

2010年12月7日

露天煤业

未来看点在于关注资产注入

A
持有

002128.SZ - 人民币 22.97

目标价格: 人民币 24.89

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(%)	(0)	(14)	(1)	(5)
相对新华富时A50指数(%)	20	(4)	(3)	17

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)	30,156
3个月日均交易额(人民币 百万)	269
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中电投蒙东能源集团	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

露天煤业是蒙东最大的露天煤矿公司, 现有产能 4,300 万吨/年, 其中 1,500 万吨/年的在建矿扎哈淖尔露天矿将于 2011 年投产。母公司曾承诺待时机合适时将把白音华矿区的两个在建矿以及铝业业务注入上市公司。公司成长性一般, 但是资产注入预期较强。我们给予公司 20 倍的 2011 年行业平均目标市盈率, 将目标价设为 24.89 元, 首次评级为**持有**。

支持评级的要点

- **母公司承诺资产注入。**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; 包括在建的煤炭产能 2,900 万吨/年、电解铝产能 59.5 万吨/年。
- **2010-12 年原煤产量复合增长率仅为 13%。**公司未来的内生增长主要来自正在收购的扎哈淖尔露天矿。我们预计公司 2010-12 年的产量分别为 4,500 万吨、5,000 万吨和 6,000 万吨, 增幅分别为 7.1%、11%和 20%。
- **公司目前享受 15% 的优惠所得税率。**

评级面临的主要风险

- 2011 年的合同煤价上涨幅度高于预期。
- 扎哈淖尔露天矿的产能释放高于预期。
- 白音华 2 号和 3 号露天矿的资产注入进度高于预期。

估值

- 公司内生增长尚可, 未来的看点主要来自母公司的资产注入。我们给予公司 20 倍的 2011 年行业平均目标市盈率, 将目标价设为 24.89 元, 首次评级为**持有**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,883	4,789	6,139	7,154	8,994
变动(%)	49	23	28	17	26
净利润(人民币 百万)	638	978	1,440	1,651	1,997
全面摊薄每股收益(人民币)	0.577	0.737	1.085	1.244	1.505
变动(%)	(21.6)	27.7	47.3	14.6	21.0
市盈率(倍)	39.4	30.8	20.9	18.3	15.1
每股现金流量(人民币)	1.33	0.93	1.26	1.57	1.47
价格/每股现金流量(倍)	17.1	24.3	18.0	14.5	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	22.3	14.0	11.7	9.5
每股股息(人民币)	0.115	0.365	0.406	0.466	0.564
股息率(%)	0.5	1.6	1.8	2.0	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

投资摘要.....	3
估值与盈利假设.....	4
内生成长性一般.....	6
以需定产、以运定产.....	7
售价成本较低，利润率较高.....	9
母公司的煤炭业务.....	12
风险.....	14
附录一、内蒙古煤炭状况.....	15
附录二、露天煤业.....	18
附录三、母公司蒙东能源.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	23

投资摘要

2011-12 年原煤产量复合增长率为 13%。公司现有产能 4,300 万吨/年。其中在建的扎哈淖尔露天矿产能为 1,500 万吨/年，我们预计其将于 2011 年投产。我们预计公司 2010-12 年的产量分别为 4,500 万吨、5,000 万吨和 6,000 万吨，增幅分别为 7.1%、11%和 20%。

售价及开采成本均较低。公司主要生产褐煤，发热量 3,150 大卡，且全部为合同煤，售价较低。露天开采且煤层埋藏浅决定了开采效率较高，生产成本较低。其 2009 年的吨煤售价及开采成本分别为 112 元/吨和 75 元/吨。

15%的优惠所得税率。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。低成本以及较低的所得税率保证公司的利润率高于主要煤炭公司。

下游客户稳定，关联交易高。公司周边主要电厂的锅炉均根据公司的煤质特点设计，依赖度较强。公司的关联交易占收入比重超过 60%。

扎矿的产能释放可能较慢。公司的原煤，基本上以合同煤销售。如果短期内，现有合同客户的需求不能有效增加，我们认为扎哈淖尔露天矿的产能释放可能较慢。我们仅仅假设该矿 2011 年贡献 500 万吨产量。

全年业绩已经预增。公司预增 2010 年的净利润同比增长 20%-40%，我们推算其每股收益 0.92-1.08 元。我们认为业绩超出预增的可能性较小。

母公司承诺资产注入。公司上市时，母公司曾做出承诺，时机合适时，将白音华 2 号和 3 号露天矿以及铝电业务转让给上市公司。

白音华露天矿逐渐具备注入条件。白音华 2 号和 3 号露天矿目前在建，设计产能总计 2,900 万吨。2010 年 1-10 月，上述两矿的产量分别为 625 万吨和 605 万吨。我们预计其注入的条件正在逐渐成熟。

母公司铝电业务盈利能力尚可。由于原煤成本较低，因而母公司铝电业务的成本较低，盈利能力高于行业平均水平。

估值与盈利假设

1. 估值

公司内生成成长性一般，未来的主要看点在于母公司中电投蒙东能源集团（蒙东能源）的资产注入。我们给予公司 20 倍的 2011 年行业平均目标市盈率，以反映其资产注入的预期。

