

评级：短期 中性 长期：A

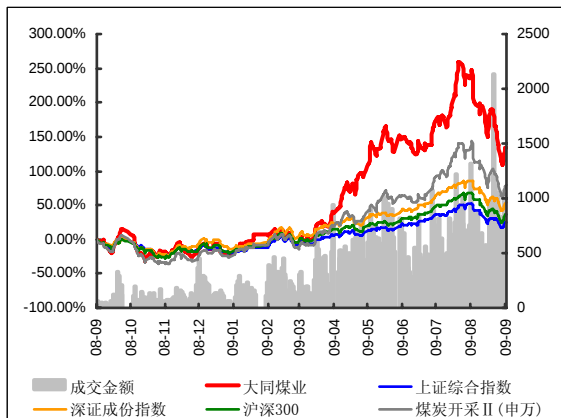
报告时间：2009 年 09 月 04 日

业绩稳定的褐煤龙头

——露天煤业（002128.SZ）

投资要点：

- **资产注入预期比较明确。**2009 年 3 月 31 日公司已签署协议，拟以现金收购中电投蒙东能源有限责任公司的扎哈淖尔露天矿（二号露天矿）采矿权及相关资产和负债。转让价格按照标的资产经成本法评估的净资产总额人民币 11.2 亿元为基准，确定标的资产的转让价款为人民币 11.2 亿元。
- **煤炭价格调节基金征收降低盈利。**内蒙古政府出台政策，要求煤炭开采企业从 2009 年 7 月 1 日起按照原煤产量缴纳煤炭价格调节基金，缴纳标准确定为褐煤每吨 8 元。公司 2008 年产能在 1900 万吨左右，据此推断，征收煤炭价格调节基金事项，预计将使公司 2009 年公司净利润减少 0.8 到 1.5 亿元左右。
- **公司业绩增长比较明显。**公司净利润增长率同行业比较最高，为 31.26%，远高于同行业 1.78% 的增长幅度；净资产收益率也是同行业里比较高的，达到 18.23%，高出同行业平均水平 7.3 个百分点。
- **盈利预测。**假设 2009—2010 年煤炭销量增长 12% 和 15%，煤价分别为 113 元/吨、121 元/吨。考虑下半年计提 8 元煤炭价格调节基金，煤炭开采成本将增加，预计每股收益分别在原基础上降低 0.13 和 0.24 元。按预期测算，09 年每股收益为 1.23 元，2010 年为 1.76 元。
- **投资建议。**若按正常市盈率 18 倍到 25 倍计算，股票未来 09 年波动区间在 19.8 到 27.5 之间。考虑到今年经济回暖的不确定，未来两年内的投资可把股价区间放到 20 到 40 元之间。综合考虑，长期给与 A 类评级。短期由于市场波动比较大，维持中性评级。



市场数据（2009/09/04）

行业分类：	煤炭业
收盘价：	23.31
上证指数：	2861.61
深圳成指：	11519.68

研究员：高天成
 电 话：(0351)4131559
 E mail：gaotc@dtsec.com.cn
 地 址：山西·太原·青年路8号
 邮 编：030001
 网 址：<http://www.dtsbc.com.cn>

目录

➤ 公司情况概述	3
➤ 资产注入预期比较确定	4
➤ 煤炭价格调节基金征收会抵消一部分盈利	6
➤ 报表分析	6
盈利能力分析	7
经营能力分析	8
偿债能力分析	9
➤ 盈利预测	10
➤ 投资建议	11

图表目录

表 1: 公司基本数据和指标 (09 年中期)	3
表 2: 2009 年 8 月 10 号秦皇岛煤炭价格	4
表 3: 内蒙古煤炭价格调节基金对该地区上市公司 09 年每股收益的影响 (元/股)	6
表 4: 盈利能力指标	7
表 5: 营运能力指标	8
表 6: 偿债能力指标	9
表 7: 主要财务指标同行业比较	9
表 8: 盈利预测	10
图 1: 煤炭销售地区分布 (09 中期)	4
图 2: 历年净利润 (亿)	4
图 3: 三个矿的开采储量	5
图 4 三个矿的设计产能情况	6
图 5: 同行业净资产比较 (09 中期)	7
图 6: 同行业净利润比较 (09 中期)	8

