

露天煤业 (002128.SZ)
收购集团煤电资产：电厂便宜但煤矿较贵

 评级：**持有**

 前次：**持有**

目标价(元)：

13-13.5

分析师

研究助理

刘昭亮

王永辉

S0740510120026

021-20315150

021-20315201

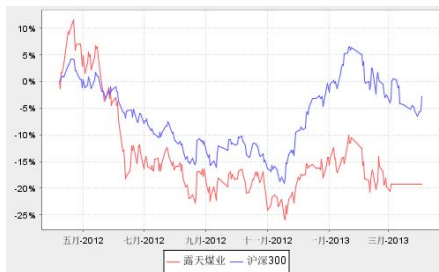
liuzl@r.qlzq.com.cn

wangyh@r.qlzq.com.cn

2013年4月22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)	12.84
市值(百万元)	17034.65
流通市值(百万元)	17034.65

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,502.47	6,870.11	6,128.07	6,083.06	6,219.49
营业收入增速	14.63%	5.65%	-10.80%	-0.73%	2.24%
净利润增长率	9.95%	-1.76%	-27.72%	-6.70%	3.19%
摊薄每股收益(元)	1.21	1.19	0.86	0.80	0.82
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	11.11	11.32	14.99	16.07	15.57
PEG	1.12	—	—	—	4.87
每股净资产(元)	3.63	4.25	4.91	5.51	6.03
每股现金流量	0.93	1.00	2.32	1.28	1.33
净资产收益率	33.26%	27.87%	17.45%	14.51%	13.67%
市净率	3.69	3.16	2.62	2.33	2.13
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

- **事件：**公司董事会于2013年4月20日通过《关于非公开发行股票涉及关联交易的议案》，同时公布2013年一季度报告：
 - **非公开发行股票：**(1)本次拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过39亿元人民币，发行股票数量为不超过33166万股(含本数)，发行价格不低于11.76元/股。(2)本次拟收购标的为：内蒙古白音华蒙东露天煤业有限公司100%股权(拟交易金额20亿元，其中，募集资金19亿元，自有资金1亿元)以及通辽霍林河坑口发电有限责任公司100%股权(拟交易金额20亿元)；(3)控股股东蒙东能源集团承诺以不低于5亿元且不超过6亿元现金与其他认购对象以相同的价格认购若本次交易完成，交易完成后，蒙东集团控股比例从69.4%下降至58.1%~58.6%，仍然公司控股股东。
 - **公布2013年一季度报：**报告期内，公司实现营业收入17亿元，环比下降4.94%，同比下降16.95%；归属于上市公司股东净利润4亿元，环比下降45.3%，同比下降22.2%；每股收益0.3元，环比下降45.3%，同比下降23.1%。同时，公司预计2013年上半年归属于上市公司股东净利润为4.03~6.23亿元，同比变化-45%~15%，折合EPS为0.3~0.47元。

点评：

- **母公司兑现承诺，矿井收购价格较高。**本次收购白音华三号矿100%股权，资源为灰分、低硫、低磷、中等热值的褐煤(主要为电厂燃料)，保有资源储量为13.23亿吨，核定生产规模为1400万吨/年(目前尚未达产，2012年生产607万吨煤炭，销售613万吨煤炭，预计将于2015年达产)。从煤炭资产评估增值和资源价值的角度看，我们认为本次20亿元的收购价格较高，收购P/E、P/B分别为23倍及2倍；

按照保守资源储量收购价格为 1.51 元/吨。2012 年实现净利润 0.87 亿元（折合 EPS 为 0.065 元），按照年销量测算吨煤净利仅 14 元/吨。

