

业绩有望持续改善，拟收购集团资产

■事件：8月12日，公司发布《内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》。根据公告，公司拟发行股份及支付现金购买其持有的霍煤鸿骏51%股权和通辽盛发90%股权，同时募集配套资金不超过14亿元。

点评：

■拟购买标的估值较行业具较强竞争力：霍煤鸿骏估值46.74亿元，以2016年度净利润计算，对应PE仅7.37倍，远低于评估基准日时铝行业上市公司平均PE33.83倍；对应PB1.20倍，也低于评估基准日时铝行业上市公司平均PB3.28倍。通辽盛发估值4.89亿元，以2016年度净利润计算，对应PE35.97倍，略高于评估基准日时火电行业上市公司平均PE27.62倍，主要由于火电上市公司中，发电量大、规模效应强的央企居多；对应PB1.46倍，低于评估基准日时火电行业上市公司平均PB1.68倍。

■保守预计重组将增加14.55亿净资产：本次交易向交易对方发行股份购买资产的股票发行数量约为18,767.8282万股，根据本次购买资产发行股票价格7.75元/股推算，重组后公司净资产或将增加14.55亿元。

■收购完成后，公司将形成“煤-电-铝”一体化产业链：本次重组前，公司主营业务以煤和电为主。煤炭业务方面，据公告，公司产销量4600万吨，拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，均属于大型露天煤矿。电力业务方面，公司拥有通辽霍林河坑口发电2×600MW机组。重组后，预计将增强公司电力业务同时使公司迅速进入电解铝行业，从而形成“煤-电-铝”联动的产业链。

■新增电解铝板块有望贡献业绩弹性：霍煤鸿骏主营业务为电解铝生产及销售，拥有年产量78万吨电解铝生产线、装机容量180万千瓦火电机组、30万千瓦风电机组。我们认为公司增加电解铝板块的边际影响有二点：一是增加一体化效应，由于电耗为电解铝成本的重要组成部分，霍煤鸿骏自备电厂具有距离煤炭产地近的优势，就近消纳煤炭从而形成较好的产业链带动效应；二是电解铝去产能有望助推铝价上涨，贡献业绩弹性的同时给估值带来一定想象空间。

■火电业务规模或将增31%，协同效应受增强：通辽盛发主营业务为电、热的生产及销售，属于电力行业。据公司公告，通辽盛发年电力销量在13.47亿度。预计重组完成后，公司火电业务规模有望增加31%。

■受益供给侧改革，煤炭主业有望持续改善：受益供给侧改革，煤炭价格持续上涨。据中国煤炭资源网，2017年1-8月秦港5500大卡动力煤价格中枢较2016年增30%。考虑神华限产事件的边际影响以及采暖季需求提振，煤炭中枢有望持续抬升，公司主业有望持续改善。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价13.00元。不考虑重组

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**13.00元**
股价(2017-03-16) **9.00元**

交易数据

总市值(百万元)	14,219.09
流通市值(百万元)	13,817.51
总股本(百万股)	1,634.38
流通股本(百万股)	1,588.22
12个月价格区间	7.87/9.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.0	-7.64	5.47
绝对收益	0.0	0.0	6.38

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
010-83321067

相关报告

假设，我们预计公司 2017 年-2019 年业绩持续改善，主营收入分别为 84.02 亿元/89.10 亿元/93.92 亿元，净利润分别为 21.08 亿元/23.39 亿元/25.20 亿元；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 13.00 元，折合 10X 市盈率。

