

煤炭开采Ⅲ



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

推荐 (维持)

露天煤业 (002128)

业绩超预期增长 需求增长是关键

2011 年 1 月 10 日

投资要点

事件:

露天煤业发布业绩预增修正公告, 预计 2010 年净利润为 136875-156428 万元, 同比增长 40-60%, 高于三季报时预期的净利润增长 20-40% 的幅度。

点评:

我们认为, 露天煤业的业绩增长符合预期, 并且高于我们预期的 1.11 元是大概率事件。判断依据如下:

- **四季度 EPS 约 0.22-0.37 元。**根据露天煤业的公告, 其 2010 年净利润为 136875-156428 万元, 我们测算四季度单季净利润为 29924-49477 万元, 折合 EPS 约 0.22-0.37 元, 则露天煤业全年业绩为 1.03 元-1.18 元, 我们预期的 1.11 元恰好为平均值。基于煤价上涨和并表, 我们预计露天煤业业绩更接近 EPS 上限。
- **预增原因比业绩更为重要。**在关注业绩增长超预期的同时, 我们更关注业绩超预期原因。露天解释是煤炭产品产销结构变化、参股公司利润增长以及压缩成本等原因。因公告信息过于简单, 我们剖析如下:
 - 1、煤炭产销结构变化。**虽然公告中露天煤业并没有提示煤价上涨信息, 但我们认为“调整产销结构”的另一重含义就是灵活定价, 在下游需求旺盛且季节性特征下, 调整产销结构在长期是可以维持的, 值得关注。
 - 2、参股公司利润增长。**因数据匮乏, 我们难以判断是哪个子公司净利润增长。但是, 我们注意到新收购且并表的扎哈淖尔露天矿可能性较大。2009 年 1-9 月, 扎矿净利润 164 万元。2010 年 1-5 月, 扎矿煤炭产量 512 万吨, 6-12 月预计 700 万吨, 预计全年 1200 万吨, 2011 年有望达产至 1500 万吨, 相当于 2009 年煤炭产销量 3350 万吨的 45%, 假设盈利能力持平, 应增厚业绩 45%。但事实并非如此, 露天煤业煤炭产销量是在公司体系内进行调配的, 只有下游需求增长才构成产销量增长。

单位: 万元	股权	2009	2009	2009	2009	2009	2009
子公司		注册资本	实际投资额	总资产	净资产	营业收入	营业利润
内蒙古霍煤亿诚能源	45%	8000	1800	23061	14690	17229	983
扎鲁特旗通霍铁路运输	45%	3000	1350	14436	10127	10068	7161
内蒙古中油霍煤石油	29%	3500	1015	15450	5770	95442	3105
扎鲁特旗鲁霍煤炭	67%	1200	2141	33381	23598	92958	18380
扎鲁特旗运输	20%	32000	6400	36515	32790	2171	790

3、**压缩成本支出空间不大。**在 PPI 保持高位下，不管是原材料、燃料还是人工成本下降空间都非常小，也是不可持续的。但是，我们乐于看到规模效应下的成本下降过程，扎矿目前尚未进入规模效应阶段，但提请投资者关注后期扎矿变化。

- **维持评级：推荐。**我们预期 2010-2012 年露天煤业 EPS 分别为 1.11 元、1.46 元和 1.74 元，动态 PE 分别为 22.2 倍、17.0 倍和 14.2 倍，目前估值略低于行业平均水平。基于露天煤业具有业绩可控性强和集资产团注入预期强烈等特征，我们维持“推荐”评级。
- **提示：**露天煤业年报披露时间为 2011 年 3 月 10 日，敬请关注。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1442	2526	4223	6231
货币资金	474	1298	2809	4643
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	8087	10121
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	3506	5005
少数股东权益	79	164	276	409
股东权益合计	3292	4524	6306	8170
负债及权益合计	4611	6166	8087	10121

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	978	1478	1936	2311
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	-35	-71
投资损失	-41	-45	-50	-55
少数股东损益	53	85	112	133
营运资金的变动	63	104	86	42
经营活动产生现金流量	1145	1667	2265	2711
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	-193	-472
现金净变动	299	824	1511	1833
现金的期初余额	392	474	1298	2809
现金的期末余额	691	1298	2809	4643

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	-35	-71
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	2492	2978
营业外收入	163	0	0	0
营业外支出	3	5	10	15
利润总额	1251	1895	2482	2963
所得税	221	332	434	519
净利润	1031	1563	2048	2445
少数股东损益	53	85	112	133
归属母公司净利润	978	1478	1936	2311
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%	31.2%	19.5%
净利润增长率	53.3%	51.2%	31.0%	19.4%
盈利能力(%)				
毛利率	33.1%	42.0%	45.5%	47.1%
净利率	20.4%	25.0%	27.9%	29.4%
ROE	30.4%	33.9%	32.1%	29.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	28.6%	26.6%	22.0%	19.3%
流动比率	1.55	1.99	3.00	3.95
速动比率	1.41	1.88	2.89	3.85
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	4.55	5.85
估值比率(倍)				
PE	35.4	23.4	17.9	15.0
PB	10.8	7.9	5.7	4.5

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% ~ 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。