量价提升推动利润增长

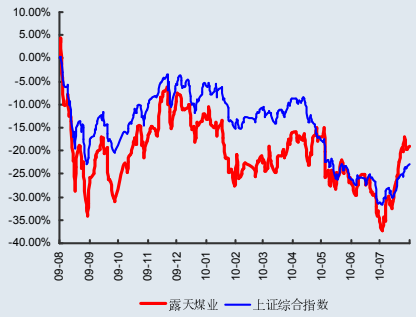
——露天煤业（002128）2010半年报点评

评级：推荐

★★★★☆

- 露天煤业7月30日发布2010年半年报。实现营业收入30.46亿元，同比增加46.44%；营业利润10.35亿元，同比增加72.70%；净利润8.82亿元，同比增加65.66%。量价同比提高是上半年利润大幅增长的主要原因。
- **以销定产，产销同步增长，扎哈淖尔成公司未来两年增长点。**因不受核定产能限制，露天煤业煤炭生产奉行以销定产政策，产量一直保持稳定增长。煤炭销售在东北褐煤企业中已经处于优势地位。近年来，随着公司生产能力的不断提高，公司在巩固老用户的基础上，新开发了秦皇岛秦热发电、秦皇岛发电、上海海东燃料、大连北方热电等新用户。
- 今年7月29日公告收购的扎哈淖尔露天矿(扩大区)目前在建,预计2011年能达到1500万吨的产能。预计到2012年公司产量将达到5000万吨。
- **煤炭价格不断提高，未来仍有上涨空间。**一方面，公司产品需求不断扩大，对公司煤价稳定提升提供可靠的支撑。另一方面，公司目前煤价仍然较低。赤峰—大板—白音华地方铁路（简称赤大白铁路）是中国电力投资集团投资建设的第一条铁路，是为开发白音华煤田配套建设的运煤专用铁路。赤大白铁路通车后，公司商品煤的覆盖半径达到赤峰地区。在考虑运费后，公司煤价仍低于赤峰当地煤价。公司煤价仍有提价的空间。预计今年全年公司综合煤价同比将有15%左右的涨幅。
- **未来资产注入将大幅增加公司产能。**今年蒙东能源煤炭产能将达到6900万吨。按照规划，到2015年，蒙东能源产业总规模将达到年产煤一亿吨，铝100万吨，电力装机1400万千瓦，铁路1000公里，港口吞吐量5000万吨。
- 今年蒙东能源已经将二号露天矿1500万吨产能注入上市公司。而未来控股股东蒙东能源的发展战略与露天煤业的发展战略具有协同一致性。蒙东能源将以露天煤业为平台，适时实现整体上市。如果2015年实现整体上市，按规划产能计算，公司煤炭产能将是现在的3倍。
- **风险因素：**煤价波动对公司业绩影响较大，煤价低于预期将严重影响公司业绩。美元汇率直接关系到国际大宗商品价格及国际能源价格走势，国际原油价格波动已经超出供需影响范畴。在能源替代效应下，投资者需关注美元汇率大幅波动对国际国内煤炭价格的影响。
- **给与“推荐”评级。根据以上分析和预测，在不考虑重组和资产注入的前提下，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为1.179元、1.535元和1.915元，同比增长33.29%、30.26%和24.74%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在30元以上。露天煤业当前价格20.95元，动态市盈率分别为17.77、13.65和10.94，估值较低。我们给予露天煤业推荐评级。**

1 年以来露天煤业相对表现



阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	7.21	16.81
涨跌(元)	3.71	-5.06
涨跌幅(%)	21.79	-2.31
行业涨跌幅(%)	18.15	-10.79
相对行业涨跌幅(%)	3.64	8.48
深成指数涨跌幅(%)	14.9	-3.67
相对大盘涨跌幅(%)	6.89	1.36

王泽军
执业证书编号：S1490209080023
010-58568297
wangzejun@hrsec.com.cn

公司概况

- 公司是国内五大露天煤矿之一
  - 公司位于内蒙古东部通辽市霍林郭勒，主要从事煤炭产品生产、加工和销售，是国内五大露天煤矿之一。公司拥有一号露天矿，开采储量为13.2311亿吨；子公司鲁霍公司拥有扎哈淖尔露天矿，开采储量为6588.38万吨。

