

露天煤业 (002128.SZ)

业绩表现靓丽，低估值煤电一体化标的

 评级: **买入**

前次:

目标价 (元):

11.5

分析师

联系人

刘昭亮

陈晨

S0740510120026

chenchen@r.qlzq.com.cn

021-20315150

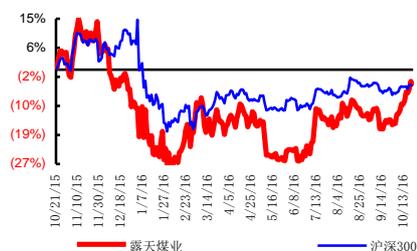
liuzl@r.qlzq.com.cn

2016年10月21日

基本状况

总股本(百万股)	1,634
流通股本(百万股)	1,588
市价(元)	9.05
市值(百万元)	14,791
流通市值(百万元)	14,373

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6,253.8	5,586.6	5,507.5	6,572.2	7,031.2
营业收入增速	-10.61	-10.67	-1.42%	19.33%	6.98%
归属于母公司的净利润	601.80	533.84	693.81	943.69	1,161.1
净利润增长率	-43.69	-11.29	29.97%	36.02%	23.04%
摊薄每股收益 (元)	0.37	0.33	0.42	0.58	0.71
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	25.34	25.87	20.16	14.83	12.05
PEG	—	—	0.67	0.41	0.52
每股净资产 (元)	5.18	5.42	5.74	6.32	7.03
每股现金流量	0.86	1.20	0.76	1.10	1.16
净资产收益率	7.11%	6.03%	7.40%	9.14%	10.11%
市净率	1.80	1.56	1.49	1.36	1.22
总股本 (百万股)	1,634.3	1,634.3	1,634.3	1,634.3	1,634.3

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 10月20日, 公司发布2016年度三季度报告: 营业收入36.97亿元, 同比下降4.32%; 归属于上市公司股东的净利润4.98亿元, 同比上涨57.94%; EPS为0.3元/股, 同比上涨57.9%; 其中, 第一季度利润约为2.5亿元, 第二季度约为1亿元, 第三季度利润为1.5亿元。
- **三季度开始动力煤加速上涨, 公司第三季度业绩增长显著。** 7月份开始, 动力煤价格呈现快速上涨, 环渤海动力煤指数从401元/吨上涨至561元/吨, 涨幅高达40%, 而上半年仅为8%, 煤价上涨推动公司业绩不断放量。第三季度, 公司营业收入12.9亿元, 同比增长3.71%, 终结了上半年负的增长; 归属于上市公司股东的净利润为1.5亿元, 同比增长高达288.2%。
- **内部继续积极瘦身, 生产成本与期间费用继续双降。** 除了煤价上涨驱动业绩回升, 公司还通过降低生产成本及费用, 努力提升盈利能力。上半年, 营业成本同比下滑8%, 期间费用下降13.6%。第三季度, 公司营业成本为8.97亿元, 同比大幅下滑19%, 期间费用合计1.18亿元, 同比下滑8%, 其中财务费用下降最为显著(-17.1%), 主要得益于报告期内融资额及利率下降明显。
- **下游采购积极, 煤炭预收款大幅增长。** 随着供给侧改革发力, 煤价从年初开始不断上涨, 煤企也逐渐掌握了话语权。第三季度, 公司预收款项余额达到1.46亿元, 比年初大幅增长124%, 这主要是预收的煤款增加所致。
- **火电业务较为稳定, 光伏新能源增长迅猛。** 公司另一块核心业务来自发电。半年度, 火电发电量24.6亿千瓦时, 同比增长1.05%; 光伏新能源发电量2788万千瓦时, 售电量1196万千瓦时, 同比大幅增长100%。我们认为, 新能源发电业务将成为公司未来重要看点, 当前除了扎矿扎鲁特旗阿日昆都楞10MW光伏发电

电项目在建，交口、右玉及锡盟三地新能源项目也逐渐启动。

- 展望四季度，部分先进产能释放将逐渐弥补行业供需缺口，但冬储需求叠加消费旺季，我们认为动力煤仍将保持强势水平，受益于此，公司4季度业绩将更加靓丽。同时，公司作为煤电一体化企业，煤价上涨对电力业务的冲击会相对较小。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司2016-2018年归属于母公司的净利润分别为6.94/9.44/11.6亿元，同比增长29.97%、36.02%、23.04%，折合EPS分别是0.42/0.58/0.71元/股，给予公司“买入”评级，若考虑2017年20XPE，目标价11.5元。
- **风险提示：**供给侧改革力度减弱；下游电厂等产量下滑。