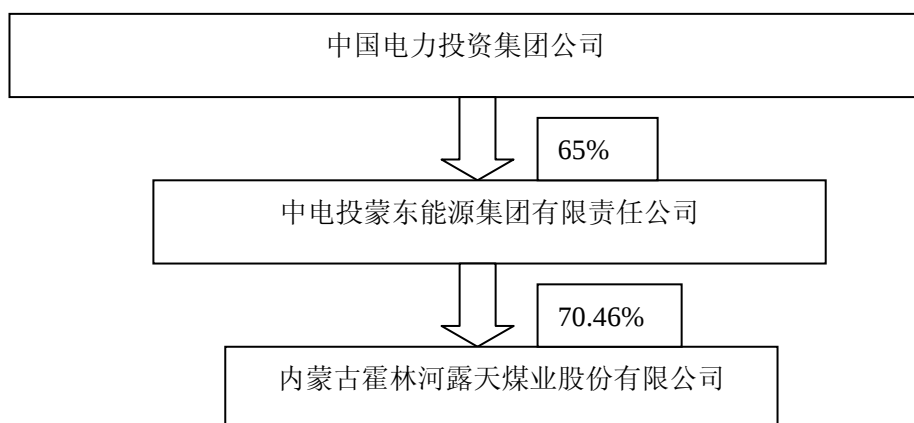
➤ 公司情况概述

表 1：公司基本数据和指标（09 年中期）

股本情况（09中报数据）：	
总股本（亿股）：	11.06
流通A 股（亿股）：	2.04
股价（元）：	26.7
主要财务指标（09中报数据）：	
EPS（元）：	0.45
每股净资产（元）：	2.45
每股未分配利润（元）：	0.77
每股经营现金流（元）：	0.45
ROE（%）：	18.23
净利润增长率（%）：	31.26

（数据来源：公司年报）

内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司于2007 年3 月28 日发行普通股。注册地址内蒙古霍林郭勒市哲里木大街。注册资本8.5亿元人民币。 主要经营范围为煤炭产品生产、加工、销售。公司控股结构如下：



公司主要从事煤炭系列产品的研制、生产和销售。公司主营业务为煤炭开采销售，主营业务比较单一，煤炭销售收入占营业总收入98%。公司及其子公司鲁霍公司分别拥有位于霍林河煤田的一号露天矿（南、北露天矿）和扎哈淖尔露天矿首采区，主要品种为褐煤。一号露天矿可采储量13.23亿吨，产能1900万吨，热值3150 大卡，上半年公司销售褐煤均价在110元左右（合同价）。

表 2: 2009 年 8 月 10 号秦皇岛煤炭价格

标准类型	标准发热量（大卡）	本期最低价格（元）	本期最高价格（元）	波动幅度（%）
大同优混	5,800	600	610	1.6
山西优混	5,500	555	570	2.7
山西大混	5,000	495	505	2
普通混煤	4,500	410	440	7.3

