露天煤业(002128)/煤炭开采 蒙东能源巨头，打造煤电铝产业链一体化

评级：买入(维持)

市场价格：11.95

目标价格：16

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email：xiehh@r.qlzq.com.cn

联系人：陈晨

电话：

Email：chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,634
流通股本(百万股)	1,588
市价(元)	11.95
市值(百万元)	19,531
流通市值(百万元)	18,979

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 露天煤业（002128.SZ）2016 年度三季报点评：业绩表现靓丽，低估值煤电一体化标的

2 收购集团煤电资产：电厂便宜但煤矿较贵

3 露天煤业（002128）三季报点评：费用刚性上升，三季度业绩环比折半

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,586.65	5,500.79	7,681.48	8,101.93	8,501.03
增长率 yoy%	- 0 67	-1.54%	39.64%	5.47%	4.93%
净利润	533.84	823.96	1,958.37	2,143.68	2,265.68
增长率 yoy%	-11.29%	54.34%	137.68%	9.46%	5.69%
每股收益（元）	0.33	0.50	1.20	1.31	1.39
每股现金流量	1.20	0.64	1.33	1.95	1.94
净资产收益率	6.03%	8.65%	18.08%	17.44%	16.39%
P/E	25.87	7.06	9.62	8.79	8.32
PEG	—	0.31	0.07	0.93	1.46
P/B	1.56	1.47	1.74	1.53	1.36

备注：

投资要点

- **供给侧改革下，东北地区缺煤现象将更加严重。**随着东北煤炭行业的持续萎靡，每年需要调入大量煤炭满足需求，小煤矿居多的东北三省，在持续淘汰落后产能和安检趋严背景下，煤炭缺口加剧，2017 年预计新增缺口量 1100 万吨。随着东北地区煤炭消费旺季来临，蒙东地区神华露天矿征地滞后引发停产减产，供不足需矛盾将更突出。露天煤业地处蒙东，6 成收入来自吉辽，煤炭销售均价有望迎来季度环比提升。

- **低成本优势明显，煤炭开采业务有望贡献较为可观的业绩。**公司现有煤炭产能 4600 万吨，均为大型露天煤矿，煤种以褐煤为主，发热量均值在 3100 大卡/千克，主要用作动力煤。在我们重点跟踪的煤炭上市公司中，公司吨煤成本排在最低，且波动幅度较小，在煤价平稳过程中业绩释放更为稳健。中性预计下，公司 2017 年煤炭销售 4650 万吨，吨煤售价同比上涨 35%，吨煤成本同比上涨 10%，吨煤费用同比上涨 18%，煤炭板块有望贡献净利润超过 18 亿元。

- **电力业务以火电为主，并积极布局新能源发电。**公司现有燃煤发电机组 2*600 MW，是东北电网主力调峰机组，所发电主要向辽宁省输送。随着上游煤炭涨价，2017 上半年公司度电净利润略降至 0.03 元，根据测算，我们预计 2017 全年公司电力业务贡献净利润 1.2 亿元左右。此外，公司还积极布局新能源发电，诸多风电项目都在有序开展中。

- **拟收购优质电解铝资产，实现公司业绩增厚。**公司拟以 28.25 亿元收购霍煤鸿骏 51%股权和通辽盛发 90%股权，主要资产霍煤鸿骏拥有电解铝在产产能 78 万吨以及 210 万千瓦装机容量的自备电厂，电力成本优势明显。此次交易完成后，公司产业链将得到进一步延伸，煤-电-铝一体化优势有望凸显。

- **电解铝供给侧改革坚定推进，霍煤鸿骏将深度受益。**“严控新增产能、清理违规产能、环保错峰生产”，电解铝供改“三重门”正有序有力、渐次落地。随着“去产能➡去产量➡去库存”逐步传导，叠加国内电解铝运行产能和产量 7、8 两月持续回落，我们预计社会库存 10 月开始去化，11 月加速去化。霍煤鸿骏电解铝产能合规优势以及区位优势明显，有望深度受益于电解铝供给侧改革，充分享受铝价上涨带来的业绩弹性。在相关背景假设下，电解铝价格每上涨 500 元/吨，公司年化权益净利润有望增厚约 1.35 亿元。

- **盈利预测与估值：**不考虑资产注入，我们预测公司 2017-2019 年收入分别为 76.8、81.0、85.0 亿元，同比增长 39.6%、5.5%、4.9%，归属于母公司股东净利润分别为 19.6、21.4、22.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.20、1.31、1.39 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 9.6X、8.8X、8.3X。

- **投资建议：**公司煤电业务预计 2018 年实现权益净利润 21.4 亿元，给予 10 倍 PE，目标市值 210 亿元。拟收购的电解铝资产，用电成本低，业绩弹性大，2018 年预计实现归母净利润 10 亿元（测算见后文），给予 10 倍 PE，目标市值 100 亿元。考虑收购资产增发股本 3.08 亿（假设募集配套资金的发行价为 11.11 元，即 90%*当前 20 日均价），合计总股本 19.4 亿，目标总市值 310 亿元，目标价则为 16 元，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**（1）经济增速不及预期风险；（2）政策调控力度过大风险；（3）重大资产重组不确定性风险；（4）电解铝供给侧改革不及预期风险。

内容目录

公司概述：煤炭电力双轮驱动，煤炭贡献主要利润 - 4 -
煤炭开采业务：低成本优势明显，业绩贡献较为稳定 - 5 -
煤种以褐煤为主，低成本优势明显 - 5 -
2017 年中性预期下，煤炭板块有望贡献净利润超 18 亿元 - 8 -
电力业务：火电资产为主，并积极布局新能源发电 - 9 -
拟收购优质电解铝资产，实现公司业绩增厚 - 10 -
收购铝资产延伸产业链，公司一体化优势将凸显 - 10 -
电解铝供给侧改革坚定推进，霍煤鸿骏将深度受益 - 12 -
盈利预测、估值及投资建议 - 16 -
盈利预测与估值 - 16 -
投资建议 - 16 -
风险提示 - 17 -

图表目录

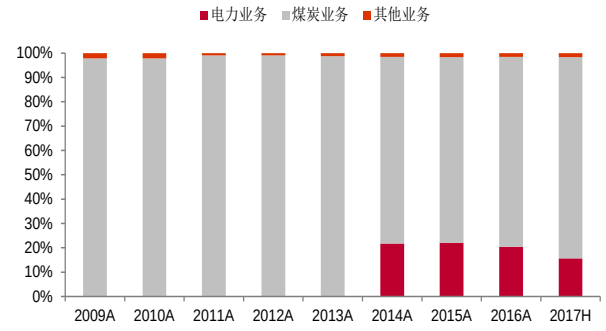
图表 1：煤炭生产业务在公司总收入中占比较高 - 4 -
图表 2：煤炭生产业务贡献主要毛利 - 4 -
图表 3：2011 年以来营业收入及增速 - 4 -
图表 4：2011 年以来归母净利润及增速 - 4 -
图表 5：公司实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会 - 5 -
图表 6：公司在产矿井情况 - 5 -
图表 7：2011 年以来露天煤业的煤炭生产及销售情况 - 6 -
图表 8：公司销售业务主要在蒙、吉、辽三个省区 - 6 -
图表 9：露天吨煤生产成本在行业中具有显著优势 - 7 -
图表 10：露天煤炭开采业务毛利率在行业中处中列 - 7 -
图表 11：2011 年以来露天煤业吨煤成本走势 - 7 -
图表 12：近五年煤炭生产成本结构图 - 7 -
图表 13：2011 年以来露天煤业吨煤售价走势图 - 8 -
图表 14：2011 年以来露天煤业吨煤毛利走势图 - 8 -
图表 15：东北三省煤炭缺口量测算 - 8 -
图表 16：锦州港动力煤价格走势 - 9 -
图表 17：环渤海动力煤价格指数走势 - 9 -
图表 18：煤炭开采业务经营业绩预测 - 9 -
图表 19：2014 年以来公司的电力业务拆分 - 10 -
图表 20：霍煤鸿骏股权结构 - 11 -

图表 21：露天煤业注入铝资产后产业链示意图 ..... - 11 -
图表 22：公司 2015/2016 年产品结构 ..... - 12 -
图表 23：2016 年公司电解铝板块营收占比 ..... - 12 -
图表 24：严控新增产能是电解铝供给侧改革的重要抓手 ..... - 12 -
图表 25：全球电解铝供需平衡测算表（万吨） ..... - 13 -
图表 26：运行产能连续两月回落 ..... - 13 -
图表 27：月度产量连续两月下滑 ..... - 13 -
图表 28：历年电解铝社会库存情况 ..... - 14 -
图表 29：2015 年至 2017 年电解铝价格走势 ..... - 14 -
图表 30：铝消费增速一直维持高位 ..... - 14 -
图表 31：公司业绩弹性表：电解铝价格上涨带动业绩高弹性 ..... - 15 -
图表 32：公司期间费用率、税金及附加率、所得税率假定 ..... - 16 -
图表 33：可比公司估值情况 ..... - 17 -
图表 34：露天煤业销售收入预测表 ..... - 18 -
图表 35：露天煤业财务报表摘要 ..... - 19 -

