

2018 年 08 月 08 日

露天煤业 (002128.SZ)

公司快报

成本控制良好，东北地区销售毛利率大幅提升

投资要点

- ◆ **2018 年上半年净利润增长 11.93%：**2017 年公司实现营业总收入 42.64 亿元，同比增长 7.05%；归属于上市公司股东净利润 11.77 亿元，同比增长 11.93%；公司整体毛利率 49.62%，同比提升 3 个百分点；净利率为 27.60%，较上年提升 1.2 个百分点，EPS 为 0.72 元。
- ◆ **公司生产具有季节性，2 季度盈利惯性下降：**2 季度单季实现收入 19.62 亿元，环比下降 14.80%，实现归母净利 4.27 亿元，环比下降 43.08%，单季度 EPS 为 0.26 元。由于公司煤矿露天开并受当地气候的影响，公司通常在二、三季度进行土石剥离，一、四季度进行煤炭挖掘，因而生产和业绩存在明显的季节性波动，一季度和四季度是公司产量和业绩的释放期。
- ◆ **公司煤炭板块利润增长来自价格提升和成本控制：**2018 年上半年公司煤炭销量为 2511 万吨，同比增长 2.08%；煤炭销售均价为 140 元/吨，同比上涨 4.25%；吨煤成本为 70 元，同比下降 1.55%；吨煤毛利 70 元，同比上升 10.78%，煤炭业务毛利率为 50.0%，为 2008 年以来最高水平。煤炭业务贡献公司收入的 82.20% 和 82.83%，是公司主要收入和利润来源。
- ◆ **电力板块盈利出现恢复，毛利率创新高：**2018 年上半年公司售电量为 264329.45 万千瓦时，同比增加 9.19%，度电价格为 0.26 元，同比持平，度电成本 0.14 元，同比下降 8.63%，电力板块毛利率为 45.20%，为公司涉足电力业务以来的最高水平。电力板块分别贡献收入和毛利的比重为 15.81% 和 14.40%。
- ◆ **东北区域市场供需偏紧，并有进一步加剧可能：**公司主要产品为发热量较低的褐煤，受到运输半径的限制，主要销售区域为蒙东和东北地区，在内蒙古、吉林、辽宁三省的销售份额稳定在 99%。东北地区客户的锅炉针对褐煤设计，对公司产品粘性很强，近年来公司前五大客户的销售额占公司煤炭销售的比重在 70% 以上。东三省受去产能影响较大，2017 年辽宁省净调入煤炭 1.06 亿吨，吉林省净调入 5540 万吨，分别为全国第 5 大和第 9 大煤炭净调入省份；黑龙江因 9 万吨以下矿井在全国占比最多，成为 2018 年产能关闭的重点区域，将进一步加剧东北三省的供应紧张格局。2018 年上半年公司在吉林、辽宁省毛利率分别为 56.06% 和 53.21%，高于内蒙古区内 9-13 个百分点，也验证了上述判断。
- ◆ **未来增长来自外延扩张：**公司拟向蒙东能源发行股份及支付现金购买其持有的霍煤鸿骏 51% 股权，交易对价金额 26.78 亿元，同时募集配套资金不超过 13.3 亿元。霍煤鸿骏拥有年产 86 万吨电解铝生产线、装机容量 180 万千瓦火电、30 万千瓦风电，公司发电成本低廉，一体化后电解铝的成本优势处于国内较低水平；此外，蒙东能源承诺在白音华二号、三号矿完成相关审批手续且净资产收益率高于露天煤业后，启动资产注入工作。白音华二号、三号合计产能 2900 万吨。

- ◆ **投资建议：**上半年公司的成本控制情况好于我们预期，我们根据成本情况上调公司业绩，调整后 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.21、1.23 和 1.23 元。净资产

煤炭 | 动力煤 III

投资评级

增持-A(维持)

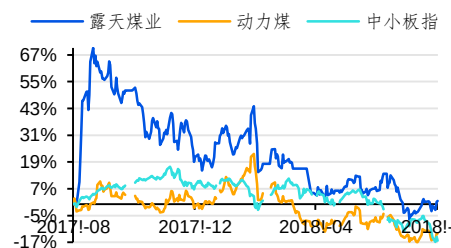
股价(2018-08-08)

