

2011年7月27日

露天煤业

上半年净利润同比下降 13%

A **持有**

002128.SZ - 人民币 20.81

目标价格: 人民币 20.68

公司上半年净利润同比下滑 13%至 7.23 亿元, 折合每股收益 0.54 元。受限于合同煤价未能上涨, 以及所得税率提高至 25%, 我们预计公司 2011 年净利润同比下滑 14%。虽然母公司可注入的煤炭电力电解铝资产较多, 但公司目前估值偏高、内生长性一般, 我们维持持有评级及目标价不变。

支持评级的要点

沈涛

(8610) 6622 9097

shen.tao@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

- 2011 年 1-6 月, 公司净利润同比下滑 13%至 7.23 亿元, 折合每股收益 0.54 元, 其中第 1 季度和第 2 季度每股收益分别为 0.39 元和 0.16 元。公司 97%的消费市场位于蒙东和东北, 1 季度供暖用煤较多; 供暖季结束后, 公司 2011 年 2 季度每股收益环比下滑 59%。
- 公司计划 2011 年商品煤销量同比减少 1%。我们预计公司 2011 年的产量难有增长, 主要由于: 一是公司煤炭全部为合同煤, 合同量在年初已经签订, 全年变动的概率较小; 二是公司以需定产, 如产量增加, 必须有电厂增加与之相匹配的锅炉。
- 2011 年的煤炭价格未能上调。公司商品煤全部为合同电煤, 煤价不变而成本增加, 且目前的所得税率提高了 10 个百分点, 我们预计公司 2011 年的净利率同比下滑 14%左右。
- 2011-13 年原煤产量复合增长率仅为 10%。公司未来的内生增长主要来自在建的扎哈淖尔露天矿。我们预计公司 2011-13 年的产量分别为 4,200 万吨、4,900 万吨和 5,700 万吨。
- 公司预计其 2011 年 1-9 月的净利润同比下滑 1%-20%。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(18)	(2)	(4)	(0)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(15)	2	5	2

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,327
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	27,615
3 个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%) (2011E)	32
主要股东(%)	70
中电投蒙东能源集团	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

评级面临的主要风险

- 母公司资产注入进度快于我们预期。除上市公司外, 母公司拥有产能 2,900 万吨/年的在建煤矿; 装机容量 360 万千瓦的电厂; 产能 59.5 万吨/年的电解铝生产线。

估值

- 截至 7 月 26 日, 公司 2011 年的市盈率为 22 倍。公司存在资产注入预期, 我们在盈利假设中未考虑资产注入带来的利润增厚, 仅给予公司较行业平均 10% 的估值溢价, 即 22 倍的 2011 年的目标市盈率, 维持持有评级和目标价不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,662	5,672	5,736	7,205	9,029
变动(%)	20	22	1	26	25
净利润(人民币 百万)	978	1,456	1,247	1,576	2,046
全面摊薄每股收益(人民币)	0.737	1.097	0.940	1.188	1.542
变动(%)	53.2	48.9	(14.3)	26.4	29.8
市场预期每股收益(人民币)			1.348	1.581	1.570
全面摊薄市盈率(倍)	28.2	19.0	22.1	17.5	13.5
每股现金流量(人民币)	0.94	1.45	1.21	1.56	1.92
价格/每股现金流量(倍)	22.2	14.3	17.2	13.3	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.5	14.2	13.9	11.0	8.5
每股股息(人民币)	0.365	0.500	0.428	0.541	0.703
股息率(%)	1.8	2.4	2.1	2.6	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比下滑 13%，符合预期

公司 2011 年 1-6 月，净利润同比下滑 13% 至 7.23 亿元，折合每股收益 0.54 元，其中第 1 季度和第 2 季度每股收益分别为 0.39 元和 0.16 元。公司 97% 的消费市场位于蒙东和东北，1 季度供暖用煤较多；供暖季结束后，公司 2011 年 2 季度每股收益环比下滑 59%。

公司上半年营业收入同比增长 14% 至 34.29 亿元，主要是由于公司商品煤销量同比增长 6%、商品煤综合售价同比增长 8%。但由于商品煤开采成本同比增长 18%（受柴油价格上涨等影响），导致公司毛利率同比下滑 5 个百分点至 38%。