（数据来源：公司年报）

图 1: 煤炭销售地区分布（09 中期）

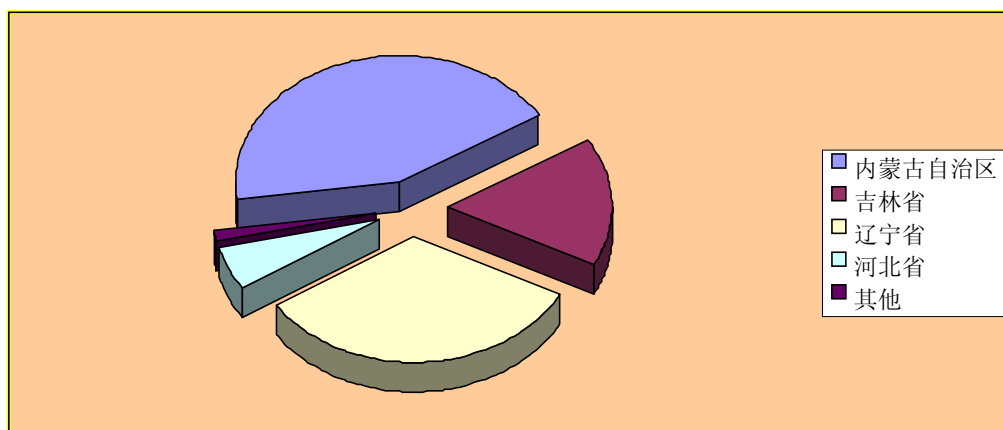
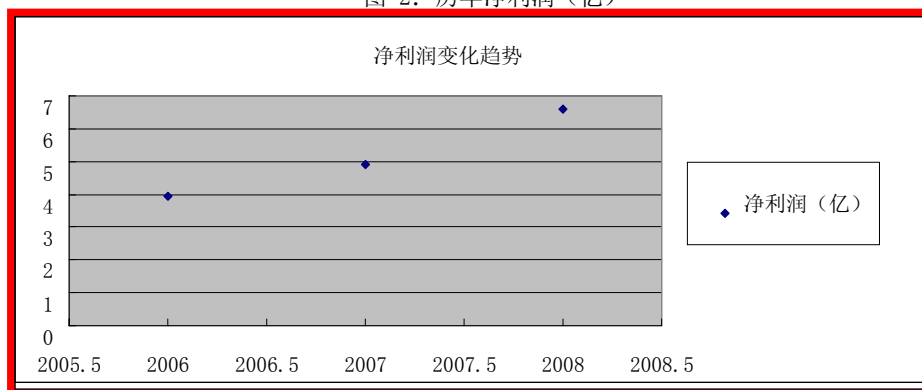


图 2: 历年净利润（亿）



（数据来源：公司年报）

➤ 资产注入预期比较确定

2006 年 7 月 24 日，中电霍煤集团（中电投蒙东能源集团公司前身，是中国电力投资集团控股子公司，现有煤炭年生产能力 3400 万吨；电力在建及运营装机 7776 MW；有色金属年生产能力 42.6 万吨。是以电为核心，煤为基础一体化协调发展的现代大型能源企业集团）做出郑重承诺，承诺在发行人上市后，即与发行人签订《采矿权转让协议》，将取得的二号露天矿开采储量 8.28 亿吨的采矿权，以及三号露天矿开采储量

13.76 亿吨的采矿权完整地转让给发行人，。转让价格为市场价格。其中前项事宜进展顺利，接近尾声；后项预计在随后展开。

2009 年 3 月 31 日公司 2008 年度股东大会通过了关于收购中电投蒙东能源集团有限责任公司（“蒙东能源”）扎哈淖尔露天矿采矿权及相关资产和负债的议案，公司拟以现金收购中电投蒙东能源的扎哈淖尔露天矿（二号露天矿）采矿权及相关资产和负债。转让价格按照标的资产经成本法评估的净资产总额人民币 11.2 亿元为基准，确定标的资产的转让价款为人民币 11.2 亿元，前述评估结果及转让价款尚待履行国有产权转让的相关程序，获得相关国有资产管理部門的批准。

二号露天矿位于霍林河煤田扎哈淖尔区，中电投蒙东能源拥有露天开采储量 8.28 亿吨的采矿权。该露天矿预计于 2010 年达产，标的资产对应煤炭可采储量 4.62 亿吨，按二号露天矿 1500 万吨的设计产能计算可开采 30 年左右。上市公司子公司鲁霍公司已经拥有二号露天矿首采区剩余开采储量 0.66 亿吨的采矿权。所以收购完成，公司将拥有 5.28 亿吨扎哈淖尔露天矿采矿资源。转让方的股东会已批准本次交易，转让双方已于 2009 年 6 月 8 日签订了资产收购协议。