公司概述：煤炭电力双轮驱动，煤炭贡献主要利润

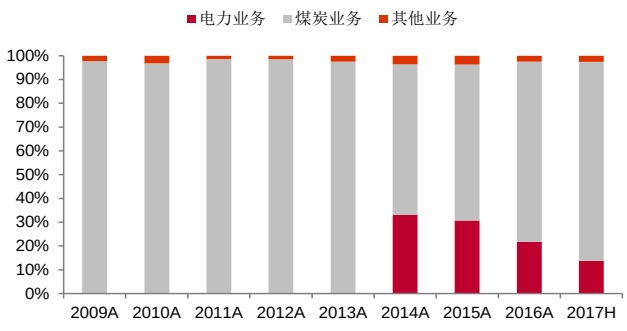
- **煤炭和电力双驱动，煤炭业务贡献主要利润。**露天煤业主要从事煤炭生产、煤炭贸易以及电力生产销售等业务。2017 上半年，得益于供给侧改革下的煤价回升，公司实现营业收入 39.83 亿元，同比上涨 65%。其中煤炭销售 32.94 亿元（占比 82.7%），电力销售 6.25 亿元（占比 15.7%），其他业务 0.64 亿元（占比 1.61%）。从利润贡献来看，煤炭业务也具有绝对话语权，2017 上半年度煤炭销售业务毛利 15.5 亿元（占比 84%），电力销售业务毛利 2.55 亿元（占比 14%），其他业务毛利 0.48 亿元（占比 3%）。
- **2016 年以来盈利能力显著提升。**2011-2016 年，公司营业收入在 60 亿元上下浮动。2016 年以来，受去产能等供给侧改革政策影响，煤炭价格走高，公司盈利能力显著提高，2017 年上半年实现归属母公司股东净利润为 10.51 亿元，同比增长 202%，已超 2016 年全年利润水平。

图表 1：煤炭生产业务在公司总收入中占比较高



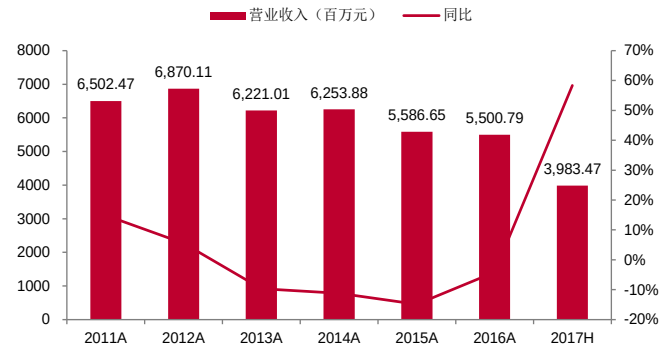
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 2：煤炭生产业务贡献主要毛利



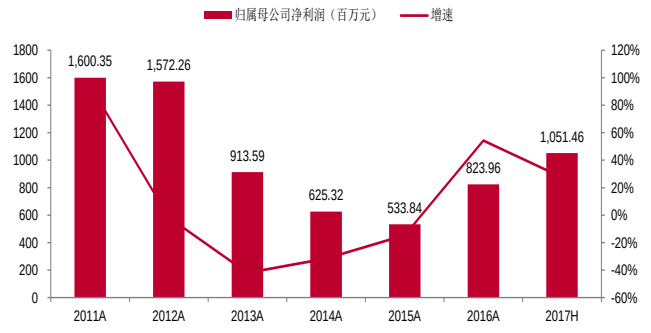
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 3：2011 年以来营业收入及增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 4：2011 年以来归母净利润及增速

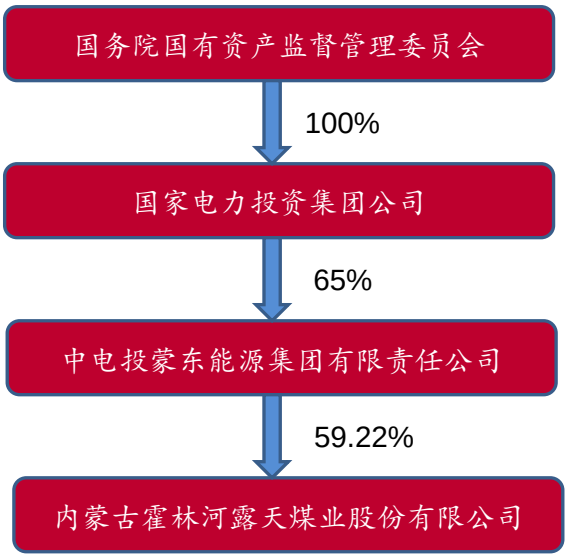


来源：wind、中泰证券研究所

- **控股股东为中电投蒙东能源集团有限责任公司。**公司 2007 年 4 月 18 日正式在深圳证券交易所挂牌上市，控股股东是中电投蒙东能源集团有限责任公司，持股 59.22%，实际控制人是国家电力投资集团公司。
- 蒙东能源集团以煤为核心，电为保障，煤电铝一体化。集团现有煤炭产能 7500 万吨，电力装机 420 万千瓦，电解铝产能 89.5 万吨，按照“用煤发电，用电炼铝，以铝带电，以电促煤”的思路，探索出了一条产业

集群化、绿色循环发展的新路子。2016 年，蒙东能源实现营业收入 165.7 亿元，实现净利润 13.3 亿元。截至 2016 年末，集团资产总额 437 亿元，资产负债率为 66%。

图表 5：公司实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会



来源：公司公告、中泰证券研究所

煤炭开采业务：低成本优势明显，业绩贡献较为稳定

煤种以褐煤为主，低成本优势明显

- **公司在产露天矿 3 座，核定总产能 4600 万吨。**公司所在的蒙东霍林河煤田，主要分为霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天煤田，合计保有储量 20.6 亿吨，年核定产能 4600 万吨。其中，南露天煤矿（1800 万吨/年）和北露天煤矿（1000 万吨/年）组成一号露天矿，二号露天矿内的扎哈淖尔露天矿生产能力 1800 万吨/年。

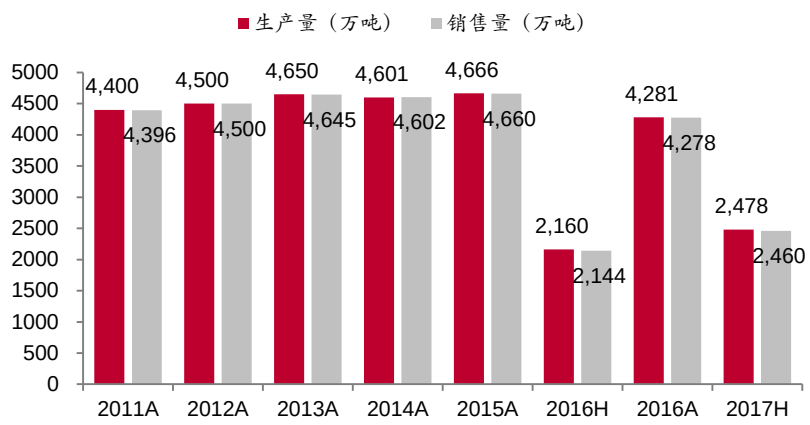
图表 6：公司在产矿井情况

煤矿名称	煤种	保有储量（百万吨）	设计产能（万吨/年）	状态
霍林河1号露天矿	褐煤	996	2800	在产
扎哈淖尔露天煤矿	褐煤	1064	1800	在产

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 从最近几年数据来看，公司原煤产销量稳定在 4600 万吨左右，2017 年上半年原煤产量 2478 万吨，同比增长了 14.7%，主要是 2016 年基数低的缘故。

