

2010年9月20日

露天煤业

业绩稳定，未来关注资产注入

A
未有评级

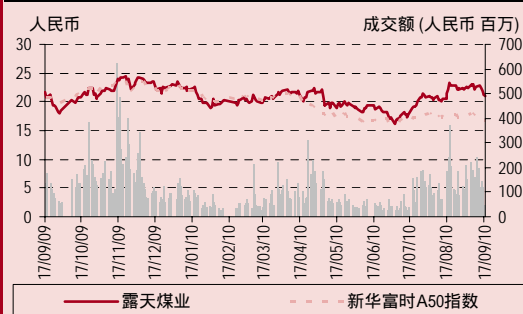
002128.SZ - 人民币 21.10

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

股价相对指数表现


资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	(2)	9	(3)
相对新华富时A50指数(%)	19	4	9	19

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,327
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	27,993
3个月日均交易额(人民币 百万)	108
净负债比率(%) (2009)	净现金
主要股东(%)	
中电投蒙东能源集团有限责任公司	70

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*沈涛为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

公司是蒙东最大的露天公司，现有产能2,800万吨/年，已公告将收购母公司产能1,500万吨/年的在建矿扎矿扩大区。此外，母公司曾承诺待时机合适时将白音华两个在建矿以及铝业业务注入上市公司，其中煤炭产能2,900万吨/年，电解铝产能59.5万吨/年，外生增长潜力较大。国家“十二五”期间对东北以及内蒙的区域发展愈加重视，我们预计这将为公司带来更多的煤炭需求。按照万得资讯统计，公司2010年的市盈率为18倍，估值合理。

主要收获

- 公司预增2010年的利润总额同比增长20%-40%，我们推算其每股收益0.92-1.08元；公司预增2010年1-9月的净利润同比增长55%-85%，我们推算其每股收益0.73-0.87元。我们认为业绩超出预增的可能性较小。
- 我们认为，扎矿投产后，公司整体产能增加，如果需求不能相应增加，公司整体产能可能无法完全释放。但我们调研发现，一号露天矿的产能仍然存在扩张空间。长期来看，随着需求的逐渐增加，预计公司现有煤矿的产量将会逐年增加。
- 公司上市时，母公司曾做出承诺，时机合适时，将白音华二号和三号露天矿以及铝业业务转让给上市公司。
- 白音华二号和三号露天矿目前在建，设计产能总计2,900万吨。母公司目前持有上市公司70%的股权，持股比例较高，我们因而预计这两个矿未来可能以公开增发的形式注入上市公司。
- 由于原煤成本较低，因而母公司电铝业务的成本较低，盈利能力高于行业平均。
- 公司享受15%的优惠所得税率，将于2010年到期。我们认为“十二五”期间，国家对西部大开发将更为重视，预期公司未来几年仍将享受优惠税率。

估值

- 按照万得资讯统计，截至9月17日，公司2010年市盈率为18倍，估值合理。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	3,883	4,789	6,076	7,493	9,208
增长率(%)	48.71	23.34	26.87	23.32	22.89
归属母公司股东的净利润(百万元)	720	978	1,516	1,865	2,356
增长率(%)	49.54	35.78	55.07	23.01	26.35
每股收益-摊薄(元)	0.85	0.88	1.14	1.41	1.78
市盈率	24.92	23.86	18.47	16.11	12.75

资料来源：公司数据及万得资讯

业绩预增情况

公司预增 2010 年的利润总额同比增长 20%-40%，我们推算其每股收益 0.92-1.08 元；公司预增 2010 年 1-9 月的净利润同比增长 55%-85%，我们推算其每股收益 0.73-0.87 元。我们认为业绩超出公司预增的可能性较小。

蒙东最大的煤炭企业

公司处于内蒙中东部的霍林河煤田，母公司为中电投旗下的蒙东能源集团有限责任公司。根据蒙东能源披露的数据，目前上市公司产能 2,800 万吨/年，煤炭储量 119 亿吨，为蒙东最大的煤炭企业。