白音华煤田坐落在锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗东部，整个煤田 510 平方公里，探明储量 140.7 亿吨。

白音华三号露天矿位于白音华煤田中部，2005 年开始建设，中电投蒙东能源取得该露天矿全部露天开采储量 13.76 亿吨的采矿权，设计产能为 1400 万吨，可采年限 98 年，预计于 2010 年以后达产。根据控股股东的承诺，在完成二号露天矿的收购任务后，预计就开始实施注入程序。

图 3：三个矿的开采储量

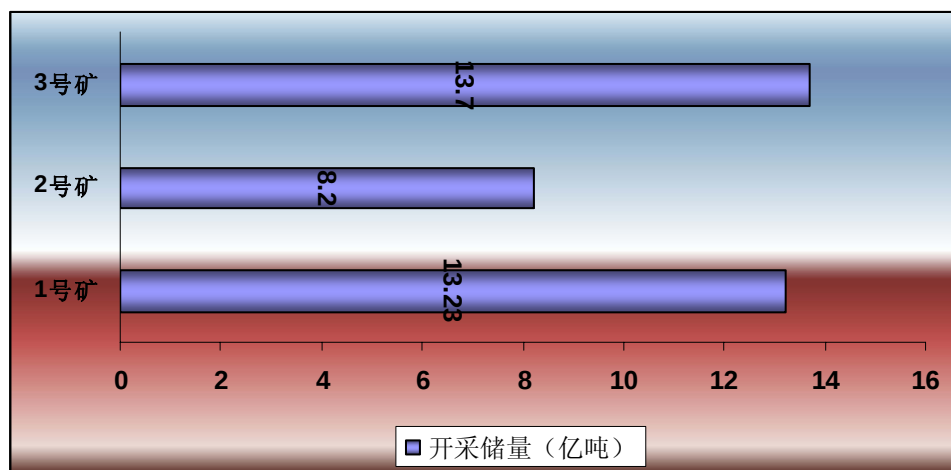
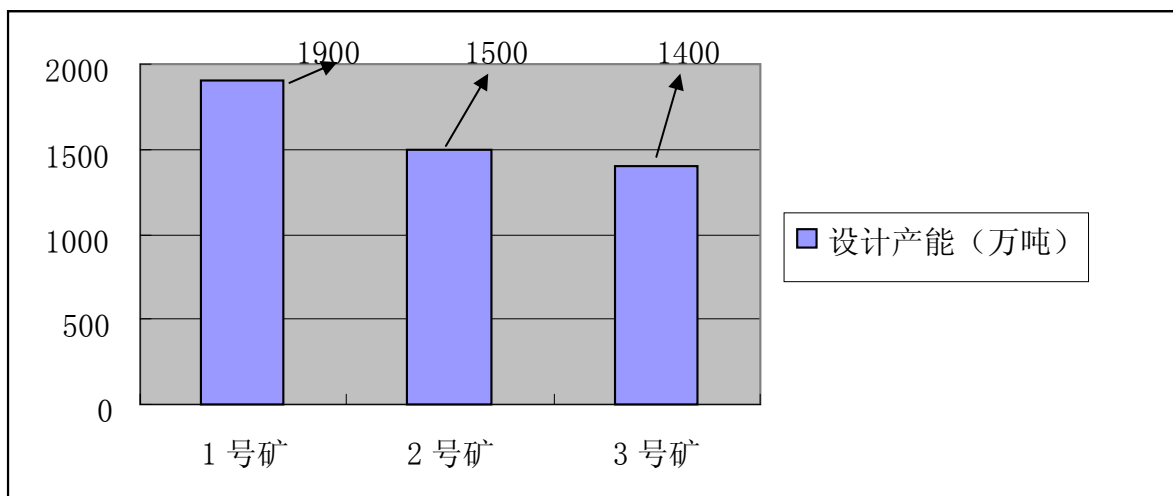


