

需求拉动蒙东褐煤价值重塑

——“大东北”区域煤炭市场研究

中性

维持

相关研究

《煤炭行业分析月报(2010 年 8 月): 煤炭行业分析月报(2010 年 8 月): 刚性需求确保煤价基准不破 继续参与反弹》
2010 年 7 月

《煤炭行业分析月报(2010 年 7 月): 量价风险或现 3 季度 投资时机须等待》
2010 年 7 月

《长期合理估值 16 倍 静待投资时机——2010 下半年煤炭行业投资策略》
2010 年 6 月

《煤炭行业分析月报(2010 年 6 月): 煤价与股价背离之势还将延续 维持中性评级》
2010 年 6 月

《煤炭行业分析月报(2010 年 5 月): 中国供需双增影响国内外煤市 维持中性评级》
2010 年 5 月

《煤炭行业分析月报(2010 年 4 月): 供需步入阶段性整固 行业反转尚须等待》
2010 年 3 月

《煤炭行业分析月报(2010 年 2 月): 左侧投资者选股 趋势投资者回避》
2010 年 2 月

分析师

詹凌燕 A0230210010492
(8621)23297345
zhanly@swsresearch.com

刘晓宁
(8621)23297415
liuxn@swsresearch.com

联系人

李洁 A0230210060003
(8621)23297425
lijie@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号
电话: (8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

- “大东北”区域老工业基地，产量占比全国 18%，消费量占比全国 26%。该区域 2009 年耗煤总量约 8.4 亿吨(东三省 4 亿吨左右，河北 2.7 亿吨，京津地区 7000 多万吨，蒙东 1 亿吨左右)，但产量仅 5.2 亿吨，净调入需求 3.2 亿吨。
- 12 年蒙东铁路运力将有所缓解，但仍将是制约煤炭供给的瓶颈：根据朔黄线的经验，这种中长期设计的运能不会一次性地释放，朔黄线 2001 年实现路港贯通，直至 15 年才接近 1 亿吨运量。股东众多导致运输效率较低：和神朔黄铁路大干线（神华和铁道部合资）相比蒙东的铁路建设由地方政府和相关企业分段承包建设，股权结构较为复杂，未来运力协调势必复杂，运输效率的提升可能需要更长的时间。
- 东北、河北、北京煤炭剩余储量有限，增产难度大，未来蒙东褐煤必须扮演主力军，依据未来项目规划和铁路运力推算 2015 年东北地区净调入仍有 4000 多万吨缺口。东三省可采储量 50-60 亿吨，产能 1.8 亿吨；河北剩余可采储量 30 多亿吨，现有产能 8000 多万吨，且焦煤比例 50%左右；北京剩余可采储量 2.4 亿吨，现有产能 520 万吨，且为无烟煤，预计各地产量将逐步衰减。预计十二五期间，蒙东产量将从 2.8 增至 4.8 亿吨，50%就地转化，推算外运量将从 1.6 亿增至 2.6 亿吨。考虑到经济转型的影响，假设“十二五”单位 GDP 能耗年均下降 5%以上，那么东北三省的煤炭需求也要从 4.4 亿吨增加到 5.1 亿吨，河北消费量从 2.9 增加到 3.4 亿吨。那么到 2015 年东北地区净调入仍有 4000 多万吨缺口。
- 预计整个区域对褐煤的巨大需求将拉动未来褐煤价值的提升，预计未来市场价格年均增长 10%，价格上涨比成本上升弹性大，毛利率将逐年提升。考虑了运费、统一成 4000 大卡热值后，目前平庄和露天煤业的褐煤综合售价相比辽宁吉林消费地动力煤价格还存在 100-150 元/吨的差距（锡盟的褐煤价差更大）。在供给偏紧的市场情形下，我们认为未来各公司市场煤价格年均增长率 10%，合同煤价基本稳定的假设并不激进。
- 褐煤需求拉动量价齐升，区域内各品种均将受益，由于平庄市场煤比例最高，且相对更靠近消费地，故有望成为褐煤提价过程中受益最大公司，首推平庄能源：同时平庄未来体外可注入产能超过现有产能 2 倍以上，有望实现产能与市值大幅提升。公司 10 年业绩 0.67 元/股，当前 PE16 倍，11 年 0.74 元/股，11 年 PE 14.8 倍，近期国电、粤电力、露天煤业（中电投）先后启动注入，大型电力集团市值管理逐步成为考核目标，预期未来资产重组将加快，平庄作为国电旗下唯一煤炭平台，注入后 11 年 PE 8.6 倍，我们首次评级给予“增持”。
- 需求拉动价格提升的过程中，区域内露天煤业、金山股份、冀中能源、潞安环能也将受益，预计 10 年业绩 1.05 元/股（当前 PE19.8 倍），11 年业绩 1.30 元/股（PE16 倍），虽然不具备估值优势，但露天煤业短期具备催化因素，长期也将受益褐煤提价和区域需求。另外，根据我们的测算，冀中能源、潞安环能在蒙东的资产如果考虑现金收购的话，15 年也将分别贡献业绩 0.31 元/股和 0.22 元/股。金山股份在白音华的煤电联营项目 11 年将有 0.23 元/股的业绩贡献，11 年业绩 0.63 元/股，对应 11PE14 倍。

投资案件

投资评级与估值

在对中长期大东北区域性市场供需格局研究的基础上，我们认为区域内各品种均将受益，依次推荐平庄能源、露天煤业、金山股份、冀中能源、潞安环能。由于平庄市场煤比例最高，且相对更靠近消费地，故有望成为褐煤提价过程中受益最大公司。同时平庄未来体外可注入产能超过现有产能2倍以上，有望实现产能与市值大幅提升。公司10年业绩0.67元/股，当前PE16倍，11年0.74元/股，11年PE14.8倍，近期国电、粤电力、露天煤业（中电投）先后启动注入，大型电力集团市值管理逐步成为考核目标，预期未来资产重组将加快，平庄作为国电旗下唯一煤炭平台，注入后11年PE8.6倍，我们首次评级给予“增持”。

原因和逻辑

根据我们对大东北区域（东北、蒙东、河北北部）供需情况的分析，假设东北三省未来单位GDP煤炭能耗年均下降5%，东北河北北京煤炭产量保持稳定略有增长，蒙东褐煤及其配套铁路转化产品大部分项目如期投产铁路在12年后开始略有缓解，未来十二五期间东北地区煤炭净调入缺口仍将持续保持在4000多万吨水平，再考虑到内蒙煤炭及铁路项目审批程序多报批时间长，以及褐煤发热量较低，实际需求中消耗的原煤实物量比我们的计算结果应更高等保守因素，预计未来大东北区域煤炭供给偏紧的格局是较为确定的。

预计整个区域对褐煤的巨大需求将拉动未来褐煤价值的提升，考虑了运费、统一成4000大卡热值后，目前平庄和露天煤业的褐煤综合售价相比辽宁吉林消费地动力煤价格还存在100-150元/吨的差距（锡盟的褐煤价差更大）。在供给偏紧的市场情形下，我们认为未来各公司市场煤价格年均增长率10%，合同煤价基本稳定的假设并不激进。且价格上涨比成本上升弹性大，未来毛利率将逐年上升。

从价格角度，我们认为市场煤比例较大的平庄能源将具有更好的业绩提升能力。

有别于大众的认识

市场可能一直认为蒙东褐煤储量大、热值低，未来利用价值并不高，对于褐煤的长期价格并不看好。

但是我们认为为了弥补东北三省以及河北地区资源衰减所带来的煤炭供应短缺，蒙东褐煤将必须扮演整个大东北区域煤炭供给的主力军，而且根据蒙东煤炭项目和配套铁路运力的规划测算未来区域内煤炭供给偏紧的格局还将延续，持续的需求拉动下褐煤的价值将得到重估：铁路运力的提升将降低煤炭运输成本，使褐煤价格更具竞争力；未来市场竞争下，各公司将逐步提高市场煤销售比例，高热值煤走市场销售，低热值煤就地转化，提高综合销售价格。

目 录

1. 大东北区域占比全国煤炭消费 26%	6
1.1 东北老工业区煤炭消费持续增长	6
1.2 河北—资源加工业拉动煤炭消费	7
1.3 内蒙古：产业转移带动煤炭消费	8
1.4 十二五末净调入区消费量将增长 1.25 亿吨	8
2. “十二五”大东北区域整体供给偏紧	9
2.1 东北、河北、北京剩余储量有限 增产难度大	9
2.2 铁路运力 12 年有所缓解 但仍是瓶颈	11
2.3 蒙东将成主力军 大东北区域净调入仍有缺口	12
3. 分三大区域调配 持续供给紧俏将拉动褐煤价格发现	13
3.1 平庄霍林河离消费端最近 未来成长看白音华	14
3.2 锡林郭勒：就地转化项目+铁路外运+港口下水	15
3.3 呼伦贝尔供应蒙东北部+黑龙江西部	17
4. 需求拉动量价齐升 相关上市公司受益多	18
4.1 平庄露天：市场煤比例高 价格涨幅大	18
4.1.1 平庄能源体量小 注入后产能增两倍	19
4.1.2 露天煤业拟现金收购扎矿 拉开收购序幕	20
4.1.3 金山股份 11 年增长来自于白音华煤电联营	21
4.2 冀中能源与潞安环能也将受益	22
5. 估值与投资建议	23

