煤炭采选

报告原因：上市公司三季报点评

露天煤业 （002128） 增持

收入下降，成本上升，致业绩下滑 维持评级

2012 年 10 月 24 日

公司研究/点评报告

市场数据： 2012 年 10 月 23 日

收盘价（元）	13.14
一年内最高/最低（元）	17.96/12.15
市净率	3.55
市盈率	17.99
流通 A 股市值（亿元）	174.33

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2010A	5,672	22	1,456	49	1.10	32	11.95
2011A	6,502	15	1,600	10	1.21	30	10.89
2012E	6,031	-7	969	-39	0.73	20	17.99
2013E	6,392	6	1,062	10	0.80	20	16.41

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

基础数据： 2012 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	3.70
资产负债率%	41.30
总股本/流通 A 股(亿股)	13.2/13.2
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内公司股价与大盘对比走势

分析师
张红兵
执业证书编号：S0760511010023
010-82190365
zhanghongbing@sxzq.com

联系人
孙涛
电话：010-82190302
邮箱：suntao@sxzq.com
孟军
010-82190365
sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市海淀区大柳树路富海大厦 808
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

➢ **公司业绩低于预期。**前三季度公司实现营业收入 48.12 亿元，同比下降 1.85%；营业利润为 9.68 亿元，同比下降 26.04%；利润总额为 9.7 亿元，同比下降 26.14%；归属于母公司净利润为 0.63 元，同比下降 25.45%。其中第三季度公司实现收入 14.81 亿元，同比增长 0.48%，环比下降 3.4%，营业成本为 11.43 亿元，同比增长 13.28%，环比下降 3%；基本每股收益为 0.08 元，同比下降 64.32%，环比下降 51.2%。

➢ **收入下降和成本上升的双重挤压致毛利率大幅下滑。**受煤炭需求萎靡和原材料成本上升的影响，前三季度公司营业收入为 48.12 亿元，同比下降 1.85%，营业成本为 32.87 亿元，同比增长 4.34%，毛利率为 31.70%，同比下降 4.06 个百分点。

➢ **三季度毛利率下滑最明显。**1-3 季度公司毛利率分别为 46.3%、23.14%和 22.83%，其中三季度同比下降 8.7 个百分点，环比下降 0.3 个百分点。

➢ **管理费用和财务费用增长较快。**前三季度管理费用为 3.18 亿元，同比增长 23.73%，财务费用为 0.89 亿元，同比增长 44.04%，两者为营业总成本增长额贡献 38.9%。

➢ **三季度现金流状况改善，回款压力大。**前三季度经营活动产生的现金流净额为 8.29 亿元，同比下降 21.32%，其中三季度经营活动产生的现金流净额为 5.48 亿元，同比增长 177.8%，环比增长 44.53%；截止 9 月 30 日，应收账款为 14.9 亿元，比期初增加 49.14%，同比增长 61.34%。

➢ **资产注入仍是公司成长催化剂。**实际控制人中电投集团及母公司中电投蒙东能源拥有三号露天矿开采储量 13.76 亿吨的采矿权，以及持有白音华煤电公司 65%的股权，其中白音华煤电公司负责开采白音华矿二

号露天矿，其资源总量 10.3 亿吨。集团承诺将以上资产在合适时注入上市公司，并承诺将铝电优质资产注入上市公司，以实现集团的整体上市。

➢ **投资评级：**公司煤种主要为褐煤，煤价经过一轮下跌之后，褐煤的竞争优势变弱，未来公司盈利提升，依赖于煤价的上涨，鉴于煤炭市场环境并未发生根本改观，后期煤价上涨乏力，公司业绩提升难度大，我们下调盈利预测，预计 2012-2013 年公司 EPS 分别为 0.73 和 0.80，对应 PE 分别为 17.99 和 16.41 倍，考虑集团未来资产注入，我们仍维持"增持"评级。

➢ **风险提示：**下游行业不振影响煤炭需求；资产注入迟迟未推进，影响公司成长。

表 1：利润表预测 单位：万元

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	567,233	650,247	603,070	639,182
增长率(%)	21.68%	14.63%	-7.26%	5.99%
减：营业成本	332,772	402,508	409,510	442,660
营业毛利	234,461	247,739	193,560	196,522
毛利率(%)	41.33%	38.10%	32.10%	30.75%
减： 营业税金及附加	19,614	21,087	20,698	21,937
销售费用	13,884	6,538	9,046	9,588
管理费用	27,749	34,827	39,200	38,351
财务费用	2,845	8,407	12,061	12,784
费用率（%）	7.84%	7.65%	10.00%	9.50%
资产减值损失	456.31	1,557.52	0.00	0.00
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9,172	17,261	6,888	16,967
营业利润	179,085	192,584	119,443	130,830
营业利润率(%)	32%	30%	20%	20%
增长率（%）	85.78%	7.54%	-37.98%	9.53%
加：营业外收入	984	650	162	0
减：营业外支出	13	85	12	0
利润总额	180,056	193,149	119,593	130,830
增长率(%)	60.23%	7.27%	-38.08%	9.40%
利润率(%)	31.74%	29.70%	19.83%	20.47%
减：所得税	26,094	27,534	17,939	19,624
实际税负比率(%)	14%	14%	15%	15%
净利润	153,961	165,615	101,654	111,205
少数股东损益	8,402	5,580	4,733	4,998

归属于母公司所有者的净利润	145,559	160,035	96,921	106,208
增长率(%)	48.88%	9.95%	-39.44%	9.58%
净利润率(%)	27.14%	25.47%	16.86%	17.40%
每股收益（元）（目前股本全面摊薄）	1.10	1.21	0.73	0.80

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5～15%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。