

# 露天煤业 (002128)

证券研究报告

2017年10月26日

## 露天开采 Q3 季节性影响大, Q4 有望量价齐增业绩可期

事件:

公司发布 2017 年三季报, 前三季度实现营业收入 54.1 亿元, 同比增幅 45.93%。归母净利润 12 亿元, 同比增幅 140.86%。Q3 实现营业收入 14.27 亿, 同比上涨 10.47%, 环比下降 21.33%; 归母净利润 1.49 亿, 同比下降 0.26%, 环比下降 57.31%。

点评:

**1.Q2、Q3 业绩低, 因为露天开采季节性影响大。**露天煤业所辖两大矿井均为特大型露天矿: 霍林河煤田一号露天矿(核定产能: 2800 万吨/年)和扎哈卓尔露天矿(核定产能: 1800 万吨/年)。露天矿顾名思义为露天开采的矿井, 露天开采是指搬移土岩(剥离物)和采出矿石的总称。搬移土岩的生产过程称为“剥离”, 开采矿石的生产过程称为“采矿”。由于在露天下开采, 受气候影响大, 使得露天矿生产具有明显的季节性, 而露天煤业又地处我国高纬, 一、四季度气温低, 冻土剥离难度大, 更是加剧了这种季节性。为了保证露天矿持续均衡的供矿能力, 使矿山在所有时期都能持续生产, 每个露天矿均有与它的矿石产量相符的储备矿量, 即已经完成一定的开拓、准备工程能近期生产的矿量。基于露天煤业自身情况, 公司二、三季度加大土岩剥离力度, 从而为一、四季度储量矿量, 以此提高全年综合生产效率。从露天煤业上市以来单季业绩来看, 公司 Q2、Q3 单季业绩和 Q1、Q4 相比差距较大, 从上市以来 2008-2016 的 9 个完整会计期间内, 频数上统计来看单季业绩最低的季节是 Q3 (6 年); 单季业绩最高的季节是 Q4 (5 年)。

**2. Q3 业绩环比大降, 量价齐跌或是主因。**Q3 营业收入 14.27 亿, 相较于 Q2 的 18.14 亿环比下降 21%; 净利润为 1.49 亿, 环比下降 57.13%。主要原因有三: 1. 三季度售价相对二季度下降 7 元/吨左右。露天煤业煤炭售价采用环渤海及锦州港价格联动机制, 根据价格联动机制测算来看, Q3 煤炭售价相较于 Q2 每吨下降 7 元左右, 降幅 5%; 2. 从收入上推算, Q3 煤炭销量环比也有所减少; 3. Q2 受内蒙大庆影响, 土方剥离不及预期, 故 Q3 抓紧剥离进度为四季度储量, 相对 2 季度增加了成本支付。

**3. Q4 有望量价齐增。**10 月锦州港褐煤均价 361 元/吨, 相较三季度均价上涨 6%, 预计随着动力煤旺季的到来, Q4 锦州港煤价有望再度提涨。环渤海动力煤价格指数变化幅度较小, 今年以来各月均值差异最大仅为 6%, 预计四季度变化幅度有限, 同样冬季用煤旺季催化下, 环渤海动力煤价格指数预计向上微调, 公司煤炭售价也随二者变动而上涨。进入供暖季, 煤炭需求量预计也会环比增加。经过 Q3 的储备矿量, Q4 剥离工作少, 成本也会大幅下降。量价齐增下, Q4 公司业绩表现可期。

**4. 若电解铝业务成功注入, 后续业绩弹性空间大。**公司拟收购母公司下属控股公司霍煤鸿骏 51% 股权, 霍煤鸿骏主要业务包括电解铝其配套的自备电厂发电业务, 其中电解铝产能总计 121 万吨, 实际已运营投产 78 万吨, 还有 43 万吨在建, 均为合规产能。按下半年铝均价 16000 元/吨来测算, 霍煤鸿骏 2017 年 3-12 月份实现净利润约 10 亿, 若今年重组完成或可增加归母净利润约 5 个亿。

