

露天煤业 (002128.SZ)

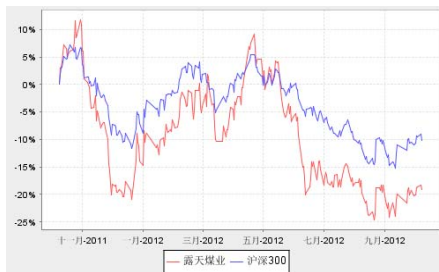
费用刚性上升，三季度业绩环比折半

评级: 持有 **前次:** 持有
目标价 (元): -
分析师: 刘昭亮 **联系人:** 王永辉
 S0740510120026
 021-20315150 021-20315201
 liuzl@r.qlzq.com.cn wangyh@r.qlzq.com.cn
 2012年10月25日

基本状况

总股本(百万股)	1326.69
流通股本(百万股)	1326.69
市价(元)	13.14
市值(百万元)	17432.66
流通市值(百万元)	17432.66

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	5,672.33	6,502.47	5,939.07	5,595.70	5,721.06
营业收入增速	21.68%	14.63%	-8.66%	-5.78%	2.24%
净利润增长率	48.90%	9.95%	-37.61%	-30.45%	3.28%
摊薄每股收益 (元)	1.10	1.21	0.75	0.52	0.54
前次预测每股收益 (元)	1.10	1.21	0.86	0.79	0.82
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	23.26	11.11	17.78	25.56	24.75
PEG	0.48	1.12	—	—	7.55
每股净资产 (元)	2.85	3.57	3.82	4.15	4.39
每股现金流量	1.45	0.93	1.72	1.06	1.10
净资产收益率	38.55%	33.78%	19.68%	12.62%	12.32%
市净率	8.97	3.75	3.50	3.23	3.05
总股本 (百万股)	1,326.69	1,326.69	1,326.69	1,326.69	1,326.69

备注: 市场预测取 聚源一致预期

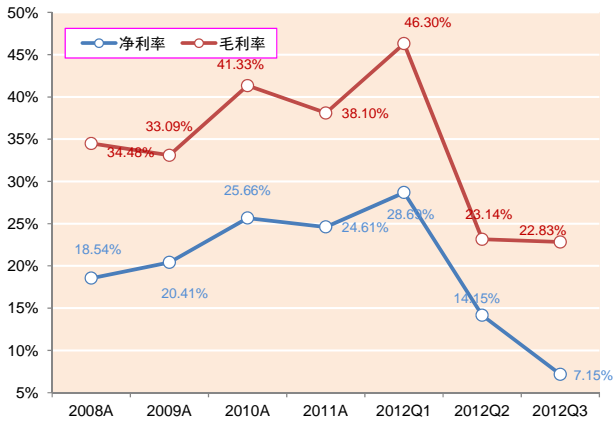
投资要点

- 公司于10月24日发布三季度报告: 1~9月份, 公司实现营业收入48.12亿元, 同比下降1.85%; EPS为0.63元, 同比下降25.88%。其中, 7~9月份, 公司实现营业收入14.81亿元, 同比增长0.48%; EPS为0.08元, 同比下降65.22%, 环比下滑51.17%。加权平均净资产收益率17.09%, 同比下降7.44个百分点。综合毛利率为31.7%, 较去年同期下降4.06个百分点。公司1~3季度EPS分别为0.39元、0.16元、0.08元, 三季度业绩环比大幅下滑的主要原因是三季度产地煤炭价格继续大幅下跌。
- 三季度公司产地煤炭价格下跌40元/吨或17%左右, 由于公司加大了成本控制, 综合毛利率较二季度小幅下降0.31%; 期间费用率为11.84%, 环比增加3.24个百分点至11.84%, 其中, 管理费用率环比增长3.99个百分点至8.84% (管理费用增长5649万元, 折合EPS为0.04元)。我们认为, 公司煤炭销售价格下跌风险短期基本释放完成, 四季度动力煤价格将以企稳为主, 按照公司历年惯例, 公司在东北寒冬旺季销售情况良好, 在加大成本及费用控制后, 预计四季度业绩略有好转。
- 公司煤炭产能增长有限。公司的主力矿井产量较为稳定。未来公司煤炭产能增长点主要在于扎哈卓尔2号矿 (产能1500万吨) 的产能释放, 但主要是以销定产, 在需求疲软的环境下, 褐煤受到的影响较大。期待母公司承诺注入白音华三号矿 (设计产能1400万吨)、白音华煤电公司股权及母公司优质铝电资产。
- 我们预测露天煤业2012~2014年归属于母公司净利润为9.98亿元、6.94亿元和7.17亿元。对应EPS分比为0.75元、0.52元和0.54元, 同比变化-38.02%、-30.67%和3.85%, 业绩预期下滑的主要原因在于煤炭价格下跌而且产量增幅有限。按照目前的股价对应的PE分别为18倍, 处于行业较高水平。考虑到公司未来业绩内生性增长有限, 且公司的煤炭销售产品褐煤的运输半径较小, 受需求的负面影响较大。因此维持公司“持有”评级。