图表目录

图 1：大东北区域煤炭市场供需格局逻辑图	5
图 2：大东北区域内煤炭产量占比全国 18%.....	6
图 3：大东北区域内煤炭消费占比全国 26%.....	6
图 4：东北工业产值占全国比重的历史演变，近十几年维持在 10%水平	6
图 5：东北三省煤炭消费逐年增长，近 5 年年均增速 8%（单位：百万吨） ..	7
图 6：内蒙煤炭消费量（左轴）和年均复合增长率（右轴）（单位：万吨、%）	8
图 7：平庄煤业、霍林河煤业距离东北消费端最近（蓝颜色标注）	15
图 8：“十二五”锡林郭勒盟铁路线路图	17
图 9：呼伦贝尔煤矿资源分布图	18
图 10：黑龙江煤矿主要分布在省东部	18
表 1：河北省工业主要下游产品产量及占比（单位：亿千瓦时、万吨）	7
表 2：各省份煤炭消费量（单位：万吨）	8
表 3：辽宁省煤炭企业产量产能及剩余储量（单位：万吨）	9
表 4：吉林省煤炭企业产量产能及剩余储量（单位：万吨）	10
表 5：黑龙江省煤炭企业产量与可采储量情况（单位：万吨）	10
表 6：河北省煤炭企业历年产量（单位：万吨）	10
表 7：京煤集团煤矿产量及储量情况（单位：万吨）	10
表 8：蒙东锡林郭勒盟配套铁路项目情况（单位：万吨）	11
表 9：朔黄铁路运量建成后运能逐步释放（单位：万吨、万吨公里）	11
表 10：蒙东国有重点矿煤矿产量及储量情况（单位：万吨）	12
表 11：大东北区域煤炭供需平衡表（单位：万吨）	12
表 12：平庄能源上市公司各矿井情况（单位：万吨）	14
表 13：平庄煤业集团各矿井情况（单位：亿吨、万吨、年）	14
表 14：露天煤业公司及霍林河煤业集团矿井情况（单位：亿吨、万吨、年、万元）	14
表 15：白音华煤田未来规划情况（单位：万吨、亿吨）	15
表 16：蒙东锡林郭勒盟煤炭项目情况（单位：万吨）	16
表 17：蒙东呼伦贝尔煤炭及配套项目情况（单位：万吨、亿吨）	17
表 18：蒙东呼伦贝尔煤炭及配套项目情况（单位：万吨、亿吨）	18
表 19：静态分析，统一发热量后褐煤价格提升空间 100-150 元/吨（单位：元/吨、元）	19
表 20：平庄能源盈利预测关键假设（单位：万吨、元/吨）	19
表 21：平庄能源盈利预测表（单位：百万元、元/股、百万股）	19
表 22：平庄能源资产注入测算假设（单位：元/吨、亿吨、百万元、百万股）	20
表 23：平庄注入白音华露天矿和元宝山露天矿盈利测算（单位：百万元、百万吨、百万股、元/股）	20

表 24: 露天煤业盈利预测关键假设 (考虑扎矿注入) (单位: 万吨、元/吨)	21
表 25: 露天煤业盈利预测表 (考虑扎矿注入) (单位: 百万元、元/股、百万股)	21
表 26: 金山股份电厂和煤矿资产未来盈利测算 (单位: 万吨、百万元、万千瓦、 亿千瓦时、元/股)	22
表 27: 冀中能源查干淖尔矿收购测算 (单位: 百万元、百万吨、百万股、元/ 股)	22
表 28: 潞安环能赛汗高毕矿收购测算 (单位: 百万元、百万吨、百万股、元/ 股)	23
表 29: 煤炭行业估值表 (单位: 元/股、倍)	25

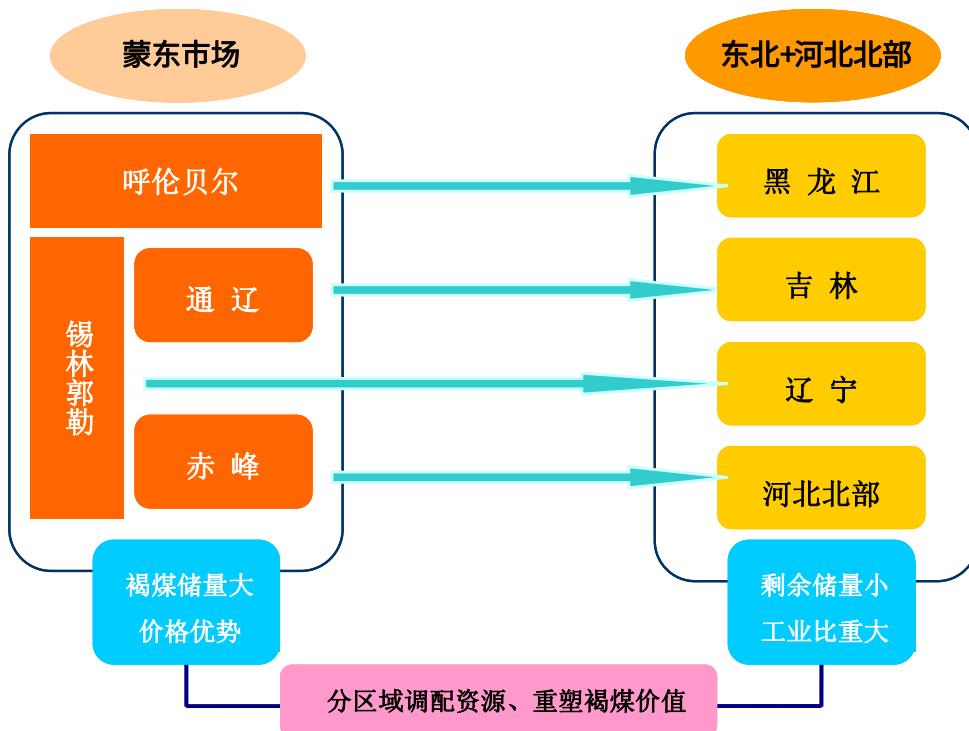
本报告主要研究未来几年蒙东、东北、河北、京津（以下简称大东北区域）煤炭供需市场形势。第一部分我们分东北、河北、蒙东三地区讨论未来煤炭需求情况；第二部分通过分析东三省及河北资源衰减，以及未来蒙东运力情况，得出整个区域未来将持续供给偏紧的结论。

第三部分我们进一步研究未来供给形势下市场的两个趋势：**1.褐煤价值提升**；**2.分三大区域调配资源**（赤峰通辽白音华区域=>辽宁吉林河北、锡林郭勒区域=>就地转化 铁路外运 港口下水、呼伦贝尔区域=>蒙东北部黑龙江西部）。第四部分就需求拉动及褐煤提价驱动下的受益公司情况进行测算。

最后我们给出个股选择建议：依次推荐**平庄能源**、露天煤业、金山股份、冀中能源、潞安环能。近期国电电力、粤电力、露天煤业（中电投）先后启动注入，大型电力集团市值管理逐步成为考核目标，预期未来资产重组将加快，平庄能源是国电集团旗下唯一煤炭上市平台，鉴于其未来受益褐煤提价充分，未来注入增厚较大，是本篇报告的首推品种，首次给予“增持”评级。

逻辑图如下：

图1：大东北区域煤炭市场供需格局逻辑图



资料来源：申万研究

1. 大东北区域占比全国煤炭消费 26%

众所周知，“大东北”区域是国家老工业基地，第二产业占比 GDP 在 50% 以上；该区域 2009 年耗煤总量大约为 8.4 亿吨（东三省 4 亿吨左右，河北 2.7 亿吨，京津地区 7000 多万吨，蒙东地区 1 亿吨左右），占全国耗煤总量比例达 26%，但产量总计只有 5.2 亿吨，只占到全国 18%，净调入量需求有 3.2 亿吨。由于火电、钢铁、焦炭、建材、化工五大重化工业在全国煤炭消费结构中占比 70% 左右。下面我们就首先来分析各省份的工业结构和煤炭需求情况。

图2：大东北区域内煤炭产量占比全国18%

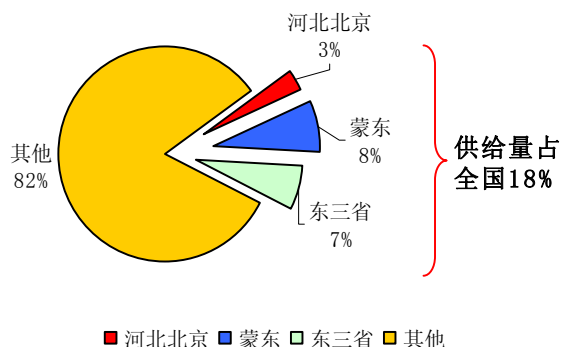
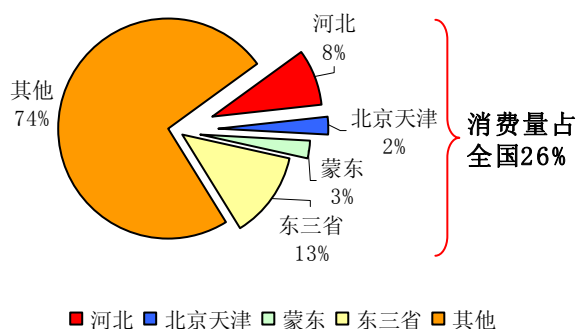