**投资建议:** 不考虑重组因素, 我们预计公司 2017-19 年净利润分别为 18.11 亿元、18.45 亿元和 18.93 亿元, 对应 EPS 分别为 1.11、1.13 和 1.16。如若今年重组成功则可增加归母净利润 5 个亿, 明年预计铝价中枢进一步上移, 铝板块保守估计可实现归母净利润 8 亿。电解铝给 15 倍 PE, 煤炭给 10 倍 PE, 对应市值 305 亿。根据发行方案重组完成后股本在 19 亿左右, 与此前测算差别不大, 维持目标价 16.56 元, 考虑公司目前估值较低, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济大幅下滑, 煤价、铝价大幅下跌, 重组失败

### 投资评级

行业	采掘/煤炭开采
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	11.53 元
目标价格	16.56 元
上次目标价	16.56 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,634.38
流通 A 股股本(百万股)	1,588.22
A 股总市值(百万元)	18,844.38
流通 A 股市值(百万元)	18,312.18
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	26.92
一年内最高/最低(元)	15.20/8.22

### 作者

冶小梅 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516100001  
yexiaomei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

1 《露天煤业-公司深度研究: 时来天地皆同力, 煤铝供改东风起——详看露天煤业重大资产重组事项》 2017-08-20

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,586.65	5,500.79	7,253.37	7,277.56	7,231.56
增长率(%)	(10.67)	(1.54)	31.86	0.33	(0.63)
EBITDA(百万元)	1,662.45	1,842.44	2,648.08	2,698.05	2,754.00
净利润(百万元)	533.84	823.96	1,811.29	1,845.48	1,893.38
增长率(%)	(14.63)	54.34	119.83	1.89	2.60
EPS(元/股)	0.33	0.50	1.11	1.13	1.16
市盈率(P/E)	35.30	22.87	10.40	10.21	9.95
市净率(P/B)	2.13	1.98	1.78	1.62	1.49
市销率(P/S)	3.37	3.43	2.60	2.59	2.61
EV/EBITDA	9.22	8.22	7.02	6.28	5.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,186.62	1,297.21	580.27	1,266.00	2,466.97
应收账款	1,579.46	1,697.06	2,229.76	1,483.98	2,206.29
预付账款	236.90	215.20	97.89	281.49	108.47
存货	371.67	349.62	366.34	384.90	318.20
其他	742.32	817.74	1,160.91	837.88	1,150.80
<b>流动资产合计</b>	<b>4,116.98</b>	<b>4,376.82</b>	<b>4,435.17</b>	<b>4,254.24</b>	<b>6,250.72</b>
长期股权投资	698.08	722.17	722.17	722.17	722.17
固定资产	7,580.99	7,209.30	6,909.99	6,604.99	6,283.57
在建工程	223.06	136.82	118.09	118.86	101.31
无形资产	632.47	665.75	639.69	613.63	587.56
其他	828.41	840.23	833.57	736.93	659.15
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,963.01</b>	<b>9,574.27</b>	<b>9,223.51</b>	<b>8,796.57</b>	<b>8,353.76</b>
<b>资产总计</b>	<b>14,079.99</b>	<b>13,951.09</b>	<b>13,658.68</b>	<b>13,050.81</b>	<b>14,604.48</b>
短期借款	2,730.00	2,693.00	1,029.01	0.00	0.00
应付账款	753.26	690.89	1,111.86	643.02	1,039.32
其他	955.46	525.18	847.41	678.99	821.92
<b>流动负债合计</b>	<b>4,438.71</b>	<b>3,909.07</b>	<b>2,988.28</b>	<b>1,322.01</b>	<b>1,861.24</b>
长期借款	741.09	460.55	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.28	25.39	31.39	26.35	27.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>763.37</b>	<b>485.93</b>	<b>31.39</b>	<b>26.35</b>	<b>27.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,202.09</b>	<b>4,395.01</b>	<b>3,019.67</b>	<b>1,348.36</b>	<b>1,888.95</b>
少数股东权益	49.51	52.45	62.64	73.40	84.37
股本	1,634.38	1,634.38	1,634.38	1,634.38	1,634.38
资本公积	1,255.32	1,255.32	1,255.32	1,255.32	1,255.32
留存收益	7,172.11	7,832.63	8,941.99	9,994.67	10,996.78
其他	(1,233.42)	(1,218.69)	(1,255.32)	(1,255.32)	(1,255.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,877.90</b>	<b>9,556.09</b>	<b>10,639.01</b>	<b>11,702.45</b>	<b>12,715.53</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>14,079.99</b>	<b>13,951.09</b>	<b>13,658.68</b>	<b>13,050.81</b>	<b>14,604.48</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	532.67	826.87	1,811.29	1,845.48	1,893.38
折旧摊销	874.51	800.67	409.31	413.43	416.90
财务费用	194.18	139.75	89.22	94.61	90.39
投资损失	(82.10)	(27.65)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	409.03	(609.26)	(116.08)	378.75	(189.11)
其它	35.17	(77.00)	10.73	10.94	11.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,963.46</b>	<b>1,053.38</b>	<b>2,184.47</b>	<b>2,723.20</b>	<b>2,202.78</b>
资本支出	465.83	340.47	54.00	85.04	48.64
长期投资	55.38	24.08	0.00	0.00	0.00
其他	(1,068.40)	(713.56)	(94.00)	(145.04)	(78.64)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(547.19)</b>	<b>(349.00)</b>	<b>(40.00)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	3,471.96	3,154.15	1,096.35	22.94	30.29
股权融资	(177.04)	(119.21)	(100.82)	(86.05)	(79.09)
其他	(4,320.52)	(3,577.60)	(3,856.94)	(1,914.36)	(923.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,025.60)</b>	<b>(542.66)</b>	<b>(2,861.41)</b>	<b>(1,977.47)</b>	<b>(971.81)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>390.68</b>	<b>161.72</b>	<b>(716.94)</b>	<b>685.73</b>	<b>1,200.97</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5,586.65</b>	<b>5,500.79</b>	<b>7,253.37</b>	<b>7,277.56</b>	<b>7,231.56</b>
营业成本	3,961.11	3,530.28	3,981.06	3,958.90	3,866.90
营业税金及附加	476.62	602.36	882.82	885.76	880.16
营业费用	27.11	20.30	29.01	29.11	28.93
管理费用	355.47	227.80	111.70	109.16	108.47
财务费用	196.51	134.27	89.22	94.61	90.39
资产减值损失	0.40	39.30	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	82.10	27.65	20.00	20.00	20.00
其他	(164.20)	(55.30)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
<b>营业利润</b>	<b>651.53</b>	<b>974.14</b>	<b>2,149.56</b>	<b>2,190.02</b>	<b>2,246.70</b>
营业外收入	3.33	4.39	4.00	4.00	4.00
营业外支出	16.98	24.33	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>637.89</b>	<b>954.20</b>	<b>2,143.56</b>	<b>2,184.02</b>	<b>2,240.70</b>
所得税	105.21	127.33	321.53	327.60	336.11
<b>净利润</b>	<b>532.67</b>	<b>826.87</b>	<b>1,822.03</b>	<b>1,856.41</b>	<b>1,904.60</b>
少数股东损益	(1.17)	2.91	10.73	10.94	11.22
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>533.84</b>	<b>823.96</b>	<b>1,811.29</b>	<b>1,845.48</b>	<b>1,893.38</b>
每股收益(元)	0.33	0.50	1.11	1.13	1.16

