

煤炭开采Ⅲ



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

露天煤业（002128）

稳定增长是船 资产注入为帆

--2008 年报点评

推荐（维持）

2009 年 3 月 8 日

投资要点

事件：

露天煤业公布 2008 年报，实现营业收入 388309 万元，同比增长 48.7%；营业利润 88491 万元，同比增长 60.7%；利润总额 88491 万元，同比增长 59.6%；净利润为 72003 万元，同比增长 55.2%。每股收益为 0.85 元，ROE 为 30.5%。分配方案为每 10 股派现金 2.00 元（含税）。

点评：

我们认为，露天煤业 2008 年业绩增长较快但略低于预期，主要原因是煤价低于预期而费用则略超预期。基于露天煤业防御性强，具备内生性增长和外延式扩张能力，具备绝对投资价值。分析如下：

- **煤炭产量增长 32%。**2008 年，露天煤业原煤产销量为 3600 万吨，同比增长 32%，主要是一号露天矿贡献。其中，露天煤业与中电投和蒙东能源煤炭关联交易量合计 2010 万吨，约占总销量的 56%。因不受核定产能限制，露天煤业煤炭产量奉行以销定产政策，未来稳定增长的可能性较大。预计今年随着产能 500 万吨的扎哈淖尔露天矿的投产，露天煤业的煤炭产销量将进一步提高。
- **煤炭价格上涨 13%。**根据披露的煤炭产销量，我们测算露天煤业 2008 年综合煤价为 106 元/吨，同比上涨 12 元/吨，涨幅为 13%。其中，上半年，煤炭综合煤价为 97 元/吨，下半年则上升至 113 元/吨。关联交易显示，露天煤业对中电投和蒙东能源销售的煤炭均价为 52-147 元/吨，加权平均售价为 100 元/吨，略低于露天煤业综合售价，我们判断主要是发热量差异导致关联交易煤价略低于市场价。
- **期间费用上升 30.3%。**2008 年，露天煤业期间费用总额为 32750 万元，同比增长 30.3%，增长较快的是管理费用同比上升 41%至 19575 万元，主要原因是土地使用税标准提高。
- **安全费等调整增厚业绩。**2007 年，安全费和维简费及类似性质费用会计处理方法调整为露天煤业增加净利润 2046 万元，合每股收益 0.024 元。2008 年，露天煤业采用新的核算方法也是业绩增长的因素之一。
- **成长性仍未释放完毕。**1、内生性增长：挖掘设备增加导致煤炭产量提升，规模效应显现；柴油等原材料和燃料跌价令成本下降。2、外延式扩张：近期拟自筹资金收购扎哈淖尔 2 号露天矿，可采储量 8.2793 亿吨，设计产能 1500 万吨，预计 2010 年达产，服务年限 55 年。远期蒙东能源还拥有 1400 万吨白音华 3 号露天矿；蒙东能源和中电投分别拥有白音华煤电 25%和 40%权益，可采储量 11.52 亿吨，设计产能 1500 万吨，预计 2010 年达产，服务年限 76.8 年。蒙东能源和中电投承诺条件成熟时将其注入露天煤业。
- **维持评级：推荐。**在不考虑资产注入前提下，预测露天煤业 2009-2011 年 EPS 分别为 1.08 元、1.19 元和 1.28 元。以当前股价 14.38 元测算，动态 PE 分别为 13 倍、12 倍和 11 倍，与其他煤炭公司有所不同，露天煤业有望保持稳定增长。同时，考虑到煤价弹性的释放和资产注入，继续维持“推荐”评级。

附表 1 露天煤业主要假设

主要指标	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原煤产量 (万吨)	1237	1748	2060	2717	3600	4234	4658	5007
YoY (%)	-	41.3	17.8	31.9	32.0	15.0	10.0	7.5
煤炭销量 (万吨)	1217	1767	2068	2726	3600	4234	4658	5007
YoY (%)	-	45.2	17.0	31.8	32.0	15.0	10.0	7.5
煤炭售价 (元/吨)	73	90	91	94	106	108	108	108
吨煤成本 (元)	-	-	54	62	67	70	70	70
营业费用率 (%)	4.8	1.8	2.7	2.9	2.4	2.4	2.4	2.4
管理费用率 (%)	8.9	7.2	7.9	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0
财务费用率 (%)	2.7	1.8	2.1	1.5	1.1	0.2	0.1	0.0
毛利率 (%)	-	-	41.0	34.1	-	34.5	34.8	34.8
净利率 (%)	17.2	28.4	20.4	17.8	18.5	19.1	20.5	20.4
EPS	-	-	-	0.71	0.85	1.08	1.19	1.28

