

**露天煤业(002128)/煤炭开采**
**煤炭毛利率创十年新高, 拟收购优质电解铝资产**
**评级: 买入(维持)**

市场价格:

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

电话:

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

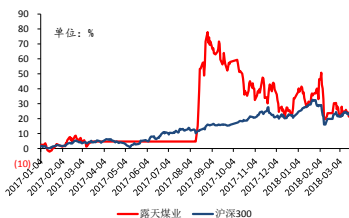
联系人: 陈晨

电话:

Email:

**基本状况**

总股本(百万股)	1634
流通股本(百万股)	1634
市价(元)	9.36
市值(百万元)	15300
流通市值(百万元)	15300

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 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
- 收购集团煤电资产: 电厂便宜但煤矿较贵
- 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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,500.8	7,588.8	7,827.2	7,827.3	7,831.3
增长率 yoy%	-1.5%	38.0%	3.1%	0.0%	0.1%
净利润	824.0	1,754.6	1,873.4	1,848.6	1,821.9
增长率 yoy%	54.3%	113.0%	6.8%	-1.3%	-1.4%
每股收益(元)	0.50	1.07	1.15	1.13	1.11
每股现金流量	0.64	1.27	2.20	1.30	2.12
净资产收益率	8.7%	16.2%	15.7%	14.1%	12.7%
P/E	18.6	8.7	8.2	8.3	8.4
PEG	0.6	6.8	0.2	0.3	6.6
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

备注:

**投资要点**

- 公司披露 2017 年度报告:** 实现营业收入 75.9 亿元 (+37.96%), 归属于上市公司股东净利润 17.55 亿元 (+112.95%), 扣非后为 16.9 亿元 (+100.7%), EPS 为 1.07 元/股 (+114%), 加权平均 ROE 为 17.43% (+8.43pct)。
- 业绩季节性特征明显, 煤炭业务贡献利润约 87%。** 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 季度分别实现盈利 7.0 亿元、3.5 亿元、1.5 亿元和 5.5 亿元, 季节性特征明显, 这与公司二、三季度加大土方剥离有关。从利润结构来看, 煤炭利润 15.3 亿元 (+139%), 发电业务利润 2.3 亿元 (+25%), 煤炭贡献占比 87%, 仍是最主要的利润来源。
- 煤炭产量与发电量均有增加。** 报告期内, 公司原煤产销量均为 4594 万吨, 同比增加约 7%, 恢复至 2016 年以前的正常水平, 公司 2018 年计划原煤产量 4600 万吨, 与 2017 年基本持平。公司发电量 51.1 亿度 (+5.1%), 售电量 46.3 亿度 (+5.4%), 发电小时数的增加推动了电力业务的效益提升。
- 煤炭业务毛利率大幅提升, 电力业务毛利率略有下滑。** 报告期内, 公司煤炭销售均价 133.5 元/吨 (+33.2%), 吨煤生产成本为 76 元/吨 (约增加 10 元/吨, 或 16%), 主要是由于公司加大了露天矿剥离量以及柴油涨价导致了外委剥离费用的增加 (费用提升 10 元/吨至 17 元/吨), 煤炭业务毛利率达到 43.4%, 同比增加 8.5pct, 创十年来新高。公司度电售价 0.26 元 (+3%), 度电成本 0.17 元 (+4%), 成本上升主要是因为煤炭价格上涨导致燃料成本上升所致, 电力业务毛利率 37.3%, 同比微降 0.7pct。
- 拟收购优质电解铝资产, 实现产业链延伸。** 根据公司最新公告, 公司拟发行股份及支付现金共计 26.8 亿元收购霍煤鸿骏 51% 股权, 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, 坑口发电成本优势明显。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。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 2018/19/20 年实现归属于母公司股东净利润分别为 18.7/18.5/18.2 亿元, 折合 EPS 分别是 1.15/1.13/1.11 元/股, 当前 9.36 元股价对应 PE 分别是 8.2/8.3/8.4 倍, 公司业绩稳健且区位优势明显, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性去产能的不确定性;