我们给予公司 24.89 元的目标价，首次评级为**持有**。

图表 2. A 股主要煤炭上市公司估值表

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (10/12/6)	每股收益(人民币元)				市盈率(倍)			
					09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
000933.SZ	神火股份	买入	255	24.26	0.80	1.35	1.72	2.02	30.4	18.0	14.1	12.0
000983.SZ	西山煤电	买入	770	24.44	0.92	1.12	1.58	1.85	26.6	21.8	15.4	13.2
600123.SZ	兰花科创	买入	258	45.25	2.22	2.26	2.86	3.51	20.3	20.0	15.8	12.9
600188.SS	兖州煤业	买入	1,307	26.58	0.79	1.46	1.95	1.96	33.7	18.2	13.6	13.6
600348.SS	国阳新能	买入	625	26.00	0.77	1.15	1.23	1.35	33.7	22.6	21.2	19.2
600395.SS	盘江股份	买入	269	24.35	0.89	1.24	1.51	1.87	27.2	19.7	16.1	13.0
600546.SS	山煤国际	买入	230	30.61	0.82	1.10	1.63	1.90	37.3	27.8	18.8	16.1
600997.SS	开滦股份	买入	236	19.15	0.67	0.68	0.74	0.81	28.7	28.3	26.0	23.7
601101.SS	昊华能源	买入	207	45.68	1.37	2.38	3.17	3.57	33.3	19.2	14.4	12.8
601699.SS	潞安环能	买入	580	50.42	1.83	2.60	3.50	4.00	27.5	19.4	14.4	12.6
601898.SS	中煤能源	买入	1,411	10.64	0.50	0.60	0.87	1.09	21.3	17.9	12.2	9.7
000780.SZ	平庄能源	持有	151	14.86	0.46	0.62	0.74	0.81	32.3	24.0	20.1	18.3
601001.SS	大同煤业	持有	354	21.13	0.89	0.65	0.83	0.93	23.7	32.5	25.5	22.7
601088.SS	中国神华	持有	4,825	24.26	1.52	1.85	2.16	2.38	15.9	13.1	11.3	10.2
601666.SS	平煤股份	持有	364	20.06	0.78	1.38	1.55	1.75	25.9	14.6	12.9	11.5
000937.SZ	冀中能源	未有评级	368	31.79	1.39	2.19	2.56	2.79	22.9	14.5	12.4	11.4
600508.SS	上海能源	未有评级	201	27.86	1.31	1.81	2.01	2.23	21.3	15.4	13.9	12.5
600971.SS	恒源煤电	未有评级	205	46.81	1.41	2.25	2.64	2.95	33.2	20.8	17.7	15.9
601918.SS	国投新集	未有评级	255	13.76	0.45	0.71	0.94	1.21	30.6	19.5	14.7	11.4
行业平均									27.9	21.1	16.8	14.8
002128.SZ	露天煤业	持有	305	22.97	0.74	1.09	1.24	1.51	31.2	21.2	18.5	15.3

资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 盈利假设

- 1) 我们假设扎哈淖尔露天矿 2011-12 年分别释放 500 万吨和 1500 万吨产量；
- 2) 我们没有考虑母公司进一步的资产注入；
- 3) 假设自 2012 年 1 月份起资源税为煤炭开采收入的 3%；
- 4) 假设 2011-12 年商品煤成本分别同比增长 5%和 5%；

- 5) 假设 2011-12 年商品煤综合售价分别同比增长 5%和 5%。虽然国家发改委价格司司长 12 月 1 日，在山西要求 2011 年的重点合同电煤价格保持 2010 年不变。但公司目前的售价较低，我们预计公司 2011 年的煤价仍会上涨，以覆盖其成本的增加。
- 6) 公司 2005-09 年的股息率为 37%，我们假设未来股息率为 37%。

图表 3. 露天煤业主要盈利假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
原煤产量(百万吨)	36.06	42.00	45.00	50.00	60.00
公司原有煤矿	36.06	42.00	45.00	45.00	45.00
扎哈淖尔矿大区	-	-	-	5.00	15.00
商品煤销量(百万吨)	35.92	42.00	45.00	50.00	60.00
商品煤售价(元/吨)	106	112	134	141	148
商品煤成本(元/吨)	69	75	81	85	89
吨煤毛利(元/吨)	37	37	53	56	59
吨煤净利(元/吨)	18	25	34	36	37

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 露天煤业敏感性分析

平均煤价	2011 年预测 每股收益 (人民币)	较基本 情境变动 (%)	2012 年预测 每股收益 (人民币)	较基本 情境变动 (%)
(%较基本情境变动)				
+10%	1.65	33	2.00	33
+5%	1.45	16	1.75	16
基本情境	1.24	0	1.51	0
-5%	1.04	(16)	1.26	(16)
-10%	0.84	(33)	1.01	(33)

资料来源：中银国际研究预测

3. 资本开支

公司未来的资本开支较小，主要用于日常支出。

图表 5. 露天煤业未来资本开支

(百万元)	2010E	2011E	2012E
日常支出	829	400	400
收购扎哈淖尔矿大区	997		
合计	1,826	400	400

资料来源：公司数据，中银国际研究

内生成长性一般

扎哈淖尔露天矿将于 2011 年投产

1. 内生增量来自扎哈淖尔露天矿

上市公司位于霍林河矿区，现有产能 4300 万吨/年；已投产产能 2,800 万吨/年，在建产能 1,500 万吨/年。

在建的扎哈淖尔露天矿可采储量 7.83 亿吨，将于 2011 年投产。公司本次只收购其中 4.62 亿吨的可采储量，相当于该矿 30 年开采所需的储量。我们预计剩余的 3.21 亿吨将在未来收购。

扎哈淖尔露天矿和公司原有的鲁霍首采区位于同一个矿区，即二号露天矿。我们预计其 2011-12 年的产量分别为 500 万吨和 1500 万吨。

图表 6. 露天煤业现有煤矿（含即将投产的扎哈淖尔露天矿）

煤矿名称		可采储量 百万吨	煤种	持股比例 %	设计产能 万吨/年
霍林河 1 号露天矿	南露天	705	褐煤	100	2,150
	北露天	391	褐煤	100	
霍林河 2 号露天矿	鲁霍首采区	46	褐煤	67	650
	扎哈淖尔露天矿	462	褐煤	70	1,500
总计		1,603			4,300

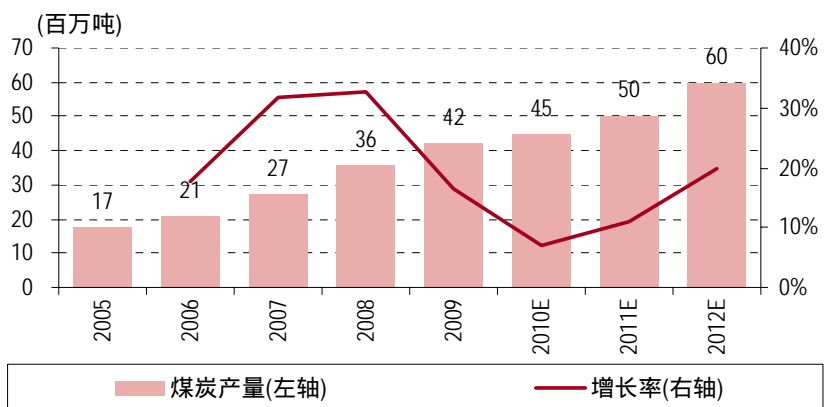
资料来源：公司公告，中银国际研究

2. 未来内生成长性一般

2010-12 年原煤复合增长率为 13%。

我们预计公司 2010-12 年的原煤产量分别为 4500 万吨，5000 万吨，6000 万吨，增幅分别为 7.1%，11%和 20%。

图表 7. 露天煤业原煤产量



资料来源：公司数据，中银国际研究

以需定产、以运定产

公司煤矿为露天开采，煤层埋藏浅，安全隐患较少。其实际产量较核定产能的弹性较大，主要是以运定产、以需定产。

2009年，公司外购煤金额为4.7亿元，我们推算其外购煤数量为421万吨，即自产煤炭3779万吨，高于其2800万吨/年的产能。

褐煤发热量较低决定运输半径小。

1. 销售区域集中于蒙东、辽宁省和吉林省

褐煤平均售价较低，运输成本对公司产品的销售影响较大，其合理的运输半径为1,000公里以内。公司主要销售区域包括：蒙东、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95%。