公司煤矿资产

	可采储量（万吨）	总采矿权价款（万元）	采矿权转让价款（万元）	矿区面积
一号露天矿（南露天矿、北露天矿）	132311	39225	38536.84	33.9963 平方公里
鲁霍公司扎哈淖尔露天矿（原矿区）	6588.38	1232.97	1232.97	4.6341 平方公里
扎哈淖尔露天矿（扩大区）	46200	37025.75	37025.75	25.908 平方公里

数据来源：公司公告、华融证券

- 煤炭产品为优质褐煤，主要用作电厂燃料。
  - 公司产褐煤平均发热量为3100大卡/千克，具有“两高两低”（低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点）的特性。由于燃烧反应充分、煤燃烧后不结焦，符合环保要求，因此主要用作电厂燃料。

2010年上半年利润大幅增长

- 露天煤业7月30日发布2010年半年报。实现营业收入30.46亿元，同比增加46.44%；营业利润10.35亿元，同比增加72.70%；净利润8.82亿元，同比增加65.66%。
- 量价同比提高是上半年利润大幅增长的主要原因。
- 今年上半年公司煤炭生产量和收购量较上年同期增长366万吨，增幅19.31%，原煤销量较上年同期增长376万吨，增幅20.28%。
- 今年上半年公司煤炭销售均价提升幅度达到21.22%。

露天煤业利润比较表

	本期金额	上期金额	差额	%
一、营业总收入	30.46	20.80	9.66	46.44%
二、营业总成本	20.37	14.94	5.44	36.41%
其中：营业成本	17.47	12.29	5.18	42.20%
营业税金及附加	1.02	0.80	0.22	27.38%
销售费用	0.63	0.62	0.01	1.91%
管理费用	1.23	1.14	0.09	7.73%
财务费用	-0.01	0.08	-0.09	-115.37%
资产减值损失	0.04	0.01	0.02	154.70%

投资收益（损失以“-”号填列）	0.26	0.13	0.13	103.27%
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	10.35	5.99	4.36	72.70%
加：营业外收入	0.03	0.28	-0.26	-89.96%
减：营业外支出	0.00	0.00	-0.00	-8.72%
其中：非流动资产处置损失	-	0.00	-0.00	-100.00%
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	10.38	6.28	4.10	65.33%
减：所得税费用	1.56	0.95	0.61	63.47%
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8.82	5.32	3.50	65.66%
归属于母公司所有者的净利润	8.32	4.94	3.38	68.49%
少数股东损益	0.50	0.38	0.11	29.25%
六、每股收益：				
（一）基本每股收益	0.63	0.37	0.26	70.27%
（二）稀释每股收益	0.63	0.37	0.26	70.27%

数据来源：公司公告、华融证券

以销定产，产销同步增长，扎哈淖尔成公司未来两年增长点

- 以销定产，产量稳定增长。
  - 因不受核定产能限制，露天煤业煤炭生产奉行以销定产政策，产量一直保持稳定增长。在2009年，虽然遭遇前所未有的困难，增速严重下滑，但仍然完成了全年计划，2009年公司生产量完成全年计划的100.38%；2009年生产销售量完成全年计划的100.81%；全年生产煤炭3350万吨，保持了增长势头。
- 煤炭销售在东北褐煤企业中已经处于优势地位。
  - 公司煤炭产品的销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省和吉林省。因为公司周边主要电厂的发电设备均根据霍林河煤炭高挥发分、高灰熔点、不易结焦的煤质特点设计，因此公司主要客户对公司产品依赖度较高，主要客户群稳定。
- 近年来，随着公司生产能力的不断提高，公司在巩固老用户的基础上，新开发了秦皇岛秦热发电、秦皇岛发电、上海海东燃料、大连北方热电等新用户。

公司分地区销售收入

销售收入（亿元）	2004	2005	2006	2007	2008	2009H1	2009	2010H1
内蒙古自治区	3.49	5.31	6.17	8.77	16.25	8.92	11.34	15.56
吉林省	3.49	6.23	6.77	6.94	7.81	3.35	7.88	3.87
辽宁省	1.53	4.16	5.92	9.66	13.93	6.90	25.98	10.22
河北省	-	-	-	0.11	0.09	1.14	0.62	0.35
黑龙江省	0.33	0.18	-	-	-	0.11	0.12	-
上海	-	-	-	-	-	0.15	0.15	-
山西	-	-	-	-	-	-	0.78	-
合计	8.85	15.89	18.86	25.50	38.09	20.57	46.87	30.00

