160	烟煤	2000	动力用煤
铁法煤业集团	井工	2160	烟煤	4000	动力用煤
露天煤业集团	露天	2060	动力煤	3100	动力用煤

来源：国金证券研究所

- 2、成长性来自东北地区与内蒙古自治区自身发电规模增速与白音华煤田的进一步开发。
 - 从公司销售半径来看，保守预计未来发电量规模增速将维持 7-9% 的增长。辽宁、吉林、内蒙地区预计 2010 年火电耗煤量合计将达到 1.8 亿吨以上，预计 2012 年可上升至 2.3 亿吨、2015 年上升至 2.87 亿吨。则未来 5 年的增量需求达到 1 亿吨以上。假设公司依旧维持当前的客户占有率，则吉林、辽宁等地 20% 的增量需求可以达到 2000 万吨，年均需求增长率近 10% 左右。
 - **白音华煤田的开发与配套锦州港的建设成为公司外延式增长的储备：**

- 1) 白音华煤田储量丰富，目前探明及预测的储量达 140.16 亿吨，已经进入大规模开采期。公司大股东蒙东能源集团拥有白音华三号露天矿 13.76 亿吨采矿权，拥有白音华二号矿 25% 股权。根据上市时承诺，二号露天矿（扎哈淖尔）8.3 亿吨储量与白音华三号露天矿 13.76 亿吨采矿权将逐步注入上市公司。近期公司已公告收购扎哈淖尔矿，兑现承诺迈出重要一步。
- 2) 赤大白铁路（锦赤铁路）建设与锡林浩特—乌兰浩特铁路建设将打通白音华煤田与赤峰的通道，进而延伸至辽西地区。尤其是赤大白铁路是专为白音华煤田配套建设，设计能力 1500 万吨，与白音华三号矿设计产能 1400 万吨相匹配。未来还将根据产量释放进度进一步扩能。
- 2) 锦州港建设将打开远期公司煤炭价格上涨空间：赤大白铁路将于锦州—赤峰线构成主通道，东至锦州港。根据公开信息显示，公司实际控制人中电投集团将投资 50 亿元在锦州港建设 4 个大型深水泊位，设计年吞吐能力 5000 万吨。此外，华润集团拟投资 40 亿元在锦州港建设 4 个 5 万吨级大型泊位项目，也正在申请国家立项审批。两家特大型电力集团锦州港建设项目总计年吞吐能力将近亿吨。如果未来赤大白铁路（锦赤铁路）和锡林浩特—乌兰浩特铁路全线通车后，合计运能可达 8500 万吨以上，与建好后的锦州港 5000 万吨下水能力相匹配。直达华东地区的煤炭价格将与秦皇岛相媲美。

图表13：锡林郭勒盟地区主要煤运干线、支线一览

主线	设计运能（万吨）	起始点	备注	支线	设计能力（万吨）
赤大白铁路	2000	赤峰与辽西地区	为白音华煤田配套，衔接集通线，与叶赤线、锦州—赤峰线构成锡盟煤炭外运主通道，可视运量增长进行技能改造	白音乌拉—乌日根塔拉铁路	1500
巴新铁路	2700	衔接集通线、供应阜新及辽中地区		乌拉盖支线	3000
锡林浩特—多伦铁路	1000	集通线衔接，供应多伦煤化工、电厂及河北承德地区煤炭外运		锡林浩特—巴彦宝力格铁路	2000
锡林浩特—乌兰浩特铁路	3500	沟通锡桑蓝多、赤大白、通霍线等4条煤运干道	贯通胜利、白音华和霍林河三个煤田，沟通锡桑蓝多、巴新、赤大白、通霍线4条煤运干线及白阿线，衔接珠恩嘎达布其口岸铁路和巴彦宝力格支线、乌拉盖支线，形成锡盟通往吉林的煤炭外运主通道和出区铁路	白银库伦—克什克腾铁路	

来源：国金证券研究所

主要风险：

- 相关矿井建设进度低于预期。
- 铁路建设未能按预期完成。
- 公司 2010 年以后 15% 的所得税率优惠未能延续。
- 煤种发热量提高技术运用推广慢于预期，公司煤种发热量未能达到下水标准。