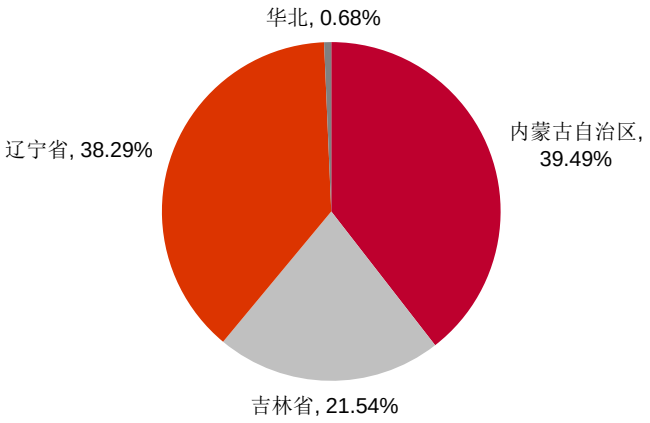
图表 7：2011 年以来露天煤业的煤炭生产及销售情况



来源：wind、中泰证券研究所

- **集团仍有煤矿产能 2900 万吨。**控股股东蒙东能源集团旗下仍有两座在产煤矿白音华三号露天矿（1400 万吨/年）和白音华二号露天煤矿（一期产能 500 万吨/年，规划年产能 1500 万吨）。白音华煤田是内蒙古自治区十大煤田之一，煤质为优质中灰低硫褐煤，煤田周围配套电力供应、通讯、交通等基础设施比较完善，适合建设大型煤田。
- **煤种以褐煤为主，销售业务主要集中在蒙、吉、辽三省区。**公司所产煤以褐煤为主，平均发热量 3100 大卡/kg，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点“两低两高”的环保特点，是火力电厂、化工和民用的理想燃料。公司煤炭产品的销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省、吉林省，主要客户为该地区内以褐煤为动力煤或掺烧褐煤的电厂，电力产品主要销售给国家电网东北分部。2017 上半年，内蒙古、辽宁、吉林地区收入占比分别为 39.5%、38.3%和 21.5%。

图表 8：公司销售业务主要在蒙、吉、辽三个省区



来源：wind、中泰证券研究所

- **皆为露天矿井，开采成本低。**由于企业进入露天煤炭开采行业时间较长，有一定的技术积累，且公司在产矿井都为露天煤矿，吨煤成本在行业中具有显著优势，2016 年公司吨煤生产成本为 65.28 元/吨（生产口径），在我们重点跟踪的 22 家煤炭上市公司中排在最低。由于露天煤业煤矿以褐煤为主，售价较为便宜，抵消了一定的低成本优势，煤炭开采业务

毛利率为 34.87%，处于行业中游水平。

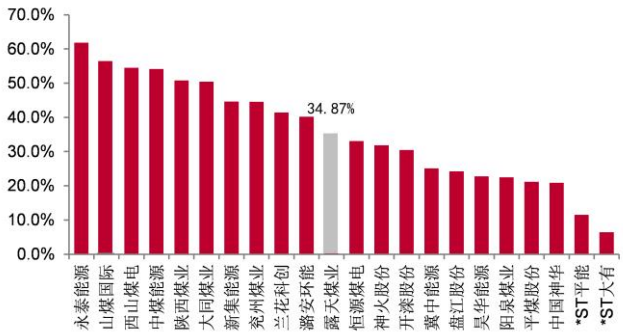
图表 9：露天吨煤生产成本在行业中具有显著优势

来源：各公司年报、中泰证券研究所

备注：（1）吨煤生产成本=营业成本/煤炭产量

（2）中国神华、中煤能源、兖州煤业为商品煤产量，其余皆为原煤产量

图表 10：露天煤炭开采业务毛利率在行业中处中列

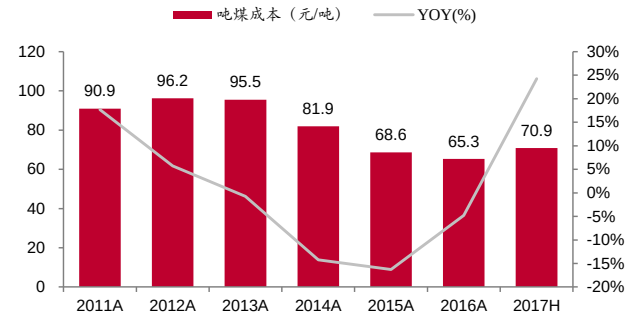


来源：各公司年报、中泰证券研究所

备注：中国神华、阳泉煤业、昊华能源毛利中包括贸易煤

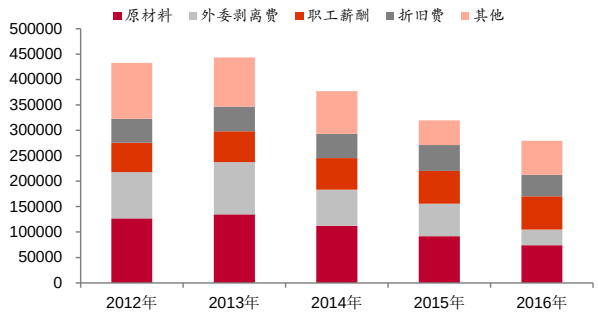
- **煤炭销售均价、生产成本波动皆较小。**公司定价机制挂钩环渤海动力煤指数以及锦州港煤价指数，参考大型煤企的长协煤成分较多，波动幅度相对较小。从公司的煤炭生产成本结构来看，职工薪酬和折旧费一直较为稳定，单吨职工薪酬 13-15 元，单吨折旧费用 10-11 元，而原材料和外委剥离费波动较大，近五年分别在 17-29 元/吨以及 7-22 元/吨区间内震荡，在行情较差时候，公司主要通过降低后两者来实现降本增效。得益于公司价格及成本波动较小，煤炭盈利能力底部有较强支撑。
- 2017 上半年，公司吨煤生产成本为 70.9 元/吨，同比增加 24%，同期吨煤售价 133.9 元/吨，同比增加 58%，后者涨幅高于前者，公司吨煤毛利达到了 63 元/吨，创上市以来新高。

图表 11：2011 年以来露天煤业吨煤成本走势



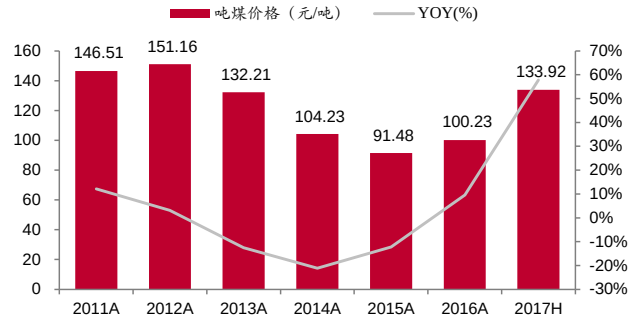
来源：wind、中泰证券研究所

图表 12：近五年煤炭生产成本结构图



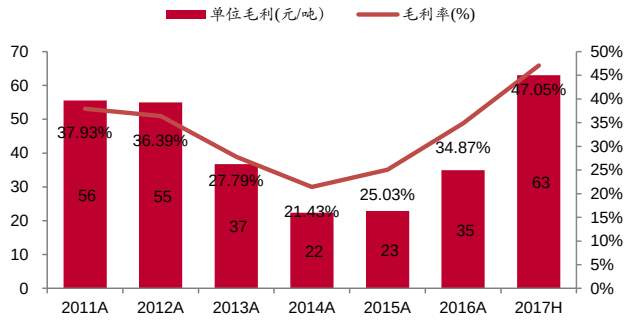
来源：wind、中泰证券研究所

图表 13：2011 年以来露天煤业吨煤售价走势图



来源：wind、中泰证券研究所

图表 14：2011 年以来露天煤业吨煤毛利走势图

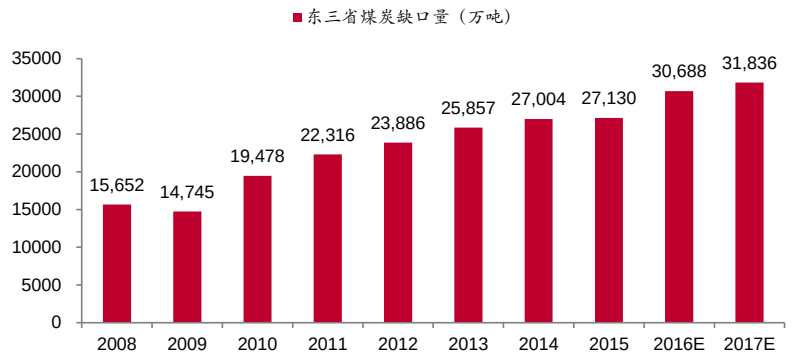


来源：wind、中泰证券研究所

2017 年中性预期下，煤炭板块有望贡献净利润超 18 亿元

- **供给侧改革下，东北缺煤现象更加严重。**作为老工业基地的东北三省，随着煤炭采掘业持续萎靡，每年需要调入大量煤炭满足需求，且呈现逐年增加趋势，根据火电产量以及原煤产量，我们大致预计 2016 年煤炭缺口量约增加 3600 万吨，达到 3.07 亿吨。
- 2017 年 1-9 月份，持续淘汰落后产能叠加安检力度空前，小煤矿居多的东北三省原煤产量合计 7996 万吨，同比下滑 4.9%，大幅低于全国 5.7%的增速，同期东北三省火电产量增速 1.1%，我们大致预测煤炭缺口进一步增加超 1100 万吨。与此同时，神华宝日希勒露天煤矿（核定产能 3500 万吨）由于征地进度滞后导致剥离施工暂缓，自 2017 年 8 月起停产或减产，而该矿所产煤主要销往黑龙江、吉林及内蒙古东部，这将进一步加剧东北三省供暖季煤炭缺口。