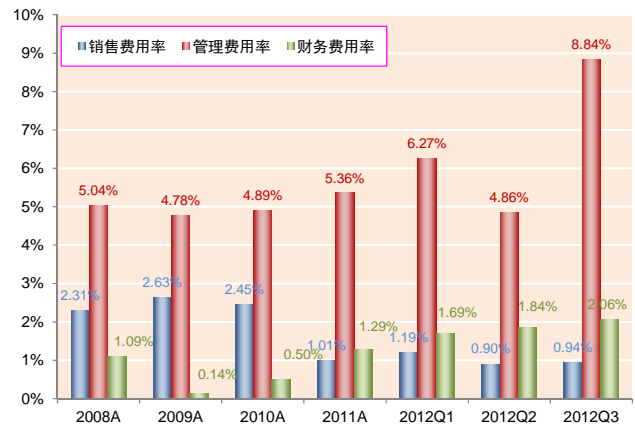
图表 1: 露天煤业主要盈利指标变化

主要盈利指标	2008A	2009A	2010A	2011A	年趋势图	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012M1-9	三季度环比	三季度同比	M1-9同比
营业总收入(亿元)	38.83	47.89	56.72	65.02		17.98	15.33	14.81	48.12	-3.40%	0.48%	-1.85%
净利润(亿元)	7.20	9.78	14.56	16.00		5.16	2.17	1.06	8.39	-51.17%	-64.32%	-17.74%
每股收益(元)	0.54	0.74	1.10	1.21		0.39	0.16	0.08	0.63	-51.17%	-64.32%	-17.74%
净资产收益率(%)	30.54%	30.42%	38.55%	33.78%		9.72%	4.50%	2.16%	17.09%	-2.34%	-4.98%	-7.44%
毛利率(%)	34.48%	33.09%	41.33%	38.10%		46.30%	23.14%	22.83%	31.70%	-0.31%	-8.72%	-4.06%

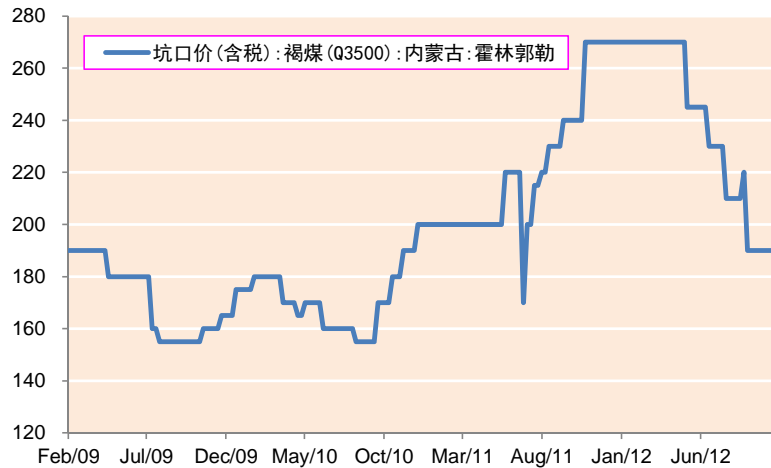
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司净利率与毛利率变化趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司销售、管理、财务费用变化趋势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司产地煤炭价格三季度大幅下跌