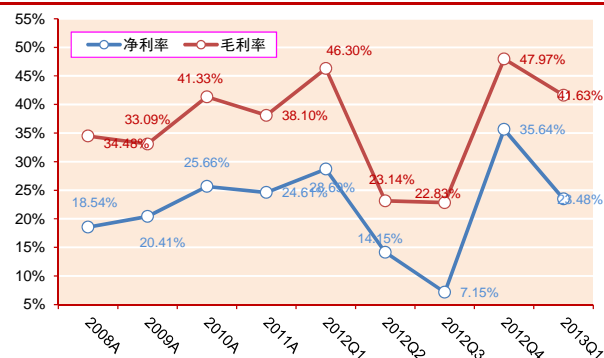
- **收购坑口电厂价格较低，进一步推进煤电一体化有利于降低煤价波动风险。** 霍林郭勒坑口电厂由中电投集团和蒙东能源投资建设，位于内蒙古通辽市霍林郭勒市。根据公开资料，该项目于 2006 年 5 月经国家发改委核准建设，建设规模为 4×60 万千瓦电厂（分两期施工建设，一期建设完成 2X600MW；二期项目设计规模 2X600MW，正在积极推进中）。目前坑口电厂运营 2*600MW 国产亚临界空冷机组，两台机组于 2008 年正式投产发电，机组运行状况良好。本次收购坑口电厂具有较强的盈利能力，主要源于：（1）煤炭运输成本低：坑口电厂紧靠上市公司露天煤业，煤炭经皮带直接运输至电厂；（2）人力成本较低：坑口电厂员工团队精简。根据公司公告，2012 年坑口电厂实现净利润 3.53 亿元（折合 EPS 为 0.27 元），收购 PE 和 PB 分别为 5.67 倍和 1 倍，收购价格较低。
- **一季度业绩大幅下滑，主营业务毛利率下滑 4.67 个百分点。我们认为，业绩下滑的主要原因是煤炭价格的大幅下跌。** 公司 2012 年实现生产、收购原煤 4,500 万吨，同比增长 2.27%。实现销售原煤 4500 万吨，同比增长 2.37%。吨煤价格上涨 4.65 元至 151 元/吨，吨煤成本增加 5.22 元至 96 元/吨，煤炭业务毛利率下滑 1.55 个百分点至 36.4%。受煤价下跌及成本刚性增长，预计 2013 年公司煤炭业务盈利能力继续下降。
- **公司煤炭产能增长有限，未来主要看集团公司承诺履行进度。** 集团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。目前，白音华三号矿以及坑口电厂等资产注入正在履行，预计其他优质资产注入将逐步推进。目前公司煤炭产能增长有限，未来利润增长点源于坑口电厂、扎哈卓尔 2 号矿以及白音华三号矿的陆续投产。
- **我们预测露天煤业 2013~2015 年归属于母公司净利润为 11.36 亿元、10.6 亿元和 10.9 亿元（暂不考虑资产注入）。** 对应 EPS 分比为 0.86 元、0.8 元和 0.83 元，同比变化-27.7%、-6.7%和 3.19%。按照目前的股价对应 2013 年的动态 PE 为 15 倍，估值处于行业中等水平。综合考虑到公司资产注入预期及成长性，维持“持有”评级。目标价格区间 13~13.5 元。

图表 1：本次拟收购资产基本情况

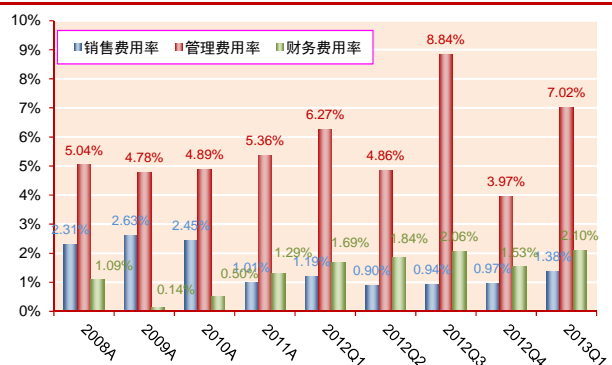
标的资产名称	项目规模	项目投资总额(亿元)	募集资金投入额(亿元)	2012年净利润(万元)	收购P/E	收购P/B
白音华三号矿	1400万吨	约20	约19	8710.57	23.0	2.0
霍林河坑口发电厂	2*600MW	约20	约20	35303.79	5.7	1.0