此外，上市公司公告拟现金收购扎哈淖尔露天矿（扎矿扩大区）。扎矿扩大区的可采储量为 7.83 亿吨。公司本次只收购其中 4.62 亿吨的可采储量，相当于该矿 30 年左右的开采所需的储量；剩余的 3.21 亿吨将在未来收购。

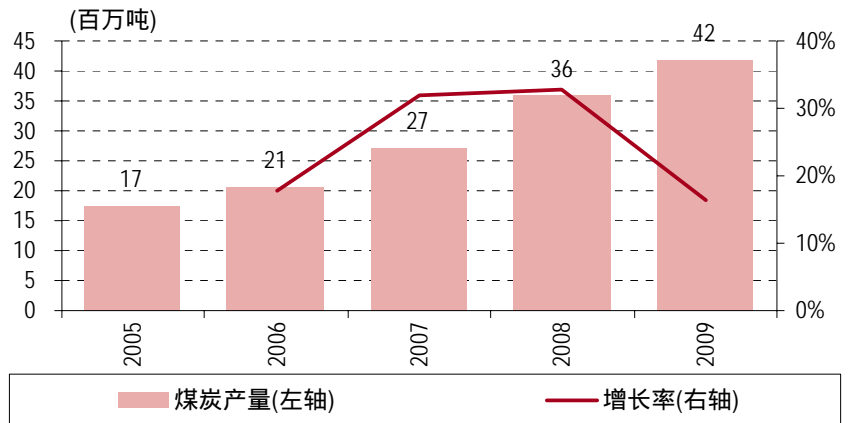
图表 2. 露天煤业现有煤矿

煤矿名称	可采储量 百万吨	持股比例 %	设计产能 万吨	备注
一号露天矿				
南露天	705	100		
北露天	391	100	2,150	
二号露天矿				
鲁霍首采区	46	67	650	
扎矿扩大区	462	70	1,500	拟注入，2011 年投产
总计	1,603		4,200	

资料来源：公司公告，中银国际研究

我们预计扎矿扩大区投产后，如果需求不能有效增加，公司 4,200 万吨/年的整体产能短期内可能无法完全释放。但我们调研发现，一号露天矿的产能仍然存在提升空间。长期来看，随着需求的逐渐增加，预计公司现有煤矿的产量将会逐年增加。