图表 8. 露天煤业主要销售区域



资料来源：公司公告，中银国际研究

2009年，东北三省煤炭自给率仅有54%

2009年，东北三省煤炭产量为2.1亿吨，但是消费量为3.88亿吨，缺口达到1.78亿吨，自给率仅有54%。

图表 9. 东北三省煤炭供给与消费 (2009 年)

(亿吨)	产量	消费量	需求缺口
辽宁	0.66	1.77	1.11
吉林	0.45	0.94	0.49
黑龙江	0.99	1.17	0.18
合计	2.10	3.88	1.78

资料来源：黑龙江龙煤矿业集团，中银国际研究

客户对公司煤种的依赖度高

2. 客户依赖度较高

公司周边主要电厂的锅炉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正常运行，均要求公司煤源占有率不能低于 65%。

扎哈淖尔露天矿的产能释放可能较慢。

3. 短期内下游需求增量可能不足

公司的原煤，基本上以合同煤销售。如果短期内，现有合同客户的需求不能有效增加，我们认为扎哈淖尔露天矿的产能释放可能较慢。我们也仅仅假设该矿 2011 年贡献 500 万吨产量。

中电投为公司实际控制人。长期看，我们预计中电投在蒙东和东北的电厂将加大对公司褐煤的掺烧比例或改造炉型购买公司褐煤。但是掺烧比例的提高以及炉型改造尚需时间。

公司煤炭外运主要依靠通霍铁路

4. 预计铁路发展支撑产量释放

目前，公司的煤炭外运主要通过输电和铁路运煤两种方式。

2006 年，公司通过铁路运输煤炭量占煤炭外销量的 97%。外运铁路主要依靠通霍铁路：通霍铁路 2008 年的运量为 5,200 万吨，计划在 2010 年实现 1 亿吨的运输能力。

通霍铁路运力的增加，将支撑扎哈淖尔露天矿产能的释放。

图表 10. 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，通过通霍铁路运往东北地区

资料来源：公司公告，中银国际研究

售价成本较低，利润率较高

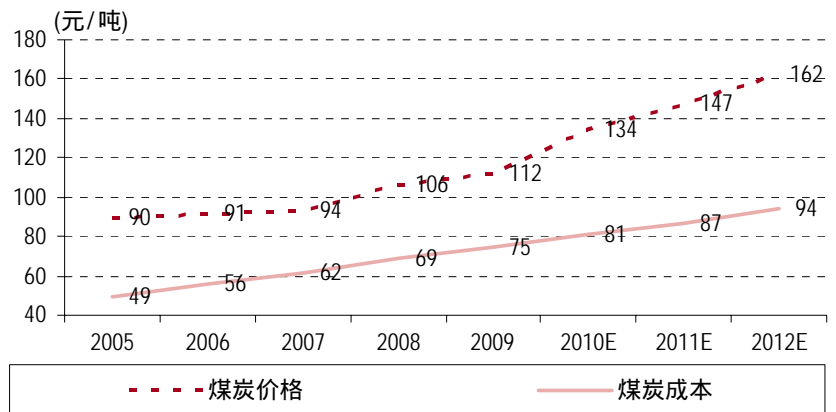
1. 售价较低，全部为合同煤

发热量低，且全部为合同煤。

公司主要生产褐煤，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点“两高两低”的特点。主要为电厂燃料用煤；发热量 3,150 大卡，售价较低。公司 2009 年的商品煤综合售价仅 112 元/吨。

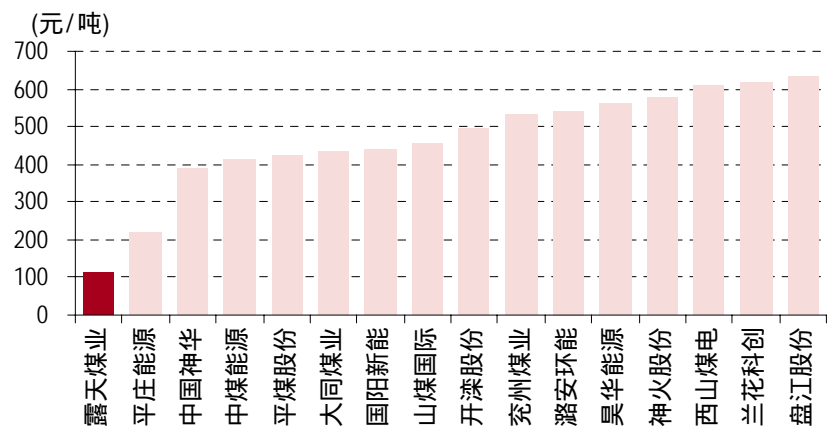
公司的煤炭销售签订年度的量价合同，在年初锁定全年的销量及售价。公司按照年初的合同量安排全年的生产。