目标价格 25.1-27.21 元，建议买入

公司 2010-2012 年实现每股收益 1.237 元/股、1.485 元/股、1.673 元/股

- 我们结合公司历年财务信息和未来发展趋势对公司 2010-2012 年每股收益做出预测：2010-2012 年实现净利润 16.55 亿元、19.84 亿元、22.33 亿元，净利润增长率分别为 67.85%、20%、12.65%。同期实现每股收益 1.237 元/股、1.485 元/股、1.673 元/股。
 - 产量核心假设：不考虑白音华煤田的大开发与注入，仅霍林河煤田近 3 年进入快速开发期，2008-2009 年煤炭产量增长率分别达到 28.27%、16.47%。我们预计，未来 3 年，公司煤炭产量增长将基本维持在 12-13%的水平，至 2012 年公司煤炭产量有望达到 5753.64 万吨。
 - 煤价核心假设：公司煤炭综合售价基数一直处于同行业低端，结合我们之前的分析，未来伴随区内两条主要铁路干线通霍线扩能和锡林浩特—乌兰浩特铁路线路建成，煤炭综合售价有望提升至东北平均价格水平。2010-2012 3 年将呈现稳定增长的态势，煤炭综合售价保守预计增速分别为 25.16%、8%、5%。需要强调的是，我们对未来煤价增速是谨慎的。
 - 煤炭综合成本假设：公司属于露天开采，开采条件简单、吨煤成本明显低于同行业水平。（2009 年 74.1 元/吨）细分成本项目来看，以 2008 年为例，吨煤成本中占比较大的部分为材料费 28%、煤岩玻璃运输费 27%、外购煤成本 14%，其次为人工成本 12%、折旧 9%。公司每年成本增长均比较平稳，预计 2010-2012 年吨煤成本增速分别为 10%、8%、8%。

图表14：煤炭主营业务核心收入假设

	2007	208H	2008	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
原煤产量(万吨)	2717	1681	3485.09	1894.66	4059.09	2271.69	4586.77	5137.18	5753.64
产量增速			28.27%	12.71%	16.47%	20%	13.00%	12.00%	12.00%
原煤销量(万吨)	2726	1661	3682	1854.17	4234.00	2230.20	4502.99	5043.35	5648.56
销量增速			35.07%	11.63%	16.93%	20.28%	6.35%	12.00%	12.00%
产销率	100.33%	98.81%	105.65%	105.65%	105.65%	98.17%	98.17%	98.17%	98.17%
煤炭销售价格(元/吨)	93.53	96.87	103.44	110.97	110.70	134.51	138.55	149.63	157.11
增速			10.59%	14.55%	7.01%	21.22%	25.16%	8.00%	5.00%
煤炭销售收入(万元)	254974.22	160908.07	380878.07	205749.95	468687.59	299989.23	623878.97	754644.00	887461.34
吨煤成本	61.60	57.10	67.42	65.59	74.10	76.87	81.49	88.00	95.04
增速			9.45%	14.85%	9.91%	17.21%	9.96%	8.00%	8.00%
煤炭营业成本(万元)	167914.31	94847.28	248238.59	121606.19	313756.54	171442.41	366928.6168	443836.855	536865.06
煤炭业务毛利率	34.14%	41.05%	34.82%	40.90%	33.06%	42.85%	41.19%	41.19%	39.51%

来源：国金证券研究所

吨产能市值被严重低估，合理价值区间 25.1—27.21 元/股，建议买入

- 以 8 月 6 日收盘价为基准，2009 年产能为核算口径，露天煤业吨产能市值 648.93 元在整个煤炭行业中处于最低水平。即使与同区域平庄能源相比，也远低于其 1324 元的水平。但是依托地缘优势与股东资源，露天煤业在行业中的增速明确。结合我们之前的测算，露天煤业未来 3-5 年产量增速均可保持在 12%以上，如果考虑整个白音华煤田的开发与注入，则公司未来产量在目前基础上实现翻番可期。
 - 假设同一地区同一煤质公司可比，平庄能源吨产能市值为 1324 元、中煤能源吨产能市值为 1299 元，对应露天煤业 41.45—42.25 元/股。