图表 3. 露天煤业原煤产量及增速

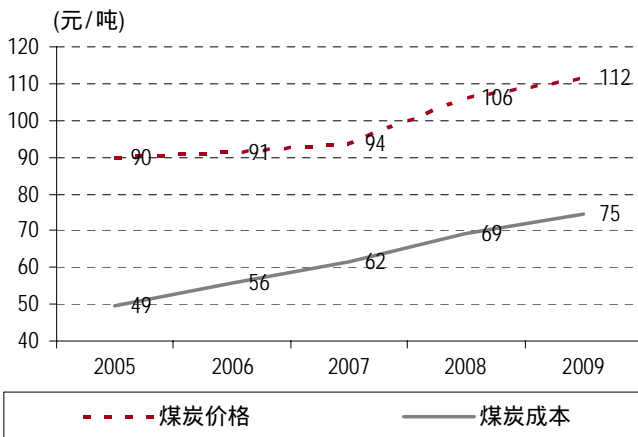


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

价格和开采成本均较低

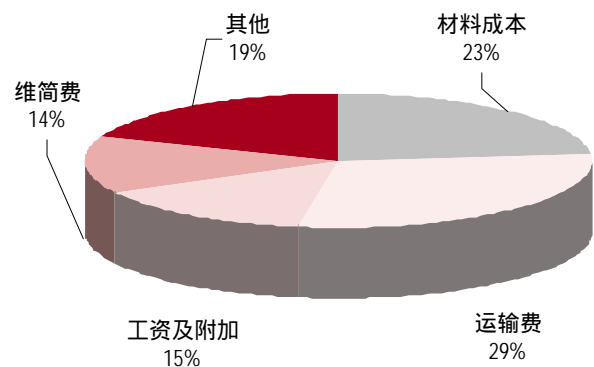
公司主要生产褐煤, 主要为电厂用煤; 发热量 3,150 大卡, 因而售价较低。露天开采决定了开采效率较高, 生产成本较低。根据公司年报数据推算, 其 2009 年的商品煤综合售价仅 112 元/吨, 吨煤开采成本仅 75 元/吨。

图表 4. 露天煤业成本及价格



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 5. 露天煤原煤生产成本构成



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

主要生产褐煤, 销售区域集中, 销售对象稳定

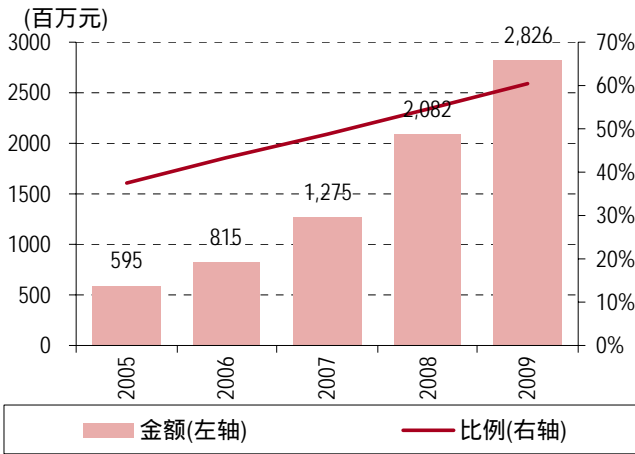
公司主要销售区域包括: 内蒙古东部、辽宁省和吉林省。2005-09 年, 上述三地的煤炭收入占公司煤炭总收入的比例均超过 90%。

公司的煤炭销售签订年度的量价合同，销售对象主要集中在中电投下属的电力公司，以及附近的大中型电厂。2005-09年，公司的关联交易占收入比重由 37%提高至 60%。

客户的电厂主要以褐煤为动力煤或掺烧褐煤，其锅炉对公司产品依赖度较高。目前优质动力煤每大卡发热量对应的价格，远高于褐煤；我们观察到，部分电厂正在尝试在锅炉中增加褐煤的掺烧比例或改造炉型以适应褐煤，来降低成本。如果尝试成功，我们认为将增加公司褐煤的需求客户。

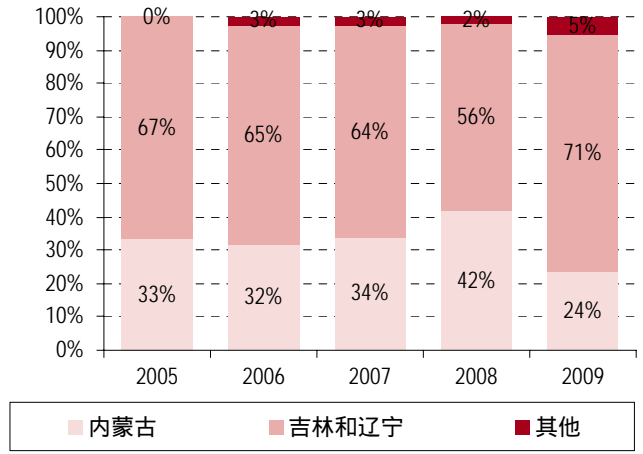
公司关联交易占比较高，且下游客户对公司褐煤依赖度较高，因而客户稳定。

图表 6. 露天煤业关联交易



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 7. 露天煤业营业收入的区域构成



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

预计铁路发展将扩大销售区域

目前，煤炭外运主要通过输电和运煤两种方式。

图表 8. 露天煤业煤炭外运方式

煤矿名称	煤种	方式
第一种	劣质褐煤	就地转化，通过特高压电网输往东北地区
第二种	优质褐煤	对褐煤进行提质，运往东北

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

随着内蒙铁路网络建设，我们预计公司未来将可能打通锦州港下水煤通道，运往南方。该通道包括三段，分别为赤大白铁路、锦赤铁路和中电投在锦州港的码头。目前赤大白铁路已建成通车，锦赤铁路正在建设中，中电投在锦州港的码头已进入核准阶段。但我们预计这条线路贯通需要到 2014 年。