图 4 三个矿的设计产能情况



➤ 煤炭价格调节基金征收会抵消一部分盈利

《内蒙古自治区人民政府关于印发自治区煤炭价格调节基金征收使用管理办法的通知》规定，从2009年7月1日起按照原煤产量缴纳煤炭价格调节基金，缴纳标准确定为：褐煤每吨8元。公司2008年产能在1900万吨左右，据此推断，内蒙古在行政区域内征收煤炭价格调节基金事项，预计将使公司2009年公司净利润减少1.4亿元左右。每股收益受此影响降低0.13元左右。影响占比达到11%。

表 3：内蒙古煤炭价格调节基金对该地区上市公司 09 年每股收益的影响（元/股）

露天煤业	中国神华	平庄能源
0.11	0.08	0.03

（数据来源：大同证券研究部）

➤ 报表分析

公司净利润增长率同行业最高，为 31.26%，远高于同行业平均 1.78% 的增长幅度；净资产收益率也是同行业里比较高的，达到 18.23%，高出同行业平均水平 7.3 个百分点。

资产负债率为 31%，说明公司负责比较少，与前两年 50% 以上的资产负责情况相比大幅降低了负债比例，与同行业的资产负债比例基本持平，每股 0.45 元的经营现金流也比较理想，显示公司有充足的现金比例。公司在经营能力、偿债能力和盈利能力方面都比去年明显提高。在行业整体盈利同比下降的情况下，公司是少有的几个煤炭企业盈利上升的上市公司，净利润增长率达到 31%。由于公司 60% 的煤炭销售为合

同煤，这给身处金融危机露天煤业带来销售价格的稳定，伴随煤炭销售量比上年同期增长 11.63%，使得今年上半年的盈利大幅增长。

盈利能力分析

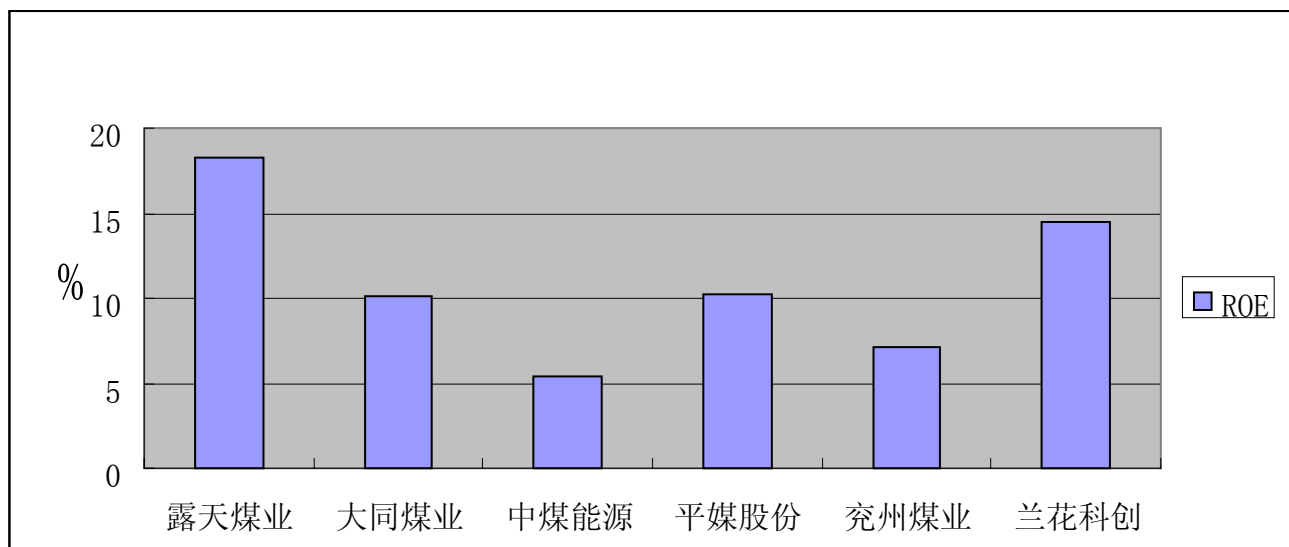
受 08 年金融危机的影响，大部分煤炭类上市公司今年前半年的业绩是下降的，下降幅度有多有少，其中兖州煤业下降率达到 40%，而中煤能源下降率不到 1%。得益于煤炭行业的资源垄断性，公司增长优势比较明显，利润率在不断上升。这得益于公司煤炭有 60% 为合同煤，价格比较稳定，但成本费用也在增加，其中管理费用占比增加比较大，主要是人工工资增加的原因。公司股东回报较高，其中净资产收益率、净利润增长率在已统计同行业比较最高，分别达到 18.23% 和 31.26%。