- 我们选取相似公司 8 月 6 日的吨产能市值平均数 1607 元作为估算，完全从吨产能市值的角度，露天煤业每股价值可高达 51.31 元/股！

图表15：吨产能市值被严重低估，646 元水平远低于同类型同地区企业

	2009产量(万吨)	2009年吨产能市值(元)	平均值(元)	估算每股价值(元/股)
中煤能源	10,080.00	1,299.56		
大同煤业	2,578.63	1,111.85		
中国神华	21,030.00	2,253.78	1,607.82	
平庄能源	1,005.29	1,324.78		
国投新集	1,096.25	2,049.14		
露天煤业	4,234.00	646.74	1,607.82	51.31

来源：国金证券研究所

- 截止 2010 年 8 月 6 日，露天煤业对应每股估值为 2010-2011 年 PE 为 16.17x/13.5x。处于行业均值偏上。根据我们中期报告中对下半年整个煤炭行业板块估值波动范围的考虑以及公司未来明确的成长性应享受的估值溢价 10%，我们给予公司 2010-2011 年 22X/16xPE，对应目标价格为 24.74—27.21 元/股。
- 鉴于公司未来成长性明确，根据 DCF 模型估值，假设永续增长率 TV 为 3%，2013-2020 年公司收入增长率为 15-10%之间，2015 年以后毛利率由 40%下降至 35%。公司合理价值为 25.1 元/股。较目前股价有 25%以上空间，建议买入。