图表 15：东北三省煤炭缺口量测算

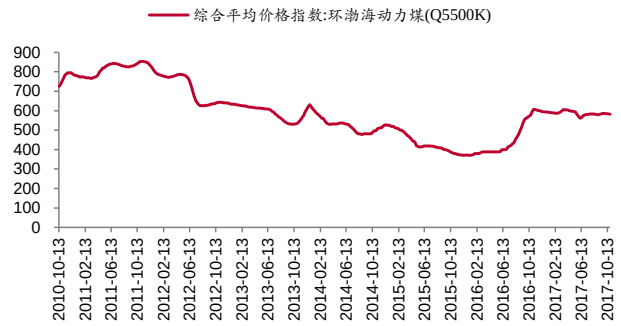


来源：国家统计局、煤炭工业协会、吉林煤矿安监局、中泰证券研究所

- **2017 年公司煤炭销售均价上涨速度有望达 35%。**2017 年动力煤价呈现淡季不淡旺季偏旺的状态，考虑东北地区煤炭供需缺口加剧，而四季度和一季度是东北地区消费旺季，四季度公司煤炭销售价格有望进一步环比增加，下半年的动力煤均价将不低于上半年。公司煤价主要参考锦州港动力煤及环渤海动力煤价格指数，考虑上半年公司吨煤售价约 134 元

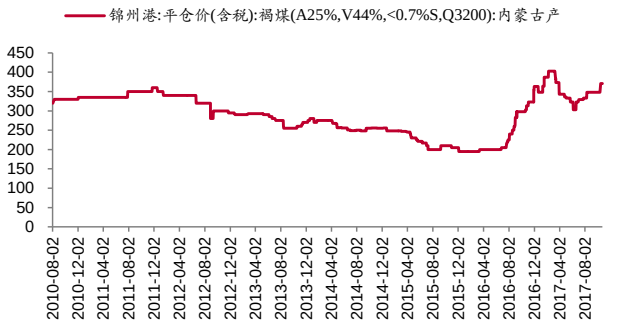
/吨，我们中性预计公司 2017 年煤炭销售均价约 135 元/吨，同比增长 35%。

图表 16：锦州港动力煤价格走势



来源：wind、中泰证券研究所

图表 17：环渤海动力煤价格指数走势



来源：wind、中泰证券研究所

- **中性预期下，煤炭开采业务贡献归母净利润超 18 亿元。**结合 2017 半年度业绩，我们中性预计公司 2017 年吨煤成本同比上涨 10%，吨煤费用同比上涨 18%，吨煤净利润约为 40 元/吨，假设煤炭销售 4650 万吨，则煤炭开采业务实现归母净利润约 18.6 亿元。

图表 18：煤炭开采业务经营业绩预测

煤炭开采业务	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015H	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E（悲观）	2017E（中性）	2017E（乐观）
煤炭销售收入（万元）	468687.6	554874.2	644072.5	680228.4	614092.4	479684.3	196071.9	426302.1	181989.0	428791.4	329417.5	619883.2	629204.7	643187.0
煤炭成本（万元）	313756.5	327929.6	399746.0	432707.4	443431.9	376895.1	133594.3	319583.1	122353.9	279273.6	174423.6	339985.2	333914.1	327842.9
毛利（万元）	154931.1	226944.6	244326.5	247521.0	170660.4	102789.2	62477.6	106719.0	59635.1	149517.8	154993.9	279897.9	295290.6	315344.1
毛利率（%）	33.06%	40.90%	37.93%	36.39%	27.79%	21.43%	31.86%	25.03%	32.77%	34.87%	47.05%	45.15%	46.93%	49.03%
煤炭净利润（万元）	103067.12	153961.21	165615	157468	91394	35070	26572	28813	23404	64045	98362	168412	185663	208503
原煤产量（万吨）	4059	4243	4400	4500	4650	4601	1961	4666	2160	4281	2478	4650	4650	4650
煤炭销量（万吨）		4245	4396	4500	4645	4602	1932	4660	2144	4278	2460	4650.00	4650.00	4650.00
产销率（%）		100.05%	99.91%	100.00%	99.89%	100.02%	98.52%	99.87%	99.26%	99.93%	99.28%	100.00%	100.00%	100.00%
吨煤均价（元）	115.47	130.71	146.51	151.16	132.21	104.23	101.49	91.48	84.88	100.23	133.92	133.31	135.31	138.32
yoy			12.09%	3.17%	-12.54%	-21.16%		-12.23%	-16.36%	9.57%	57.77%	33.00%	35.00%	38.00%
吨煤成本（元）	77.30	77.29	90.93	96.16	95.46	81.90	69.15	68.58	57.07	65.28	70.91	73.12	71.81	70.50
yoy		-0.02%	17.66%	5.74%	-0.72%	-14.21%		-16.26%	-17.47%	-4.81%	24.25%	12.00%	10.00%	8.00%
吨煤毛利（元）	38.17	53.43	55.58	55.00	36.74	22.34	32.34	22.90	27.81	34.95	63.01	60.19	63.50	67.82
吨煤净利润（元）	25.39	36.27	37.67	34.99	19.68	7.62	13.75	6.18	10.92	14.97	39.99	36.22	39.93	44.84
吨煤费用及税赋（元）	12.78	17.16	17.91	20.01	17.06	14.72	18.58	16.72	16.90	19.98	23.02	23.98	23.58	22.98
yoy		34.27%	4.36%	11.76%	-14.73%	-13.77%		13.61%	-9.07%	19.51%	36.24%	20.00%	18.00%	15.00%

来源：wind、中泰证券研究所

电力业务：火电资产为主，并积极布局新能源发电

- **煤价上涨，电力业务利润略有下滑。**公司现有燃煤发电机组 2*600MW，由全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司负责，其生产的电力产品主要向辽宁省输送。2017 上半年，公司发/售电量分别为 26.7 亿度和 24.2 亿度，同比皆增长 8%，由于煤价的上涨，公司度电成本略涨至 0.15 元，度电净利润降至 3 分钱，电力板块净利润 7407 万元，同比下降 36%。
- 考虑公司火电业务盈利能力相对稳定以及下半年原料煤炭涨价，我们预计全年发电量 53.3 亿度，度电售价 0.26 元，度电成本 0.16 元，度电费用 0.07 元，度电净利润 0.03 元，电力业务贡献净利润 1.2 亿元左右。

图表 19：2014 年以来公司的电力业务拆分

	2014A	2015H	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E
电力业务							
销售收入（万元）	136070	62661	123392	55697	112573	62521	125289
销售成本（万元）	82351.0	34732.0	73517.0	32091.0	69798.2	37025.1	79047.0
发电量（万千瓦时）	531506.5	243393.0	524264.2	245957.0	485866.9	266543.2	533086.3
YOY(%)	10%	8%	-1%	1%	-7%	8%	10%
销电量（万千万时）	485547	222403	479489	224207	439129	242078	485109
销售率（%）	91%	91%	91%	91%	90%	91%	91%
单位售价（元/千瓦时）	0.28	0.28	0.26	0.25	0.26	0.26	0.26
单位成本（元/千瓦时）	0.17	0.16	0.15	0.14	0.16	0.153	0.16
单位毛利（元/千瓦时）	0.11	0.13	0.10	0.11	0.10	0.11	0.10
毛利率(%)	39%	45%	40%	42%	38%	41%	37%
度电期间费用（元）	0.05	0.07	0.05	0.05	0.05	0.07	0.07
度电净利润（元）	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	0.03	0.03
电力业务净利润（万元）	27146.58	13008.75	24454.22	11579.02	18643.60	7407.46	12284.27