图表 1: 公司各项业务分拆详细表

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
煤炭业务								
销售收入 (万元)	644,072.47	680,228.36	614,092.37	479,684.28	426,302.05	420,886.37	515,390.95	541,160.49
销售成本 (万元)	399,746.00	432,707.35	443,431.93	376,895.06	319,583.07	284,415.22	339,191.48	349,367.22
生产量 (万吨)	4,400.00	4,500.00	4,650.00	4,601.00	4,666.00	4,320.00	4,600.00	4,600.00
销售量 (万吨)	4,396.00	4,500.00	4,645.00	4,602.00	4,660.00	4,320.00	4,600.00	4,600.00
吨煤价格 (元/吨)	146.51	151.16	132.21	104.23	91.48	97.43	112.04	117.64
YOY(%)	12.09%	3.17%	-12.54%	-21.16%	-12.23%	6.50%	15.00%	5.00%
吨煤成本 (元/吨)	90.93	96.16	95.46	81.90	68.58	65.84	73.74	75.95
YOY(%)	17.7%	5.7%	-0.7%	-14.2%	-16.3%	-4.0%	12.0%	3.0%
单位毛利 (元/吨)	55.58	55.00	36.74	22.34	22.90	31.59	38.30	41.69
毛利率 (%)	37.93%	36.39%	27.79%	21.43%	25.03%	32.42%	34.19%	35.44%
净利润 (万元)	165,615.24	157,468.34	91,393.79	62,216.33	53,267.38			
吨煤净利润 (万元)	37.67	34.99	19.68	13.52	11.43			
电力业务								
销售收入 (万元)				136,070	123,392	121,869	132,832	151,960
销售成本 (万元)				82,351	73,517	77,996	95,639	105,203
发电量 (万千瓦时)				531,506.5	524,264.2	534,749.5	577,529.4	635,282.4
YOY (%)				9.95%	-1.36%	2.00%	8%	10%
销电量 (万千瓦时)				485,547.0	479,489.0	487,477.6	531,327.1	584,459.8
销售率 (%)				91.35%	91.46%	91.16%	92.00%	92.00%
单位售价 (元/千瓦时)				0.28	0.26	0.25	0.25	0.26
单位成本 (元/千瓦时)				0.17	0.15	0.16	0.18	0.18
单位毛利 (元/千瓦时)				0.11	0.10	0.09	0.07	0.08
毛利率 (%)				39.48%	40.42%	36.00%	28.00%	30.77%
其他业务								
其他业务收入 (万元)	6,175.00	6,783.00	8,009.00	9,634.00	8,971.00	8,000	9,000	10,000
其他业务成本 (万元)	2,762.0	3,031.0	3,755.0	3,898.0	3,011.0	2,800	3,600	4,000
毛利率 (%)	55%	55%	53%	60%	66%	65%	60%	60%
合计								
营业收入 (万元)	650,247.47	687,011.36	622,101.37	625,388.28	558,665.05	550,755.77	657,222.72	703,120.04
营业成本 (万元)	402,508.00	435,738.35	447,186.93	463,144.06	396,111.07	365,211.64	438,430.36	458,569.99
毛利 (万元)	247,739.47	251,273.01	174,914.44	162,244.22	162,553.98	185,544.14	218,792.36	244,550.05
毛利率 (%)	38.10%	36.57%	28.12%	25.94%	29.10%	33.69%	33.29%	34.78%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	6,996	6,254	5,587	5,508	6,572	7,031
增长率	1.83%	-10.6%	-10.7%	-1.4%	19.3%	7.0%
营业成本	-4,913	-4,664	-3,961	-3,652	-4,384	-4,586
%销售收入	70.2%	74.6%	70.9%	66.3%	66.7%	65.2%
毛利	2,083	1,590	1,626	1,855	2,188	2,446
%销售收入	29.8%	25.4%	29.1%	33.7%	33.3%	34.8%
营业税金及附加	-239	-254	-477	-473	-460	-422
%销售收入	3.4%	4.1%	8.5%	8.6%	7.0%	6.0%
营业费用	-51	-24	-27	-28	-39	-49
%销售收入	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
管理费用	-398	-427	-355	-401	-453	-488
%销售收入	5.7%	6.8%	6.4%	7.3%	6.9%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	1,395	885	766	955	1,235	1,487
%销售收入	19.9%	14.2%	13.7%	17.3%	18.8%	21.1%
财务费用	-263	-245	-197	-147	-136	-161
%销售收入	3.8%	3.9%	3.5%	2.7%	2.1%	2.3%
资产减值损失	-3	-9	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0
投资收益	138	110	82	40	50	100
%税前利润	11.0%	15.4%	12.9%	4.8%	4.4%	7.1%
营业利润	1,266	742	652	846	1,149	1,426
营业利润率	18.1%	11.9%	11.7%	15.4%	17.5%	20.3%
营业外收支	-18	-29	-14	-19	-19	-18
税前利润	1,247	713	638	827	1,130	1,407
利润率	17.8%	11.4%	11.4%	15.0%	17.2%	20.0%
所得税	-178	-115	-105	-132	-181	-225
所得税率	14.3%	16.1%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,069	599	533	695	949	1,182
少数股东损益	0	-3	-1	1	6	21
归属于母公司的净利润	1,069	602	534	694	944	1,161
净利率	15.3%	9.6%	9.6%	12.6%	14.4%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,069	599	533	695	949	1,182
少数股东损益	0	0	0	1	6	21
非现金支出	817	840	875	904	914	1,111
非经营收益	156	153	127	128	105	79
营运资金变动	8	-187	429	-488	-162	-473
经营活动现金净流	2,050	1,405	1,963	1,240	1,812	1,921
资本开支	193	735	547	-356	1,650	2,142
投资	0	0	0	-13	0	0
其他	9	2	0	39	50	100
投资活动现金净流	-183	-732	-547	382	-1,600	-2,042
股权募资	0	1,965	0	0	0	0
债权募资	-912	28	-521	-1,007	413	441
其他	-844	-2,547	-505	-148	-299	-161
筹资活动现金净流	-1,756	-554	-1,026	-1,155	113	280
现金净流量	110	118	391	466	325	159