图3：大东北区域内煤炭消费占比全国26%



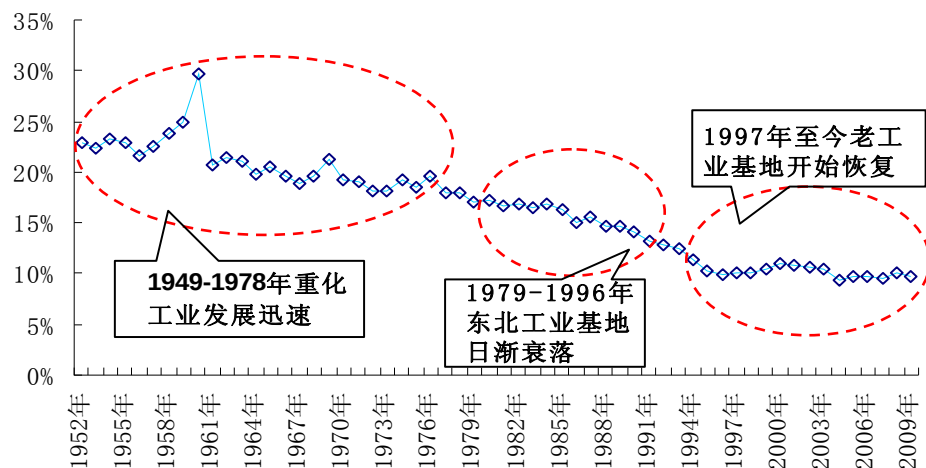
资料来源：CEIC、申万研究

资料来源：华通人、申万研究

1.1 东北老工业区煤炭消费持续增长

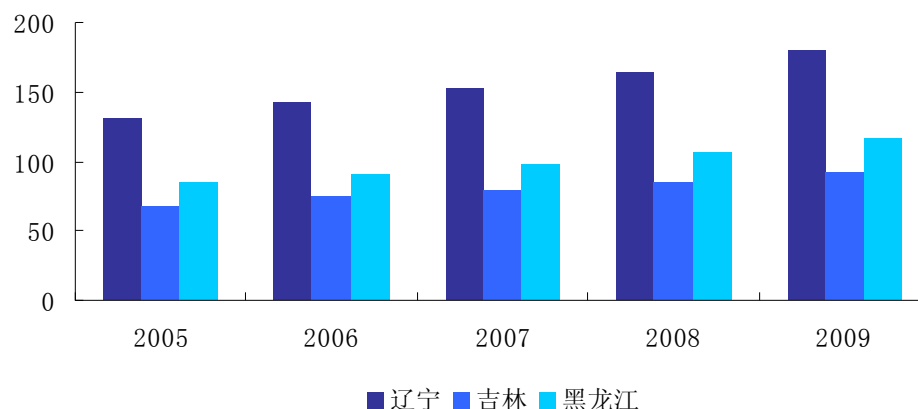
东北老工业区在解放初期，受益于国家发展重化工业政策而迅速发展，但随后因国企改革滞后在相当一段时间内发展缓慢，但经历了半个世纪的兴衰之后，目前三省合计工业产值依然占比 GDP 50% 以上。在煤炭终端消费结构中，第二产业消费占比 70%-80%。09 年东北三省合计煤炭消费量接近 4 亿吨，近 5 年年均增速 8%，预计未来在振兴老工业基地的政策指引下，煤炭需求还将持续增长。

图4：东北工业产值占全国比重的历史演变，近十几年维持在10%水平



资料来源：华通人、申万研究

图5：东北三省煤炭消费逐年增长，近5年年均增速8%（单位：百万吨）



资料来源：CEIC、申万研究

1.2 河北—资源加工业拉动煤炭消费

河北工业以资源加工业为主，是我国主要工业产品的生产地，目前第二产业占比全省 GDP 55%，十一五期间，火电量占比全国 6%左右，水泥产量占比全国 5-7%，生铁产量占全国比重 24%左右，焦炭占比 20%-27%，合成氨占比 6-7%。河北地区 09 年煤炭消费量 2.7 亿吨左右，京津两直辖市煤炭消费量 7500 多万吨。

表 1：河北省工业主要下游产品产量及占比（单位：亿千瓦时、万吨）

河北	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
火电	1294	1439	1576	1578	1707	1927
全国占比	6.6%	6.2%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%
水泥		8493	9358	8953	10611	9588
全国占比		7.1%	6.9%	6.4%	6.5%	5.1%
生铁	6766	8250	10484	11356	13085	16494
全国占比	20%	20%	22%	24%	24%	27%
焦炭	2459	3204	4034	3915	4711	5946
全国占比	11%	12%	12%	12%	14%	14%
合成氨		357	373	348	311	337
全国占比		7%	7%	7%	6%	6%

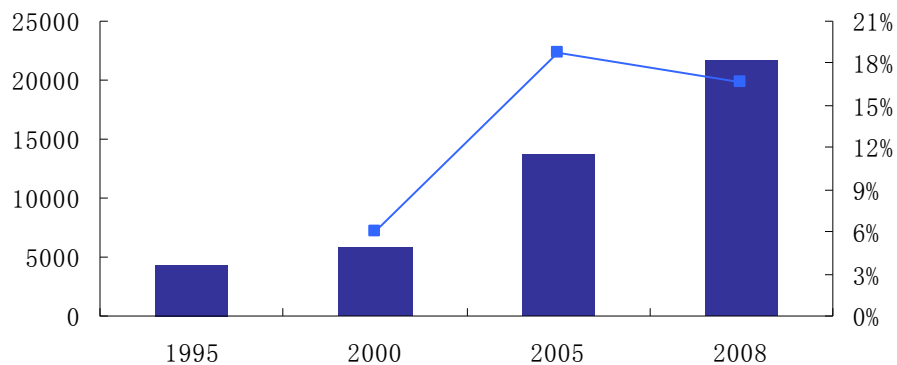
数据来源：国家统计局、申万研究

1.3 内蒙古：产业转移带动煤炭消费

内蒙古经济起步较晚，但是资源禀赋条件好，在国家产业政策推动下近些年工业发展迅速，各主要工业产品产量增长领先全国水平，目前，第二产业产值占比自治区 GDP 50%，煤炭消费结构中第二产业占比高达 92%，未来沿海产业转移和城镇化趋势还将继续带动第二产业发展，也将拉动上游煤炭消耗。08 年内蒙古煤炭消费量 2 亿多吨，05-08 年年复合增长率 16%。

另外，由于蒙东煤炭资源丰富，未来除了积极承接发达地区产业转移之外，还将逐步融入东三省和环渤海经济圈，实现区域经济互动产业对接，所以蒙东的煤炭消费除了 50%就地转化外，其余部分将主要用来补给东三省和河北煤炭净调入缺口。

图6：内蒙煤炭消费量（左轴）和年均复合增长率（右轴）（单位：万吨、%）



资料来源：CEIC、申万研究

1.4 十二五末净调入区消费量将增长 1.25 亿吨

考虑到未来经济转型的影响，假设“十二五”期间单位 GDP 煤耗年均下降 5%以上，那么东北三省煤炭需求将要从 4.4 亿吨增加到 5.1 亿吨，河北消费量要从 2.9 亿吨增加到 3.4 亿吨，京津地区从 7600 万下降到 7500 万吨，合计消费量从 8 亿吨增加到 9.3 亿吨。

表 2：各净调入省份煤炭消费量（单位：万吨）

各省份消费量	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
东北消费量小计	38819	41486	44221	46493	48185	49568	50610	51494
河北消费量	27442	27722	28838	29944	31035	32108	33156	34176
京津消费量	7620	7586	7623	7641	7638	7615	7572	7510
合计消费量	73881	76794	80682	84078	86859	89291	91338	93179

数据来源：统计年鉴、申万研究

2. “十二五”大东北区域整体供给偏紧

2.1 东北、河北、北京剩余储量有限 增产难度大

东三省合计可采储量 50-60 亿吨，产能 1.8 亿吨，预计未来产量将逐步衰竭。东北三省由于工业起步早，整体煤炭开采年份长，剩余储量有限且几无扩产空间。辽宁省剩余可采储量 19 亿吨，现有产能 5000 万吨左右，按照现有产能计算预计还可开采 30-40 年；吉林省剩余可采储量 7 亿吨左右，现有产能不足 5000 万吨，按照现有产能计算预计还可采不足 20 年；黑龙江省剩余可采储量不到 30 亿吨，当前年产量 8000 万吨左右，预计还可开采 30-40 年。