表 4：盈利能力指标

盈利能力指标	2009 中报	上年同期
净资产收益率-摊薄 (%)	18.23	16.89
销售毛利率 (%)	40.94	40.61
净利润 / 营业总收入 (%)	25.59	24.18
营业利润 / 营业总收入 (%)	28.82	28.36
营业总成本 / 营业总收入 (%)	71.81	72.79
销售费用 / 营业总收入 (%)	2.99	2.57
管理费用 / 营业总收入 (%)	5.47	4.96
财务费用 / 营业总收入 (%)	0.37	1.69

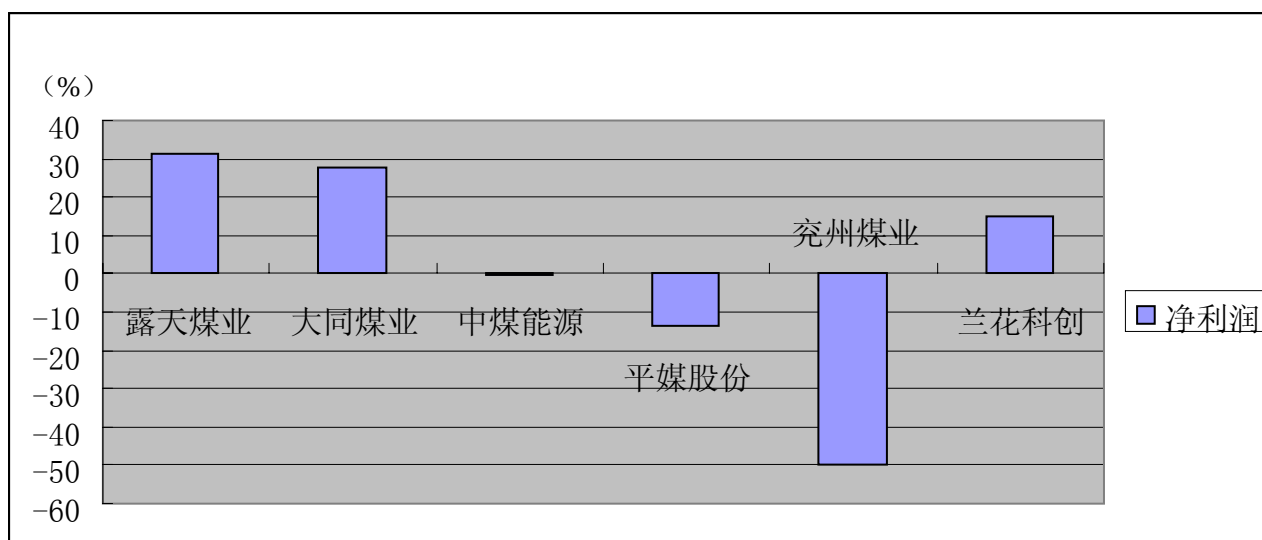
(数据来源：WIND 咨询)

图 5：同行业净资产比较 (09 中期)



