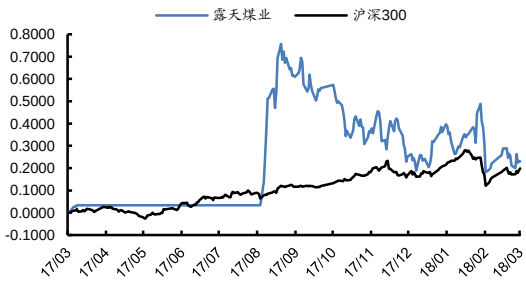
2018 年 03 月 12 日　　公司研究　　评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：李浩
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn
联系人：邓聿轲 S0350116090024
0755-83702060 dengyk@ghzq.com.cn

经营周期弱化，估值处历史低位

——露天煤业（002128）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
露天煤业	-6.3	-1.7	19.7
沪深 300	7.0	2.6	19.9

市场数据	2018-03-09
当前价格（元）	10.37
52 周价格区间（元）	8.42 - 15.20
总市值（百万）	16932.16
流通市值（百万）	16932.12
总股本（万股）	163437.85
流通股（万股）	163437.43
日均成交额（百万）	255.39
近一月换手（%）	28.24

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **蒙东大型能源基地，产销稳定。**公司地处蒙东、前身霍林河矿务局，2004 年经电力投资集团重组上市，现隶属中电投蒙东能源（持股比例 59.22%）。露天煤业业务涵盖煤炭生产、经营、销售和电力业务，其中煤炭为核心业务、2016 年该业务占总营收比重为 77.95%、占总毛利比重为 75.87%。公司在产煤矿 3 座、合计保有储量 20.6 亿吨、年设计产能 4600 万吨，近五年产销基本稳定在 4600 万吨、处于满产状态。公司在产煤矿均为露天矿、主产褐煤，生产成本低且波动小、销售区域集中在蒙、吉、辽三省。产品售价挂钩环渤海动力煤指数和锦州港煤价指数，综合售价波动也相对较小。

- **东北地区煤炭短缺，公司褐煤优势牢不可破。**东北作为老工业基地、煤炭开采历史较久，但近十年资源趋于枯竭，产量增长乏力开始变为净消费区。根据国家能源局数据，2016 年、2017 年辽、吉、黑三省煤炭供给侧合计去产能 4014 万吨、1409 万吨，分别占这两年全国去产能总量的 13.8%和 8%。但截至 2017 年 6 月三省新建产能合计仅 405 万吨，东北地区产能收缩速度明显快于全国。同期东北用电增速高于全国，且该地区弃风、弃光严重，无核电新建指标，短期内电源结构仍以火电为主。这进一步凸显供需矛盾，按照未来减产规划和建设规划，十三五末东北地区煤炭供需缺口会继续扩大。露天煤业的褐煤在东北地区具有极强的销售优势，主要体现在两方面：一是东北地区的发电炉型多数对应低热值褐煤；二是成本低、售价便宜。公司拥有自有铁路通霍线，消费地运输成本仅 50-100 元。按 2017 年上半年均价，公司 3100K 褐煤消费地售价 330-360 元/吨、每卡售价约 0.11 元，低于山西大同 5500K 煤加运输成本 200 元/吨后的 0.14 元。新增产能主要集中在锡林郭勒地区，未来的 2-3 年内实际边际供给增加有限。另外新产能也因产地距东北较远，成本及消费地售价很难与露天煤业竞争。

- **2018 年去产能继续、企业高盈利可持续。**2016 年开启的供给侧改革前两年共退出落后产能 4.4 亿吨，同期发电增速回暖，供给收缩需求扩张，显著推升煤价。2016 年、2017 年秦皇岛 5500K 动力煤均价为 475 元/吨、630 元/吨，同比增幅 15.5%、34%。公司 2016 年商品煤单位售价涨幅 10%，实现归母净利 8.26 亿、同比增速 54.3%。2017 年公司所售煤价继续上涨，截至三季末实现归母净利 12.05 亿

元、同比增长 141.4%。根据最新政府工作报告，煤炭行业 2018 年仍要去产能 1.5 亿吨，叠加在建产能受产能建设周期、资本开支乏力等因素影响产量释放偏慢。此外环保安监趋严常态化，坑口、港口受运力偏紧影响产生结构性供需失衡。同时下游火电、钢厂需求不弱，房地产因补库存投资将维持高位，我们认为 2018 年煤炭行业仍是供需紧平衡状态、预计煤价中枢将与 2017 年持平，企业高盈利状况可持续。

- **拟收购霍煤鸿骏，实现煤-电-铝一体化经营。**公司拟以定增及自有资金共 28.25 亿元，收购集团持有的霍煤鸿骏 51%股权和通辽盛发 90%股权。主要标的资产霍煤鸿骏拥有在产电解铝产能 78 万吨、210 万千瓦自备电厂，有望深度受益电解铝供给侧改革推升的铝价上涨，增厚公司业绩。