图表 11. 露天煤业成本及价格



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 12. 主要煤炭公司商品煤售价（2009 年）



资料来源：公司公告，中银国际研究

开采效率高，煤层埋藏浅。

利润率高于主要煤炭公司。

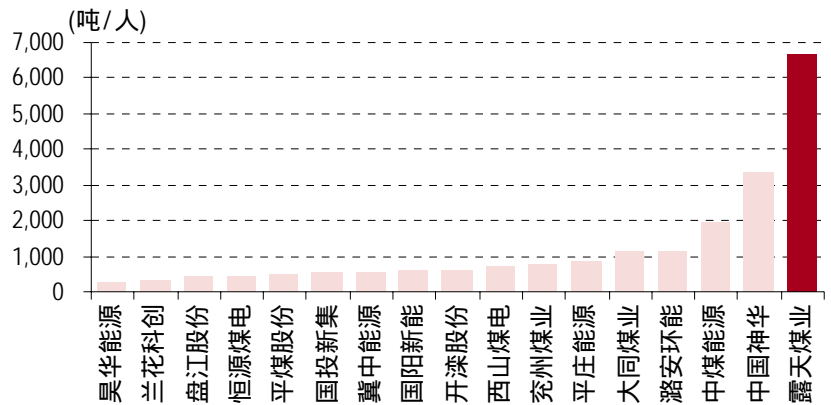
2.成本低

公司煤矿覆盖层浅，地质结构简单，便于露天开采。因而开采效率较高，生产成本较低。公司 2009 年的吨煤开采成本仅 75 元/吨。

2009 年 7 月份起内蒙古自治区新征煤炭价格调节基金，褐煤每吨征收 8 元。

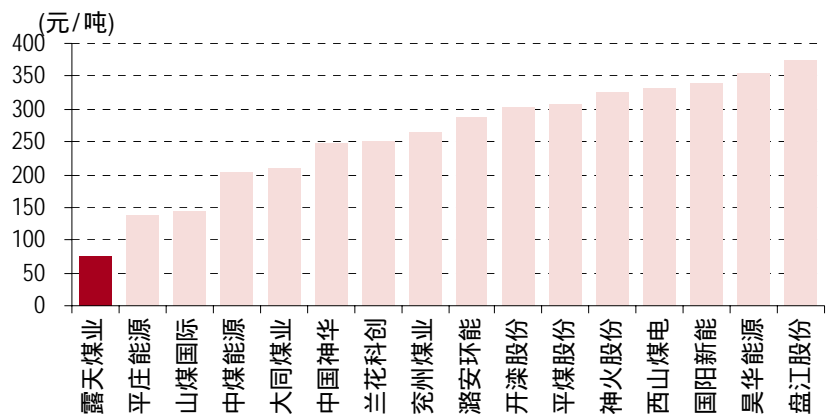
露天开采与井工矿相比，不存在瓦斯、突水、冒顶等安全隐患，具有极高的安全优势。公司的安全费用仅 3 元/吨。

图表 13. 人均煤炭开采效率（2009 年）



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 14. 主要煤炭公司商品煤开采成本（2009 年）

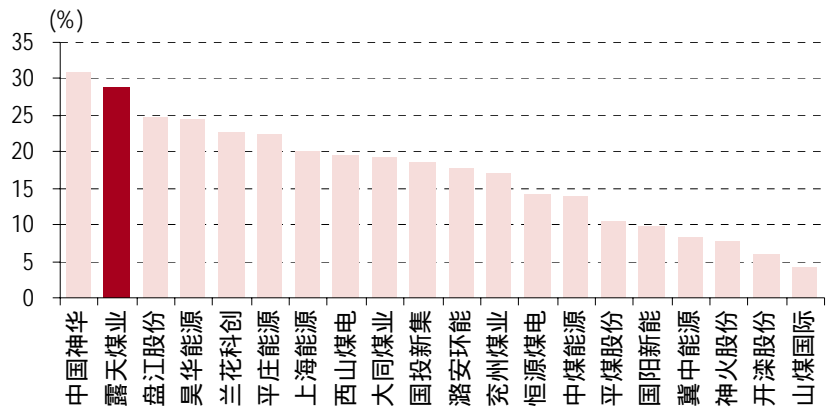


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

3.享受 15%的所得税优惠

根据《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》，公司在 2002—2010 年期间减按 15%的税率征收企业所得税。

图表 15. 净利润率（2010 年 1-6 月）



资料来源：公司公告，中银国际研究

母公司的煤炭业务

中电投蒙东能源集团有限责任公司（蒙东能源）持有公司70.46%的股权。

母公司蒙东能源的煤矿主要分布在霍林河、白音华两大矿区，在两个矿区的产能分别为4,300万吨/年和2,900万吨/年。2009年，蒙东能源的原煤产量为4267万吨。

目前霍林河矿区的煤矿已经进入上市公司。母公司仅保留白音华矿区的在建矿：白音华2号露天矿和白音华3号露天矿。

1. 资产注入的承诺

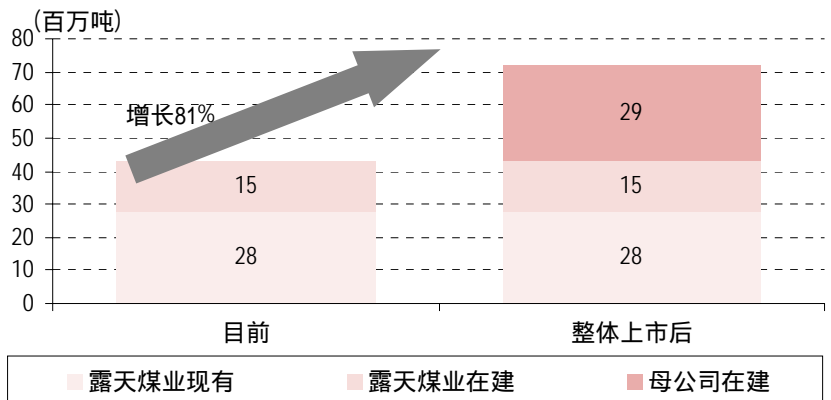
2006年，母公司承诺：

1. 在露天煤业上市后，即与露天煤业签订《采矿权转让协议》，将取得的二号露天矿、三号露天矿采矿权完整地转让给露天煤业；
2. 在露天煤业上市后，将持有白音华煤电公司的股权（65%）转让给露天煤业；在露天煤业上市后可通过转让、入股等方式将铝电优质资产注入露天煤业，实现集团的整体上市。

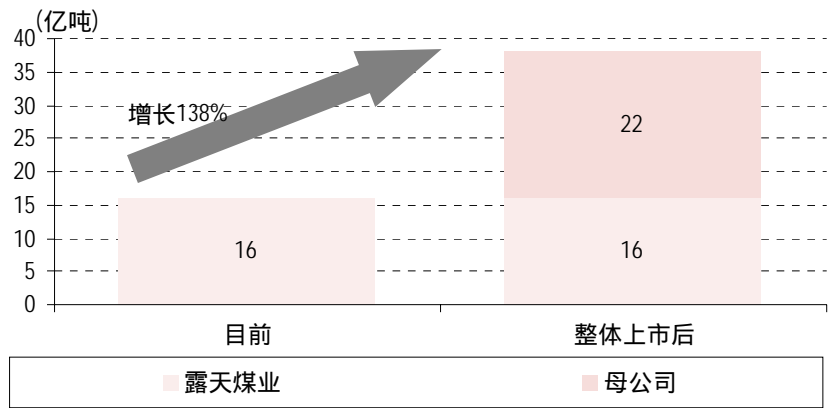
白音华2号露天矿和3号露天矿：产能共计2900万吨/年，相当于公司现有及在建产能的81%；可采储量共计38亿吨，相当于公司现有储量的138%。