来源：wind、中泰证券研究所

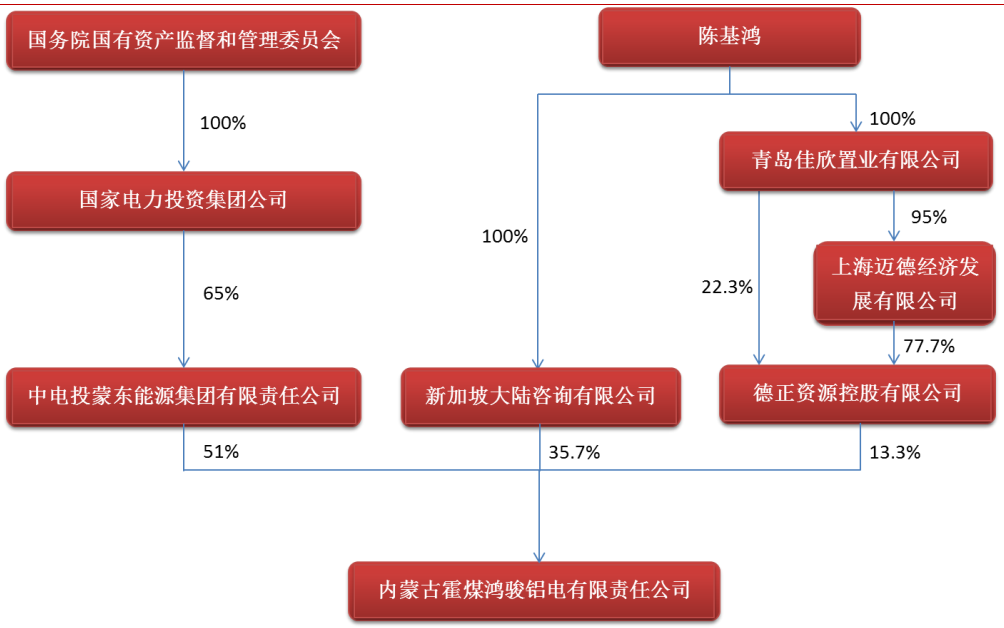
- **积极布局新能源发电。**公司除了火电资产，还积极布局新能源领域：（1）**锡林郭勒盟霍林河新能源公司：**成立阿巴嘎旗风电项目，规划容量 450MW，一期工程 225MW，已于 2017 年 8 月获得核准，一期拟投资 17.2 亿元，建成预计每年可提供 6.20 亿度清洁电能；（2）**交口县棋盘山新能源有限公司：**该风电项目成立于 2015 年，规划容量 100MW，分两期同时建设，总投资约 8 亿元，项目已于 2017 年 6 月开工建设，预计 2018 年全部竣工，建成后预计年上网电量 2 亿度，年产值 1.2 亿元，项目周期内实现利税 12 亿元；（3）**右玉县高家堡新能源有限公司：**公司成立于 2015 年，拟建设 100WM 风电项目，总投资约 8 亿元，该项目处于前期开展中。

拟收购优质电解铝资产，实现公司业绩增厚

收购铝资产延伸产业链，公司一体化优势将凸显

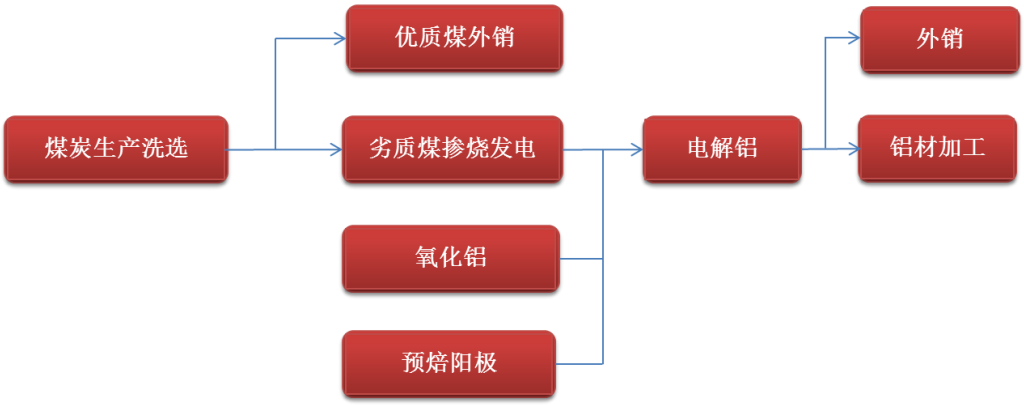
- **拟收购霍煤鸿骏 51%股权和通辽盛发 90%股权。**2017 年 7 月 29 日，公司公告披露，以增发股票与现金支付形式收购母公司旗下霍煤鸿骏 51%股权与通辽盛发 90%股权，同时募集配套资金不超过 14 亿元（用于此次现金支付）。其中，评估霍煤鸿骏 51%股权价值 23.84 亿元，通辽盛发 90%股权价值为 4.41 亿元，合计 28.25 亿元。交易完成后，公司产业链得到进一步延伸，煤-电-铝一体化优势有望凸显。
- **霍煤鸿骏公司历史沿革：**霍煤鸿骏铝电有限责任公司成立于 2002 年，以电解铝生产及配套自备电厂发电为主营业务，自备电厂用煤主要购自露天煤业。公司成立之初，注册资本为 2 亿元人民币，内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司持股比例 41%，之后几经增资，至 2013 年公司注册资本为 33 亿元人民币，中电投蒙东能源集团有限责任公司（由原中电投霍林河煤电集团有限责任公司更名而来）为第一大股东，持股比例为 51%。

图表 20：霍煤鸿骏股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21：露天煤业注入铝资产后产业链示意图

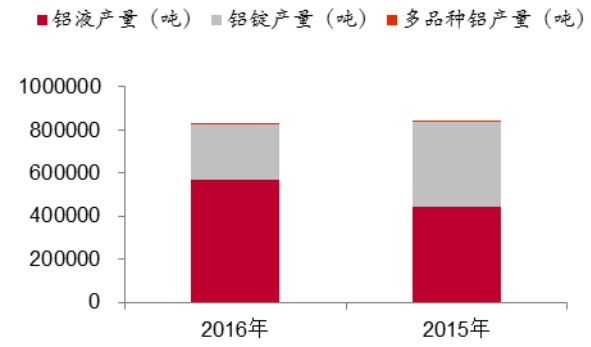


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **霍煤鸿骏电解铝在产产能 78 万吨，2016 年吨铝净利达 940 元。**霍煤鸿骏拥有电解铝产能 121 万吨（其中，建成产能 78 万吨，在建产能 43 万吨）；自备电厂 210 万千瓦装机容量（其中，火电 180 万千瓦，风电 30 万千瓦）。2016 年，公司生产铝产品 83.0 万吨，其中，铝液 56.6 万吨，铝锭 26 万吨，其他铝产品 0.3 万吨；发电量 127.2 亿千瓦时。受益于电解铝价格回暖、氧化铝价格下跌，2016 年公司实现营业收入 88.9 亿，同比增长 3.1%，归母净利润 7.8 亿，吨铝净利润达到 940 元，而上年亏损 0.9 亿元，经营效益改善明显。

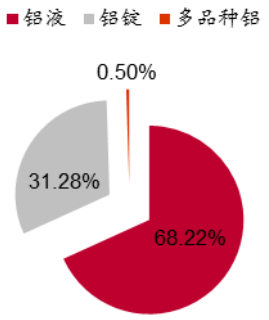
请务必阅读正文之后的重要声明部分

图表 22：公司 2015/2016 年产品结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 23：2016 年公司电解铝板块营收占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

电解铝供给侧改革坚定推进，霍煤鸿骏将深度受益

- **（1）供改“三重门”渐次落地。**我们将“严控新增产能、清理违规产能、环保错峰生产”归纳总结为电解铝供给侧改革的“三重门”，正有序有力、渐次落地，效果逐步显现。
  - 从严控新增产能来看，《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》、《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的意见》以及《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》等产业政策的相继出台，都直指严控新增产能。把好电解铝行业“总阀门”，对于扭转长期以来的产能过剩局面十分重要。

图表 24：严控新增产能是电解铝供给侧改革的重要抓手

时间	事件	内容
2013/10/6	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发【2013】41 号）	**1、严禁建设新增产能项目，**分类妥善处理在建违规项目，清理整顿建成违规产能，淘汰和退出落后产能；2、2015 年底前淘汰 16 万安培以下预焙槽，对吨铝液电解交流电耗大于 13700 千瓦时，以及 2015 年底后达不到规范条件的产能，用电价格在标准价格基础上上浮 10%；3、严禁各地自行出台优惠电价措施，采取综合措施推动缺乏电价优势的产能逐步退出，有序向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移，支持电解铝企业与电力企业签订直购电长期合同。
2016/6/5	国务院办公厅发布《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	**严控新增产能，**电解铝产能利用率保持在 80%以上，严厉查处违规新建电解铝项目。要求严格落实产能等量或减量置换方案，并在网上公示，以不增加电解铝产能为前提，在可再生能源富集的地区，探索消纳可再生能源的局域电网建设试点。

来源：政府官网、中泰证券研究所

- 从清理违规产能来看，2017 年 4 月发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》，违规产能清理整顿工作大幕正式开启。本次清理整顿的范围是 2013 年 5 月以后新建的违规违法项目，以及未落实 1494 号文件处理意见的项目，并明确了时间表（共分 4 个阶段）和线路图。目前，第三阶段已经基本结束，违规产能清理工作取得实质性进展，据调研，已经累计关停产能超过 400 万吨，对于供需平衡的影响将在后续逐步显现。

- 从环保错峰生产来看，“2+26”方案明确提出，各地采暖季电解铝厂限产 30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产 30%左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。据此测算，将影响电解铝产能 120 万吨、氧化铝产能 339 万吨、预焙阳极产能 118 万吨，按吨铝消耗氧化铝 1.93 吨、预焙阳极 0.48 吨折算，则分别影响电解铝产能 120 万、175 万吨和 245 万吨。再进一步，考虑到碳素企业达不到排放标准将全部停产这一变量因素，影响或将显著增大。