河北省剩余可采储量 30 多亿吨，现有产能 8000 多万吨（其中炼焦煤比例达到 50%），为了增加可采年限，河北省有意主动缩减区域内产能。通过一系列的资源整合后，目前河北煤炭主要由冀中能源和开滦集团两大集团构成，两集团产量占全省 90%。近几年，两集团都大力推进省外扩张来接续本部的衰竭，预计十二五期间省外矿井将陆续投产，届时省内产量也将逐步收缩。

北京市剩余可采储量 2.4 亿吨，现有产能 520 万吨，全部为无烟煤，预计未来产量基本稳定。北京市煤炭基本是京煤集团所有，公司未来发展主要在内蒙鄂尔多斯，预计本部不会有扩产计划。

总之，以上各地区国有矿储量有限，增产难；小煤矿经过关停整合，产量已开始迅速减少，未来的需求增长必须依靠外省净调入量来弥补缺口。

表 3：辽宁省煤炭企业产量产能及剩余储量（单位：万吨）

辽宁	可采储量	核定能力	06 产量	07 产量	08 产量
总量			6624.79	5962.7	5800.9
计算能力矿井		4977	5053.33	4653.11	4887.94
国有重点矿		4750	4889.52	4435.48	4789.49
抚顺	24120	520	492.86	407.14	400.19
阜新	26151	930	1035	857	1213
铁法	87264	2175	2163.26	2115.88	2140
南票	2751	225	194.4	185.46	180.6
沈阳	42703	900	1004	870	855.7
专营煤矿	2287	58	36.31	33.18	26.33
县营煤矿	2901	169	127.5	184.45	72.12
乡镇及以下煤矿			1571.46	1309.59	912.96

数据来源：煤炭工业年鉴、申万研究

表 4：吉林省煤炭企业产量产能及剩余储量（单位：万吨）

吉林	可采储量	核定能力	06 产量	07 产量	08 产量
总量			2706.07	3001.29	3618.7
国有重点矿			1298.25	1626.7	2057
辽源	24738.6	928	720.6	767.69	856
通化	8301	445	280.34	295.23	350
舒兰	1460	480	125.01	214.24	281
珲春	26029.6	605	128.87	302.19	500
杉松岗	944.5	83	43.43	47.35	70
地方煤矿	6394.2	338	414.23	402.32	292.9
集体及个人煤矿		1868	993.59	972.27	1269

数据来源：煤炭工业年鉴、申万研究

表 5：黑龙江省煤炭企业产量与可采储量情况（单位：万吨）

黑龙江	可采储量	05 产量	06 产量	07 产量	08 产量	09 产量
总量	284992	9500	10300	10065	9676	8749
国有重点矿	261257	5294	5374	5404	5495	5494
鸡西	82544	1257	1276	1291	1380.1	1379.7
鹤岗	83570	1565	1588	1562	1555.1	1554.7
双鸭山	66973	1241	1260	1280	1350.2	1349.8
七台河	28170	1231	1249	1270	1210.0	1209.6
地方煤矿	23735	4206	4926.22	4661.24	4180.65	3254.91

数据来源：煤炭工业年鉴、申万研究

表 6：河北省煤炭企业历年产量（单位：万吨）

河北	04 产量	05 产量	06 产量	07 产量	08 产量	09 产量
总量	7200	7600	7927	8390	7915	8900
国有重点矿	5329	5669	6001	6530	6504	8345
开滦集团	2612	2782	2882	3073	3286	4045
冀中能源	2717	2887	3119	3457	3218	4300
地方煤矿	1871	1931	1927	1860.35	1411	555

数据来源：煤炭工业年鉴、申万研究

表 7：京煤集团煤矿产量及储量情况（单位：万吨）

京煤集团	工业储量	可采储量	可采年限	核定产能	07 产量	08 产量	09 产量
木城涧	12619.0	9354.5	44.5	150	163	156	150
大台井	8388.9	6071.5	43.4	100	95	71	93
大安山	5942.3	4820.5	21.5	160	153	144	160
长沟峪	4737.7	3705.4	24.1	110	90	92	110
小计	31687.9	23951.9	—	520	501	463	513

数据来源：公司公告、申万研究

2.2 铁路运力 12 年有所缓解 但仍是瓶颈

东北的自产煤衰竭，未来煤炭消费则只能靠资源丰富且距离最近的蒙东调入量来补给。根据十二五期间各集团铁路的建设规划（见表 7），诸多煤矿配套的铁路将在 2012 年期间集中投产。如果这些项目都能如期投产的话，是不是就可以认为 12 年过后铁路运力就不再是束缚煤炭供给了呢？

答案是否定的。首先，**铁路运力主要取决于铁路干线的运能**：如果干线没有扩能，支线的运力是无法保证的。国家中长期铁路规划中双电气化蒙东煤炭大通道是从满洲里至锦州港，预计 12 年建成，设计运能 1 亿吨。其次，即使 12 年满锦线可以顺利通车，**铁路干线的运能也是逐步释放的**：根据朔黄线的经验，这种中长期设计的运能不会一次性地释放（见表 8），朔黄线 2001 年实现路港贯通，当年的运量只有 1655 万吨，凭借每年 2000 万吨左右的增长，直至 15 年才接近 1 亿吨运量。最后，**股东较多导致运力协调问题**，和神朔黄铁路大干线（神华和铁道部合资）相比蒙东的铁路建设由地方政府和相关企业分段承包建设，股权结构较为复杂，未来运力协调势必复杂，运输效率的提升可能需要更长的时间。

因此，我们认为如果支线和干线都能够在 12 年如期投产的话（较为乐观的假设），那么 12 年蒙东的运力将有所缓解，但运力仍将是制约煤炭供给的瓶颈。

表 8：蒙东锡林郭勒盟配套铁路项目情况（单位：万吨）

铁路名称	受益集团	开工时间	投产时间	投资公司	近期规划运力
巴（巴彦乌拉）—新（阜新邱）	春城集团	2007	2012	大唐、春城、华润	1200
赤大白（赤峰---大板---白音华）	中电投蒙东能源	2005	2009	中电投白音华煤电	1945
锡乌（锡林浩特-西乌旗-乌兰浩特）			2012	集通、中电投、华润	1400
巴彦乌拉至珠恩嘎达布其口岸		2010		集通、国电、大唐	1244
乌拉盖—霍林河铁路	锡林河、新汶	2011	2012	沈阳铁路局和锡林河	1000
林白（林东-白音诺尔-白音华）	平庄能源	2008	2012	国电蒙能铁路	1090
锡林浩特至多伦复线	神华、大唐	2008	2011	集通公司	
白浩线（白音库伦至浩来呼热）	大唐国际	2008	2009	大唐国际	2600
浩赤线（浩来呼热-赤峰）	大唐国际	待批			
正蓝旗至张家口（经黑城子矿）	冀中、大唐	2010	2012	大唐、集通、冀中	1000
锡林浩特-二连浩特	芒来煤矿	2011	2013	集通	2410

数据来源：公开资料、申万研究

表 9：朔黄铁路运量建成后运能逐步释放（单位：万吨、万吨公里）

项目	2001	2002	2003	2004	2005
运量	1655	3254	5430	7470	9550
货物周转量	676339	1620893	2773807	3787331	5116737

数据来源：公开资料、申万研究

2.3 蒙东将成主力军 大东北区域净调入仍有缺口

蒙东煤炭资源丰富，资源储量 1000 亿吨以上，煤质以褐煤为主，煤矿赋存条件好，露天矿较多，易于开采，扩产容易。蒙东的产煤主体主要是赤峰的平庄集团（实际控制方-国电）、通辽的露天煤业（实际控制方-中电投）；呼伦贝尔市的扎赉诺尔（控股股东华能）宝日希勒（控股股东神华）大雁煤业（控股股东鲁能）伊敏煤电（控股股东华能）；以及煤炭资源丰富的锡林郭勒盟。

为了弥补东北河北地区资源衰减所带来的煤炭供应短缺，蒙东褐煤将扮演整个大东北区域煤炭供给的主力军。预计十二五期间，蒙东煤炭产量将从 2.8 亿吨增加至 4.8 亿吨（锡盟将有 1.5 亿吨以上增量），考虑到政府规定内蒙煤 50% 左右进行就地转化，推算蒙东外运量将从 1.6 亿吨增至 2.6 亿吨。考虑到未来经济转型的影响，假设“十二五”期间单位 GDP 能耗年均下降 5% 以上，那么东北三省的煤炭需求也要从 4.4 亿吨增加到 5.1 亿吨，河北消费量从 2.9 增加到 3.4 亿吨。再结合之前对于铁路运力的分析，加上东三省河北北京自产煤的供给（增量有限）和山西蒙西净调入量的逐步增加，（且不考虑褐煤发热量较低，未来需要煤炭实物量更多）那么到 15 年大东北区域净调入仍有 4000 万吨缺口。