母公司曾承诺，时机合适时，将白音华2号露天矿、白音华3号露天矿，以及铝电业务转让给上市公司

图表 17. 露天煤业煤炭产能扩张



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 18. 露天煤业煤炭储量扩张


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 19. 白音华矿区

公司	煤矿名称	可采储量 百万吨	持股比例 %	设计产能 万吨/年	2009年产量 万吨	2010年1-10月产量 万吨	备注
白音华煤电	白音华二号露天矿	828	65	1,500	530	605	首期 500 万吨/ 年将在 2010 年 底完工
白音华蒙东露天煤业	白音华三号露天矿	1,376	100	1,400	540	625	
总计	总计	2,104		3,500			

资料来源: 蒙东能源, 锡林郭勒政务门户网站, 中银国际研究

白音华煤电, 中电投和蒙东能源分别持有 40% 和 25% 的股权

2. 运输通道的支持

白音华煤电除开发白音华二号露天矿外, 还将建设 6*60 万千瓦的电厂, 修建赤大白铁路 (设计运力 1,500 万吨/年), 进行煤电运一体化建设。

白音华矿区煤炭外运将依靠赤大白铁路

我们预计母公司蒙东能源未来将可能打通锦州港下水煤通道, 运往实际控制人中电投在南方的电厂。该通道包括三段, 分别为赤大白 (赤峰-大板-白音华) 铁路、锦赤 (锦州-赤峰) 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, 锦州港码头已进入核准阶段。但我们预计这条线路贯通需要到 2012 年。

风险

1. 关联交易占收入比重较高

销售对象主要集中在实际控制人中电投下属的电力公司以及附近的大中型电厂。2009年，公司的关联交易占收入比重为60%。

2. 销售区域单一

公司煤炭产品的销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省和吉林省。公司在上述三个地区的营业收入占总收入的90%以上。

3. 税收优惠即将到期

公司目前享受西部大开发的优惠所得税率。该优惠将于2010年到期。但我们预计公司“十二五”期间将继续享受所得税优惠。

4. 产能释放受需求影响较大

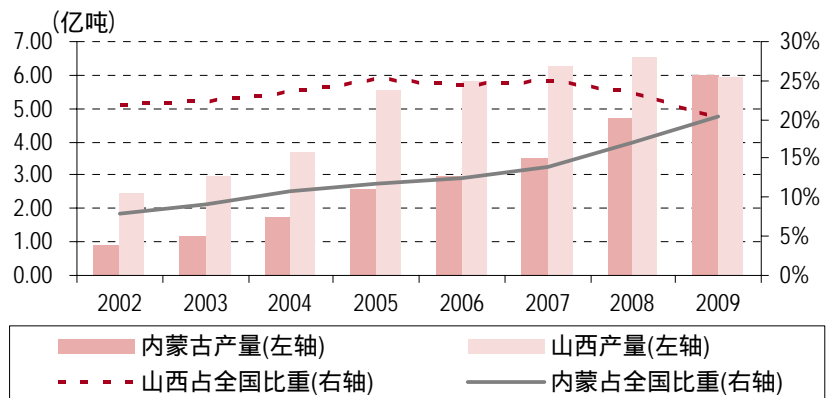
公司的原煤，基本上以合同煤销售。如果现有合同客户的需求不能有效增加，或者不能开发新的客户，我们认为扎哈淖尔露天矿的产能释放可能低于预期。

附录一、内蒙古煤炭状况

1. 内蒙古原煤产量占全国比重逐年提高

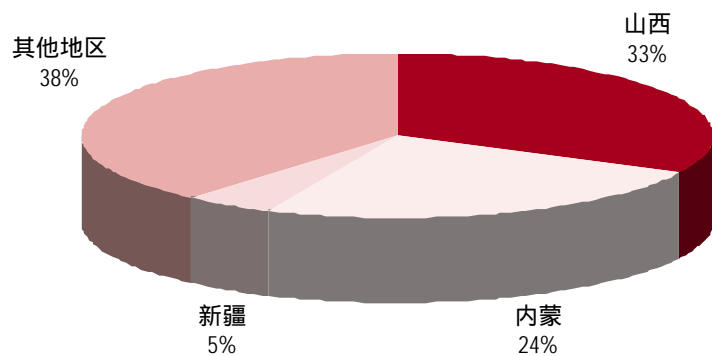
2008年，内蒙的煤炭储量占全国的比重为24%；2009年，内蒙的原煤产量占全国的21%。

图表 20. 内蒙古原煤产量占全国比重



资料来源: 中国煤炭资源网, 中银国际研究

图表 21. 内蒙古煤炭基础储量占全国比重 (2008年)

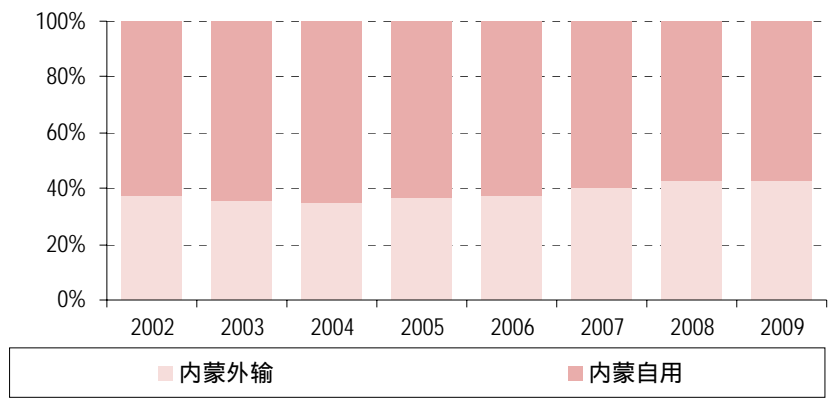


资料来源: 中国煤炭资源网, 中银国际研究

2. 60%的内蒙古原煤区外销售

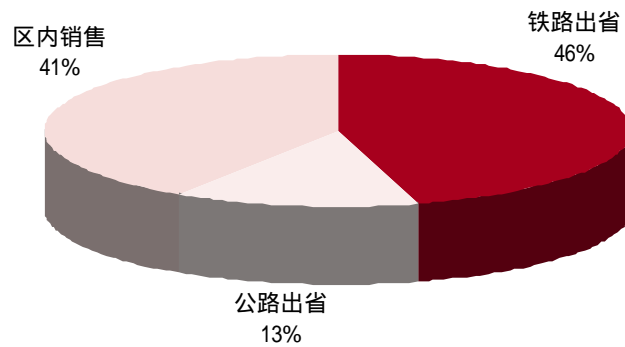
2010年1-10月, 内蒙古生产的原煤有59%左右运往周边省份, 其中大部分通过铁路运输。内蒙古的发电量有40%左右输往周边省份。