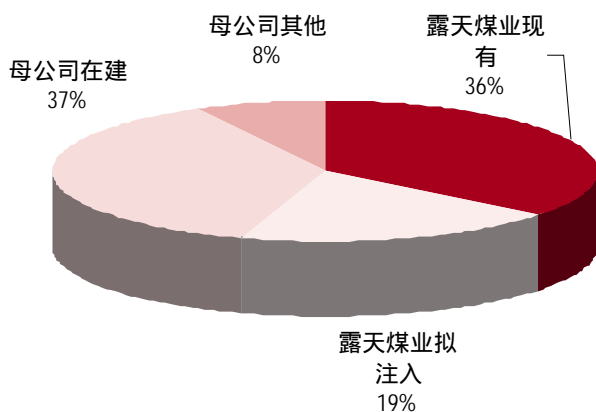
母公司蒙东能源可注入资源较多

蒙东能源现有煤炭产能 6,300 万吨，其中已投产 3,400 万吨/年（其中上市公司 2800 万吨/年），在建 2,900 万吨/年（白音华二号和三号露天矿）；蒙东能源 2009 年的原煤产量 3705 万吨，略高于核定产能。蒙东能源另有电解铝产能 59.5 万吨/年；装机容量 300 万千瓦。

蒙东能源计划在 2015 年实现煤炭产能 1,000 万吨/年，电解铝产能 100 万吨/年，装机容量 1,000 万千瓦。

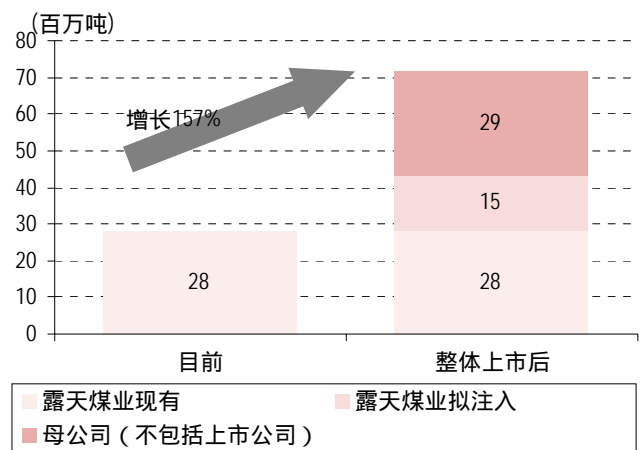
公司上市时，母公司曾做出承诺，时机合适时，将白音华二号露天矿、白音华三号露天矿，以及铝电业务转让给上市公司。

图表 9. 蒙东能源煤炭产能构成



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 10. 露天煤煤炭产能扩张



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

母公司的煤炭业务

根据蒙东能源披露的数据，白音华二号和三号露天矿目前正在建，设计产能分别为 1,500 万吨和 1,400 万吨，可采储量总计 21 亿吨。

我们预计这两个矿将在 2011 年分别投产。目前，母公司持有上市公司的股权高达 70%，我们预计这两个矿未来可能以公开增发的形式注入上市公司。

图表 11. 蒙东能源现有煤矿（不包括上市公司）

煤矿名称	可采储量	持股比例	设计产能	备注
	百万吨	%	万吨	
白音华二号露天矿	828	65	1,500	在建
白音华三号露天矿	1,376	100	1,400	在建
其他小煤矿	n/a	n/a	600	
总计	2,104		3,500	