(数据来源:WIND 咨询 大同证券研究部)

图 6：同行业净利润比较（09 中期）



（数据来源：WIND 咨询）

经营能力分析

数据显示经营能力显著提高，除去固定资产周转率外，其他各项目周转率都大幅提高，提高幅度都在 10% 以上。最近几年，公司的营运能力明显提高，一方面受益于行业景气的提升，另一方面受益于经济的高增长带来的物价上涨引起的资源价格的大幅上升。

表 5：营运能力指标

营运能力指标	2009 中期	上年同期
营业周期(天)	52.99	62.72
存货周转天数(天)	19.05	25.38
应收账款周转天数(天)	33.94	37.34
存货周转率(次)	9.45	7.09
应收账款周转率(次)	5.3	4.82
流动资产周转率(次)	1.53	1.3
固定资产周转率(次)	1.03	1.03
总资产周转率(次)	0.51	0.44

（资料来源：WIND 资讯）

偿债能力分析

公司整体上偿债能力与去年比较有所提高。目前资产负债率为 35%。作为资源性行业，资产负债率在 35%左右相对比较稳健。若负债太高，由于煤炭开发周期比较长，不确定性比较大，但财务费用会大幅增加；如果资产负债率过小，企业的财务杠杆效应会降低，不利于企业的长期持续增长和发展。

表 6：偿债能力指标

偿债能力指标	2009 中期	上年同期
资产负债率(%)	34.11	42.98
流动资产 / 总资产(%)	35.7	34.81
流动负债 / 负债合计(%)	67.62	59.07
流动比率	1.55	1.37
速动比率	1.38	1.22
产权比率	0.53	0.76

(资料来源：WIND 资讯)

公司目前的主营业务收入来源于煤炭，表 5 选取几个有代表性动力煤上市公司作横向比较。(数据截止 2009-6-30)。

表 7：主要财务指标同行业比较

		露天煤业 (002128)	大同煤业 (601001)	中煤能源 (601898)	平煤股份 (601666)	兖州煤业 (600188)	兰花科创 (600123)	平均值
股本情况	总股本 (亿股)：	11.06	8.37	132.59	13.97	49.18	5.71	/
	流通 A 股（亿 股）：	2.04	8.37	15.18	5.68	3.6	5.71	/
	股价（元）：	26.7	36.38	12.34	28.91	15.6	35.27	/
核心财务指标	EPS（元）：	0.45	0.87	0.27	0.56	0.39	1.18	0.62
	市盈率（年化）	29.67	20.91	22.85	25.81	20.00	14.94	22.36
	每股净资产 (元)：	2.45	8.62	4.97	5.52	5.35	8.22	5.86
	每股未分配利 润（元）：	0.77	2.83	0.78	1.44	2.56	4.56	2.16
	每股经营现金 流（元）：	0.45	1.18	0.23	0.89	0.74	1.11	0.77
	ROE（%）：	18.23	10.07	5.45	10.18	7.18	14.46	10.93
	净利润增长率 (%)：	31.26	28.01	-0.5	-13.7	-49.67	15.25	1.78
能力 偿债	资产负债率 (%)	34.11	30.04	28.83	42.08	22.54	48.8	34.40

经营能力	流动比率	1.55	1.87	3.61	1.62	2.2	0.75	1.93
	速动比率	1.38	1.76	3.3	1.55	2.11	0.6	1.78
	产权比率	0.53	0.57	0.44	0.76	0.29	1.08	0.61
	销售净利率 (%)	25.59	50.99	16.38	10.71	19.98	22.7	24.39
	销售毛利率 (%)	40.94	4.4	40.42	21.56	45.8	44.2	32.89
	管理费用 / 营业总收入 (%)	5.47	1.45	4.84	0.91	15.98	14.68	7.22
	财务费用 / 营业总收入 (%)	0.37	42.9	-1.71	4.75	-1.67	2.56	7.87
	营业周期 (天)	52.99	29.55	94.01	16.65	32.79	62.02	48.00
	存货周转天数	19.05	13.35	58.63	9.67	25.27	63.93	31.65
	应收账款周转天数	33.94	20.58	35.38	6.98	7.52	4.04	18.07