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	579	697	1,187	1,652	1,972	2,109
应收款项	2,245	2,394	2,247	2,632	2,865	3,128
存货	380	377	372	390	431	461
其他流动资产	90	122	312	340	334	367
流动资产	3,293	3,590	4,117	5,014	5,602	6,065
%总资产	32.6%	25.6%	29.2%	36.6%	37.3%	36.8%
长期投资	539	653	717	729	729	729
固定资产	4,908	8,205	7,807	6,577	7,336	8,396
%总资产	48.5%	58.6%	55.4%	48.0%	48.9%	50.9%
无形资产	1,130	1,189	1,139	1,090	1,048	1,001
非流动资产	6,817	10,424	9,963	8,697	9,414	10,427
%总资产	67.4%	74.4%	70.8%	63.4%	62.7%	63.2%
资产总计	10,110	14,013	14,080	13,711	15,016	16,492
短期借款	2,182	2,411	2,731	1,824	1,937	2,078
应付款项	1,446	1,174	1,539	1,446	1,529	1,368
其他流动负债	155	312	169	369	228	243
流动负债	3,784	3,896	4,439	3,638	3,694	3,688
长期贷款	152	1,582	741	641	941	1,241
其他长期负债	22	22	0	0	0	0
负债	3,958	5,500	5,180	4,279	4,635	4,929
普通股股东权益	6,098	8,463	8,851	9,381	10,325	11,486
少数股东权益	54	50	50	50	56	77
负债股东权益合计	10,110	14,013	14,080	13,711	15,016	16,492

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.806	0.368	0.327	0.425	0.577	0.710
每股净资产(元)	4.597	5.178	5.415	5.740	6.317	7.028
每股经营现金净流(元)	1.545	0.860	1.201	0.758	1.105	1.162
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.53%	7.11%	6.03%	7.40%	9.14%	10.11%
总资产收益率	10.57%	4.29%	3.79%	5.06%	6.28%	7.04%
投入资本收益率	16.22%	6.66%	6.11%	8.43%	9.83%	10.37%
增长率						
营业总收入增长率	1.83%	-10.61%	-10.67%	-1.42%	19.33%	6.98%
EBIT增长率	-23.04%	-36.53%	-13.42%	24.58%	29.38%	20.38%
净利润增长率	-32.02%	-43.69%	-11.29%	29.97%	36.02%	23.04%
总资产增长率	12.49%	38.61%	0.48%	-2.62%	9.52%	9.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.2	87.9	100.7	111.4	103.9	105.9
存货周转天数	26.2	29.6	34.5	39.0	35.9	36.7
应付账款周转天数	56.7	83.3	81.7	79.6	80.9	80.6
固定资产周转天数	224.1	362.3	509.7	456.6	361.2	377.1
偿债能力						
净负债/股东权益	28.53%	38.70%	25.68%	8.62%	8.73%	10.46%
EBIT利息保障倍数	5.3	3.6	3.9	6.5	9.1	9.2
资产负债率	39.15%	39.25%	36.79%	31.21%	30.87%	29.89%

来源: 中泰证券研究所

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。