数据来源：兴业证券研发中心

附表 2 中电投蒙东能源和中电投承诺注入的资产

煤矿	投产日期	可采储量 (亿吨)	产能 (万吨)	备注
2 号露天矿	2010	8.27	1500	蒙东能源承诺注入 100 % 权益
3 号露天矿	2010	13.76	1400	
白音华煤电	2010	11.52	1500	蒙东能源和中电投承诺分别注入 25 % 和 40 % 权益
合计	2010	33.55	4400	-

资料来源：露天煤业

附表 3 中电投蒙东能源集团和中电投可能注入资产

控股资产	持股	产能	生产能力	总资产	净资产	备注
鸿俊铝业	41 %	电解铝	20 万吨	530455	148861	运营
		电力	45 万千瓦			运营
		电力	15 万千瓦			在建
中电投霍煤集团铝业	77 %	电解铝	-	192112	55191	运营
白音华煤矿	100 %	煤炭	-	-	-	在建
霍林河坑口电厂	100 %	电力	2*60 万千瓦	-	-	08 投产
通辽二电	-	电力	60 万千瓦	-	-	在建
通辽盛发热电六期	-	电力	13.5 万千瓦	-	-	在建

附表 4 露天煤业分季度利润表 (单位: 百万元)

财务指标	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
一、营业收入								
营业收入	676	594	622	719	835	794	984	1270
营业增长率	62.9%	48.2%	30.9%	11.1%	23.7%	33.6%	58.1%	76.7%
减: 营业成本	319	438	436	539	412	556	725	852
减: 营业税金及附加	27	22	24	26	34	32	34	37
减: 营业费用	18	20	20	17	21	21	21	27
减: 管理费用	29	22	34	52	54	27	61	53
减: 财务费用	11	9	8	10	12	16	7	8
利息费用	0	16	0	41	0	25	0	0
减: 利息收入	0	1	0	3	0	2	0	0
加: 汇兑损失	0	0	0	0	0	0	0	0
减: 汇兑损益	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 其他费用	0	0	0	0	0	0	0	0
减: 资产减值损失	3	-1	-1	0	3	-2	-3	27
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 投资净收益	9	3	7	4	13	6	7	11
其中: 对联营合营企业投资收益	9	3	7	-19	13	6	7	11
加: 营业利润其他科目	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 营业利润调整项目	0	0	0	0	0	0	0	0
二、营业利润								
营业利润	278	87	108	78	312	150	146	277
加: 营业外收入	0	0	0	1	0	2	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	2	0	6
其中: 非流动资产处置净损失	0	0	0	0	0	2	0	6
加: 利润总额其他科目	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 利润总额调整项目	0	0	0	0	0	0	0	0
三、利润总额								
利润总额	278	87	108	78	312	151	145	272
减: 所得税	27	22	18	13	46	23	22	46
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 净利润其他科目	0	0	0	0	0	0	0	0
加: 净利润调整项目	0	0	0	0	0	0	0	0
四、净利润								
净利润	251	65	91	65	266	128	124	226
加: 少数股东损益	18	-11	3	-2	26	-9	1	5
归属于母公司所有者净利润	233	76	87	67	239	137	123	221
基本每股收益 (元)	0.00	0.12	0.13	0.10	0.37	0.16	0.14	0.26

数据来源: 露天煤业

附表 5 露天煤业分年度利润表 (单位: 百万元)