铁路运费的减少拉动公司销售费用同比下降 36%；财务费用同比增长 12 倍，来自于部分资产达到预定可使用状态，借款费用停止资本化。

西部大开发的优惠税率已经于 2010 年底到期。公司上半年适用的所得税率为 15%，这导致公司净利润率大幅下滑 7 个百分点至 21%。在国家未通知延续优惠所得税率前，我们认为平庄能源(000780.SZ/人民币 15.28, 持有)、中国神华(601088.SS/人民币 29.65, 买入)、靖远煤电(000552.SZ/人民币 16.70, 未有评级)和金瑞矿业(600714.SS/人民币 19.88, 未有评级)等公司在西部的煤矿，都将在上半年适用 25% 的所得税率。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
营业收入	3,016	3,429	14
营业成本	1,708	2,141	25
营业税及附加	103	112	9
毛利润	1,205	1,177	(2)
销售费用	63	41	(36)
管理费用	126	154	22
财务成本	3	42	1,165
资产减值	4	14	288
投资收入	26	60	128
营业利润	1,034	986	(5)
营业外收入	6	1	(84)
营业外支出	0	1	285
税前利润	1,040	986	(5)
所得税	157	238	52
少数股东权益	50	25	(49)
归属于母公司的净利润	834	723	(13)
每股收益 (人民币)	0.63	0.54	(13)
毛利率(%)	43	38	
经营利润率(%)	34	29	
净利率(%)	28	21	

资料来源：公司数据，中银国际研究

预计公司 2011 年产量难有增长

公司曾预计其 2011 年原煤生产及收购量 4,200 万吨，同比减少 1.01%；原煤销售量 4,200 万吨，同比减少 1.06%。我们预计公司 2011 年的产量难有增长，主要由于：

1. 商品煤全部按照合同销售。公司每年的合同量在 1 月份前已经签订完成，全年变动的概率较小。
2. 公司以需定产。公司所生产的褐煤对电厂要求较大，需要电厂有与之相配的锅炉。如果客户的锅炉没有有效增加，我们预计公司产能释放的进度将会较慢，包括在建的扎哈淖尔露天矿。
3. 扎哈淖尔露天矿尚未建成。公司 2010 年 10 月从母公司蒙东能源收购该矿。该矿计划投资 44 亿元，2010 年底仅完成 31 亿元。我们预计其较难在 2011 年为公司贡献利润。

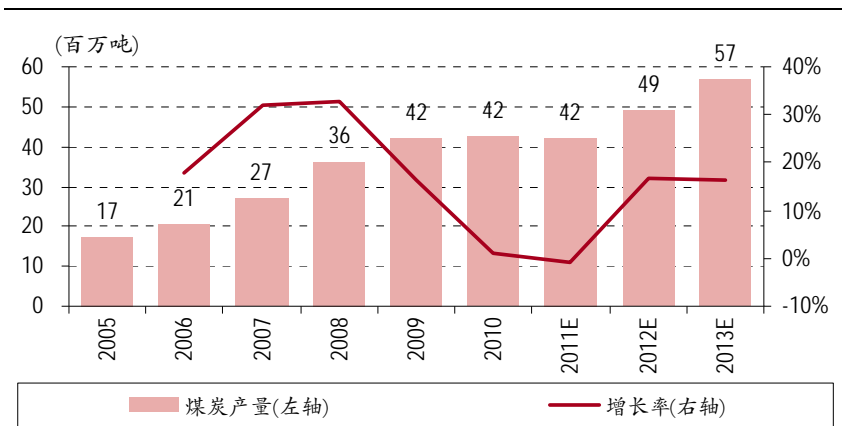
图表 3. 露天煤业现有煤矿（含在建的扎哈淖尔露天矿）

煤矿名称		可采储量 (百万吨)	煤种	持股比例 (%)	设计产能 (万吨/年)
霍林河 1 号露天矿	南露天	705	褐煤	100	2,150
	北露天	391	褐煤	100	
霍林河 2 号露天矿	鲁霍首采区	46	褐煤	67	650
	扎哈淖尔露天矿	462	褐煤	100	1,500
总计		1,603			4,300

资料来源：公司公告，中银国际研究

公司未来的产量增长点主要来自于扎哈淖尔露天矿的投产。我们预计公司 2011-13 年的产量分别为 4,200 万吨、4,900 万吨和 5,700 万吨，年均复合增长率为 10%。

