

露天煤业 (002128.SZ)

17年上半年净利 10.5 亿元，拟增发收购集团的铝电资产

● 17年上半年盈利 10.5 亿元，同比增长 202%

2017 年上半年，公司实现归母净利润 10.51 亿元，同比增长 202%，折合每股收益 0.64 元。分季度看，第 1、2 季度 EPS 分别为 0.43 元、0.21 元，主要源于公司季节性特征较为明显，利润主要体现在第一和第四季度。公司预计 2017 年 1-9 月实现净利润 9.7 亿元-12.2 亿元，同比增 95%-145%。

● 上半年产量增长 15%；吨煤净利 42 元/吨，同比增 160%

17 年上半年，公司煤炭产销量分别为 2478 万吨、2460 万吨，同比增长 15%、15%；吨煤收入 133 元，同比提高 58%；吨煤成本 70 元，同比增长 24%；吨煤毛利 63 元；吨煤净利 42 元，同比增 160%。

17 年上半年，公司累计发电量 26.7 亿千瓦时，同比增长 7.2%。累计售电量 24.2 亿千瓦时，同比增长 7.4%，度电毛利 0.11 元，同比增长 0.5%。

● 拟增发收购集团的铝电资产

公司拟发行股份及支付现金购买控股股东蒙东能源集团持有的霍煤鸿骏 51% 股权和通辽盛发 90% 股权，同时配套募集资金不超过 14 亿元。本次交易尚需国资委、证监会等部门审批。据公司测算，收购标的合计净资产约为 23.6 亿元，总交易价格为 28.2 亿元，收购 PB 约 1.2 倍。

霍煤鸿骏拥有年产电解铝 78 万吨（权益 40 万吨）、装机容量 180 万千瓦火电、30 万千瓦风电；2016 年净利润 7.8 亿元。通辽盛发火电装机容量 27 万千瓦，供热能力 739 万吉焦/年；2016 年净利润 1357.9 万元。

● 未考虑定增和拟收购资产，预计 17-19 年 EPS 1.19 元、1.16 元、1.03 元

公司拟收购集团优质电解铝资产，并拟以 7.75 元/股的价格，向母公司支付对价 14.5 亿元，同时配套融资 14 亿元，增发价未定。按未考虑定增和拟收购资产，预计 17-19 年 EPS 1.19 元、1.16 元、1.03 元。公司电解铝板块注入后有望形成完善的煤-电-铝产业链，实现盈利大幅增长，但是公司估值优势不明显，未考虑收购 17 年 PE 11 倍，我们下调至“谨慎增持”评级。

● 风险提示：煤价和铝价超预期下跌，收购集团资产进展低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,586.65	5,500.79	7,003.57	7,266.89	6,961.15
增长率(%)	-10.67%	-1.54%	27.32%	3.76%	-4.21%
EBITDA(百万元)	1,640.85	1,920.72	3,367.41	3,364.95	3,153.67
净利润(百万元)	533.84	823.96	1,943.59	1,895.03	1,677.52
增长率(%)	-14.63%	54.34%	135.89%	-2.50%	-11.48%
EPS(元/股)	0.327	0.504	1.189	1.159	1.026
市盈率(P/E)	25.87	17.06	11.00	11.29	12.75
市净率(P/B)	1.56	1.48	1.98	1.73	1.56
EV/EBITDA	9.81	8.28	6.76	6.57	6.77