图表 22. 内蒙发电用途分类



资料来源：中国煤炭资源网，中银国际研究

图表 23. 内蒙古煤炭销售构成（2010年 1-10月）

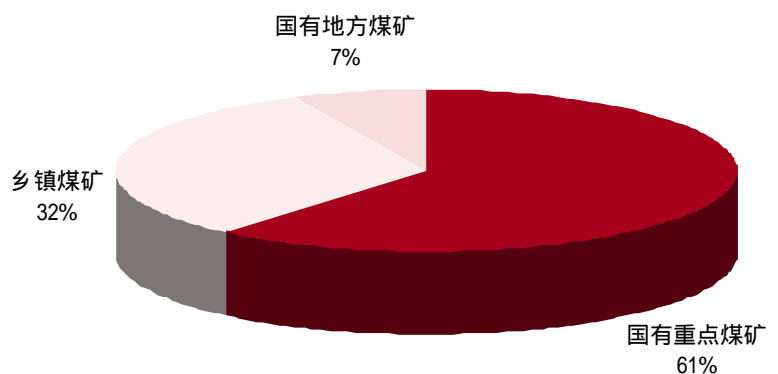


资料来源：中国煤炭资源网，中银国际研究

3. 内蒙乡镇煤矿产量占总产量的 32%

2009年的乡镇煤矿产量占比较小，我们预计未来的内蒙煤矿整合将主要以强强联合为主。

图表 24. 内蒙古原煤产量分类（2010年 1-10月）



资料来源：中国煤炭资源网，中银国际研究

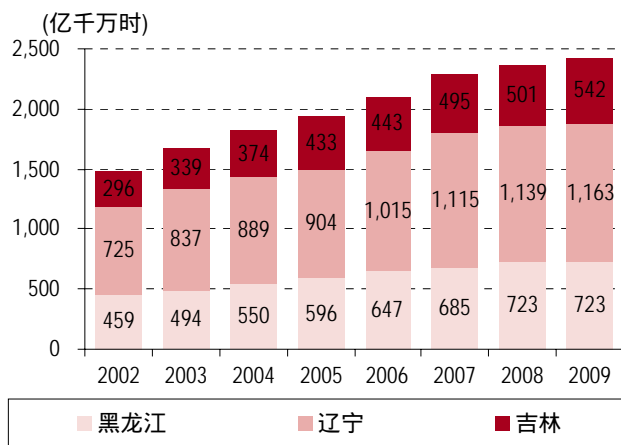
4. 蒙东地区是东北三省重要的能源供应基地

2010年1-10月，内蒙原煤产量6.4亿吨：其中蒙西生产4.4亿吨，蒙东生产2.0亿吨。蒙东地区煤质较差，运输半径有限，仅限于蒙东以及东北等区域市场。

2009年，东北三省煤炭产量为2.1亿吨，但是消费量为3.88亿吨，缺口达到1.78亿吨。

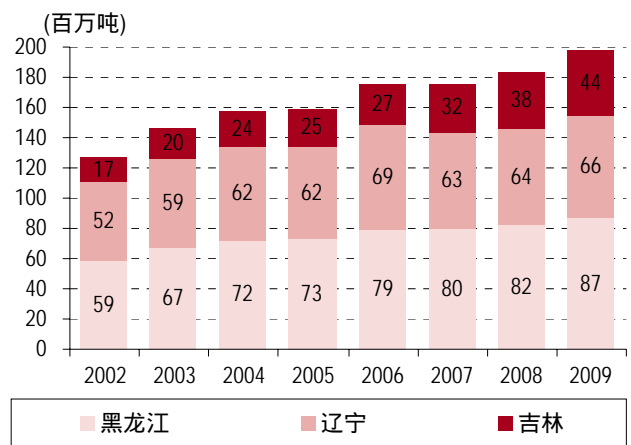
2002-09年，东北三省的发电量增长64%，而原煤产量仅增长55%，其原煤产量的增速落后于发电量。我们预计随着东北三省煤炭资源的逐渐枯竭，对蒙东煤炭的需求将会更为迫切。

图表 25. 东北三省的发电量



资料来源: 中国煤炭资源网, 中银国际研究

图表 26. 东北三省的原煤产量



资料来源: 中国煤炭资源网, 中银国际研究

5. 白音华矿区介绍

白音华煤田是内蒙古10大煤田之一，探明储量141亿吨。煤层平均厚度在16米左右，为优质中灰低硫褐煤。白音华矿区现在规划建设4个露天煤矿，一期规划产能3100万吨/年。

图表 16. 白音华矿区4个露天矿

控制人	煤矿名称	规划产能 万吨/年	一期产能 万吨/年	相关的上市公司 %
平庄集团	白音华1号露天矿	1500	700	平庄能源
蒙东能源	白音华2号露天矿	1,500	500	露天煤业
	白音华3号露天矿	1,400	1400	
阜新矿业	白音华4号露天矿	2,000	500	金山股份
总计		6,400	3100	

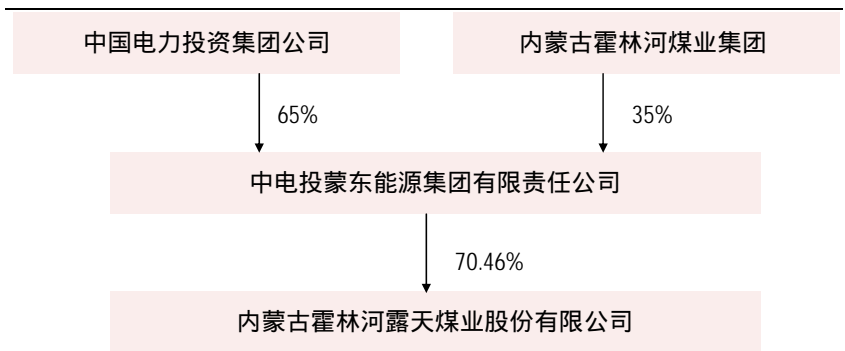
资料来源: 公司公告, 中银国际研究

附录二、露天煤业

公司处于内蒙中东部的霍林河煤田，是我国最大的露天煤业公司，母公司蒙东能源持有其 70.46% 的股权。

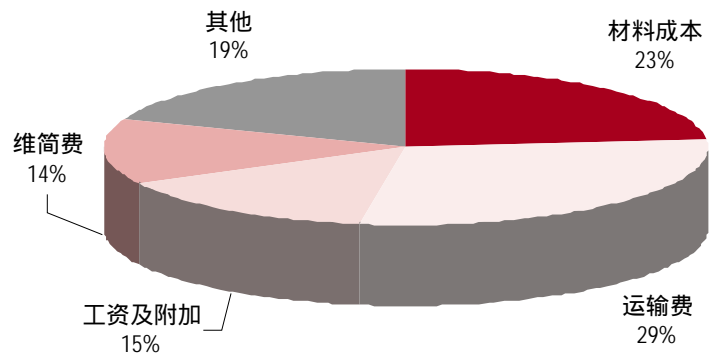
公司 98% 的营业收入来自于煤炭业务。

图表 27. 公司实际控制人、控股股东与公司的控制关系



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 28. 露天煤业原煤生产成本构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 29. 露天煤业控股及参股子公司