图表 4. 露天煤业原煤产量



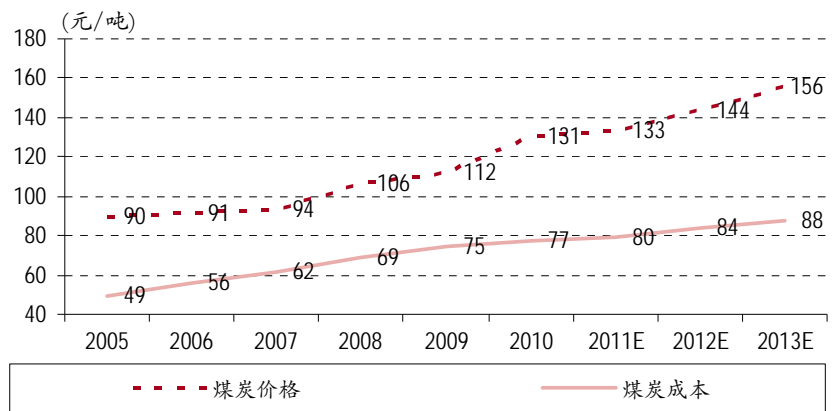
资料来源：公司数据，中银国际研究

预计 2011 年净利润同比下滑 14%

公司商品煤全部为合同电煤。受国家煤炭价格调控政策影响，公司 2011 年的煤炭价格未能上调。因而我们认为公司上半年商品煤综合售价同比增长 8%，可能是由于公司上半年销售的商品煤发热量较高。我们继续维持公司 2011 年商品煤价格保持不变的判断。

煤价不变而成本增加，再考虑公司目前 25% 的所得税率，我们预计公司 2011 年的净利率同比下滑 14% 左右。

图表 5. 露天煤业成本及价格



资料来源：公司公告，中银国际研究

母公司可注入资源丰富

2006 年 7 月 24 日，中电投霍煤集团（母公司蒙东能源的前称）承诺未来将二号露天矿（即扎哈卓尔露天矿，目前已注入上市公司）、三号露天矿（即白音华三号露天矿）转让给露天煤业。

2006 年 10 月 27 日，中电投集团公司、中电投霍煤集团承诺：未来将持有白音华煤电公司（拥有白音华二号露天矿）的股权转让给露天煤业；将铝电优质资产注入露天煤业，实现集团的整体上市。

母公司已经将二号露天矿注入露天煤业，未来可以进一步注入的资产包括：

1. 产能 2,900 万吨/年的在建煤矿；
2. 装机容量 360 万千瓦的电厂；
3. 产能 59.5 万吨/年的电解铝生产线。

图表 6. 蒙东能源的在建煤矿

公司	煤矿名称	可采储量 (百万吨)	持股比例 (%)	设计产能 (万吨/年)
白音华煤电	白音华二号露天矿	828	25	1,500
白音华蒙东露天煤业	白音华三号露天矿	1,376	100	1,400
总计	总计	2,104		2,900

资料来源：蒙东能源，中银国际研究

白音华煤电：中电投和蒙东能源分别持有40%和25%的股权

图表 7. 蒙东能源的电力公司

所属公司	装机容量 (万千瓦)	权益 %	发电类型	销售方向
鸿骏铝电	60	51	坑口发电	全部供应其电解铝厂
霍林河发电	240	80	坑口发电	运输至沈阳
通辽第二电厂	60	80	常规电厂	运输至沈阳
总计	360			

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

图表 8. 蒙东能源的电解铝公司

	权益 (%)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	51	43	22
中电投霍林河煤电集团铝业股份有限公司	77	16.5	13
合计		59.5	35