- 随着“三重门”的渐次落地，2018 年开始电解铝将由供给过剩演变为常态短缺，且缺口量将逐步扩大。**从金属市场的表现来看，电解铝基本面也正从“预期阶段”转向“落地阶段”。**

图表 25：全球电解铝供需平衡测算表（万吨）

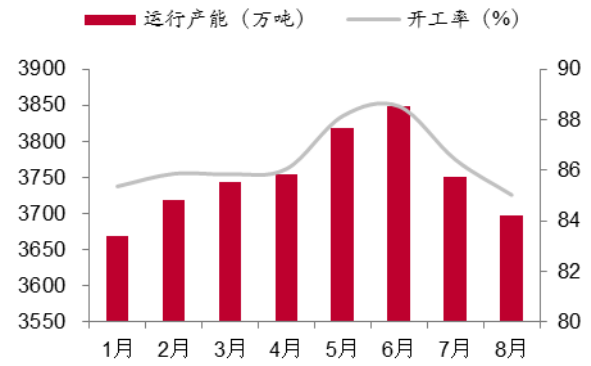
	2015	2016	2017E	2018E
全球产量	5717	5905	6339	6463
中国	3084	3209	3607	3611
中国外	2633	2697	2731	2852
全球需求	5666	6001	6336	6692
中国	2932	3174	3410	3649
增速	7.60%	8.30%	7.40%	7.0%
中国外	2734	2827	2926	3043
增	1.80%	3.40%	4.00%	4.0%
供需平衡	**51**	**-96**	**3**	**-230**

2018 年实际产出量测算	
2017 年 6 月运行产能	3849
+2017 年下半年复产产能	44
+2017 年下半年新增产能	95
-违规关停产能	387
2017 年 12 月运行产能	3601
+2018 年新增产能	250
+2018 年复产产能	50
-2018 年采暖季减产	101
2018 年总可运行产能	3801
*有效产能利用率	95%
2018 年实际产出量	**3611**

来源：阿拉丁、安泰科、中泰证券研究所

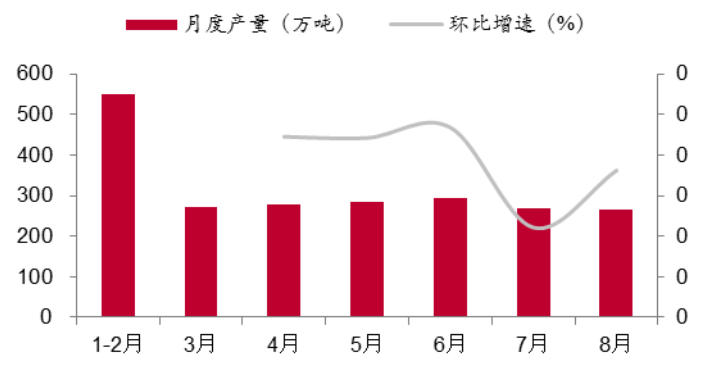
- **（2）运行产能、月度产量双回落。**阿拉丁统计数据显示，2017 年 6 月，国内电解铝运行产能高达 3842 万吨，在行业利润高企的刺激下，企业“抢产”意图明显。但随着供给侧改革的深入推进，7/8 两月运行产能连续回调。与之对应的是，国家统计局数据显示，国内电解铝产量在 6 月达到峰值后，7/8 两月亦出现持续回落。

图表 26：运行产能连续两月回落



来源：阿拉丁，中泰证券研究所

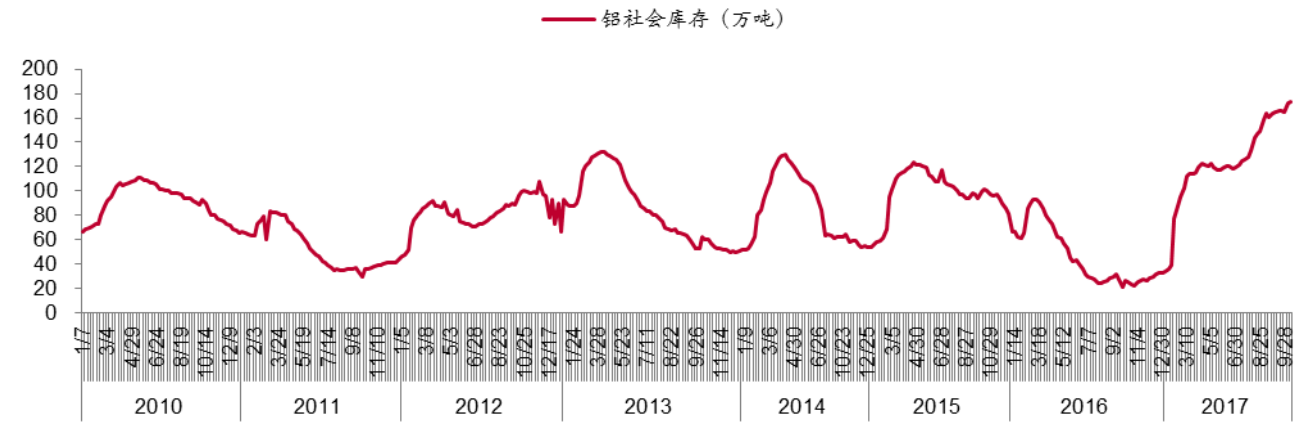
图表 27：月度产量连续两月下滑



来源：国家统计局，中泰证券研究所

■ **（3）社会库存有望加速去化。**在电解铝产量增长、清理违规产能“副作用”助推下，今年以来铝的社会库存持续攀高。我们认为，“去产能➡去产量➡去库存”需要逐步传导，不会一蹴而就，去库存处于逻辑链条末端，具有一定滞后性。目前，从运行产能和月度产量两个先行指标来看，均已连续两个月出现回落，SMM 统计数据显示，9 月中旬以来，社会库存一改持续攀升格局，已经开始触顶震荡，预计 10-11 月份社会库存有望加速去化（10 月开始，11 月加速）。

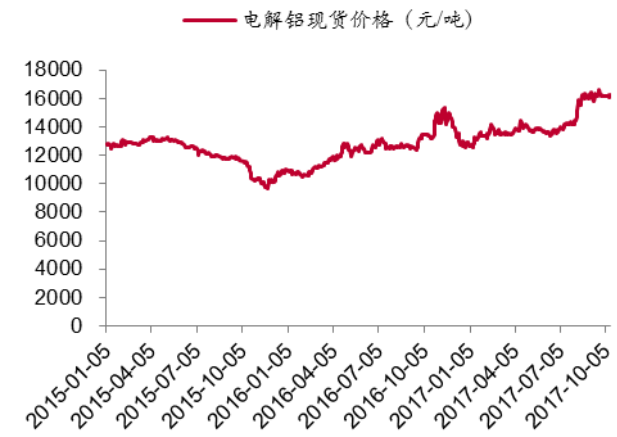
图表 28：历年电解铝社会库存情况



来源：SMM、中泰证券研究所

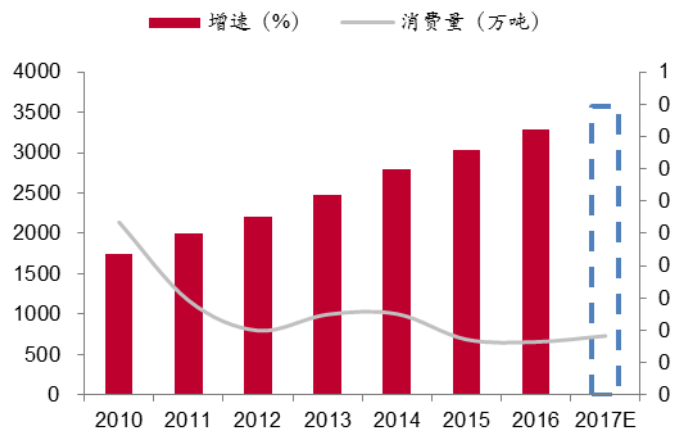
■ **（4）铝价持续上涨可期。**2017 年年初至今，电解铝价格已由 10950 元/吨上涨至高点 16420 元/吨，涨幅高达 50%。我们认为，支撑价格持续上行的动力主要有三方面：一是供给侧改革的预期，违法违规产能将逐步出清；二是采暖季错峰生产的预期，电解铝全产业链均受影响；三是下游消费的支撑，预计 2017 年消费量将达到 3500 万吨左右，增速有望超过 9%。展望未来，上述支撑价格上行的逻辑仍然存在，同时，成本抬升效应亦开始发力，电解铝价格重心仍将系统性抬升。