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	4,662	5,672	6,502	5,939	5,596	5,721
增长率	20.06%	21.7%	14.6%	-8.7%	-5.8%	2.2%
营业成本	-3,063	-3,328	-4,025	-4,125	-4,176	-4,270
%销售收入	65.7%	58.7%	61.9%	69.5%	74.6%	74.6%
毛利	1,599	2,345	2,477	1,814	1,420	1,451
%销售收入	34.3%	41.3%	38.1%	30.5%	25.4%	25.4%
营业税金及附加	-169	-196	-211	-193	-182	-186
%销售收入	3.6%	3.5%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-126	-139	-65	-59	-56	-57
%销售收入	2.7%	2.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-235	-277	-348	-327	-308	-315
%销售收入	5.0%	4.9%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	1,069	1,732	1,853	1,235	874	893
%销售收入	22.9%	30.5%	28.5%	20.8%	15.6%	15.6%
财务费用	-16	-28	-84	-100	-97	-90
%销售收入	0.3%	0.5%	1.3%	1.7%	1.7%	1.6%
资产减值损失	-5	-5	-16	-12	-10	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	41	92	173	120	120	120
%税前利润	3.3%	5.1%	8.9%	9.6%	13.4%	13.1%
营业利润	1,089	1,791	1,926	1,243	887	912
营业利润率	23.4%	31.6%	29.6%	20.9%	15.8%	15.9%
营业外收支	163	10	6	7	7	7
税前利润	1,251	1,801	1,931	1,250	894	919
利润率	26.8%	31.7%	29.7%	21.0%	16.0%	16.1%
所得税	-221	-261	-275	-187	-134	-138
所得税率	17.6%	14.5%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,031	1,540	1,656	1,062	760	781
少数股东损益	53	84	56	64	65	64
归属于母公司的净利润	978	1,456	1,600	998	694	717
净利率	21.0%	25.7%	24.6%	16.8%	12.4%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,031	1,540	1,656	1,062	760	781
少数股东损益	0	0	0	64	65	64
非现金支出	288	351	465	529	601	673
非经营收益	-11	-62	-88	3	21	21
营运资金变动	-66	98	-800	687	25	-12
经营活动现金净流	1,241	1,927	1,233	2,345	1,472	1,528
资本开支	1,657	854	680	562	708	690
投资	-53	0	0	0	0	0
其他	14	48	80	120	120	120
投资活动现金净流	-1,696	-806	-599	-442	-588	-570
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	721	364	-110	439	0	0
其他	-282	-1,457	-820	-130	-812	-414
筹资活动现金净流	439	-1,093	-929	309	-812	-414
现金净流量	-16	28	-295	2,212	72	544

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	476	504	209	2,356	2,363	2,843
应收款项	590	633	1,201	751	708	723
存货	126	191	278	231	235	240
其他流动资产	326	306	368	344	347	352
流动资产	1,518	1,634	2,056	3,683	3,653	4,158
%总资产	22.1%	21.9%	25.5%	37.8%	37.1%	40.1%
长期投资	201	211	338	338	338	338
固定资产	4,416	4,728	4,638	4,781	4,864	4,865
%总资产	64.2%	63.3%	57.6%	49.1%	49.5%	46.9%
无形资产	732	717	882	791	834	868
非流动资产	5,358	5,829	6,004	6,055	6,180	6,215
%总资产	77.9%	78.1%	74.5%	62.2%	62.9%	59.9%
资产总计	6,877	7,464	8,059	9,738	9,833	10,373
短期借款	1	1,171	1,062	1	1	1
应付款项	990	982	774	1,003	1,005	1,028
其他流动负债	-15	-6	135	747	345	480
流动负债	976	2,147	1,970	1,751	1,351	1,508
长期贷款	1,879	1,074	1,073	2,573	2,573	2,573
其他长期负债	382	326	142	142	142	142
负债	3,237	3,546	3,185	4,466	4,066	4,223
普通股股东权益	3,561	3,776	4,738	5,073	5,502	5,821
少数股东权益	79	142	136	200	265	329
负债股东权益合计	6,877	7,464	8,059	9,738	9,833	10,373

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.884	1.097	1.206	0.753	0.523	0.541
每股净资产 (元)	3.221	2.846	3.571	3.824	4.147	4.387
每股经营现金净流 (元)	1.123	1.452	0.930	1.719	1.060	1.103
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.200	0.300
回报率						
净资产收益率	27.46%	38.55%	33.78%	19.68%	12.62%	12.32%
总资产收益率	14.22%	19.50%	19.86%	10.25%	7.06%	6.91%
投入资本收益率	18.19%	27.19%	24.59%	20.38%	13.18%	13.70%
增长率						
营业总收入增长率	20.06%	21.68%	14.63%	-8.66%	-5.78%	2.24%
EBIT增长率	30.90%	62.03%	6.97%	-33.35%	-29.22%	2.19%
净利润增长率	53.24%	48.90%	9.95%	-37.61%	-30.45%	3.28%
总资产增长率	78.76%	8.54%	7.98%	20.84%	0.97%	5.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.9	27.8	40.4	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	13.4	17.4	21.3	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	64.3	64.4	52.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	189.6	217.8	230.5	263.4	286.9	283.3
偿债能力						
净负债/股东权益	38.57%	44.43%	39.52%	4.12%	3.65%	-4.38%
EBIT利息保障倍数	65.8	60.9	22.0	12.3	9.0	9.9
资产负债率	47.08%	47.51%	39.53%	45.86%	41.35%	40.71%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。