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

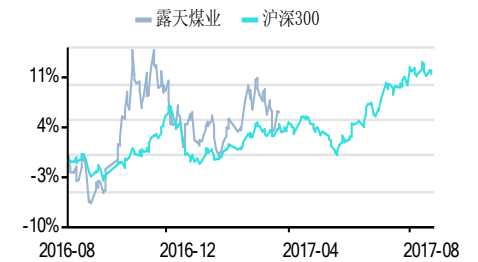
公司评级 谨慎增持

当前价格 13.08 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-21

相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

相关研究：

露天煤业(002128.SZ)：16 2017-04-04

年盈利增长 54%，筹划收购集团资产

露天煤业(002128.SZ)：上 2016-07-28

半年净利 3.5 亿元，17 年估值较低

露天煤业(002128.SZ)：上 2016-07-22

半年净利降 10%-15%，打造大能源战略

联系人：徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

17年上半年盈利 10.5 亿元，同比大幅增长 202%

2017年上半年，公司实现归母净利润10.51亿元，同比增长201.99%，主要源于煤炭售价及煤炭销量同比上升。公司上半年共实现营业收入39.8亿元，同比增长64.89%；营业成本21.3亿元，同比增长36.25%。公司主要业务包括煤炭和电力，17年上半年实现营收32.94亿元和6.25亿元，占比分别为82.70%、15.70%。

分季度看，第2季度净利润3.49亿元，同比上涨246.22%，环比下跌50.41%（2016年同期盈利1.01亿元），环比减少50.41%，主要源于公司季节性特征较为明显，利润主要体现在第一和第四季度。17年上半年每股收益0.64元，其中第1、2季度EPS分别为0.43元、0.21元。

公司预计2017年1-9月实现净利润9.7亿元-12.2亿元，同比增95%-145%。

表 1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016H1	2017H1	H1 同比	Q2 环比
营业收入	14.1	10.0	21.7	18.1	24.2	39.8	64.9%	-16.4%
营业成本	8.7	7.0	10.2	11.1	15.6	21.3	36.3%	7.9%
毛利率	38.7%	30.4%	52.8%	39.1%	35.3%	46.5%	11.2%	-13.7%
管理费用	0.9	0.8	0.2	0.4	1.7	0.6	-64.3%	52.7%
销售费用	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-3.4%	42.1%
财务费用	0.3	0.3	0.3	0.2	0.7	0.5	-27.7%	-37.5%
期间费用率	2.4%	12.3%	2.7%	3.4%	10.4%	3.0%	-7.3%	0.7%
营业利润	2.7	1.3	8.1	4.3	4.0	12.4	208.6%	-46.2%
净经营现金流	-3.8	3.6	8.3	3.5	-0.2	11.8	-5263.1%	-57.4%
销售商品现金/收入	25.3%	83.2%	77.1%	65.5%	49.3%	71.8%	22.5%	-11.7%
EPS	0.15	0.06	0.43	0.21	0.2	0.64	202.0%	-50.4%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

煤炭业务：销量同比增 15%，吨煤净利 42 元

公司17年上半年煤炭业务实现营业收入32.9亿元，同比增长81.0%，毛利15.5亿元，同比增长159.9%，毛利率47%，同比提升14.3个百分点，主要源于销量提升以及煤炭售价提升。17年上半年煤炭产销量分别为2478万吨、2460万吨，同比增长14.7%、14.8%；吨煤收入133元，同比提高57.8%，吨煤成本70元，同比增长24.3%，公司煤炭成本优势明显，吨煤毛利63元，同比增长126.6%，环比增长47.4%，吨煤净利42元，同比增160.1%。

目前公司拥有霍林河一号露天矿和扎哈淖尔露天矿采矿权，合计产能4600万吨，同时公司代销集团的白音华二号和三号露天矿。2017年公司计划生产收购原煤4170万吨，同比下降3%。煤炭利润总额12.6亿元，同比增长72%。

表 2: 公司煤炭业务经营数据概览:

	2016A	2016H1	2016H2	2017H1	2017H1 同比	2017H1 环比
产量 (万吨)	4281	2160	2121	2477.82	14.7%	16.8%
销量 (万吨)	4278	2144	2134	2459.87	14.8%	15.3%
煤炭业务收入 (亿元)	42.9	18.2	24.7	32.9	81.0%	33.4%
煤炭业务成本 (亿元)	27.9	12.2	15.7	17.4	42.6%	11.1%
煤炭业务毛利 (亿元)	15.0	6.0	9.0	15.5	159.9%	72.2%
煤炭业务毛利率	35%	33%	36%	47%	14.3%	10.6%
吨煤收入 (元/吨)	100	84	116	133	57.8%	14.2%
吨煤成本 (元/吨)	65	57	74	70	24.3%	-4.9%
吨煤毛利 (元/吨)	35	28	42	63	126.6%	47.4%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