**图表 1：公司业务拆分详细**

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>煤炭业务</b>										
销售收入 (万元)	644,072.47	680,228.36	614,092.37	479,684.28	426,302.05	428,791.36	613,353.70	632,579.41	626,253.62	619,991.08
销售成本 (万元)	399,746.00	432,707.35	443,431.93	376,895.06	319,583.07	279,273.59	347,261.68	354,669.53	361,762.92	368,998.17
生产量 (万吨)	4,400	4,500	4,650	4,601	4,666	4,281	4,594.00	4,600.00	4,600.00	4,600.00
销售量 (万吨)	4,396	4,500	4,645	4,602	4,660	4,278	4,594.00	4,600.00	4,600.00	4,600.00
吨煤价格 (元/吨)	146.51	151.16	132.21	104.23	91.48	100.23	133.51	137.52	136.14	134.78
YOY(%)	12.09%	3.17%	-12.54%	-21.16%	-12.23%	9.57%	33.20%	3.00%	-1.00%	-1.00%
吨煤成本 (元/吨)	90.9	96.2	95.5	81.9	68.6	65.3	75.6	77.10	78.64	80.22
YOY(%)	17.7%	5.7%	-0.7%	-14.2%	-16.3%	-4.8%	15.8%	2.0%	2.0%	2.0%
单位毛利 (元/吨)	55.58	55.00	36.74	22.34	22.90	34.95	57.92	60.42	57.50	54.56
毛利率 (%)	37.93%	36.39%	27.79%	21.43%	25.03%	34.87%	43.38%	43.93%	42.23%	40.48%
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							
<b>电力业务</b>										
销售收入 (万元)				136,070	123,392	112,573	122,228	126,837	133,179	139,838
销售成本 (万元)				82,351	73,517	69,798	76,635	82,932	81,957	80,676
发电量 (万千瓦时)				531,506.5	524,264.2	485,866.9	510,556.3	536,084.1	562,888.3	591,032.7
YOY(%)				9.95%	-1.36%	-7.32%	5.08%	5%	5%	5%
发电小时数 (小时)				4,429	4,369	4,049	4,255	4,467	4,691	4,925
销售量 (万千瓦时)				485,547.0	479,489.0	439,129.5	462,959.3	487,836.5	512,228.3	537,839.7
销售率 (%)				91.35%	91.46%	90.38%	90.68%	91.00%	91.00%	91.00%
单位售价 (元/千瓦时)				0.28	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
单位成本 (元/千瓦时)				0.17	0.15	0.159	0.166	0.17	0.16	0.15
单位毛利 (元/千瓦时)				0.11	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.11
毛利率 (%)				39.48%	40.42%	38.00%	37.30%	34.62%	38.46%	42.31%
<b>其他业务</b>										
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	23,300.41	23,300	23,300	23,300
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	5,534.50	5,535	5,535	5,535
其他业务毛利 (万元)	3,413.0	3,752.0	4,254.0	5,736.0	5,960.0	4,758.6	17,765.9	17,765.9	17,765.9	17,765.9
毛利率 (%)	55%	55%	53%	60%	66%	55%	76%	76%	76%	76%
<b>合计</b>										
营业收入 (万元)	650,247.47	687,011.36	622,101.37	625,388.28	558,665.05	550,078.95	758,881.92	782,717.31	782,733.39	783,129.83
		6%	-9%	1%	-11%	-2%	38%	3%	0%	0%
营业成本 (万元)	402,508.00	435,738.35	447,186.93	463,144.06	396,111.07	353,027.75	429,431.26	443,136.23	449,253.95	455,208.64
		8%	3%	4%	-14%	-11%	22%	3%	1%	1%
毛利 (万元)	247,739.47	251,273.01	174,914.44	162,244.22	162,553.98	197,051.20	329,450.66	339,581.08	333,479.45	327,921.19
毛利率 (%)	38.10%	36.57%	28.12%	25.94%	29.10%	35.82%	43.41%	43.38%	42.60%	41.87%