表 10：蒙东国有重点煤矿产量及储量情况（单位：万吨）

蒙东	可采储量	核定能力	06 产量	07 产量	08 产量
国有重点矿	10922336	6227	5960.04	7299.21	9139.65
平庄	145741	1528	1384.83	1757.55	2002.07
扎赉诺尔	162797	694	625.07	643.59	633.78
大雁煤业	11657	625	470	505	570
露天煤业	181782	1520	2059.64	2717.28	3606.29
宝日希勒	1318878	1000	579.51	735.27	944.58
伊敏煤电	9198676	860	840.99	940.52	1382.93

数据来源：煤炭工业年鉴、申万研究

表 11：大东北区域煤炭供需平衡表（单位：万吨）

供需平衡表	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
锡林郭勒	4666	7216	12710	15475	18245	21875	25325	28820
通辽霍林河	3606	3600	3600	3600	3600	3600	3600	3600
平庄-不含白音华	2002	2000	1850	1850	1850	1850	1850	1850
呼伦贝尔	3531	4308	4800	5430	6200	6920	7790	8620
蒙东地方煤矿	5050	5808	5254	5359	5466	5576	5687	5801
蒙东产量合计	18855	22932	28214	31714	35361	39821	44252	48691
蒙东就地消费量	7960	9623	12500	14190	15952	18104	20245	22389
蒙东调入量	10895	13309	15714	17525	19409	21717	24007	26302
蒙西调入量	8620	10660	10681	10895	11113	11335	11562	11793

山西调入东北	1280	986	1027	1032	1037	1042	1047	1053
山西调入河北	17144	14009	16407	16490	16572	16655	16738	16822
山西调入京津	2990	2621	3105	3120	3136	3152	3167	3183
合计调入量	40928	41585	46934	49061	51267	53900	56522	59153
黑龙江产量	9676	8749	8024	8024	8024	8024	8024	8024
吉林产量	3940	4401	4522	4658	4798	4942	5090	5243
辽宁产量	6416	6624	6632	6765	6900	7038	7179	7323
东北产量小计	20031	19774	19179	19447	19722	20004	20293	20590
河北+北京产量	8480	9136	9430	9430	9430	9430	9430	9430
合计产量	28511	28910	28609	28877	29152	29434	29723	30020
黑龙江消费量	11204	11214	11600	11848	12048	12176	12218	12233
吉林消费量	9162	10084	10940	11708	12447	13030	13530	13958
辽宁消费量	18453	20188	21681	22937	23690	24361	24862	25303
东北消费量小计	38819	41486	44221	46493	48185	49568	50610	51494
河北消费量	27442	27722	28838	29944	31035	32108	33156	34176
京津消费量	7620	7586	7623	7641	7638	7615	7572	7510
合计消费量	73881	76794	80682	84078	86859	89291	91338	93179
平衡项	4442	6299	5139	6139	6440	5956	5093	4007

数据来源：煤炭资源网、申万研究

3. 分三大区域调配 持续供给紧俏将拉动褐煤价格发现

分析过大东北区域未来的煤炭供需格局后，我们认为未来蒙东褐煤市场有望实现量价齐升。接下来我们分析在这样的供需市场下，未来哪些变化可以指导我们去投资：

第一个变化：低售价限制了褐煤的运输半径一般在 500 公里以内，由于运输半径的限制，所以未来大东北的资源调配将大致可以分为以下三个区域：

1. 赤峰+通辽+白音华区域：主要供给辽宁+吉林+河北京津
2. 锡林郭勒区域：就地转化项目+铁路外运+港口下水
3. 呼伦贝尔区域：主要供给蒙东北部+黑龙江西部

第二个变化：由于褐煤发热量低，而且产地距离消费地较远，铁路运力有限，所以平均售价一直较低（200 元/吨左右），未来大的市场环境将催生褐煤价格逐步发现，理由有三个：

1. 未来区域内持续的供给偏紧
2. 铁路运力的提升降低煤炭运输成本，使褐煤价格更具竞争力

3. 在供给偏紧的市场中，公司将逐步提高市场煤销售比例，高热值煤走市场销售，低热值煤就地转化。

下面我们将分三个区域分别讨论未来资源调配情况。

3.1 平庄霍林河离消费端最近 未来成长看白音华

平庄煤业集团隶属于国电集团，拥有平庄和元宝山煤田，现有产能规模 2500 万吨，可采储量 14.57 亿吨；拥有上市平台平庄能源（000780），上市公司体内产能 1000 万吨左右，可采储量 3.27 亿吨。集团未来产量扩张主要在白音华露天一号矿，且集团上市时承诺适时将白音华一号矿和元宝山露天矿注入上市公司。平庄铁路煤主要通过叶赤线（从赤峰至叶柏寿）达叶柏寿后再到锦州；沙通铁路（从通辽经赤峰到北京），而且公司近两年已经开始在河北布局。

表 12：平庄能源上市公司各矿井情况（单位：万吨）

上市公司矿井	设计产能	核定产能	资源储量	2005 产量	2009 产量
西露天矿	150	210	6187	167	280
风水沟	90	210	13290	206	256
老公营子矿	120	150	120		182
古山矿	30	135	1464.9	131	137
六家矿	90	120	11679	111	148

数据来源：公司公告、申万研究

表 13：平庄煤业集团各矿井情况（单位：亿吨、万吨、年）

集团矿井	可采储量	核定产能	服务年限
白音华露天一号矿	7.38	1500	48
元宝山露天矿	3.92	1000	71
红庙矿		160	
五家矿	西露天矿深部资源	30	
元宝山矿	资源枯竭	10	

数据来源：公司公告、申万研究

露天煤业隶属于中电投蒙东能源，位于霍林河煤田，现有产量规模 4000 多万吨，可采储量 18.18 亿吨；是中电投集团下唯一的煤炭上市平台--露天煤业（002128）。集团上市时承诺适时将扎哈淖尔矿和白音华三号矿采矿权注入上市公司，近期公司拟用自有资金 10 亿元收购扎哈淖尔矿资产，预计 11 年形成产能 1500 万吨；期待公司下一次白音华三号矿的注入。另外，中电投集团和中电投蒙东能源还共同拥有白音华露天二号矿。

表 14：露天煤业公司及中电投蒙东能源集团矿井情况（单位：亿吨、万吨、年、万元）

	股权比例	可采储量	产能	服务年限	采矿权价款
一号露天煤	100%	13.23	1900	95	39225
鲁霍	66.7%	0.35	500	36.6	1232.97

扎哈淖尔二号露天矿	拟注入	4.60	1500	55	93674.52
白音华三号露天矿	中电投蒙东能源所有	13.76	1400	98	
合计		31.94	5300		

数据来源：公司公告、申万研究

图7：平庄煤业、霍林河煤业距离东北消费端最近（蓝颜色标注）



资料来源：申万研究

白音华煤田规划有四个大型露天矿，现已全部开始建设，09年总计产量1586万吨，预计10年产量为3000万吨左右，十二五末将达到5500万吨。平庄一号露天矿未来销售将先走林白铁路（林东至白音华；预计2011年底投产，届时释放运力1090万吨），然后从林东到通辽，再到吉林或齐齐哈尔。中电投拥有的二号三号矿将通过赤大白铁路（白音华-大板-赤峰，已建成）未来可以延伸到锦州港实现下水销售。

表 15：白音华煤田未来规划情况（单位：万吨、亿吨）

白音华矿井	集团	一期产能	二期产能	资源储量	配套工业	铁路
一号露天矿	平庄集团	700	1500	140.7	年产500万吨褐煤干燥项目	林白铁路
二号露天矿	中电投集团	500	1500		电厂8×600MW，一期2×600MW	赤大白铁路
三号露天矿	中电投蒙东能源	1400			1500万吨褐煤提质；电厂2×135MW	赤大白铁路
四号露天矿	海州阜新矿业	500	1000		金山一期2×600MW，二期2×660MW	坑口耗用

数据来源：申万研究

3.2 锡林郭勒：就地转化项目+铁路外运+港口下水

锡林郭勒资源储量800多亿吨，占到蒙东储量的80%，运距较赤峰和通辽较大，所以配套的就地转化项目较多，而且外运更加依靠铁路和港口的运力。09年锡盟产量7200多万吨，十二五规划产量3亿吨，较乐观估计蒙东各铁路项目能够如期释放运量的话（见图8），预计调出量将从09年的3700多万吨增减