电力业务: 售电量增长 7.4%, 积极发展新能源

由于经济企稳、社会用电量增长, 17年上半年, 公司电力业务实现营业收入6.3亿元, 同比增长12.3%, 毛利率40.8%, 同比下滑1.6个百分点, 主要源于煤价上行导致度电成本增速高于度电收入, 累计发电量26.7亿千瓦时, 同比增长7.2%。累计售电量24.2亿千瓦时, 同比增长7.4%, 度电毛利0.11元, 同比增长0.5%。。17年计划发售电量下降约6%。

同时, 公司积极发展新能源发电。根据公司公告, 霍林河露天煤业20MWp分布式光伏发电项目和扎哈淖尔煤业10MW光伏发电项目已并网发电, 规划中的还有阿巴嘎旗400MW风电项目和50MW光伏发电项目, 同时, 扎矿-扎哈淖尔煤业扎鲁特旗阿日昆都楞10MW光伏发电项目、交口新能源发电项目、右玉新交口新能源发电项目、锡盟新能源发电项目均处于前期工作。

表 3: 公司电力业务经营数据概览:

	2016A	2016H1	2016H2	2017H1	2017H1 同比	2017H1 环比
发电量 (亿千瓦时)	48.6	24.9	23.7	26.7	7.2%	12.5%
售电量 (亿千瓦时)	43.9	22.5	21.4	24.2	7.4%	13.1%
电力业务收入 (亿元)	11.3	5.6	5.7	6.3	12.3%	9.7%
电力业务成本 (亿元)	7.0	3.2	3.8	3.7	15.5%	-2.6%
电力业务毛利 (亿元)	4.3	2.4	1.9	2.5	7.9%	34.2%
电力业务毛利率	38.1%	42.4%	33.3%	40.8%	-1.6%	7.4%
度电收入 (元/千瓦时)	0.26	0.25	0.27	0.26	4.5%	-3.0%
度电成本 (元/千瓦时)	0.16	0.14	0.18	0.15	7.5%	-13.9%
度电毛利 (元/千瓦时)	0.10	0.10	0.09	0.11	0.5%	18.6%

拟增发收购集团的铝电资产

拟收购集团铝电资产，收购PB约1.2倍：公司拟发行股份及支付现金购买控股股东蒙东能源集团持有的霍煤鸿骏51%股权和通辽盛发90%股权，同时配套募集资金不超过14亿元。本次交易尚需国资委、证监会等部门审批。据公司测算，霍煤鸿骏51%股权和通辽盛发90%股权对应的合计净资产约为23.6亿元，总交易价格为28.2亿元（其中股份对价14.5亿元，现金对价13.7亿元），收购PB约1.2倍。

霍煤鸿骏：主营业务包括电解铝业务及其配套的自备电厂发电业务。截至目前，霍煤鸿骏拥有年产78万吨电解铝生产线、装机容量180万千瓦火电、30万千瓦风电。2016年和2017年前2月分别实现净利润7.8亿元和-1.1亿元，亏损主要是对设备计提了减值准备。

通辽盛发：主营业务为火力发电和供热。目前通辽盛发火电装机容量27万千瓦，供热业务设计产能739万吉焦/年。2015、2016和2017年前2月分别实现净利润2657.7万元、1357.9万元和857.4万元。

未考虑定增和拟收购资产，预计17-19年EPS 1.19元、

1.16元、1.03元

公司拟收购集团优质电解铝资产，并拟以7.75元/股的价格，向母公司支付对价14.5亿元，同时配套融资14亿元，增发价未定。按未考虑定增和拟收购资产，预计17-19年EPS 1.19元、1.16元、1.03元。公司电解铝板块注入后有望形成完善的煤-电-铝产业链，实现盈利大幅增长，但是公司估值优势不明显，未考虑收购17年PE 11倍，我们下调至“谨慎增持”评级。