公司名称	业务性质	持股比例
内蒙古霍煤亿诚能源有限公司	能源开发利用	45%
扎鲁特旗通霍铁路运输有限公司	运输、装卸	45%
内蒙古中油霍煤石油有限责任公司	成品油、石化产品的批发零售	29%
扎鲁特旗铁进运输有限公司	运输、装卸	20%
通辽蓝天煤业有限公司	煤炭销售	3.8%
扎鲁特旗鲁霍煤炭有限责任公司	煤炭销售	67%
总计		

资料来源：公司公告，中银国际研究

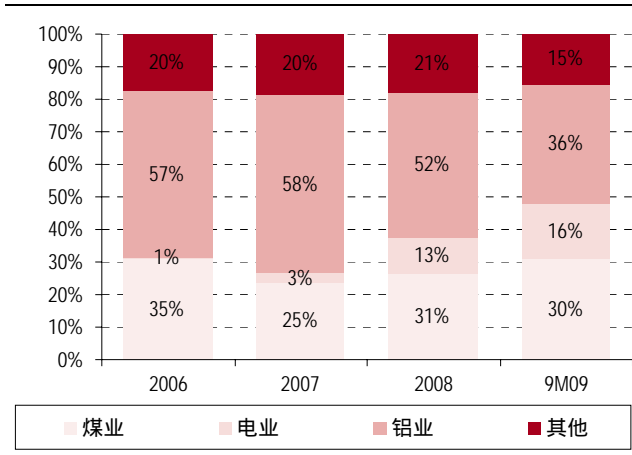
附录三、母公司蒙东能源

中电投蒙东能源集团有限责任公司前身为霍林河矿务局，1976年成立，中电投集团公司和内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司分别持有其 65%和 35%的股权。

蒙东能源计划在 2015 年实现煤炭产能 1 亿吨/年。

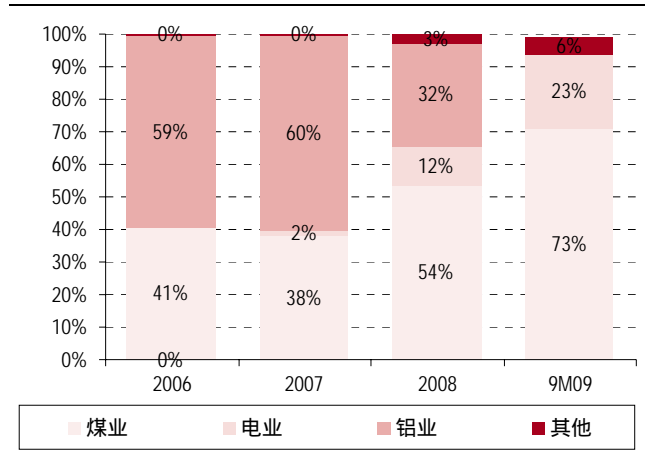
蒙东能源现有（含在建）煤炭产能 7,200 万吨/年，电解铝产能 59.5 万吨/年，装机容量 360 万千瓦。蒙东能源计划在 2015 年实现煤炭产能 1 亿吨/年，电解铝产能 100 万吨/年，装机容量 1,000 万千瓦。

图表 30. 蒙东能源收入构成



资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

图表 31. 蒙东能源净利润构成



资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

1. 蒙东能源的电力业务

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）。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。

通辽霍林河坑口发电有限责任公司（霍林河发电）为坑口电厂，总装机容量 240 万千瓦（含待建装机容量 120 万千瓦）。该电厂发电全部进入辽宁省网。

通辽市第二发电有限责任公司(通辽二电)装机容量 60 万千瓦。该电厂发电全部进入辽宁省网，燃料煤通过通霍铁路运入。

鸿骏铝电装机容量 60 万千瓦，利用露天煤矿排弃的热值在 2,700 大卡以下的煤矸石和疏干水发电，该电厂发电全部用作自身的电解铝业务。

图表 32. 蒙东能源的电力公司

所属公司	装机容量 (万千瓦)	权益 %	发电类型	煤炭供应	电力销售
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	240	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	360				

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

图表 33. 蒙东能源电力业务的经营状况

	发电量 (亿度)	自用占比 (%)	上网占比 (%)	收入	毛利润 百万元	毛利率 (%)
2008	105	49	51	1,590	294	18
2009 年 1-9 月	102	40	60	1,435	323	23

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

2. 母公司的电解铝业务

母公司电解铝产能共计 59.5 万吨/年。其中鸿骏铝电为东北地区最大的电解铝企业。

图表 34. 蒙东能源电解铝公司

	权益 (%)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	51	43	22
中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司	77	16.5	13
合计		59.5	35

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

电力成本仅占电解铝总成本的 25%，低于行业平均 40% 的比例。

电解铝的成本优势较为明显。蒙东能源发电成本较低，其电力成本仅占电解铝总成本的 25%，低于行业平均 40% 的比例。

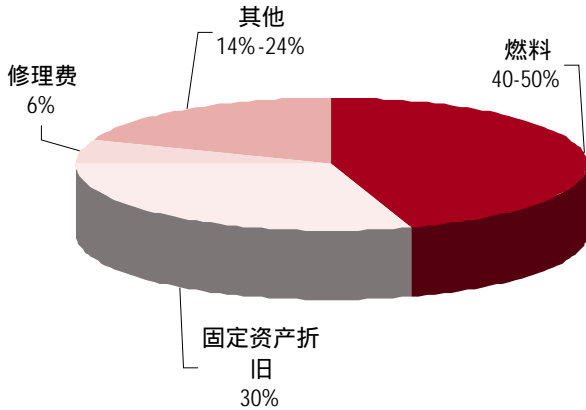
电解铝业务所需的氧化铝 90% 需要从国外进口。母公司已与香港中骏公司签订 5 年长单合同，锁定价格：2008 年单价为 270 美元/吨，2009 年单价为 280 美元/吨。

图表 35. 母公司电解铝的经营状况

	收入 百万元	毛利润 百万元	毛利率 %	平均售价 元/吨	平均成本 元/吨	产量 万吨	销量 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