数据来源：公司公告、华融证券测算

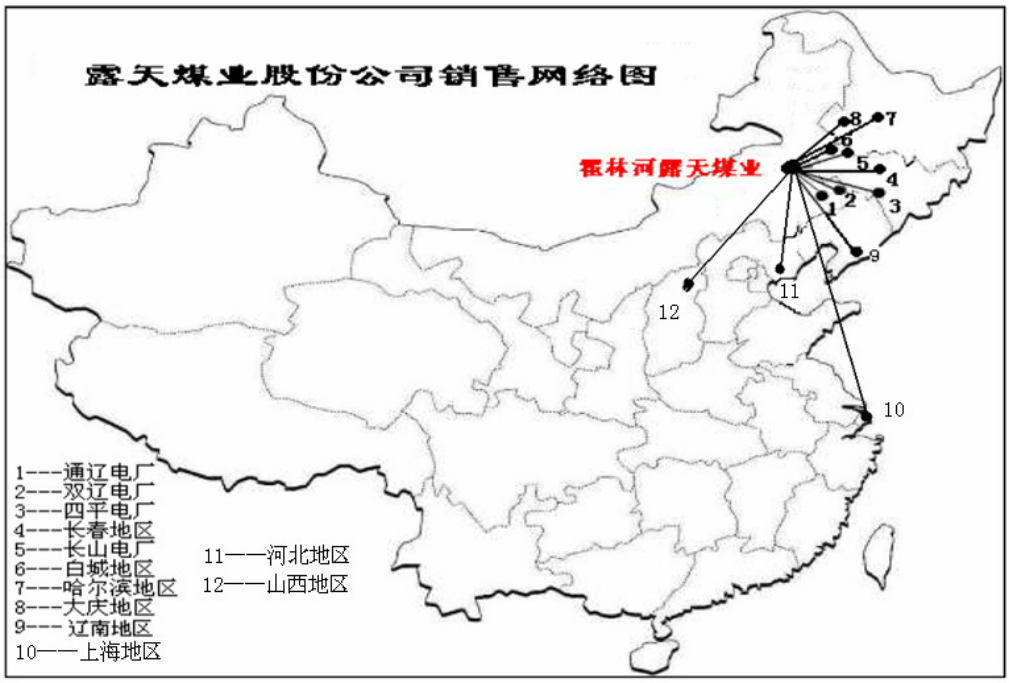
- 公司煤炭产销率近年来均保持在100%的水平。

公司产销数据

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
煤炭产量+采购煤量（万吨）	1,237.00	1,748.00	2,060.00	2,717.00	3,682.00	4,216.15
煤炭产量（含采购）增速		41.31%	17.85%	31.89%	35.52%	14.51%
煤炭销量（万吨）	1,217.00	1,767.00	2,068.00	2,726.00	3,682.00	4,234.00
煤炭销量增速		45.19%	17.03%	31.82%	35.07%	14.99%
产（含采购）销率	98.38%	101.09%	100.39%	100.33%	100.00%	100.42%

数据来源：公司公告、华融证券测算

露天煤业销售网络图



数据来源：公司公告、华融证券

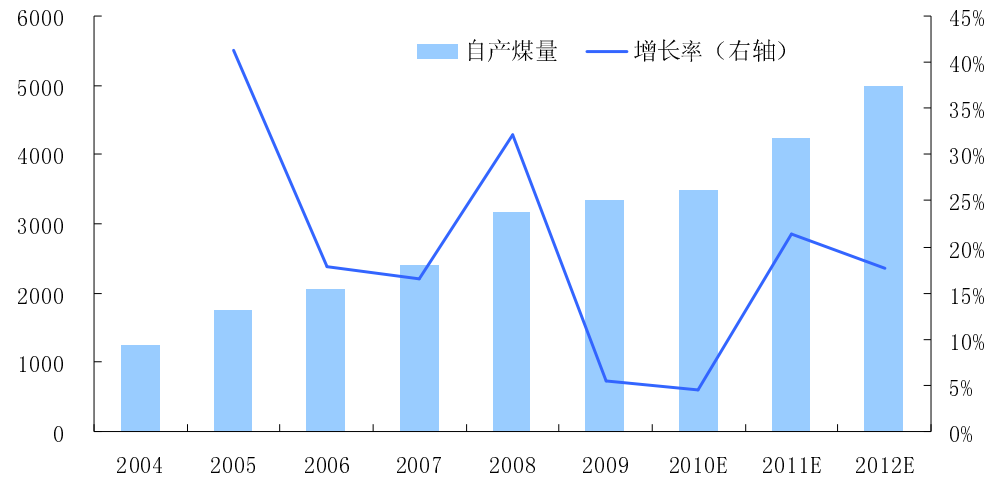
- 7月29日公告收购扎哈淖尔露天矿（扩大区）目前在建，预计2011年能达到1500万吨的产能。
- 预计到2012年公司产量将达到5000万吨。