风险提示

煤价和铝价超预期下跌，收购集团资产进展低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4117	4377	5012	5832	6444
货币资金	1187	1297	1229	1890	2635
应收及预付	2484	2662	3260	3392	3259
存货	372	350	355	383	383
其他流动资产	75	68	168	168	168
非流动资产	9963	9574	10334	11110	11886
长期股权投资	698	722	722	722	722
固定资产	7584	7222	8008	8808	9608
在建工程	223	137	137	137	137
无形资产	1139	1216	1191	1166	1143
其他长期资产	319	277	277	277	277
资产总计	14080	13951	15346	16942	18330
流动负债	4439	3909	4008	4094	4076
短期借款	2730	2693	2693	2693	2693
应付及预收	1703	1212	1311	1397	1379
其他流动负债	6	5	4	4	4
非流动负债	763	486	486	486	486
长期借款	741	461	461	461	461
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	25	25	25	25
负债合计	5202	4395	4494	4580	4562
股本	1634	1634	1634	1634	1634
资本公积	1255	1255	1255	1255	1255
留存收益	5917	6577	7938	9264	10439
归属母公司股东权	8828	9504	10797	12304	13707
少数股东权益	50	52	55	58	61
负债和股东权益	14080	13951	15346	16942	18330

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5587	5501	7004	7267	6961
营业成本	3961	3530	3472	3744	3744
营业税金及附加	477	602	767	796	762
销售费用	27	20	26	27	26
管理费用	355	228	290	301	288
财务费用	197	134	171	177	170
资产减值损失	0	39	39	39	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	82	28	28	28	28
营业利润	652	974	2266	2210	1959
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	17	24	24	24	24
利润总额	638	954	2246	2190	1939
所得税	105	127	300	292	259
净利润	533	827	1947	1898	1680
少数股东损益	-1	3	3	3	3
归属母公司净利润	534	824	1944	1895	1678
EBITDA	1641	1921	3367	3365	3154
EPS (元)	0.33	0.50	1.19	1.16	1.03

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1963	1053	2298	3027	3045
净利润	533	827	1947	1898	1680
折旧摊销	875	801	919	966	1013
营运资金变动	429	-748	-604	-73	115
其它	128	174	37	237	237
投资活动现金流	-547	-349	-778	-792	-792
资本支出	-547	-335	-805	-820	-820
投资变动	0	-14	28	28	28
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1026	-542	-1589	-1573	-1508
银行借款	4627	3374	0	0	0
债券融资	-5148	-3692	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-505	-225	-1588	-1573	-1508
现金净增加额	391	162	-68	662	745
期初现金余额	697	1187	1297	1229	1890
期末现金余额	1088	1349	1229	1890	2635

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-10.7	-1.5	27.3	3.8	-4.2
营业利润增长	-16.3	49.5	132.6	-2.5	-11.4
归属母公司净利润增长	-14.6	54.3	135.9	-2.5	-11.5
获利能力(%)					
毛利率	29.1	35.8	50.4	48.5	46.2
净利率	9.5	15.0	27.8	26.1	24.1
ROE	6.0	8.7	18.0	15.4	12.2
ROIC	6.1	9.1	17.7	16.2	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	36.9	31.5	29.3	27.0	24.9
净负债比率	0.3	0.2	0.2	0.1	-
流动比率	0.93	1.12	1.25	1.42	1.58
速动比率	0.79	0.98	1.11	1.28	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.39	0.48	0.45	0.39
应收账款周转率	3.63	3.43	3.43	3.43	3.43
存货周转率	10.80	9.79	9.79	9.79	9.79
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.50	1.19	1.16	1.03
每股经营现金流	1.20	0.64	1.41	1.85	1.86
每股净资产	5.40	5.81	6.61	7.53	8.39
估值比率					
P/E	25.9	17.1	11.0	11.3	12.7
P/B	1.6	1.5	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.8	8.3	6.8	6.6	6.8

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。