来源：中泰证券研究所

图表 2: 公司三张报表摘要

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>5,500.8</b>	<b>7,588.8</b>	<b>7,827.2</b>	<b>7,827.3</b>	<b>7,831.3</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,530.3	4,294.3	4,431.4	4,492.5	4,552.1	营业收入增长率	-1.5%	38.0%	3.1%	0.0%	0.1%
营业税费	602.4	893.9	900.1	900.1	900.6	营业利润增长率	49.5%	112.4%	7.0%	-1.3%	-1.4%
销售费用	20.3	23.1	23.5	23.5	23.5	净利润增长率	54.3%	113.0%	6.8%	-1.3%	-1.4%
管理费用	227.8	215.2	234.8	234.8	234.9	EBITDA增长率	10.8%	58.2%	4.0%	-1.5%	-1.3%
财务费用	134.3	93.6	57.3	30.6	11.0	EBIT增长率	30.7%	97.4%	3.9%	-2.5%	-2.3%
资产减值损失	39.3	8.0	-	-	-	NOPLAT增长率	35.6%	92.0%	4.8%	-2.5%	-2.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	1.2%	-12.4%	1.2%	-13.0%
投资和汇兑收益	27.7	33.4	35.0	40.0	45.0	净资产增长率	7.6%	13.6%	10.6%	10.1%	9.0%
<b>营业利润</b>	<b>974.1</b>	<b>2,069.3</b>	<b>2,215.1</b>	<b>2,185.8</b>	<b>2,154.1</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-19.9	-1.7	-	-	-	毛利率	35.8%	43.4%	43.4%	42.6%	41.9%
<b>利润总额</b>	<b>954.2</b>	<b>2,067.5</b>	<b>2,215.1</b>	<b>2,185.8</b>	<b>2,154.1</b>	营业利润率	17.7%	27.3%	28.3%	27.9%	27.5%
减: 所得税	127.3	304.9	332.3	327.9	323.1	净利润率	15.0%	23.1%	23.9%	23.6%	23.3%
<b>净利润</b>	<b>824.0</b>	<b>1,754.6</b>	<b>1,873.4</b>	<b>1,848.6</b>	<b>1,821.9</b>	EBITDA/营业收入	33.5%	38.4%	38.7%	38.1%	37.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>20.1%</b>	<b>28.8%</b>	<b>29.0%</b>	<b>28.3%</b>	<b>27.6%</b>
货币资金	1,297.2	1,821.6	3,852.1	4,980.5	7,435.6	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	484	332	298	269	239
应收账款	1,697.1	2,070.4	1,408.4	1,635.6	974.8	流动营业资本周转天数	101	104	95	86	78
应收票据	749.9	1,009.9	729.5	1,010.0	730.3	流动资产周转天数	278	238	287	351	425
预付账款	215.2	163.8	205.5	168.9	210.5	应收账款周转天数	107	89	80	70	60
存货	349.6	323.2	292.2	331.7	300.5	存货周转天数	24	16	14	14	15
其他流动资产	67.9	278.1	305.9	336.5	370.1	总资产周转天数	917	680	692	736	790
可供出售金融资产	21.2	23.2	23.0	23.0	23.0	投资资本周转天数	685	505	462	434	408
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	722.2	486.3	536.3	586.3	636.3	ROE	8.7%	16.2%	15.7%	14.1%	12.7%
投资性房地产	19.1	15.7	15.7	15.7	15.7	ROA	5.9%	12.0%	12.2%	11.2%	10.3%
固定资产	7,207.8	6,796.9	6,168.2	5,529.5	4,880.8	ROIC	9.3%	17.4%	18.0%	20.1%	19.4%
在建工程	136.8	283.4	459.2	670.3	923.5	<b>费用率</b>					
