

露天煤业 (002128.SZ) 煤炭行业

评级：买入 维持评级

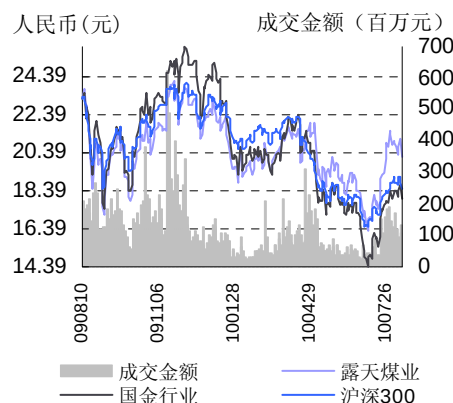
公司研究

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

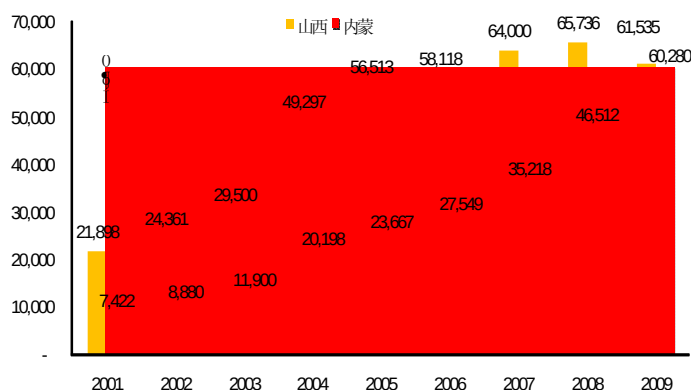
图表 1：近十年内蒙古煤炭产量后来居上	3
图表 2：近 10 年内蒙古煤炭产量增速远高于山西和全国	3
图表 3：内蒙古煤田一览表	4
图表 4：四条主要铁路运输通道	5
图表 5：内蒙现有主要煤炭外运通道	5
图表 6：影响白音华煤田、霍林河煤田（锡林郭勒盟）地区煤炭外运的三条重要铁路干线	6
图表 7：赤大白铁路图	6
图表 8：锡乌铁路图	6
图表 6：内蒙未来三大主要产煤区运煤铁路规划	7
图表 7：霍林郭勒——通辽；锡林浩特——乌兰浩特（2008 年新建），合计近 8500 吨外运量以上	8
图表 11：同区域类似煤种公司弹性比较，煤价上涨，露天煤业 EPS 增厚绝对值最大	9
图表 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



来源：国金证券研究所

图表2：近 10 年内蒙古煤炭产量增速远高于山西和全国



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。