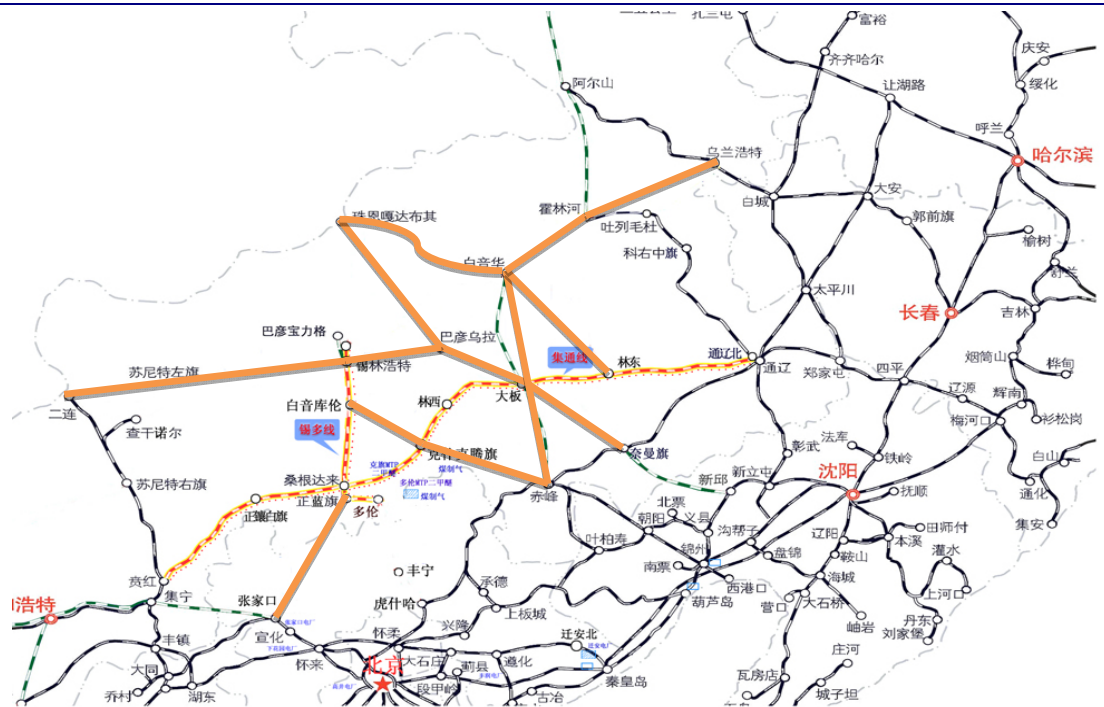
到 1.5 亿吨。近年来，多家煤电集团都在锡盟“跑马圈地”，预计未来产能将随铁路运力一起释放。各煤田项目具体情况见下表。

表 16：蒙东锡林郭勒盟煤炭项目情况（单位：万吨）

煤田	集团	矿井	一期 产能	二期 产能	资源 储量	2010E 产量	配套工业
吉林郭勒	辽宁春城集团	一号露天矿	300		24.17	500	500 万吨褐煤干燥项目
		二号露天矿	700	1800			
		一号矿井	120				
		二号矿井	120				
五间房	华润集团	西一号西二号	2000	5920	45		2×660MW 空冷机组
	大唐国际	东一号东二号	1500		56		
胜利煤田	神华胜利能源	西一号露天矿	1000	2000	21.4	3300	上都三期 2×660MW； 胜利坑口 16×660MW
	大唐国际	东二号露天矿	1000	3000	47		空冷 8×660MW； 年产 40 亿立方米煤制天然气
	锡林浩特煤矿	宏文西二号露天	1000		7.63		
	蒙能锡林热电	蒙能西二号露天	240				蒙元 300 万吨褐煤提质； 电厂一期 2×300MW
	唐山宏文集团	西一号矿井			5.48		
	协鑫、伊泰	东三号露天			33.5		
	预留资源	东一号露天+井工			47.65		
	乌兰图嘎公司	西二号露天	120		1.17		
巴彦宝力格	协鑫锡林矿业	巴彦宝力格	800		74.46	12 年投产	协鑫 2×300MW 热电联产； 100 万吨二甲醚项目
	北方联合电力	朝克乌拉	800			11 年投产	北方联合 4×660MW 电厂； 400 万吨褐煤提制
		大梁矿井	500				
贺斯格乌拉	锡林河煤化工	南露天	300	1500	12.084	1000	92 万吨合成氨、160 万吨尿素
	锡林河煤化工	贺矿井	120		1.726		一期 2×80,二期 4×80 万吨化肥
	新汶集团	农乃庙	500		9.1		120 万吨甲醇，37 万吨聚丙烯， 90 万吨褐煤提质
							国电 6×660MW 空冷； 北方 2×600+4×1000MW 空冷
黑城子煤矿	北方联合电力		300		6.87	12 年投产	黑城子香江集团 120 万吨甲醇
查干淖尔	冀中能源	一号矿井	800	2011	29.72	12 年投产	鲁能一期 2×660MW ，二期 4×660MW
		二号矿井	400				年产 120 万吨甲醇及下游产品
			红格尔煤田	400		8.96	
赛汗高毕	潞安集团		300	500	6.7	2011 年	煤制烯烃、煤制醇醚和 500 万吨以上煤基合成油

数据来源：煤炭资源网、申万研究

图8：“十二五”锡林郭勒盟铁路线路图



资料来源：申万研究

3.3 呼伦贝尔供应蒙东北部+黑龙江西部

呼伦贝尔位于蒙东北部，煤矿主要有神华宝日希勒、华能伊敏煤电和扎赉诺尔、鲁能大雁矿业。由于呼伦贝尔市紧邻黑龙江，龙煤集团矿井主要分布在省东部，而且黑龙江省内煤炭产量已不能完全保证省内需求了（从2008年开始黑龙江从净调出省变为净调入省份了），所以呼伦贝尔褐煤除了保证当地消费外，未来将主要被调配到黑龙江西部城市，如齐齐哈尔、大庆等地。

表 17：蒙东呼伦贝尔煤炭及配套项目情况（单位：万吨、亿吨）

项目	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
消费量	8560	9025	9863	11204	11214	11600	11848	12048	12176	12218	12233
产量	9737	10282	10065	9676	8749	8024	8024	8024	8024	8024	8024
净调入量	-1177	-1257	-202	1528	2465	3576	3824	4024	4152	4194	4208

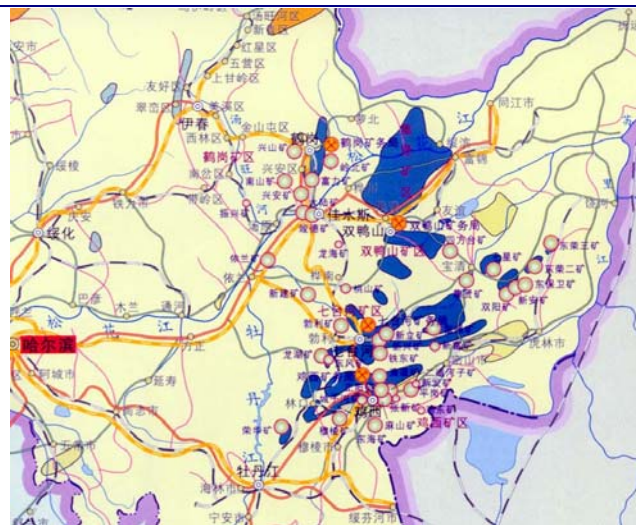
数据来源：煤炭资源网、申万研究

图9：呼伦贝尔煤矿资源分布图



资料来源：申万研究

图10：黑龙江煤矿主要分布在省东部



资料来源：申万研究

表 18：蒙东呼伦贝尔煤炭及配套项目情况（单位：万吨、亿吨）

煤田	集团	矿井	一期 产能	二期 产能	资源 储量	2010E 产量	配套工业和铁路项目
伊敏煤田	华能伊敏煤电	露天+井工	2000	3000	126	1580	华能煤电联营 2×500MW+4×600MW
大雁煤田	鲁能大雁矿业	东部区	650		97.2	700	哈尔滨-满州里铁路 由东向西在煤田境内通过
		西部区					
		伊敏河东区	500	1800			鄂温克电厂 2×600MW +4×600MW 发电机组
宝日希勒	神华宝日希勒	露天煤矿	1000		131.9	1600	自备铁路专用线，铁路全长 43 公里， 6 台机车外运煤炭，与滨州铁路相连接
		二号露天矿		3000			
扎赉诺尔	华能扎赉诺尔	灵泉	180	3330	101	1020	满洲里—新巴尔虎右旗— 新巴尔虎左旗—伊尔施铁路建设项目
		灵东矿	500				
		灵北	60				
		铁北	150				
		灵泉露天矿	130				

数据来源：煤炭资源网、申万研究

4. 需求拉动量价齐升 相关上市公司受益多

4.1 平庄露天：市场煤比例高 价格涨幅大

距离东三省消费地最近的两家煤炭上市公司是平庄能源、露天煤业。比较它们的褐煤综合售价和辽宁阜新、吉林通化两个地区的动力煤价格，我们发现在考虑了运费、统一成 4000 大卡热值后，目前褐煤价格还存在 100-150 元的差距。

我们假设未来几年平庄和露天的市场煤价格年均增长率为 10%，合同电煤价格由于受当地电力企业限制所以涨幅有限，我们保守地估计合同电煤价不增长，那么在未来供给偏紧的市场环境下，我们的假设并不激进。所以，如果平庄电煤比例维持 40%，露天煤业电煤比例 50%，那么整体而言平庄综合售价年均增长 $6\% = (1-40\%) \times 10\%$ ，露天综合售价年均增长 $5\% = (1-50\%) \times 10\%$ 。