公司 2009 年各矿煤炭产量

产量（万吨）	2009 年
南露天煤矿	1,515
北露天煤矿	905
扎哈淖尔露天矿	930
合计	3,350

数据来源：公司新闻、华融证券测算

公司煤炭产量及增长率



数据来源：公司公告、华融证券测算

煤炭价格不断提高，未来仍有上涨空间

- 公司煤炭价格实行市场化定价。
  - 公司2006年以前煤炭销售价格为“计划煤”与“市场煤”的价格双轨制。公司计划煤销售须参加全国煤炭订货会，在国家指导价格内实现产销对接；计划外销售煤炭价格由公司与客户协商确定。
  - 2005年末在秦皇岛煤炭订货会上，公司一次性实现计划内和计划外煤价并轨，公司煤炭定价自2006年起实现市场化，销售煤炭价格由公司与客户协商确定。
- 受发热量影响，褐煤平均售价较低。但公司煤炭综合平均销售价格近年来一直呈上涨态势，由2004年72.70元/吨，上涨至2009年的110.70元/吨。

公司煤炭销售综合均价

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
煤炭综合均价（元/吨）	72.7	89.9	91.2	93.53	103.44	110.7
价格增长率		23.66%	1.45%	2.56%	10.59%	7.01%

数据来源：公司公告、华融证券测算

- 一方面，公司产品需求不断扩大，对公司煤价稳定提升提供可靠的支撑。
  - 依托霍林河煤为煤源的新建机组即将陆续投入运行，约3200MW，为煤炭销售提供了新的市场空间；
  - 集团煤电一体化战略促公司需求增加，系统内电厂为公司煤炭销售提供了强有力的支持。
  - 公司实际控制人中电投集团蒙东煤电一体化战略，系统内用户加大对褐煤的掺烧比例或彻底改造炉型将褐煤改为主力煤种，该部分客户成为公司稳定的客户群，煤炭需求将有所增加。
- 另一方面，公司目前煤价仍然较低。赤峰—大板—白音华地方铁路（简称赤大白铁路）是中国电力投资集团投资建设的第一条铁路，是为开发白音华煤田配套建设的运煤专用铁路。赤大白

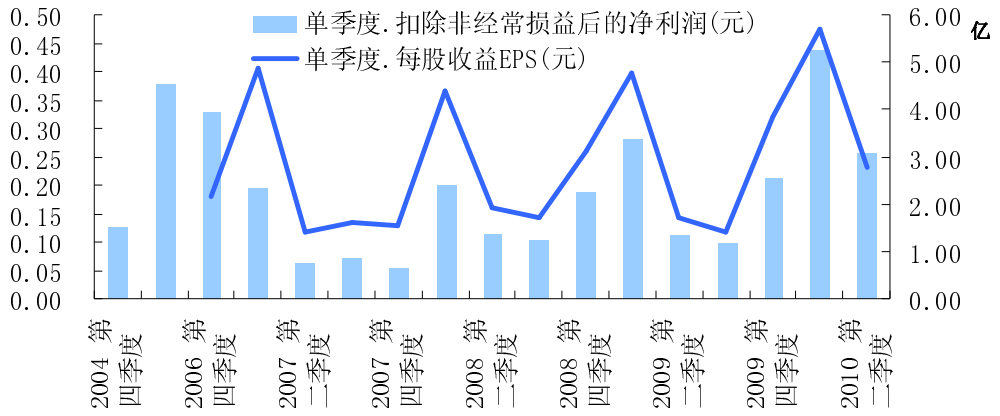
铁路通车后，公司商品煤的覆盖半径达到赤峰地区。在考虑运费后，公司煤价仍低于赤峰当地煤价。公司煤价仍有提价的空间。

