

露天煤业 (002128)

增持/维持评级

股价: RMB15.89

分析师

叶勇

SAC 执业证书编号:s1000512020003

(021)68498558

veyong@mail.htlhsc.com.cn

产量下滑成本稳增,今年业绩“维稳”

- 收入成本稳步增长,去年每股收益同比增 10%。2011 年,公司销售原煤 4396 万吨,超过计划产量 4.67%。营收达 64.4 亿元,同比增 21.9%,营业成本 39.97 亿元,同比增 16.08%,归属上市公司股东净利润 16 亿元,同比增 9.95%。每股收益 1.21 元,与我们此前预测相同。
- 公司为上市公司中的褐煤龙头,中电投旗下煤炭上市公司,内生产能已完全释放,未来几年产能将受限在 4200-5000 万吨之间。公司煤炭在销售半径内受到客户高度依赖,约 80%是重点合同煤,对口固定客户,而且铁路运力充足。我们认为:由于公司产能受限,主供重点合同煤,且重点合同煤价受高度管制,公司问题在于大部分煤炭都供关联客户,只能拿出少量煤炭用于市场化销售,并借此调剂利润,公司煤价难以获得通过拓展渠道抢占市场以提升价格的机会,煤炭均价提升空间较小。
- 公司计划 2012 年原煤产销量为 4250 万吨,同比下降 3.32%,利润总额预计下降 1-10%。我们认为,2012 年,公司产量略降,而合同煤涨价不会超过 5%,市场煤售价上涨面临瓶颈,而吨煤成本上,柴油、轮胎、火药价格上涨,人工成本、折旧等固定成本增长将导致公司成本稳步增长,因此,2012 年公司业绩将持平微降。
- 公司 IPO 时曾承诺资产注入,迄今已五年,除霍林河二号露天矿已注入外,白音华三号露天矿、白音华煤电公司 65%股权、母公司铝电优质资产尚未注入。而集团上市公司体外资产利润是上市公司利润的 83%左右。我们判断,公司资产注入有望提速。白音华矿区煤矿资产注入条件已趋成熟,母公司蒙东能源面临较大资金压力,资产负债率较高,面临较大的长期偿债压力,同时还面临资本支出压力较大的风险。
- 盈利预测与投资建议。不考虑资产注入,我们测算 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 1.14 元、1.25 元、1.44 元。维持“增持”评级。
- 风险提示。蒙东褐煤过剩。

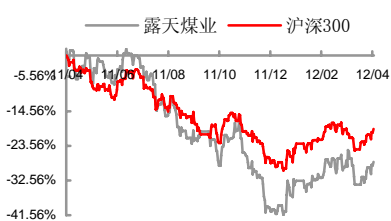
相关研究

《露天煤业 (002128) 深度研究:煤价严重受抑的褐煤龙头静待资产注入》, 2012-03-09

基础数据

总股本 (百万股)	1,327
流通 A 股 (百万股)	1,327
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	21,081

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6502.5	6692.0	7477.0	8613.0
(+/-%)	14.6	2.9	11.7	15.2
归属母公司净利润(百万元)	1600.4	1513.0	1665.0	1910.0
(+/-%)	9.9	-5.5	10.0	14.7
EPS(元)	1.21	1.14	1.25	1.44
P/E(倍)	13.2	13.9	12.7	11.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表格 1：煤炭业务收入成本假设

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
产量（含收购，万吨）	3682	4234	4243	4400	4350	4600	4800	5000	5000
销量（万吨）	3682	4234	4245	4396	4350	4500	4800	5000	5000
吨煤均价（元/吨）	103.44	110.70	130.71	146.51	153.84	166.15	179.44	197.38	217.12
吨煤成本（元/吨）	67.42	74.10	77.25	90.93	99.12	108.04	117.76	131.89	147.72
吨煤毛利（元/吨）	36.02	36.59	53.46	55.58	54.72	58.11	61.68	65.49	69.40
吨煤均价变动（%）	10.59%	7.01%	18.08%	12.09%	5.00%	8.00%	8.00%	10.00%	10.00%
吨煤成本变动（%）	9.45%	9.91%	4.25%	17.71%	9.00%	9.00%	9.00%	12.00%	12.00%
销售收入（万元）	380878	468688	554874	644072	669199	747657	861301	986907	1085598
销售成本（万元）	248239	313757	327930	399745	431163	486173	565257	659467	738603
毛利（万元）	132639	154931	226944	244327	238036	261484	296043	327440	346995
毛利率（%）	34.82%	33.06%	40.90%	37.93%	35.57%	34.97%	34.37%	33.18%	31.96%

资料来源：华泰联合证券研究所测算

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2056	2731	3527	4768	营业收入	6502	6692	7477	8613
现金	209	1075	1676	2548	营业成本	4025	4312	4862	5653
应收账款	998	718	845	1073	营业税金及附加	211	234	262	301
其他应收款	1	3	3	3	营业费用	65	70	112	102
预付账款	230	352	357	400	管理费用	348	341	382	447
存货	278	222	266	329	财务费用	84	91	70	70
其他流动资产	340	360	381	416	资产减值损失	16	8	10	11
非流动资产	6004	6611	7342	7917	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	332	250	300	350	投资净收益	173	207	249	298
固定资产	4214	4886	5472	5988	营业利润	1926	1843	2027	2327
无形资产	684	662	641	621	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	774	814	928	959	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	8059	9342	10869	12686	利润总额	1931	1843	2027	2327
流动负债	1970	1487	1543	1635	所得税	275	276	304	349
短期借款	1061	200	200	200	净利润	1656	1566	1723	1978
应付账款	511	709	784	853	少数股东损益	56	53	59	67
其他流动负债	398	577	559	582	归属母公司净利	1600	1513	1665	1910
非流动负债	1215	1415	1615	1815	EBITDA	2459	2401	2667	3072
长期借款	1073	1273	1473	1673	EPS (元)	1.21	1.14	1.25	1.44
其他非流动负	142	142	142	142					
负债合计	3185	2902	3158	3450	主要财务比率				
少数股东权益	136	189	248	315	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1327	1327	1327	1327	成长能力				
资本公积	181	181	181	181	营业收入	14.6%	2.9%	11.7%	15.2%
留存收益	3204	4717	5929	7387	营业利润	7.5%	-4.3%	10.0%	14.8%
归属母公司股	4738	6251	7463	8920	归属母公司净利	9.9%	-5.5%	10.0%	14.8%
负债和股东权	8059	9342	10869	12686	获利能力				
					毛利率(%)	38.1%	35.6%	35.0%	34.4%
					净利率(%)	24.6%	22.6%	22.3%	22.2%
					ROE(%)	33.8%	24.2%	22.3%	21.4%
					ROIC(%)	26.4%	25.1%	24.4%	25.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	39.5%	31.1%	29.1%	27.2%
					净负债比率(%)	67.02	50.79	53.00	54.31
					流动比率	1.04	1.84	2.29	2.92
					速动比率	0.90	1.69	2.11	2.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.77	0.74	0.73
					应收账款周转率	9	8	9	9
					应付账款周转率	6.99	7.07	6.51	6.91
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.21	1.14	1.25	1.44
					每股经营现金流	0.93	1.79	1.45	1.62
					每股净资产(最	3.57	4.71	5.62	6.72
					估值比率				
					P/E	13.17	13.93	12.66	11.03
					P/B	4.45	3.37	2.82	2.36
					EV/EBITDA	9	9	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司