图表 29：2015 年至 2017 年电解铝价格走势



来源：wind、中泰证券研究所

图表 30：铝消费增速一直维持高位



来源：安泰科、中泰证券研究所

■ **（5）公司将深度受益电解铝供给侧改革**

➢ 公司布局内蒙，区位优势明显，采暖季全部产能可保持正常生产，开工率有望持续高位运行。

- 根据公告，公司 121 万吨（78 万吨建成，43 万吨在建）已经全部备案合规，同时亦不存在拟淘汰的落后产能（一期 20 万、二期 23 万吨、三期 35 万吨于 2015 年 11 月取得备案，四期 43 万吨于 2016 年 6 月取得备案）。换言之，公司产能均可运行，能够持续保证电解铝产量的稳定性。
- 电是电解铝生产成本的主要构成项之一，按照行业平均水平测算，电力成本占完全生产成本近 30%%。公司身处煤炭资源地，自备电叠加低价煤，公司电力成本优势突出（预计电力成本仅为 0.20 元/度电左右）。注入露天煤业后，产业一体化优势将更加明显。
- 在政策催化、成本推升、消费驱动多因素共振作用下，电解铝价格上涨可期，公司将充分享受铝价上涨带来的业绩弹性。在相关背景假设下，电解铝价格每上涨 **500 元/吨**，公司年化净利润有望增厚约 **1.35 亿元**。

图表 31：公司业绩弹性表：电解铝价格上涨带动业绩高弹性

电解铝价格（含税，元/吨）	15000	18000	16220	16720	17220	17720	18220
上涨幅度（元/吨）	2017 年均	2018 年均	0	500	1000	1500	2000
电解铝价格（不含税，元/吨）	12821	15385	13863	14291	14718	15145	15573
直接生产成本（元/吨）	11925	13192	13742	13742	13742	13742	13742
氧化铝单价（元/吨）（假设不变）	2950	3600	3744	3744	3744	3744	3744
氧化铝成本（元/吨）（假设不变）	5753	7020	7301	7301	7301	7301	7301
电力成本（元/吨）（假设不变）	2565	2565	2565	2565	2565	2565	2565
预焙阳极单价（元/吨）（假设不变）	3700	3700	4430	4430	4430	4430	4430
预焙阳极成本（元/吨）（假设不变）	1813	1813	2082	2082	2082	2082	2082
辅料成本（元/吨）（假设不变）	494	494	494	494	494	494	494
其他成本（元/吨）（假设不变）	1300	1300	1300	1300	1300	1300	1300
直接生产成本（不含税，元/吨）	10192	11275	11746	11746	11746	11746	11746
单吨毛利（元/吨）	2629	4109	2118	2545	2972	3400	3827
税金及附加（元/吨）	33	33	33	33	33	33	33
三费成本（元/吨）	907	907	907	907	907	907	907
所得税税率（%）	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
单吨净利（元/吨）	1266.5	2377.1	883	1203	1524	1844	2165
产量（万吨）	83	83	83	83	83	83	83
权益产量（万吨）	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33	42.33
年化权益净利润（亿元）	5.36	10.06	3.74	5.09	6.45	7.81	9.16

来源：中泰证券研究所

备注：1、表中阴影部分为按电解铝、氧化铝以及预备阳极 2017 年、2018 年均价进行的估值测算，其余为弹性测算；

2、吨铝生产需要消耗 1.95 吨氧化铝，13500 度电，0.49 吨预焙阳极以及 27kg 氟化铝、6kg 冰晶石等辅料；

3、假设氧化铝、预焙阳极等相关原辅料价格以 2017 年 10 月 125 日价格为基准不变，其他成本按 2016 年占比测算；

4、表中净利润为年化净利润，而非落地净利润。

盈利预测、估值及投资建议

盈利预测与估值

- 对公司各项业务的假定请参阅前文分析和后文的“销售收入预测表”，对期间费用、税金及附加率、所得税税率假定如下：

图表 32：公司期间费用率、税金及附加率、所得税率假定

百万元 %	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业费用	-24.0	-27.1	-20.3	-23.0	-24.3	-25.5
%销售收入	0.38%	0.49%	0.37%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用	-427.0	-355.5	-227.8	-138.3	-145.8	-153.0
%销售收入	6.83%	6.36%	4.14%	1.80%	1.80%	1.80%
财务费用	-244.5	-196.5	-134.3	-106.5	-45.9	-28.1
%销售收入	3.91%	3.52%	2.44%	1.39%	0.57%	0.33%
税金及附加	-253.6	-476.6	-602.4	-937.1	-988.4	-1037.1
%销售收入	4.05%	8.53%	10.95%	12.20%	12.20%	12.20%
所得税	-114.6	-105.2	-127.3	-348.1	-381.0	-402.7
所得税率	16.07%	16.49%	13.34%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：中泰证券研究所

- 我们预测公司 2017-2019 年收入分别为 76.8、81.0、85.0 亿元，同比增长 39.6%、5.5%、4.9%，归属于母公司股东净利润分别为 19.6、21.4、22.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.20、1.31、1.39 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 9.6X、8.8X、8.3X。

投资建议

- 公司现有的煤电业务业绩较为稳健，根据前文分析预计 2018 年权益净利润 21.4 亿元，给予 10 倍 PE，目标市值 210 亿元。拟收购的电解铝资产，用电成本低，业绩弹性大，2018 年预计实现归母净利润 10 亿元（假设条件：电解铝价格 18000 元/吨，氧化铝 3600 元/吨，度电成本 0.19 元，预焙阳极 3700 元/吨），给予 10 倍 PE，目标市值 100 亿元。考虑收购资产增发股本 3.08 亿（假设募集配套资金的发行价为 11.11 元，即 90%*当前 20 日均价），合计总股本 19.4 亿股，目标总市值 310 亿元，目标价则为 16 元，给予公司“买入”评级。

图表 33：可比公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
601088.SH	中国神华	20.71	1.14	2.07	2.13	18.1	10.0	9.7
601225.SH	陕西煤业	8.13	0.28	1.02	1.01	29.0	8.0	8.1
601898.SH	中煤能源	6.00	0.15	0.28	0.34	40.0	21.1	17.5
600188.SH	兖州煤业	12.31	0.42	1.17	1.26	29.3	10.5	9.8
600546.SH	山煤国际	5.09	0.16	0.23	0.46	31.8	21.8	11.1
601699.SH	潞安环能	9.91	0.29	0.89	1.04	34.2	11.2	9.5
600348.SH	阳泉煤业	7.62	0.18	0.71	0.76	42.3	10.7	10.1
601666.SH	平煤股份	6.18	0.32	0.56	0.61	19.4	11.0	10.1
000937.SZ	冀中能源	6.37	0.07	0.34	0.38	92.3	18.8	16.7
601001.SH	大同煤业	6.81	0.11	0.42	0.32	61.9	16.3	21.1
000983.SZ	西山煤电	10.04	0.14	0.58	0.63	72.9	17.3	15.9
601918.SH	新集能源	4.19	0.09	0.24	0.28	45.1	17.5	15.1
600971.SH	恒源煤电	10.71	0.04	1.14	1.10	267.8	9.4	9.8
600395.SH	盘江股份	7.66	0.12	0.58	0.61	64.9	13.3	12.7
600997.SH	开滦股份	6.83	0.35	0.43	0.45	19.5	15.8	15.1
000933.SZ	神火股份	10.48	0.18	0.79	1.09	58.2	13.2	9.6
600123.SH	兰花科创	9.05	-0.58	0.88	0.91	-15.7	10.3	9.9
PE均值							13.9	12.5
002128.SZ	露天煤业	11.53	0.50	1.20	1.31	23.1	9.6	8.8

来源：股价日期为 2017 年 10 月 26 日，露天煤业外的盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所

风险提示

- **（1）经济增速不及预期风险。**煤炭的需求与宏观经济波动密切相关，地产投资与基建投资增速可能随着高基数因素有放缓风险；
- **（2）政策调控力度过大风险。**供给侧改革仍是主导行业供需格局的关键因素，但是政策是否发生变化以及调控的力度、预期时点存在不确定性；
- **（3）重大资产重组的不确定性风险。**公司重大资产重组仍需要国资委相关部门授权，股东大会、证监会等审议批准，存在一定不确定性。
- **（4）电解铝供给侧改革不及预期风险。**铝价的大幅上升得益于电解铝行业持续推进的供给侧改革，若淘汰产能不及预期、环保限产不及预期等可能影响铝价的表现。