- 预计今年全年公司综合煤价同比将有15%左右的涨幅。

未来资产注入将大幅增加公司产能

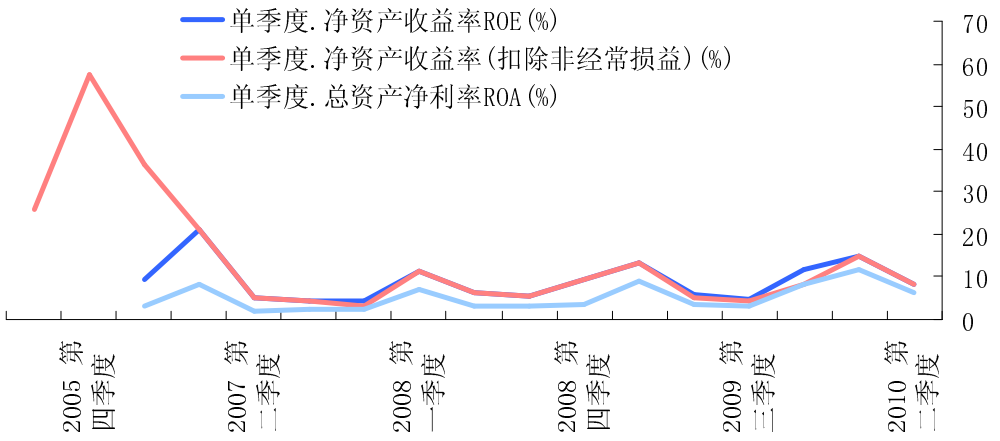
- 中电投蒙东能源集团有限公司(原中电霍煤集团)在首次公开发行A 股股票招股说明书中承诺：在本公司上市后，将与本公司签订《采矿权转让协议》，按照市场价格将其取得的二号露天矿、三号露天矿采矿权转让给本公司。对于该项承诺事项，目前正在履行当中。
- 今年蒙东能源煤炭产能将达到6900万吨。按照规划，到2015年，蒙东能源产业总规模将达到年产煤一亿吨，铝100万吨，电力装机1400万千瓦，铁路1000公里，港口吞吐量5000万吨。
- 今年蒙东能源已经将二号露天矿1500万吨产能注入上市公司。而未来控股股东蒙东能源的发展战略与露天煤业的发展战略具有协同一致性。蒙东能源将以露天煤业为平台，适时实现整体上市。如果2015年实现整体上市，按规划产能计算，公司煤炭产能将是现在的3倍。