图表16：DCF 法下估值，合理中枢为 25.1 元/股

每股价值	25.10	TV增长率		3.0%									
企业值	27,830.56	Ka		11.28%									
股票价值	27,746.99	债务		4.91									
		投资		195.40									
		少数股东权益		78.66									
会计年度截止日：12/31		2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	320.20	1,937.52	1,587.61	1,962.57	2,256.60	2,288.50	2,675.97	3,119.48	3,627.25	4,208.75	52,375.11	76,359.57	
ITS	1.79	2.03	0.06	0.07	0.09	0.21	0.29	0.39	0.50	0.63	7.84	13.91	
PV(FCF)	287.75	1,564.72	1,152.20	1,279.99	1,322.61	1,205.38	1,266.62	1,326.92	113.63	116.96	17,991.88	27,628.66	
PV(ITS)	1.61	1.64	0.04	0.04	0.05	0.11	0.14	0.16	0.00	0.00	2.69	6.50	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,611	3,883	4,789	6,339	7,647	8,975	货币资金	251	392	474	900	2,402	3,946
增长率		48.7%	23.3%	32.3%	20.6%	17.4%	应收款项	477	484	590	1,963	2,367	2,779
主营业务成本	-1,732	-2,544	-3,205	-3,752	-4,521	-5,452	存货	126	100	126	1,131	1,363	1,643
% 销售收入	66.3%	65.5%	66.9%	59.2%	59.1%	60.7%	其他流动资产	281	251	252	377	454	547
毛利	879	1,339	1,585	2,587	3,125	3,523	流动资产	1,135	1,227	1,442	4,371	6,587	8,915
% 销售收入	33.7%	34.5%	33.1%	40.8%	40.9%	39.3%	% 总资产	32.2%	30.8%	31.3%	54.0%	64.9%	69.1%
营业税金及附加	-98	-138	-168	-222	-252	-296	长期投资	61	114	195	196	195	195
% 销售收入	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%	固定资产	1,936	2,236	2,573	3,192	3,077	3,548
营业费用	-75	-90	-126	-146	-176	-206	% 总资产	54.9%	56.1%	55.9%	39.5%	30.3%	27.5%
% 销售收入	2.9%	2.3%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	无形资产	389	397	386	326	283	247
管理费用	-138	-196	-229	-317	-382	-449	非流动资产	2,389	2,761	3,163	3,716	3,557	3,992
% 销售收入	5.3%	5.0%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	% 总资产	67.8%	69.2%	68.7%	46.0%	35.1%	30.9%
息税前利润 (EBIT)	568	916	1,063	1,902	2,315	2,572	资产总计	3,525	3,989	4,605	8,087	10,144	12,906
% 销售收入	21.7%	23.6%	22.2%	30.0%	30.3%	28.7%	短期借款	440	259	1	355	0	0
财务费用	-38	-42	-7	2	22	65	应付款项	371	733	842	2,704	3,259	3,913
% 销售收入	1.5%	1.1%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.7%	其他流动负债	48	72	90	226	243	261
资产减值损失	-2	-26	-5	-13	-3	-3	流动负债	860	1,065	932	3,285	3,502	4,174
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	99	25	4	4	4	5
投资收益	23	37	41	53	53	53	其他长期负债	486	509	382	0	0	0
% 税前利润	4.2%	4.2%	3.3%	2.7%	2.2%	2.0%	负债	1,444	1,599	1,319	3,289	3,506	4,180
营业利润	551	885	1,092	1,944	2,387	2,687	普通股股东权益	2,066	2,357	3,045	4,542	6,368	8,443
营业利润率	21.1%	22.8%	22.8%	30.7%	31.2%	29.9%	少数股东权益	14	32	242	256	270	284
营业外收支	1	-5	160	3	3	3	负债股东权益合计	3,525	3,989	4,605	8,087	10,144	12,906
税前利润	551	880	1,251	1,947	2,390	2,690	比率分析						
利润率	21.1%	22.7%	26.1%	30.7%	31.3%	30.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-80	-137	-221	-292	-406	-457	每股指标						
所得税率	14.5%	15.5%	17.6%	15.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.709	0.847	0.884	1.237	1.485	1.673
净利润	472	743	1,031	1,655	1,984	2,233	每股净资产	3.158	2.772	2.754	4.108	5.760	7.637
少数股东损益	8	23	53	14	14	14	每股经营现金净流	0.610	1.726	1.121	1.107	1.869	2.117
归属于母公司的净利润	464	720	978	1,641	1,970	2,219	每股股利	0.000	0.320	0.500	0.130	0.130	0.130
净利率	17.8%	18.5%	20.4%	25.9%	25.8%	24.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.45%	30.54%	32.11%	36.13%	30.93%	26.28%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	13.16%	18.05%	21.23%	20.29%	19.42%	17.19%
净利润	472	743	1,031	1,655	1,984	2,233	投入资本收益率	18.54%	28.69%	26.59%	31.35%	28.92%	24.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	156	265	276	265	271	278	主营业务收入增长率	38.45%	48.71%	23.34%	32.35%	20.63%	17.37%
非经营收益	8	-3	-19	-36	-44	-56	EBIT增长率	13.25%	61.36%	15.99%	78.99%	21.70%	11.11%
营运资金变动	-237	449	-47	-660	-145	-115	净利润增长率	17.38%	55.20%	35.78%	67.85%	20.03%	12.65%
经营活动现金净流	399	1,453	1,240	1,224	2,066	2,340	总资产增长率	17.50%	13.17%	15.45%	75.62%	25.43%	27.23%
资本开支	-989	-546	-642	-810	-106	-707	资产管理能力						
投资	274	-26	-53	-1	0	0	应收账款周转天数	39.6	32.0	30.1	75.0	75.0	75.0
其他	0	4	14	53	53	53	存货周转天数	26.6	16.2	12.9	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-715	-568	-681	-758	-53	-654	应付账款周转天数	47.6	54.0	57.0	102.0	102.0	102.0
股权募资	745	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	199.8	194.7	177.3	169.0	125.1	117.6
债权募资	-203	-255	-279	-28	-355	1	偿债能力						
其他	-235	-505	-197	-12	-156	-144	净负债/股东权益	13.83%	-4.51%	-14.29%	-11.27%	-36.13%	-45.15%
筹资活动现金净流	308	-760	-476	-40	-511	-143	EBIT利息保障倍数	14.8	21.7	155.1	-841.7	-104.2	-39.3
现金净流量	-8	126	83	426	1,502	1,543	资产负债率	40.98%	40.10%	28.64%	40.68%	34.57%	32.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	3	3	3
买入	0	4	4	4	5
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.75	1.75	1.79

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室