无形资产	665.8	642.0	643.0	642.6	641.0	销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	801.5	803.1	738.4	676.4	617.5	管理费用率	4.1%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>资产总额</b>	<b>13,951.1</b>	<b>14,717.5</b>	<b>15,377.3</b>	<b>16,606.9</b>	<b>17,759.7</b>	财务费用率	2.4%	1.2%	0.7%	0.4%	0.1%
短期债务	2,693.0	2,181.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0	三费/营业收入	7.0%	4.4%	4.0%	3.7%	3.4%
应付账款	690.9	857.1	704.3	793.2	597.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	160.0	-	172.3	2.4	174.6	资产负债率	31.5%	26.2%	21.9%	20.4%	18.8%
其他流动负债	365.2	484.3	458.3	556.7	538.0	负债权益比	46.0%	35.5%	28.0%	25.6%	23.2%
长期借款	460.5	309.6	500.0	500.0	500.0	流动比率	1.12	1.61	2.40	2.97	3.57
其他非流动负债	25.4	26.3	27.7	29.0	30.5	速动比率	1.03	1.52	2.29	2.85	3.46
<b>负债总额</b>	<b>4,395.0</b>	<b>3,858.4</b>	<b>3,362.6</b>	<b>3,381.3</b>	<b>3,340.8</b>	利息保障倍数	8.26	23.38	39.66	72.45	196.02
<b>少数股东权益</b>	<b>52.4</b>	<b>60.6</b>	<b>70.0</b>	<b>79.3</b>	<b>88.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,634.4	1,634.4	1,634.4	1,634.4	1,634.4	DPS (元)	0.30	0.30	0.40	0.40	0.39
留存收益	7,832.6	9,092.8	10,310.4	11,512.0	12,696.2	分红比率	59.5%	27.9%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>股东权益</b>	<b>9,556.1</b>	<b>10,859.1</b>	<b>12,014.7</b>	<b>13,225.6</b>	<b>14,419.0</b>	股息收益率	3.2%	3.2%	4.3%	4.2%	4.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	826.9	1,762.7	1,873.4	1,848.6	1,821.9	EPS (元)	0.50	1.07	1.15	1.13	1.11
加: 折旧和摊销	800.7	792.6	757.7	769.0	780.3	BVPS (元)	5.81	6.61	7.31	8.04	8.77
资产减值准备	39.3	8.0	-	-	-	PE (X)	18.6	8.7	8.2	8.3	8.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
财务费用	139.8	106.4	57.3	30.6	11.0	P/FCF	59.2	15.9	5.6	8.8	5.0
投资收益	-27.7	-33.4	-35.0	-40.0	-45.0	P/S	2.8	2.0	2.0	2.0	2.0
少数股东损益	2.9	8.1	9.4	9.3	9.2	EV/EBITDA	8.9	5.2	4.2	3.9	3.1
营运资金的变动	-609.7	-792.4	933.5	-490.4	884.8	CAGR (%)	31.0%	1.3%	52.3%	31.0%	1.3%
<b>经营活动产生现金</b>	<b>1,053.4</b>	<b>2,067.8</b>	<b>3,596.4</b>	<b>2,127.0</b>	<b>3,462.1</b>	PEG	0.6	6.8	0.2	0.3	6.6
<b>投资活动产生现金</b>	<b>-349.0</b>	<b>-316.4</b>	<b>-290.7</b>	<b>-321.0</b>	<b>-358.2</b>	ROIC/WACC	1.0	1.8	1.9	2.1	2.0
<b>融资活动产生现金</b>	<b>-542.7</b>	<b>-1,273.4</b>	<b>-1,275.2</b>	<b>-677.7</b>	<b>-648.7</b>	REP	1.6	0.8	0.7	0.6	0.6

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。