- **首次覆盖，给予增持评级：公司下游客户相对固定、露天矿生产成本低波动小，主要煤电业务经营稳健、现金流充裕。在 2015 年行业最悲观时 PE 中枢在 15 倍，现在约 9 倍处于历史低位。拟重组置入的优质电解铝资产，将增厚公司业绩。不考虑资产收购，预计 2017-2019 年公司 EPS 为 1.07/1.11/1.13,对应 PE 为 9.65/9.36/9.18 倍。首次覆盖，给予增持评级。**

- **风险提示：宏观经济下行；2018 年煤炭去产能不及预期；煤炭价格大幅走低；铝价上涨不及预期；资产收购进度不达预期。**

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	5501	7589	7562	7682
增长率(%)	-2%	38%	0%	2%
净利润（百万元）	824	1754	1809	1844
增长率(%)	54%	113%	3%	2%
摊薄每股收益（元）	0.50	1.07	1.11	1.13
ROE(%)	8.62%	16.39%	15.22%	14.09%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究

表 1：露天煤业盈利预测表(暂不考虑资产收购)

证券代码:	002128.SZ		股价:	10.37	投资评级:	增持		日期:	2018/3/09
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	9%	16%	15%	14%	EPS	0.50	1.07	1.11	1.13
毛利率	36%	44%	46%	46%	BVPS	5.81	6.49	7.19	7.90
期间费率	18%	17%	18%	17%	**估值**				
销售净利率	15%	23%	24%	24%	P/E	20.55	9.65	9.36	9.18
成长能力					P/B	1.78	1.60	1.44	1.31
收入增长率	-2%	38%	0%	2%	P/S	3.08	2.23	2.24	2.20
利润增长率	54%	113%	3%	2%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.39	0.49	0.45	0.43	**营业收入**	**5501**	**7589**	**7562**	**7682**
应收账款周转率	2.25	2.25	2.25	2.25	营业成本	3530	4253	4112	4175
存货周转率	10.10	10.10	10.10	10.10	营业税金及附加	602	831	828	841
偿债能力					销售费用	20	28	28	28
资产负债率	32%	31%	29%	27%	管理费用	228	314	313	318
流动比	1.12	1.42	1.77	2.06	财务费用	134	122	160	156
速动比	1.03	1.30	1.66	1.95	其他费用/（-收入）	(12)	54	25	25
					营业利润	**974**	**2094**	**2147**	**2188**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	(20)	(27)	(15)	(15)
现金及现金等价物	1297	1858	3337	4572	**利润总额**	**954**	**2067**	**2132**	**2173**
应收款项	2447	3376	3364	3417	所得税费用	127	276	284	290
存货净额	350	503	489	497	**净利润**	827	1791	1847	1883
其他流动资产	283	391	389	395	少数股东损益	3	37	38	39
流动资产合计	**4377**	**6128**	**7580**	**8882**	**归属于母公司净利润**	**824**	**1754**	**1809**	**1844**
固定资产	7208	6935	6653	6599					
在建工程	137	237	237	237	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	666	641	617	593	**经营活动现金流**	**1053**	**1783**	**2584**	**2553**
长期股权投资	722	722	722	722	净利润	827	1791	1847	1883
资产总计	**13951**	**15505**	**16650**	**17874**	少数股东权益	3	37	38	39
短期借款	2693	2693	2693	2693	折旧摊销	734	735	706	677
应付款项	829	1194	1160	1178	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	116	160	159	162	营运资金变动	(510)	(1599)	62	(87)
其他流动负债	271	271	271	271	**投资活动现金流**	**(349)**	**173**	**282**	**54**
流动负债合计	**3909**	**4318**	**4284**	**4304**	资本支出	458	173	282	54
长期借款及应付债券	461	461	461	461	长期投资	(24)	0	0	0
其他长期负债	25	25	25	25	其他	(783)	0	0	0
长期负债合计	**486**	**486**	**486**	**486**	**筹资活动现金流**	**(144)**	**(647)**	**(667)**	**(680)**
负债合计	**4395**	**4804**	**4769**	**4790**	债务融资	(318)	0	0	0
股本	1634	1634	1634	1634	权益融资	0	0	0	0
股东权益	9556	10701	11881	13084	其它	174	(647)	(667)	(680)
负债和股东权益总计	**13951**	**15505**	**16650**	**17874**	**现金净增加额**	**561**	**1309**	**2199**	**1927**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【煤炭钢铁有色组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8 年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。
李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。
邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2 年证券及其相关行业从业经历，2016 年进入国海证券现从事钢铁、煤炭及天然气行业上市公司研究。
郝思行，美国德雷塞尔大学金融硕士，1 年投资和咨询经验，现从事有色金属行业研究。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。