图表 34：露天煤业销售收入预测表

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
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	428,791.36	629,204.71	660,664.95	693,698.20
销售成本（万元）	399,746.00	432,707.35	443,431.93	376,895.06	319,583.07	279,273.59	333,914.08	350,609.78	368,140.27
生产量（万吨）	4,400	4,500	4,650	4,601	4,666	4,281	4,650.00	4,650.00	4,650.00
销售量（万吨）	4,396	4,500	4,645	4,602	4,660	4,278	4,650.00	4,650.00	4,650.00
吨煤价格（元/吨）	146.51	151.16	132.21	104.23	91.48	100.23	135.31	142.08	149.18
YOY(%)	12.09%	3.17%	-12.54%	-21.16%	-12.23%	9.57%	35.00%	5.00%	5.00%
吨煤成本（元/吨）	90.9	96.2	95.5	81.9	68.6	65.3	71.81	75.40	79.17
YOY(%)	17.7%	5.7%	-0.7%	-14.2%	-16.3%	-4.8%	10.0%	5.0%	5.0%
单位毛利(元/吨）	55.58	55.00	36.74	22.34	22.90	34.95	63.50	66.68	70.01
毛利率(%)	37.93%	36.39%	27.79%	21.43%	25.03%	34.87%	46.93%	46.93%	46.93%
净利润(万元)	165,615.24	157,468.34	91,393.79						
吨煤净利润（万元）	37.67	34.99	19.68						
电力业务									
销售收入（万元）				136,070	123,392	112, 573	126, 128	137, 528	144, 405
销售成本（万元）				82,351	73,517	69, 798	77, 617	81, 498	85, 573
发电量（万千瓦时）				531,506.5	524,264.2	485,866.9	533,086.3	559,740.6	587,727.6
YOY(%)				9.95%	-1.36%	-7.32%	10%	5%	5%
销电量（万千万时）				485,547.0	479,489.0	439,129.5	485,108.5	509,364.0	534,832.2
销售率（%）				91.35%	91.46%	90.38%	91.00%	91.00%	91.00%
单位售价（元/千瓦时）				0.28	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27
单位成本（元/千瓦时）				0.17	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16
单位毛利（元/千瓦时）				0.11	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11
毛利率(%)				39.48%	40.42%	38.00%	38.46%	40.74%	40.74%
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	8,715	12,815.44	12,000	12,000
其他业务成本（万元）	2,762.0	3,031.0	3,755.0	3,898.0	3,011.0	3,956	3,176.08	4,800	4,800
毛利率（%）	55%	55%	53%	60%	66%	55%	75%	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	550,078.95	768,148.37	810,193.22	850,102.88
营业成本（万元）	402,508.00	435,738.35	447,186.93	463,144.06	396,111.07	353,027.75	414,707.52	436,908.01	458,513.41
毛利（万元）	247,739.47	251,273.01	174,914.44	162,244.22	162,553.98	197,051.20	353,440.85	373,285.21	391,589.47
毛利率（%）	38.10%	36.57%	28.12%	25.94%	29.10%	35.82%	46.01%	46.07%	46.06%

来源：中泰证券研究所

图表 35：露天煤业财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**6,254**	**5,587**	**5,501**	**7,681**	**8,102**	**8,501**
增长率	*-10.61%*	*-10.7%*	*-1.5%*	*39.6%*	*5.5%*	*4.9%*
营业成本	-4,664	-3,961	-3,530	-4,147	-4,369	-4,585
% 销售收入	*74.6%*	*70.9%*	*64.2%*	*54.0%*	*53.9%*	*53.9%*
毛利	1,590	1,626	1,971	3,534	3,733	3,916
% 销售收入	*25.4%*	*29.1%*	*35.8%*	*46.0%*	*46.1%*	*46.1%*
营业税金及附加	-254	-477	-602	-937	-988	-1,037
% 销售收入	*4.1%*	*8.5%*	*11.0%*	*12.2%*	*12.2%*	*12.2%*
营业费用	-24	-27	-20	-23	-24	-26
% 销售收入	*0.4%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*
管理费用	-427	-355	-228	-138	-146	-153
% 销售收入	*6.8%*	*6.4%*	*4.1%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.8%*
息税前利润（EBIT）	885	766	1,120	2,436	2,574	2,700
% 销售收入	*14.2%*	*13.7%*	*20.4%*	*31.7%*	*31.8%*	*31.8%*
财务费用	-245	-197	-134	-106	-46	-28
% 销售收入	*3.9%*	*3.5%*	*2.4%*	*1.4%*	*0.6%*	*0.3%*
资产减值损失	-9	0	-39	-23	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	-1	0	0
投资收益	110	82	28	15	15	15
% 税前利润	*15.4%*	*12.9%*	*2.9%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业利润	742	652	974	2,320	2,540	2,684
营业利润率	*11.9%*	*11.7%*	*17.7%*	*30.2%*	*31.3%*	*31.6%*
营业外收支	-29	-14	-20	0	0	0
税前利润	**713**	**638**	**954**	**2,320**	**2,540**	**2,684**
利润率	*11.4%*	*11.4%*	*17.3%*	*30.2%*	*31.3%*	*31.6%*
所得税	-115	-105	-127	-348	-381	-403
所得税率	*16.1%*	*16.5%*	*13.3%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	599	533	827	1,972	2,159	2,282
少数股东损益	-3	-1	3	14	15	16
归属于母公司的净利润	**602**	**534**	**824**	**1,958**	**2,144**	**2,266**
净利率	*9.6%*	*9.6%*	*15.0%*	*25.5%*	*26.5%*	*26.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	599	533	827	1,972	2,159	2,282
少数股东损益	0	0	0	14	15	16
非现金支出	840	875	840	676	647	694
非经营收益	153	127	135	92	31	13
营运资金变动	-187	429	-748	-562	355	182
经营活动现金净流	**1,405**	**1,963**	**1,053**	**2,192**	**3,207**	**3,187**
资本开支	735	547	335	-1,130	750	750
投资	0	0	-21	252	0	0
其他	2	0	7	14	15	15
投资活动现金净流	**-732**	**-547**	**-349**	**1,396**	**-735**	**-735**
股权募资	1,965	0	0	0	0	0
债权募资	28	-521	-318	-1,757	-936	100
其他	-2,547	-505	-225	-107	-700	-715
筹资活动现金净流	**-554**	**-1,026**	**-542**	**-1,864**	**-1,636**	**-615**
现金净流量	**118**	**391**	**162**	**1,725**	**837**	**1,837**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	697	1,187	1,362	3,073	3,894	5,715
应收款项	2,394	2,247	2,449	4,246	3,851	3,808
存货	377	372	350	398	359	377
其他流动资产	122	312	283	317	286	251
流动资产	3,590	4,117	4,444	8,033	8,391	10,152
% 总资产	*25.6%*	*29.2%*	*31.7%*	*51.6%*	*52.3%*	*56.9%*
长期投资	653	717	762	510	510	510
固定资产	8,205	7,807	7,360	6,172	6,244	6,269
% 总资产	*58.6%*	*55.4%*	*52.5%*	*39.6%*	*38.9%*	*35.1%*
无形资产	1,189	1,139	1,216	621	656	689
非流动资产	10,424	9,963	9,575	7,540	7,646	7,705
% 总资产	*74.4%*	*70.8%*	*68.3%*	*48.4%*	*47.7%*	*43.1%*
资产总计	**14,013**	**14,080**	**14,019**	**15,573**	**16,037**	**17,857**
短期借款	2,411	2,731	2,694	1,036	1	1
应付款项	1,174	1,539	1,032	2,186	2,182	2,290
其他流动负债	312	169	250	1,089	1,021	1,086
流动负债	3,896	4,439	3,976	4,312	3,203	3,376
长期贷款	1,582	741	461	361	461	561
其他长期负债	22	0	0	0	0	0
负债	**5,500**	**5,180**	**4,436**	**4,672**	**3,664**	**3,937**
普通股股东权益	8,463	8,851	9,530	10,835	12,292	13,822
少数股东权益	50	50	52	66	82	98
负债股东权益合计	**14,013**	**14,080**	**14,019**	**15,573**	**16,037**	**17,857**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.368	0.327	0.504	1.198	1.312	1.386
每股净资产(元)	5.178	5.415	5.831	6.629	7.521	8.457
每股经营现金净流(元)	0.860	1.201	0.645	1.333	1.953	1.940
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.400	0.420	0.450
回报率						
净资产收益率	7.11%	6.03%	8.65%	18.08%	17.44%	16.39%
总资产收益率	4.29%	3.79%	5.88%	12.58%	13.37%	12.69%
投入资本收益率	6.66%	6.11%	9.15%	23.76%	25.96%	27.80%
增长率						
营业总收入增长率	-10.61%	-10.67%	-1.54%	39.64%	5.47%	4.93%
EBIT增长率	-36.53%	-13.42%	46.16%	117.49%	5.68%	4.89%
净利润增长率	-43.69%	-11.29%	54.34%	137.68%	9.46%	5.69%
总资产增长率	1.95%	0.48%	-0.43%	11.09%	2.98%	11.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.9	100.7	106.6	110.0	100.0	90.0
存货周转天数	29.6	34.5	37.3	35.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	83.3	81.7	72.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	467.3	509.7	490.6	310.8	261.6	242.8
偿债能力						
净负债/股东权益	38.70%	25.68%	18.70%	-15.37%	-27.74%	-37.03%
EBIT利息保障倍数	3.6	3.9	8.3	22.9	56.1	96.2
资产负债率	39.25%	36.79%	31.65%	30.00%	22.85%	22.05%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

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。