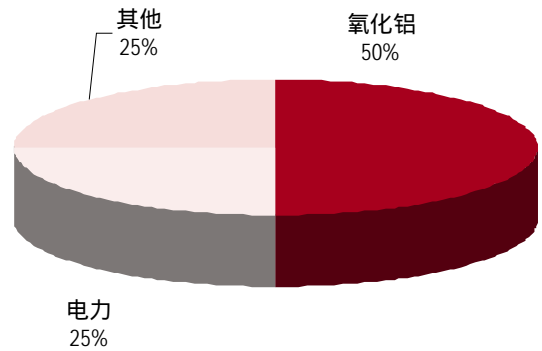
资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

图表 36. 母公司的发电成本构成（2009年1-9月）



资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

图表 37. 母公司的电解铝成本构成（2009年1-9月）



资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

损益表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,883	4,789	6,139	7,154	8,994
销售成本	(2,643)	(3,205)	(3,698)	(4,303)	(5,404)
经营费用	(184)	(252)	(286)	(275)	(477)
息税折旧前利润	1,055	1,333	2,155	2,576	3,113
折旧及摊销	(239)	(270)	(335)	(449)	(520)
经营利润(息税前利润)	817	1,063	1,819	2,127	2,594
净利息收入/(费用)	(42)	(7)	(8)	(8)	(9)
其他收益/(损失)	6	196	0	0	0
税前利润	781	1,251	1,812	2,119	2,585
所得税	(122)	(221)	(272)	(318)	(388)
少数股东权益	(21)	(53)	(100)	(150)	(200)
净利润	638	978	1,440	1,651	1,997
每股收益(人民币)	0.577	0.737	1.085	1.244	1.505
每股股息(人民币)	0.115	0.365	0.406	0.466	0.564
收入增长(%)	49	23	28	17	26
息税前利润增长(%)	38	30	71	17	22
息税折旧前利润增长(%)	41	26	62	20	21
每股收益增长(%)	(22)	28	47	15	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	392	474	242	309	1,112
应收帐款	370	421	540	629	790
库存	100	126	145	169	212
其他流动资产	366	421	536	702	1,519
流动资产总计	1,227	1,442	1,462	1,809	3,633
固定资产	2,236	2,573	3,757	4,718	4,610
无形资产	387	377	365	352	340
其他长期资产	139	219	210	210	210
长期资产总计	2,761	3,169	4,332	5,280	5,161
总资产	3,989	4,611	5,794	7,089	8,793
应付帐款	545	455	525	611	767
短期债务	259	1	1	1	1
其他流动负债	260	477	372	398	497
流动负债总计	1,065	932	898	1,009	1,265
长期借款	25	4	0	0	0
其他长期负债	486	382	382	382	382
股本	850	1,106	1,327	1,327	1,327
储备	1,528	2,108	3,009	4,042	5,291
股东权益	2,379	3,214	4,336	5,369	6,618
少数股东权益	34	79	179	329	529
总负债及权益	3,989	4,611	5,794	7,089	8,793
每股帐面价值(人民币)	2.15	2.42	3.27	4.05	4.99
每股有形资产(人民币)	1.80	2.14	2.99	3.78	4.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.10)	(0.35)	(0.18)	(0.23)	(0.84)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	781	1,251	1,812	2,119	2,585
折旧与摊销	239	270	335	449	520
净利息费用	42	7	8	8	9
运营资本变动	437	(73)	(141)	(61)	(610)
税金	(122)	(221)	(272)	(318)	(388)
其他	91	5	(65)	(115)	(165)
经营活动产生的现金流	1,468	1,240	1,676	2,082	1,950
购买固定资产净值	(547)	(642)	(1,826)	(400)	(400)
投资减少/增加	(21)	(39)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(568)	(681)	(1,826)	(400)	(400)
净增权益	(255)	(279)	320	0	0
净增债务	(505)	(197)	(403)	(618)	(748)
融资活动产生的现金流	(760)	(476)	(83)	(618)	(748)
现金变动	141	82	(233)	67	803
期初现金	251	392	474	242	309
公司自由现金流	901	559	(150)	685	1,551
权益自由现金流	141	82	(233)	67	803

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	27.2	27.8	35.1	36.0	34.6
息税前利润率	21.0	22.2	29.6	29.7	28.8
税前利润率	20.1	26.1	29.5	29.6	28.7
净利率	16.4	20.4	23.5	23.1	22.2
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.5	1.6	1.8	2.9
利息覆盖率	19.4	155.1	241.5	256.6	284.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.1	1.4	1.5	1.6	2.7
估值(倍)					
市盈率	39.4	30.8	20.9	18.3	15.1
市净率	10.6	9.4	7.0	5.6	4.6
价格/现金流	17.1	24.3	18.0	14.5	15.5
企业价值/息税折旧前利润	23.7	22.3	14.0	11.7	9.5
周转率					
存货周转天数	15.6	12.9	13.4	13.3	12.9
应收帐款周转天数	34.8	32.1	32.1	32.1	32.1
应付帐款周转天数	51.3	34.7	31.2	31.1	31.1
回报率(%)					
股息支付率	20.0	49.5	37.4	37.4	37.4
净资产收益率	26.8	30.4	33.2	30.8	30.2
资产收益率	17.3	19.0	26.7	25.5	25.1
已运用资本收益率	30.3	32.2	40.3	37.3	36.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

神火股份 (000933.SS/人民币 24.26, 买入)
西山煤电 (000983.SZ/人民币 24.44, 买入)
兰花科创 (600123.SS/人民币 45.25, 买入)
兖州煤业 (600188.SS/人民币 26.58, 买入)
国阳新能 (600348.SS/人民币 26.00, 买入)
盘江股份 (600395.SS/人民币 24.35, 买入)
山煤国际 (600546.SS/人民币 30.61, 买入)
开滦股份 (600997.SS/人民币 19.15, 买入)
昊华能源 (601101.SS/人民币 45.68, 买入)
潞安环能 (601699.SS/人民币 50.42, 买入)
中煤能源 (601898.SS/人民币 10.64, 买入)
平庄能源 (000780.SZ/人民币 14.86, 持有)
露天煤业 (002128.SZ/人民币 22.97, 持有)
大同煤业 (601001.SS/人民币 21.13, 持有)
中国神华 (601088.SS/人民币 24.26, 持有)
平煤股份 (601666.SS/人民币 20.06, 持有)
冀中能源 (000937.SZ/人民币 31.79, 未有评级)
上海能源 (600508.SS/人民币 27.86, 未有评级)
恒源煤电 (600971.SS/人民币 46.81, 未有评级)
国投新集 (601918.SS/人民币 13.76, 未有评级)

以 2010 年 12 月 6 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

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 2010 年 12 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，豁免批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、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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