财务指标	2004	2005	2006	2007	2008
一、营业收入					
营业收入	885	1589	1938	2611	3883
营业增长率	0.0%	79.5%	22.0%	34.7%	48.7%
减: 营业成本	550	873	1153	1732	2544
减: 营业税金及附加	24	53	78	98	138
减: 营业费用	43	29	52	75	90
减: 管理费用	78	115	153	138	196
减: 财务费用	24	29	40	38	42
利息费用	20	27	34	41	0
减: 利息收入	1	2	2	3	0
加: 汇兑损失	0	0	0	0	0
减: 汇兑损益	0	0	0	0	0
加: 其他费用	0	0	0	0	0
减: 资产减值损失	0	0	2	2	26
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
加: 投资净收益	0	-1	6	23	37
其中: 对联营合营企业投资收益	0	0	0	0	37
加: 营业利润其他科目	0	0	0	0	0
加: 营业利润调整项目	0	0	0	0	0
二、营业利润					
营业利润	171	502	467	551	885
加: 营业外收入	0	0	0	1	3
减: 营业外支出	1	1	0	0	8
其中: 非流动资产处置净损失	0	0	0	0	7
加: 利润总额其他科目	0	0	0	0	0
加: 利润总额调整项目	0	0	0	0	0
三、利润总额					
利润总额	171	501	466	551	880
减: 所得税	19	47	74	80	137
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 净利润其他科目	0	0	0	0	0
加: 净利润调整项目	0	0	0	0	0
四、净利润					
净利润	152	453	393	472	743
加: 少数股东损益	0	2	-2	8	23
归属于母公司所有者净利润	152	452	395	464	720
基本每股收益 (元)	0.23	0.69	0.60	0.71	0.85

数据来源: 露天煤业

附表 6

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1227	1832	2056	2546
货币资金	392	500	573	954
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	370	559	614	660
其他应收款	2	47	51	55
存货	100	243	267	287
非流动资产	2761	3288	3851	4305
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	114	115	115	115
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2071	2721	3371	3895
在建工程	147	73	36	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	387	375	363	351
资产总计	3989	5120	5906	6851
流动负债	1065	1287	1258	1330
短期借款	186	301	200	200
应付票据	24	30	33	35
应付账款	545	607	667	717
其他	334	379	391	413
非流动负债	534	489	489	489
长期借款	25	25	25	25
其他	509	464	464	464
负债合计	1599	1776	1747	1819
股本	850	850	850	850
资本公积	626	626	626	626
未分配利润	881	1801	2580	3414
少数股东权益	66	103	142	66
股东权益合计	2357	3278	4056	4890
负债及权益合计	3989	5120	5906	6851

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	743	954	1046	1126
折旧和摊销	239	111	136	160
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	12	12	12	12
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	42	9	7	-1
投资损失	-37	-25	-20	-15
少数股东损益	23	34	37	40
营运资金的变动	449	-360	-79	-38
经营活动产生现金流量	1468	610	1092	1232
投资活动产生现金流量	-568	-610	-680	-600
融资活动产生现金流量	-760	108	-338	-251
现金净变动	141	108	73	381
现金的期初余额	251	392	500	573
现金的期末余额	841	500	573	954

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3883	4655	5119	5500
营业成本	2544	3033	3335	3584
营业税金及附加	138	168	184	198
销售费用	90	112	123	132
管理费用	196	233	256	275
财务费用	42	9	7	-1
资产减值损失	26	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	37	25	20	15
营业利润	885	1123	1230	1324
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	880	1123	1230	1324
所得税	137	168	185	199
净利润	743	954	1046	1126
少数股东损益	23	34	37	40
归属母公司净利润	720	920	1009	1086
EPS (元)	0.85	1.08	1.19	1.28

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	48.7	19.9	10.0	7.5
营业利润增长率	60.7	26.9	9.6	7.7
净利润增长率	55.2	27.8	9.6	7.7

盈利能力(%)

毛利率	34.5	34.8	34.8	34.8
净利率	18.5	19.8	19.7	19.7
ROE	30.5	28.1	24.9	22.2

偿债能力(%)

资产负债率	40.1	34.7	29.6	26.5
流动比率	1.15	1.42	1.63	1.91
速动比率	1.06	1.23	1.42	1.70

营运能力(次)

资产周转率	1.03	1.02	0.93	0.86
应收帐款周转率	11	10	9	9

每股资料(元)

每股收益	0.85	1.08	1.19	1.28
每股经营现金	1.73	0.72	1.28	1.45
每股净资产	2.77	3.85	4.77	5.75

估值比率(倍)

PE	17.0	13.3	12.1	11.3
PB	5.2	3.7	3.0	2.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。