表 19：静态分析，统一发热量后褐煤价格提升空间 100-150 元/吨（单位：元/吨、元）

	2007	2008	2009	2010E	发热量	Q4000 价格	铁路运费	含运费价格
平庄能源	202.9	277.5	256.1	269.0	3750	286.9	30	316.9
露天煤业	105.7	121.0	126.3	145.3	3150	184.5	60	244.5
辽宁阜新		335.68	307.80	400.00	4000	400.0		400.0
吉林通化			325.22	420.00	4000	420.0		420.0

数据来源：公司公告、申万研究

4.1.1 平庄能源体量小 注入后产能增两倍

不考虑资产注入，平庄能源 10 年盈利预测 0.67 元/股，11-15 年盈利预测分别为 0.74、0.84、0.96、1.09、1.21 元/股（现有股本计算）。由于集团承诺未来要将白音华一号矿、元宝山露天矿注入上市公司，两矿井一期产能 1700 万吨，二期 2500 万吨，注入后公司产能可以增长两倍，假设以增发收购资产方式注入，那么根据我们的测算，11-15 年业绩分别 1.27、1.48、1.73、2.00、2.29 元/股（考虑增发摊薄股本），11-15 年平均增厚幅度在 80%。注入后对应 11、12 年动态估值分别为 8.6 倍、7.4 倍。

表 20：平庄能源盈利预测关键假设（单位：万吨、元/吨）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
产量	566.18	921.19	1003	1024	1024	1024	1024	1024
销量	566.18	921.19	1005.29	1024	1024	1024	1024	1024
代销量	625	1029	1077	1100	1100	1100	1100	1100
价格	179.6	237.2	218.9	239.7	254.1	269.4	285.5	302.7
单位生产成本	127.0	116.5	137.5	138.9	143.1	147.3	151.8	156.3
毛利率	29%	51%	37.2%	42.8%	44.5%	46.0%	47.6%	49.0%

数据来源：公司公告、申万研究

表 21：平庄能源盈利预测表（单位：百万元、元/股、百万股）

平庄能源利润表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	1,336	2,619	2,688	2,983	3,190	3,414	3,655	3,916
二、营业总成本	1,241	1,885	2,138	2,193	2,313	2,417	2,519	2,627
其中：营业成本	964	1,564	1,765	1,808	1,880	1,956	2,035	2,119
营业税金及附加	37	67	76	95	115	130	139	149

销售费用	9	6	11	12	13	14	14	16
管理费用	161	220	277	298	319	341	366	392
财务费用	71	32	(3)	(16)	(15)	(25)	(37)	(49)
资产减值损失	(1)	(4)	12	(4)	2	2	2	2
三、营业利润	93	734	550	790	877	997	1,136	1,289
加：营业外收入	211	12	6	0	0	0	0	0
减：营业外支出	1	17	8	0	0	0	0	0
四、利润总额	303	729	548	790	877	997	1,136	1,289
减：所得税	179	212	79	114	127	144	165	187
五、净利润	125	517	469	675	750	853	971	1,102
归属于母公司所有者的净利润	125	517	469	675	750	853	971	1,102
六、基本每股收益	0.17	0.61	0.46	0.67	0.74	0.84	0.96	1.09
全面摊薄每股收益	0.12	0.51	0.46	0.67	0.74	0.84	0.96	1.09
全面摊薄总股本	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014

数据来源：公司公告、申万研究

表 22：平庄能源资产注入测算假设（单位：元/吨、亿吨、百万元、百万股）

注入白音华一号矿、元宝山露天矿			
吨采矿权	1.5	吨建设成本	250
储量合计	11.3	产能合计	1700
采矿权	1695	建设投资	4250
净资产价值	5945	增发股本	540
增发价	11	增发后股本	1555

数据来源：申万研究

表 23：平庄注入白音华露天矿和元宝山露天矿盈利测算（单位：百万元、百万吨、百万股、元/股）

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
白音华一号矿	500	600	700	800	900	1000
元宝山露天	900	1000	1000	1000	1000	1000
产量合计	1400	1600	1700	1800	1900	2000
净利润	953	1225	1456	1717	2011	2342
增发后股本	1555	1555	1555	1555	1555	1555
增发后两矿 EPS 贡献	0.61	0.79	0.94	1.10	1.29	1.51
合计 EPS	1.05	1.27	1.48	1.73	2.00	2.29

数据来源：公司公告、申万研究

4.1.2 露天煤业拟现金收购扎矿 拉开收购序幕

露天煤业 10 年盈利预测 1.05 元/股，拟现金收购扎哈淖尔矿，11 年达到产能 1500 万吨，可采储量 4.6 亿吨，净资产作价 10 亿元，预计 11 年扎矿明年贡献产量 1000 万吨，吨净利 25 元，将增厚 EPS 0.19 元，那么 11-15 年盈利预测分别为 1.30、1.46、1.63、1.81、1.96 元/股，对应 11 年 PE16 倍。另外，集团还

承诺注入白音华三号矿（规划 1400 万吨产能）采矿权，假设公司还以现金收购，按照 20 元/吨净利计算，白音华三号矿未来正常年份可贡献业绩 0.21 元/股，假设 11 年注入，注入后业绩 11 年业绩 1.51 元/股，11PE 13.7 倍。

表 24：露天煤业盈利预测关键假设（考虑扎矿注入）（单位：万吨、元/吨）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
产量	2717	3606	4216	4300	5300	5406	5514	5624
销量	2726	3682	4340	4408	5300	5406	5514	5624
价格	93.5	103.4	108.0	125.7	133.2	139.9	146.9	154.2
吨煤生产成本	61.80	68.84	74.42	75.91	78.19	80.53	82.95	85.44
毛利率	33.9%	33.5%	31.1%	39.6%	41.3%	42.4%	43.5%	44.6%

数据来源：公司公告、申万研究

表 25：露天煤业盈利预测表（考虑扎矿注入）（单位：百万元、元/股、百万股）

露天煤业利润表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	2,611	3,883	4,789	5,646	7,170	7,675	8,215	8,794
二、营业总成本	2,060	3,035	3,739	3,949	5,064	5,304	5,564	5,838
其中：营业成本	1,708	2,643	3,205	3,331	4,211	4,421	4,641	4,872
营业税金及附加	98	138	168	226	359	384	411	440
销售费用	75	90	126	136	172	184	197	211
管理费用	138	196	229	265	337	361	386	413
财务费用	38	42	7	(11)	(26)	(49)	(75)	(102)
资产减值损失	2	26	5	2	11	4	4	4
三、营业利润	575	885	1,092	1,697	2,106	2,371	2,651	2,955
加：营业外收入	1	3	163	10	10	10	10	0
减：营业外支出	0	8	3	0	0	0	0	0
四、利润总额	575	880	1,251	1,707	2,116	2,381	2,661	2,955
减：所得税	83	122	221	253	313	352	394	437
五、净利润	492	659	1,031	1,455	1,803	2,029	2,267	2,518
归属于母公司所有者的净利润	481	720	978	1,389	1,722	1,937	2,165	2,405
六、基本每股收益	0.74	0.85	0.88	1.26	1.56	1.75	1.96	2.17
全面摊薄每股收益	0.36	0.54	0.74	1.05	1.30	1.46	1.63	1.81
全面摊薄总股本	1,327	1,327	1,327	1,327	1,327	1,327	1,327	1,327

数据来源：公司公告、申万研究

4.1.3 金山股份 11 年增长来自于白音华煤电联营

白音华金山电厂项目由金山热电股份公司、辽宁能源投资公司、丹东东方新能源公司、辽宁阜新矿业集团按 31%、30%、30%、9% 股权比例共同开发建设，预计今年年底一期 2×600MW 空冷发电机组可以顺利投产，另外金山股份还拥有白音华四号露天矿 20% 的股权（阜新矿业控股 80%，一期规划 500

万吨)，届时也将贡献投资收益。根据我们的测算 11 年-15 年煤电联营项目贡献公司投资收益为 0.23、0.25、0.28、0.31、0.34 元/股。10 年业绩 0.26 元/股，11 年业绩 0.63 元/股，对应 10PE 33 倍，11PE 13.7 倍。

表 26：金山股份电厂和煤矿资产未来盈利测算（单位：万吨、百万元、万千瓦、亿千瓦时、元/股）

生产指标	单位	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
煤矿股权	%	20%	20%	20%	20%	20%
年产量	万吨	500	600	700	800	900
净利润	百万元	44	84	129	178	232
投资收益	百万元	8.8	16.8	25.7	35.5	46.4
煤矿 EPS	元/股	0.03	0.05	0.08	0.10	0.14
电厂股权	%	31%	31%	31%	31%	31%
装机容量	万千瓦	120	120	120	120	120
利用小时	小时	4000	4200	4400	4600	4800
售电量	亿千瓦时	45.60	47.88	50.16	52.44	54.72
含税上网电价	元/千瓦时	0.3447	0.3447	0.3447	0.3447	0.3447
供电煤耗	克/千瓦时	330	330	330	330	330
净利润	百万元	225	220	222	223	223
投资收益	百万元	69.8	68.1	68.7	69.3	69.0
电厂 EPS 贡献	元/股	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
合计 EPS 贡献	元/股	0.23	0.25	0.28	0.31	0.34