■风险提示：重组计划不及预期，煤炭价格大幅下跌，铝价上涨不及预期

(百万元)3	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,586.7	5,500.8	8,402.4	8,909.8	9,392.1
净利润	533.8	824.0	2,107.6	2,339.1	2,519.8
每股收益(元)	0.33	0.50	1.29	1.43	1.54
每股净资产(元)	5.40	5.81	6.57	7.39	8.21
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	26.6	17.3	6.7	6.1	5.6
市净率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
净利润率	9.6%	15.0%	25.1%	26.3%	26.8%
净资产收益率	6.0%	8.7%	19.6%	19.4%	18.8%
股息收益率	1.1%	3.4%	5.7%	7.1%	8.3%
ROIC	6.6%	9.3%	20.7%	22.1%	26.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,586.7	5,500.8	8,402.4	8,909.8	9,392.1	成长性					
减:营业成本	3,961.1	3,530.3	4,170.7	4,335.9	4,509.2	营业收入增长率	-10.7%	-1.5%	52.7%	6.0%	5.4%
营业税费	476.6	602.4	840.2	891.0	939.2	营业利润增长率	-16.3%	49.5%	190.2%	10.9%	7.8%
销售费用	27.1	20.3	42.0	44.5	47.0	净利润增长率	-14.6%	54.3%	155.8%	11.0%	7.7%
管理费用	355.5	227.8	504.1	534.6	563.5	EBITDA 增长率	-7.6%	10.8%	99.1%	6.7%	5.7%
财务费用	196.5	134.3	89.1	25.8	3.2	EBIT 增长率	-17.1%	30.7%	163.1%	8.4%	7.0%
资产减值损失	0.4	39.3	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	-16.6%	35.6%	127.7%	8.4%	7.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.4%	2.4%	1.4%	-10.1%	-0.5%
投资和汇兑收益	82.1	27.7	73.2	61.0	54.0	净资产增长率	5.3%	7.6%	13.0%	12.4%	11.0%
营业利润	651.5	974.1	2,827.4	3,136.9	3,382.0	利润率					
加:营业外净收支	-13.6	-19.9	-20.7	-18.1	-19.6	毛利率	29.1%	35.8%	50.4%	51.3%	52.0%
利润总额	637.9	954.2	2,806.7	3,118.8	3,362.4	营业利润率	11.7%	17.7%	33.6%	35.2%	36.0%
减:所得税	105.2	127.3	701.7	779.7	840.6	净利润率	9.6%	15.0%	25.1%	26.3%	26.8%
净利润	533.8	824.0	2,107.6	2,339.1	2,519.8	EBITDA/营业收入	29.8%	33.5%	43.7%	43.9%	44.1%
						EBIT/营业收入	15.2%	20.1%	34.7%	35.5%	36.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	503	484	293	247	207
货币资金	1,186.6	1,297.2	840.2	1,774.0	3,239.9	流动营业资本周转天数	83	101	99	105	107
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	278	215	229	272
应收账款	1,579.5	1,697.1	2,851.8	2,189.8	3,141.4	应收帐款周转天数	101	107	97	102	102
应收票据	667.4	749.9	1,393.4	896.5	1,513.3	存货周转天数	24	24	16	17	17
预付帐款	236.9	215.2	112.8	302.7	152.0	总资产周转天数	903	917	609	567	562
存货	371.7	349.6	400.5	422.3	440.3	投资资本周转天数	681	685	457	412	369
其他流动资产	75.0	67.9	60.6	67.8	65.4	投资回报率					
可供出售金融资产	0.4	21.2	7.3	9.6	12.7	ROE	6.0%	8.7%	19.6%	19.4%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	5.9%	14.6%	17.2%	16.1%
长期股权投资	698.1	722.2	722.2	722.2	722.2	ROIC	6.6%	9.3%	20.7%	22.1%	26.3%
投资性房地产	18.1	19.1	19.1	19.1	19.1	费用率					
固定资产	7,581.0	7,209.3	6,482.9	5,756.4	5,030.0	销售费用率	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	223.1	136.8	136.8	136.8	136.8	管理费用率	6.4%	4.1%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	632.5	665.8	639.7	613.6	587.6	财务费用率	3.5%	2.4%	1.1%	0.3%	0.0%
其他非流动资产	809.9	799.9	798.5	705.0	629.0	三费/营业收入	10.4%	7.0%	7.6%	6.8%	6.5%
资产总额	14,080.0	13,951.1	14,465.8	13,615.9	15,689.9	偿债能力					
短期债务	2,730.0	2,693.0	1,528.9	-	-	资产负债率	36.9%	31.5%	25.4%	10.9%	14.2%
应付帐款	753.3	690.9	1,197.8	724.3	1,237.5	负债权益比	58.6%	46.0%	34.0%	12.2%	16.5%
应付票据	720.0	160.0	439.3	391.4	487.2	流动比率	0.93	1.12	1.55	3.87	3.90
其他流动负债	235.5	365.2	474.6	343.4	468.3	速动比率	0.84	1.03	1.44	3.59	3.70
长期借款	741.1	460.5	-	-	-	利息保障倍数	4.32	8.26	32.72	122.48	1,055.15
其他非流动负债	22.3	25.4	31.4	26.4	27.7	分红指标					
负债总额	5,202.1	4,395.0	3,671.9	1,485.4	2,220.7	DPS(元)	0.10	0.30	0.50	0.61	0.73
少数股东权益	49.5	52.4	50.0	50.0	51.9	分红比率	30.6%	59.5%	38.8%	43.0%	47.1%
股本	1,634.4	1,634.4	1,634.4	1,634.4	1,634.4	股息收益率	1.1%	3.4%	5.7%	7.1%	8.3%
留存收益	7,172.1	7,832.6	9,109.6	10,446.2	11,782.9						
股东权益	8,877.9	9,556.1	10,793.9	12,130.6	13,469.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	532.7	826.9	2,107.6	2,339.1	2,519.8	EPS(元)	0.33	0.50	1.29	1.43	1.54
加:折旧和摊销	874.5	800.7	752.5	752.5	752.5	BVPS(元)	5.40	5.81	6.57	7.39	8.21
资产减值准备	0.4	39.3	-	-	-	PE(X)	26.6	17.3	6.7	6.1	5.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
财务费用	194.2	139.8	89.1	25.8	3.2	P/FCF	29.3	55.1	35.8	7.7	5.5
投资损失	-82.1	-27.7	-73.2	-61.0	-54.0	P/S	2.5	2.6	1.7	1.6	1.5
少数股东损益	-1.2	2.9	-2.6	0.1	1.9	EV/EBITDA	9.2	8.2	3.9	3.0	2.5
营运资金的变动	409.0	-609.3	-928.0	436.8	-632.2	CAGR(%)	63.8%	45.0%	50.1%	63.8%	45.0%
经营活动产生现金流量	1,963.5	1,053.4	1,945.4	3,493.2	2,591.3	PEG	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-547.2	-349.0	87.1	58.7	50.9	ROIC/WACC	0.7	1.0	2.1	2.3	2.7
融资活动产生现金流量	-1,025.6	-542.7	-2,489.5	-2,618.1	-1,176.2	REP	2.2	1.5	0.6	0.5	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034