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-10.67%	-1.54%	31.86%	0.33%	-0.63%
营业利润	-16.29%	49.52%	120.66%	1.88%	2.59%
归属于母公司净利润	-14.63%	54.34%	119.83%	1.89%	2.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.10%	35.82%	45.11%	45.60%	46.53%
净利率	9.56%	14.98%	24.97%	25.36%	26.18%
ROE	6.05%	8.67%	17.13%	15.87%	14.99%
ROIC	6.55%	9.29%	17.98%	18.80%	20.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.95%	31.50%	22.11%	10.33%	12.93%
净负债率	9.18%	5.69%	-0.53%	11.48%	0.47%
流动比率	0.93	1.12	1.48	3.22	3.36
速动比率	0.84	1.03	1.36	2.93	3.19
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.57	3.36	3.69	3.92	3.92
存货周转率	15.24	15.25	20.26	19.37	20.57
总资产周转率	0.40	0.39	0.53	0.54	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.50	1.11	1.13	1.16
每股经营现金流	1.20	0.64	1.34	1.67	1.35
每股净资产	5.40	5.81	6.47	7.12	7.73
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.30	22.87	10.40	10.21	9.95
市净率	2.13	1.98	1.78	1.62	1.49
EV/EBITDA	9.22	8.22	7.02	6.28	5.75
EV/EBIT	18.07	13.66	8.31	7.42	6.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com