(资料来源: WIND 资讯 大同证券研究部)

➤ 盈利预测

2008 年公司原煤销量为 3592 万吨。2009 年按 15% 的增长情况计算, 2009 年原煤销量在 4100 万吨左右; 2010 年二号露天矿达产, 如果扎哈淖尔露天矿于 2009 年注入上市公司, 2010 年开始并表, 按 1500 万吨的设计产能计算, 预计 2010 年上市公司原煤销量分别为 5600 万吨。

公司煤炭销售绝大多数是合同煤, 价格历年相对稳定, 2008 年公司煤炭综合均价为 103.44 元/吨 (05 年为 89.9 元/吨, 06 年为 91.2 元/吨), 煤炭销量较上年同期增长 11.63%。假设 2009—2010 年煤炭销量增长 12% 和 15%, 煤价分别为 113 元/吨、121 元/吨。考虑下半年计提 8 元煤炭价格调节基金, 煤炭开采成本将增加, 预计每股收益分别在原基础上降低 0.13 和 0.24 元。按预期测算, 09 年每股收益为 1.23 元, 2010 年为 1.76 元。按 20 倍市盈率计算, 现在股价应该下调 2.6 元和 4.9 元。股价在 20 元附近比较合理。

表 8: 盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	26.11	38.83	48.18	70.47
营业总成本	20.6	29.98	31.79	46.9
营业利润	5.51	8.85	16.39	23.57
净利润	4.64	7.20	12.13	16.81
每股收益	0.74	0.85	1.10	1.52

➤ 投资建议

若按正常市盈率 18 倍到 25 倍波动区间计算，股票股价 2009 年波动区间在 19.8 元到 27.5 元之间。考虑到今年经济回暖的不确定，在 20 元以下参与比较稳健。未来两年内的投资可把股价区间放到 20 元到 40 元之间。如果预期通货膨胀加强，那么可以给股票以 22 倍的参考市盈率参与短期股票投资操作，对应的股价在 24.2 元，所以现在参与该股票从价值上讲风险不大。

由于目前市场处于波动比较大的时期，上涨综指半年多时间上涨到 3400 点，涨幅迅猛。随后在 8 月份上证指数大幅下跌 21.8%，以历史统计看，接下来股票大幅上涨的概率不大，短期内不参与踏空的风险相对较小。同时要密切关注煤炭价格的变化，如果经济按现在的状况持续下去，煤炭的需求会逐渐回升，即使需求上升不大，但会趋于平稳。如果煤炭企业整合比较快的完成（山西省要求在 8 月 25 日前签署小煤矿整合协议），煤炭供应会集中释放一部分，可能会影响煤炭价格，降低企业盈利。但对于露天煤业来说，产能的持续扩大会继续提高盈利预期，所以整体上看，价格对本企业影响相对较弱。

露天煤业有 60%销量煤为合同煤，需求比较稳定，所以盈利比较稳定，未来资产注入后产能释放比较明确，综合考虑，长期给与 A 类评级。短期由于市场波动比较大，维持中性评级。

大同证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票短期 评级	推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数10%—20%以上
	中性	预计3个月内，股价表现介于市场基准指数-10%至+10%之间
	回避	预计3个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	+表示市场表现好于基准，-号表示市场表现落后基准	
股票长期 评级	A	预计未来三年内，股价表现强于公司所处的行业指数
	B	预计未来三年内，股价表现跟随公司所处的行业指数
	C	预计未来三年内，股价表现弱于公司所处的行业指数

注：市场基准指数为沪深300指数

免责声明：此报告所载资料的来源及观点的出处皆被大同证券认为可靠，但大同证券不能担保其准确性或完整性，而大同证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。大同证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表大同证券经纪有限责任公司。