

煤炭开采Ⅲ



刘建刚 S0190207100103
021-3856 5930
liujg@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

陆凤鸣 S0190210030002
021-3856 5913
lufm@xyzq.com.cn

露天煤业 (002128)

收购增厚 EPS 约 35%，维持推荐评级

2010 年 7 月 29 日

投资要点

事件：

露天煤业发布公告，拟以自有资金 99708 万元收购蒙东能源拥有的扎哈淖尔露天矿（扩大区）的采矿权及相关资产和负债。

点评：

我们认为，收购扎矿（扩大区）令露天煤业储量和产量增长 50% 左右，但短期贡献不大。具体分析如下：

- **煤炭可采储量增长 52%。**扎矿（扩大区）主要为褐煤，本次收购将令露天煤业新增可采储量 78255 万吨，相当于原有的一号露天矿可采储量（132311 万吨）和扎矿老区可采储量（6588 万吨）合计可采储量 71667 万吨的 51.6%。
- **煤炭产能增长 50%。**扎矿（扩大区）煤炭产能为 1500 万吨，相当于原有的一号露天矿（2500 万吨）和扎矿（原矿区）（500 万吨）合计产能 3000 万吨的 50%。
- **扎矿（扩大区）开采成本略高于原有矿井。**从地质条件来看，扎矿（扩大区）具有埋藏浅、储量大、倾角小等特点，《收购公告书》显示，扎矿吨煤完全成本为 93.56 元，略高于我们估算的露天煤业 2009 年吨煤完全成本 88 元（吨煤制造成本和期间费用分别为 77 元和 11 元）。

扎矿（扩大区）收购价明显偏低！

- **方法 1：收购价至少折价 50% 以上。**截止到 2009 年 5 月 31 日，扎矿总资产 229475 万元，负债 194928 万元，净资产 34547 万元，按照 99708 万元收购价测算，收购 PB 为 2.9 倍，而露天煤业当前 PB 为 6.2 倍，相当于折价 54%。露天煤业 2009 年吨煤净利 29 元，扎矿（扩大区）吨煤净利约 23 元，则扎矿（扩大区）1500 万吨产能净利润为 34500 万元，收购 PE 仅为 2.9 倍，而当前 PE 则为 15 倍。通过上述分析，我们认为，露天煤业收购扎矿（扩大区）具有明显的增厚效应。
- **方法 2：非采矿权资产收购价仅为 6034 万元。**扎矿（扩大区）煤炭可采储量 46200 万吨，其采矿权价款为 37025 万元，采矿权帐面价值为 34626 万元，评估值为 93674 万元，因扎矿（扩大区）收购价为 99708 万元，相当于其余资产和负债收购价格仅为 6034 万元，我们认为这是明显偏低的。当然，这是建立在采矿权价值没有高估的前提下。

- **相当于增厚 09 年 EPS 约 0.26 元。**以模拟的 2009 年净利润 34500 万元测算，收购扎矿将增厚露天煤业 EPS 约 0.26 元，相当于 2009 年全面摊薄每股收益 0.74 元的 35%。此外，我们注意到尽管扎矿（扩大区）于 2005 年开工建设，但建设进程较慢，目前仍为在建工程，对 2010 年贡献不大，只有少量工程煤起到锦上添花的作用，在 2011 年达产后贡献收益可观。
- **维持评级：**不考虑收购扎矿（扩大区），我们保守预计露天煤业 2010-2012 年 EPS 分别为 1.11 元、1.46 元和 1.74 元，对应 PE 分别为 19.4 倍、14.7 倍和 12.4 倍，高于行业平均 14.4 倍水平。该收购对 EPS 增厚 35%预期影响已部分在股价上反映，因而我们维持“**推荐**”评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1442	2526	3821	5822
货币资金	474	1298	2407	4234
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	421	578	679	770
其他应收款	3	33	39	44
存货	126	136	150	165
非流动资产	3169	3640	3864	3891
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	195	200	210	220
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	2326	2748	2989	3047
在建工程	156	203	201	176
油气资产	0	0	0	0
无形资产	377	362	347	332
资产总计	4611	6166	7685	9713
流动负债	932	1272	1408	1576
短期借款	0	200	250	300
应付票据	113	120	132	146
应付账款	455	514	568	625
其他	364	438	458	505
非流动负债	386	370	372	375
长期借款	4	-11	-24	-36
其他	382	381	396	411
负债合计	1319	1643	1780	1951
股本	1106	1327	1327	1327
资本公积	371	371	371	371
未分配利润	1251	2029	3105	4599
少数股东权益	79	164	275	408
股东权益合计	3292	4524	5904	7762
负债及权益合计	4611	6166	7685	9713

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	978	1478	1932	2304
折旧和摊销	271	306	376	434
资产减值准备	4	-23	3	3
无形资产摊销	13	16	16	16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-15	-31	-62
投资损失	-41	-45	-50	-55
少数股东损益	53	85	111	133
营运资金的变动	63	104	86	42
经营活动产生现金流量	1145	1667	2266	2713
投资活动产生现金流量	-391	-711	-561	-406
融资活动产生现金流量	-456	-132	-596	-480
现金净变动	299	824	1109	1827
现金的期初余额	392	474	1298	2407
现金的期末余额	691	1298	2407	4234

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4789	5911	6945	7874
营业成本	3205	3427	3783	4167
营业税金及附加	168	207	243	276
销售费用	126	148	174	197
管理费用	229	284	333	378
财务费用	7	-15	-31	-62
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	41	45	50	55
营业利润	1092	1900	2487	2969
营业外收入	163	0	0	0
营业外支出	3	5	10	15
利润总额	1251	1895	2477	2954
所得税	221	332	434	517
净利润	1031	1563	2044	2437
少数股东损益	53	85	111	133
归属母公司净利润	978	1478	1932	2304
EPS（元）	0.74	1.11	1.46	1.74

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.3%	23.4%	17.5%	13.4%
营业利润增长率	39.0%	74.1%	30.9%	19.4%
净利润增长率	53.3%	51.2%	30.7%	19.2%
盈利能力(%)				
毛利率	33.1%	42.0%	45.5%	47.1%
净利率	20.4%	25.0%	27.8%	29.3%
ROE	30.4%	33.9%	34.3%	31.3%

偿债能力(%)

资产负债率	28.6%	26.6%	23.2%	20.1%
流动比率	1.55	1.99	2.71	3.69
速动比率	1.41	1.88	2.61	3.59

营运能力(次)

资产周转率	1.1	1.1	1.0	0.9
应收帐款周转率	11.8	11.6	10.8	10.6

每股资料(元)

每股收益	0.74	1.11	1.46	1.74
每股经营现金	0.93	1.26	1.71	2.04
每股净资产	2.42	3.29	4.24	5.54

估值比率(倍)

PE	22.7	19.4	14.7	12.4
PB	6.9	5.1	4.0	3.0

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。