数据来源：公司公告 申万研究

4.2 冀中能源与潞安环能也将受益

冀中能源集团在锡盟阿巴嘎旗查干淖尔矿区拥有 36.68 亿吨褐煤资源储量，规划产能 1600 万吨（一号矿井 800 万吨，二号矿井 400 万吨，红格尔 400 万吨），冀中控股 51%，鲁能占比 49%，配套电厂一期 2×660MW（鲁能控股 51%，冀中 49%），13 年电厂一期可以投产，年消耗煤 450 万吨，二期 4×660MW。铁路专用线从坑口到白音库伦（铁路投资 14 个亿冀中控股 51%，鲁能 49%），接锡多线，再接正蓝张铁路（预计 12 年投产）和京包线。

根据测算查干淖尔煤矿净资产价值 18.4 个亿，所以预计上市公司采用现金收购的概率较大，预计收购资产 15 年可以贡献业绩 0.31 元/股。

表 27：冀中能源查干淖尔矿收购测算（单位：百万元、百万吨、百万股、元/股）

2015 年盈利测算		净资产测算	
权益产量	816	吨采矿权	1.5
煤炭价格	152	可采储量	22
吨成本	89	采矿权	1010
吨期间费用	11	吨建设成本	200
煤矿净利润	357.9	权益产能	816

股本	1156	建设投资	832
原有资产净利润	3675	净资产价值	1842
原有资产 EPS	3.18	收购煤矿 EPS	0.31
收购后 EPS	3.49		

数据来源：申万研究

潞安集团内蒙古潞蒙能源公司赛汗高毕煤矿位于锡盟苏尼特右旗，核实储量 6.7 亿吨，规划面积 40 平方公里，项目分两期建设，一期年产 300 万吨，二期达到 500 万吨，配套转化项目为煤制烯烃等煤化工产品。根据测算，矿井净资产价值 17 个亿，现金收购后 15 年可增厚公司业绩 0.22 元/股。

表 28：潞安环能赛汗高毕矿收购测算（单位：百万元、百万吨、百万股、元/股）

2015 年盈利测算		净资产测算	
产量	500	吨采矿权	1.5
煤炭价格	152	可采储量	6.7
吨成本	89	采矿权	603
吨期间费用	11.0	吨建设成本	220
煤矿净利润	258.0	产能	500
股本	1151	建设投资	1100
原有资产净利润	3057	净资产价值	1703
原有资产 EPS	2.66	收购煤矿 EPS	0.22
收购后 EPS	2.88		

数据来源：申万研究

5. 估值与投资建议

根据我们对大东北区域（东北、蒙东、河北北部）供需情况的分析，假设东北三省未来单位 GDP 煤炭能耗年均下降 5%，区域内煤炭自产量保持稳定略有增长，且蒙东褐煤及其配套铁路转化产品大部分项目如期投产铁路在 12 年后开始略有缓解，未来十二五期间东北地区煤炭净调入缺口仍将持续保持在 4000 多万吨水平，再考虑到内蒙煤炭及铁路项目审批程序多报批时间长，以及褐煤发热量较低，实际需求中消耗的原煤实物量比我们的计算结果应更高等保守因素，预计未来大东北区域煤炭供给偏紧的格局是较为确定的。

预计整个区域对褐煤的巨大需求将拉动未来褐煤价值的提升，考虑了运费、统一成 4000 大卡热值后，目前平庄和露天煤业的褐煤综合售价相比辽宁吉林消费地动力煤价格还存在 100-150 元/吨的差距（锡盟的褐煤价差更大）。在供给偏紧的市场情形下，我们认为未来各公司市场煤价格年均增长率 10%，合同煤价基本稳定的假设并不激进。且价格提升比成本上涨幅度大，未来毛利率将逐年提升。

在我们对中长期大东北区域性市场供需格局研究的基础上，我们认为平庄能源是未来区域内受益最大的品种，市场煤比例最高（09 年市场煤比例 60%，

10 年中期市场煤比例提高至 70%多），而且赤峰地区离辽宁、河北北部、吉林等消费地比较近，未来褐煤提价公司受益最大，且平庄未来体外可注入的产能是公司现有产能 2 倍多，注入后业绩可以增长 80%。今年业绩 0.67 元/股，当前 PE 估值 16 倍，11 年 0.74 元/股，11 年 PE 14.6 倍，不考虑注入估值处于行业平均水平，如果考虑注入对应 11、12 年动态估值分别为 8.6 倍、7.4 倍。

同样的逻辑下，我们认为露天煤业受益次之，预计 10 年业绩 1.05 元/股（当前 PE19.8 倍），11 年业绩 1.30 元/股（PE16 倍），虽然不具备估值优势，但是露天煤业短期具备催化因素，长期也将受益褐煤提价和区域需求。另外，根据我们的测算，冀中能源、潞安环能在蒙东的资产如果考虑现金收购的话，15 年也将分别贡献业绩 0.31 元/股和 0.22 元/股。金山股份在白音华的煤电联营项目 11 年将有 0.23 元/股的业绩贡献，11 年业绩 0.63 元/股，对应 11PE14 倍。

整个大东北区域受益品种依次推荐顺序为：**平庄能源**、露天煤业、金山股份、冀中能源、潞安环能。另外，近期国电电力、粤电力、露天煤业（中电投）先后启动注入，大型电力集团市值管理逐步成为考核目标，预期未来资产重组将加快，平庄能源是国电集团旗下唯一煤炭上市平台，鉴于其未来受益褐煤提价充分，未来注入增厚较大，是本篇报告的首推品种，首次给予“增持”评级。

表 29：煤炭行业估值表（单位：元/股、倍）

简称	代码	评级	7 月 30 日 收盘价	09 EPS	10 EPS	11 EPS	09 BPS	10 BPS	11 BPS	09 P/E	10 P/E	11 P/E	静态 PB
中国神华	601088	增持	23.75	1.52	1.81	2.25	8.5	11.5	13.3	15.6	13.1	10.6	2.6
中煤能源	601898	增持	9.85	0.50	0.67	0.80	5.2	5.7	6.4	19.7	14.7	12.3	1.8
西山煤电	000983	增持	21.45	0.71	1.20	1.77	3.2	6.4	8.8	30.3	17.9	12.1	5.7
潞安环能	601699	增持	37.18	1.83	2.49	2.68	7.8	7.6	9.1	20.3	14.9	13.9	4.2
国阳新能	600348	增持	14.73	0.77	1.05	1.15	2.5	3.0	3.7	19.1	14.0	12.8	5.5
平煤股份	601666	中性	17.28	0.78	1.15	1.31	4.2	7.9	8.8	22.3	15.0	13.2	3.8
兖州煤业	600188	增持	17.84	0.79	1.38	1.64	5.8	7.1	8.9	22.6	12.9	10.9	2.9
大同煤业	601001	中性	16.12	0.89	0.91	1.00	4.9	13.6	15.4	18.1	17.7	16.1	3.3
开滦股份	600997	增持	15.01	0.67	0.82	1.05	4.0	5.5	6.5	22.5	18.3	14.3	3.6
盘江股份	600395	增持	20.59	0.89	1.23	1.65	4.8	9.6	10.7	23.0	16.7	12.5	4.0
国投新集	601918	中性	12.14	0.45	0.71	0.96	3.3	3.6	4.2	27.0	17.1	12.7	3.6
恒源煤电	600971	中性	27.17	1.32	1.59	1.99	7.7	10.8	11.9	20.6	17.1	13.7	3.2
冀中能源	000937	增持	27.17	1.39	2.14	2.57	8.2	9.8	12.8	19.6	12.7	10.6	2.1
煤气化	000968	增持	15.40	0.74	1.15	1.50	5.4	8.0	10.0	20.8	13.4	10.3	2.8
昊华能源	601101	中性	31.79	1.04	1.94	2.13	3.7	12.6	14.8	30.6	16.4	14.9	2.9
神火股份	000933	增持	19.98	0.57	1.36	1.65	3.4	5.0	5.5	35.0	14.7	12.1	5.7
山煤国际	600546	增持	20.47	0.82	1.05	1.30	3.4	5.3	7.2	25.0	19.5	15.7	5.7
上海能源	600508	增持	22.62	1.31	1.90	2.00	6.6	8.4	9.8	17.2	11.9	11.3	3.2
平庄能源	000780	增持	10.93	0.46	0.67	0.74	2.9	3.2	3.7	23.8	16.3	14.8	3.3
露天煤业	002128	中性	20.74	0.74	1.05	1.23	2.4	3.9	4.9	28.0	19.8	16.9	7.3
平均										23.1	15.7	13.1	3.9

数据来源：公司公告 申万研究

信息披露

分析师承诺

詹凌燕：煤炭行业。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|-----------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。