公司单季度每股收益和净利润



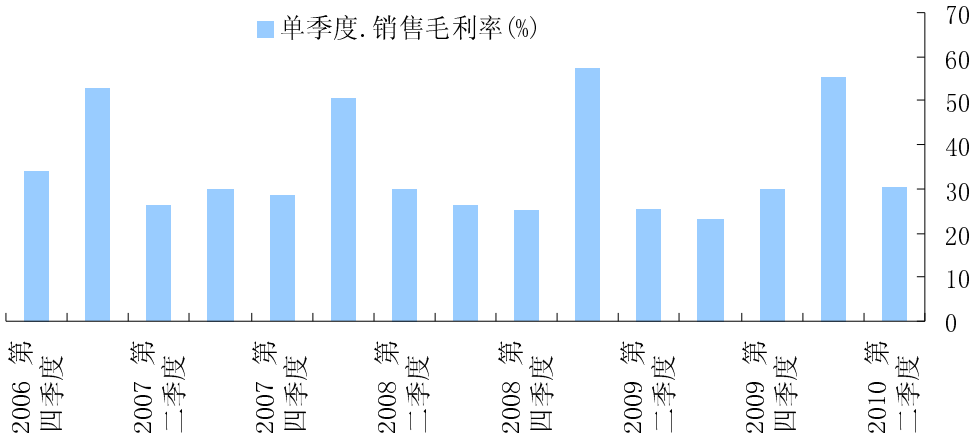
数据来源：wind、华融证券

公司单季度资产收益率



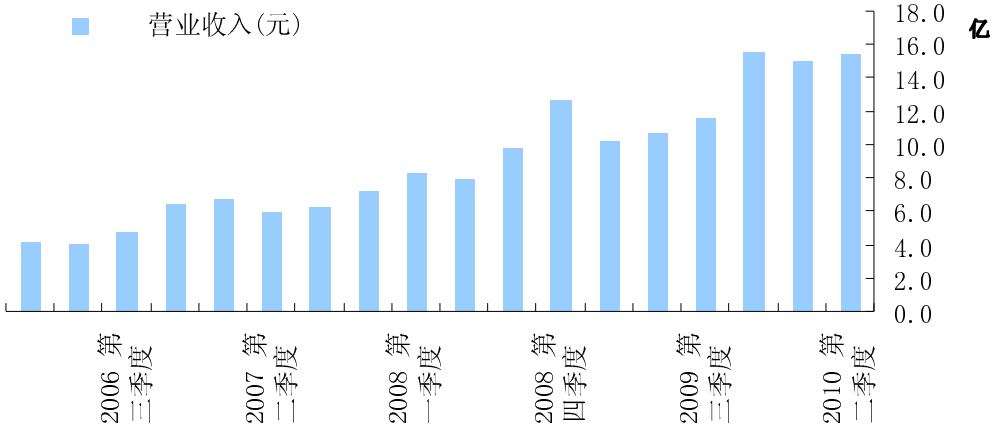
数据来源：wind、华融证券

公司单季度毛利率



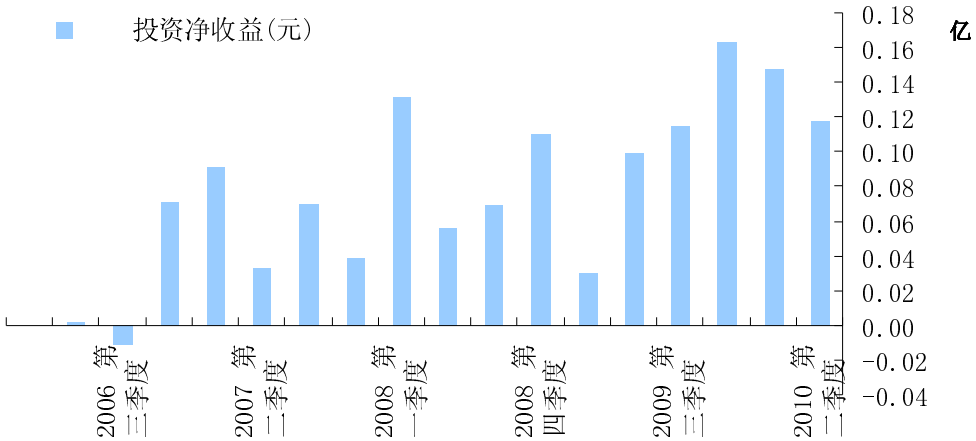
数据来源：wind、华融证券

公司单季度营业收入



数据来源：wind、华融证券

公司单季度投资收益



数据来源：wind、华融证券

风险因素：

- 煤价波动对公司业绩影响较大，煤价低于预期将严重影响公司业绩。
- 美元汇率直接关系到国际大宗商品价格及国际能源价格走势，国际原油价格波动已经超出供需影响范畴。在能源替代效应下，投资者需关注美元汇率大幅波动对国际国内煤炭价格的影响。

给与“推荐”评级

- **根据以上分析和预测，在不考虑重组和资产注入的前提下，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为1.179元、1.535元和1.915元，同比增长33.29%、30.26%和24.74%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在30元以上。露天煤业当前价格20.95元，动态市盈率分别为17.77、13.65和10.94，估值较低。我们给予露天煤业推荐评级。**

露天煤业盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	38.83	47.89	55.94	69.89	84.14
营业成本	26.43	32.05	35.97	44.41	52.86
营业税金及附加	1.38	1.68	1.83	2.24	2.66
销售费用	0.90	1.26	1.47	1.83	2.21
管理费用	1.96	2.29	2.67	3.34	4.02
财务费用	0.42	0.07	0.08	0.10	0.12
利润总额	7.81	12.51	15.94	20.10	24.53
所得税	1.22	2.21	2.21	2.21	2.21
净利润	6.59	10.31	13.74	17.89	22.32
少数股东损益	0.21	0.53	0.71	0.92	1.15
归属于母公司所有者的净利润	6.38	9.78	13.03	16.97	21.17
每股收益	0.580	0.884	1.179	1.535	1.915

数据来源：华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推　荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中　性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖　出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 （100140）

传真：010－58568159　　网址：www.hrsec.com.cn