资料来源：蒙东能源数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,662	5,672	5,736	7,205	9,029
销售成本	(3,063)	(3,328)	(3,395)	(4,152)	(5,065)
经营费用	(248)	(267)	(231)	(417)	(616)
息税折旧前利润	1,351	2,078	2,110	2,635	3,348
折旧及摊销	(282)	(346)	(389)	(415)	(442)
经营利润(息税前利润)	1,069	1,732	1,721	2,220	2,906
净利息收入(费用)	(16)	(28)	(31)	(34)	(38)
其他收益/(损失)	198	97	106	116	127
税前利润	1,251	1,801	1,796	2,302	2,995
所得税	(221)	(261)	(449)	(575)	(749)
少数股东权益	(53)	(84)	(100)	(150)	(200)
净利润	978	1,456	1,247	1,576	2,046
核心净利润	844	1,447	1,240	1,569	2,039
每股收益(人民币)	0.737	1.097	0.940	1.188	1.542
每股股息(人民币)	0.365	0.500	0.428	0.541	0.703
收入增长(%)	20	22	1	26	25
息税前利润增长(%)	31	62	(1)	29	31
息税折旧前利润增长(%)	28	54	2	25	27
每股收益增长(%)	53	49	(14)	26	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	476	504	437	594	811
应收帐款	420	444	449	563	706
库存	126	191	195	238	291
其他流动资产	496	496	499	587	745
流动资产总计	1,518	1,634	1,579	1,982	2,552
固定资产	4,416	4,728	5,166	5,566	5,940
无形资产	723	708	693	677	662
其他长期资产	219	393	385	385	385
长期资产总计	5,358	5,829	6,244	6,628	6,986
总资产	6,877	7,464	7,823	8,611	9,539
应付帐款	534	640	653	799	974
短期债务	1	1,171	1,071	971	871
其他流动负债	441	336	214	263	322
流动负债总计	976	2,147	1,937	2,032	2,166
长期借款	1,879	1,074	874	574	74
其他长期负债	382	326	326	326	326
股本	1,106	1,327	1,327	1,327	1,327
储备	2,455	2,449	3,128	3,986	5,099
股东权益	3,561	3,776	4,454	5,312	6,426
少数股东权益	79	142	232	367	547
总负债及权益	6,877	7,464	7,823	8,611	9,539
每股帐面价值(人民币)	2.68	2.85	3.36	4.00	4.84
每股有形资产(人民币)	2.14	2.31	2.84	3.49	4.35
每股净负债/(现金)(人民币)	1.06	1.31	1.14	0.72	0.10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,251	1,801	1,796	2,302	2,995
折旧与摊销	282	346	389	415	442
净利息费用	16	28	31	34	38
运营资本变动	(91)	164	3	118	92
税金	(221)	(261)	(449)	(575)	(749)
其他	4	(151)	(169)	(219)	(269)
经营活动产生的现金流	1,241	1,927	1,602	2,075	2,550
购买固定资产净值	(1,657)	(854)	(800)	(800)	(800)
投资减少/增加	(39)	48	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,696)	(806)	(800)	(800)	(800)
净增权益	721	364	(300)	(400)	(600)
净增债务	(282)	(1,457)	(568)	(718)	(932)
融资活动产生的现金流	439	(1,093)	(868)	(1,118)	(1,532)
现金变动	(16)	28	(67)	157	217
期初现金	492	476	504	437	594
公司自由现金流	(455)	1,120	802	1,275	1,750
权益自由现金流	(16)	1,029	(67)	157	217

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	29.0	36.6	36.8	36.6	37.1
息税前利润率	22.9	30.5	30.0	30.8	32.2
税前利润率	26.8	31.7	31.3	31.9	33.2
净利率	21.0	25.7	21.7	21.9	22.7
流动性(倍)					
流动比率	1.6	0.8	0.8	1.0	1.2
利息覆盖率	65.8	60.9	55.0	64.5	76.7
净权益负债率(%)	38.6	44.4	32.2	16.7	1.9
速动比率	1.4	0.7	0.7	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	28.2	19.0	22.1	17.5	13.5
市净率	7.8	7.3	6.2	5.2	4.3
价格/现金流	22.2	14.3	17.2	13.3	10.8
企业价值/息税折旧前利润	21.5	14.2	13.9	11.0	8.5
周转率					
存货周转天数	13.4	17.4	20.7	19.0	19.1
应收帐款周转天数	32.9	28.5	28.5	28.5	28.5
应付帐款周转天数	41.8	41.2	41.6	40.5	39.4
回报率(%)					
股息支付率	49.5	45.6	45.6	45.6	45.6
净资产收益率	27.5	38.6	28.0	29.7	31.8
资产收益率	12.8	19.8	16.5	19.3	22.8
已运用资本收益率	19.4	28.1	26.0	30.7	36.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371