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：露天煤业毛利率与净利率变化趋势



图表 3：露天煤业期间费用率变化趋势



来源：齐鲁证券研究所

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	5,672	6,502	6,870	6,128	6,083	6,219	货币资金	504	209	315	3,297	4,279	5,381
增长率	21.68%	14.6%	5.7%	-10.8%	-0.7%	2.2%	应收账款	633	1,201	1,917	775	769	786
营业成本	-3,328	-4,025	-4,357	-4,125	-4,176	-4,270	存货	191	278	325	231	235	240
% 销售收入	58.7%	61.9%	63.4%	67.3%	68.6%	68.7%	其他流动资产	306	368	99	206	209	214
毛利	2,345	2,477	2,513	2,003	1,907	1,949	流动资产	1,634	2,056	2,657	4,509	5,491	6,621
% 销售收入	41.3%	38.1%	36.6%	32.7%	31.4%	31.3%	% 总资产	21.9%	25.5%	29.6%	42.4%	47.8%	53.4%
营业税金及附加	-196	-211	-232	-199	-198	-202	长期投资	211	338	411	411	411	411
% 销售收入	3.5%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	固定资产	4,728	4,638	4,644	4,592	4,455	4,237
营业费用	-139	-65	-69	-61	-61	-62	% 总资产	63.3%	57.6%	51.7%	43.2%	38.8%	34.2%
% 销售收入	2.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	717	882	999	838	855	854
管理费用	-277	-348	-400	-337	-335	-342	非流动资产	5,829	6,004	6,331	6,118	5,998	5,779
% 销售收入	4.9%	5.4%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	% 总资产	78.1%	74.5%	70.4%	57.6%	52.2%	46.6%
息税前利润 (EBIT)	1,732	1,853	1,812	1,406	1,314	1,343	资产总计	7,464	8,059	8,988	10,627	11,489	12,400
% 销售收入	30.5%	28.5%	26.4%	22.9%	21.6%	21.6%	短期借款	1,171	1,062	1,354	51	51	51
财务费用	-28	-84	-121	-119	-113	-104	应付账款	982	774	660	1,008	1,018	1,040
% 销售收入	0.5%	1.3%	1.8%	1.9%	1.9%	1.7%	其他流动负债	-6	135	183	351	351	485
资产减值损失	-5	-16	11	-12	-12	-12	流动负债	2,147	1,970	2,196	1,410	1,419	1,576
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,074	1,073	1,023	2,523	2,523	2,523
投资收益	92	173	118	120	120	120	其他长期负债	326	142	84	84	84	84
% 税前利润	5.1%	8.9%	6.5%	8.6%	9.1%	8.9%	负债	3,546	3,185	3,303	4,017	4,026	4,183
营业利润	1,791	1,926	1,821	1,394	1,308	1,347	普通股股东权益	3,845	4,811	5,642	6,513	7,308	8,005
营业利润率	31.6%	29.6%	26.5%	22.8%	21.5%	21.7%	少数股东权益	142	136	53	108	166	223
营业外收支	10	6	0	7	7	7	负债股东权益合计	7,533	8,133	8,998	10,638	11,500	12,411
税前利润	1,801	1,931	1,821	1,401	1,315	1,354	比率分析						
利润率	31.7%	29.7%	26.5%	22.9%	21.6%	21.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-261	-275	-246	-210	-197	-203	每股指标						
所得税率	14.5%	14.3%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	1.097	1.206	1.185	0.857	0.799	0.825
净利润	1,540	1,656	1,575	1,191	1,118	1,151	每股净资产(元)	2.898	3.627	4.253	4.910	5.509	6.033
少数股东损益	84	56	2	55	58	57	每股经营现金净流(元)	1.452	0.930	1.002	2.324	1.279	1.327
归属于母公司的净利润	1,456	1,600	1,572	1,136	1,060	1,094	每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.300
净利率	25.7%	24.6%	22.9%	18.5%	17.4%	17.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	37.86%	33.26%	27.87%	17.45%	14.51%	13.67%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	19.32%	19.68%	17.47%	10.68%	9.22%	8.82%
净利润	1,540	1,656	1,575	1,191	1,118	1,151	投入资本收益率	26.85%	24.31%	21.34%	21.78%	20.85%	22.80%
少数股东损益	0	0	0	55	58	57	增长率						
非现金支出	351	465	524	518	564	605	营业总收入增长率	21.68%	14.63%	5.65%	-10.80%	-0.73%	2.24%
非经营收益	-62	-88	-34	6	18	18	EBIT增长率	62.03%	6.97%	-2.20%	-22.43%	-6.52%	2.22%
营运资金变动	98	-800	-735	1,369	-3	-14	净利润增长率	48.90%	9.95%	-1.76%	-27.72%	-6.70%	3.19%
经营活动现金净流	1,927	1,233	1,330	3,138	1,755	1,817	总资产增长率	12.30%	7.97%	10.64%	18.24%	8.11%	7.92%
资本开支	854	680	625	286	424	367	资产管理能力						
投资	0	0	-50	0	0	0	应收账款周转天数	27.8	40.4	61.2	35.0	35.0	35.0
其他	48	80	93	120	120	120	存货周转天数	17.4	21.3	25.3	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-806	-599	-582	-166	-304	-247	应付账款周转天数	64.4	52.2	40.1	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	217.8	230.5	223.5	248.6	244.7	228.9
债权募资	364	-110	241	197	0	0	偿债能力						
其他	-1,457	-820	-883	-133	-411	-411	净负债/股东权益	43.66%	38.93%	36.19%	-10.93%	-22.82%	-34.13%
筹资活动现金净流	-1,093	-929	-641	64	-411	-411	EBIT利息保障倍数	60.9	22.0	15.0	11.8	11.6	12.9
现金净流量	28	-295	107	3,036	1,040	1,159	资产负债率	47.08%	39.17%	36.71%	37.76%	35.01%	33.71%

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。