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究
 二号露天矿，中电投和蒙东能源分别持有 40% 和 25% 的股权

母公司的电力业务

根据蒙东能源披露的数据，蒙东能源现有装机容量 180 万千瓦，待建装机容量 120 万千瓦。

母公司发电所需煤炭主要来自露天煤业。由于露天煤业煤炭售价较低，因而母公司电厂盈利能力尚可。

图表 12. 蒙东能源电力业务概况

所属公司	装机容量	权益	发电类型	煤炭供应	电力销售
	(万千瓦)	(万千瓦)			
鸿骏铝电	60	51	坑口发电	由露天煤业通过皮带运送	全部供应其电解铝厂
霍林河发电	180	80	坑口发电	由露天煤业通过皮带运送	通过“霍林河—通辽—沙岭”输电线路至沈阳
通辽第二电厂	60	80	常规电厂	由通霍铁路运输	通过原有线路运输至沈阳
总计	300				

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

图表 13. 蒙东能源电力业务的经营状况

	发电量	自用占比	上网占比	收入	毛利润	毛利率
	(亿度)	(%)	(%)			
2008	105	49	51	1,590	294	18
2009 年 1-9 月	102	40	60	1,435	323	23
2010 年母公司预计	180	20	80			

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

母公司的电解铝业务

根据蒙东能源披露的数据，蒙东能源现有电解铝产能 59.5 万吨。分别为鸿骏铝电（蒙东能源持股 51%）的 43 万吨和霍林河铝业（蒙东能源持股 77%）的 16.5 万吨。

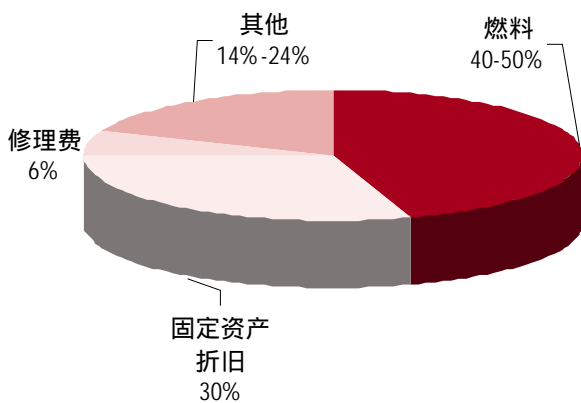
图表 14. 母公司电解铝的经营状况

	收入	毛利润	毛利率	平均售价	平均成本	产量	销量
	百万元	百万元	%	元/吨	元/吨	万吨	万吨
2008	6,426	784	12	16,741	13,090	46	42
2009 年 1-9 月	3,166	(15)	(0.5)	11,360	11,403	31	33

资料来源：公司数据，中银国际研究

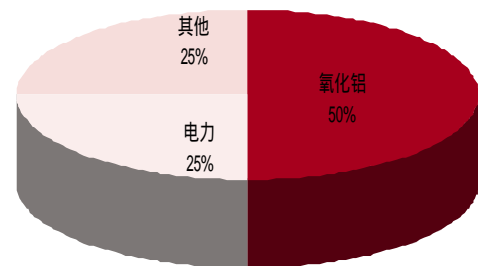
由于直供电的发电成本较低，蒙东能源电力成本仅占电解铝总成本的 25%，低于行业平均 40%的比例。因而蒙东能源电解铝的成本优势较为明显。电解铝业务所需的氧化铝 90%需要从国外进口。公司已与香港中骏公司签订 5 年长单合同，锁定价格，2008 年单价为 270 美元/吨，2009 年单价为 280 美元/吨。

图表 15. 蒙东能源发电成本构成



资料来源: 蒙东能源数据, 中银国际研究

图表 16. 蒙东能源电解铝成本构成



资料来源: 蒙东能源数据, 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371