8.56 元

交易数据

总市值(百万元)	13,990.28
流通市值(百万元)	13,990.24
总股本(百万股)	1,634.38
流通股本(百万股)	1,634.37
12 个月价格区间	7.75/15.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.61	13.66	17.73
绝对收益	3.26	-5.95	1.51

分析师

杨立宏

 SAC 执业证书编号：S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.cn

相关报告

露天煤业：业绩锁定能力强，外延扩张潜力大 2018-04-11

收益率分别为 16.3% 14.9% 13.5%，维持增持-A 的投资评级。

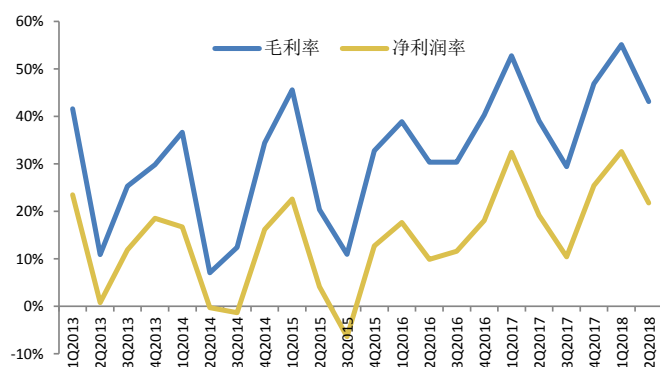
◆ **风险提示：**根据国家生态环境部 7 月 8 日通报，露天煤业霍林河露天矿共占用、损毁草原面积 67400 亩，其中 2013 年以来，复垦资金仅有 419 万元，复垦面积仅 1483 亩。未来存在增加土地复垦投资、侵蚀盈利的可能。按照每亩复垦投入 1500 元估算，对复垦投资接近 1 亿元。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	5,500.8	7,588.8	7,811.3	7,900.4	7,928.6
同比增长(%)	-1.5%	38.0%	2.9%	1.1%	0.4%
营业利润(百万元)	974.1	2,069.3	2,339.2	2,392.2	2,382.0
同比增长(%)	49.5%	112.4%	13.0%	2.3%	-0.4%
净利润(百万元)	824.0	1,754.6	1,975.5	2,015.9	2,009.5
同比增长(%)	54.3%	113.0%	12.6%	2.0%	-0.3%
每股收益(元)	0.50	1.07	1.21	1.23	1.23
PE	18.6	8.7	7.7	7.6	7.6
PB	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

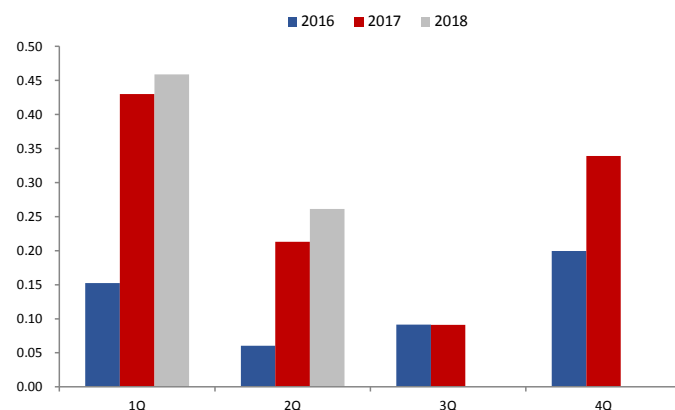
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1： 2013-2018 年中期公司分季度毛利率和净利润率



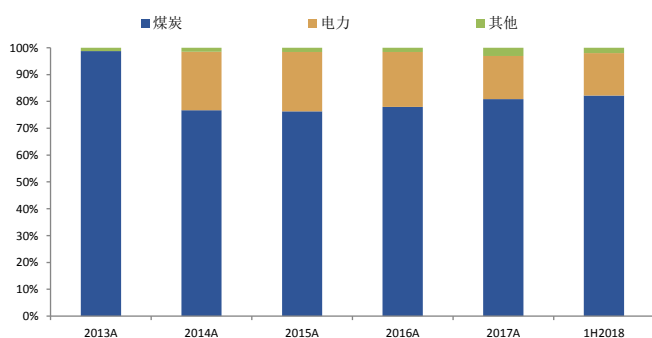
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2： 2016-2018Q2 单季度 EPS 单位：元



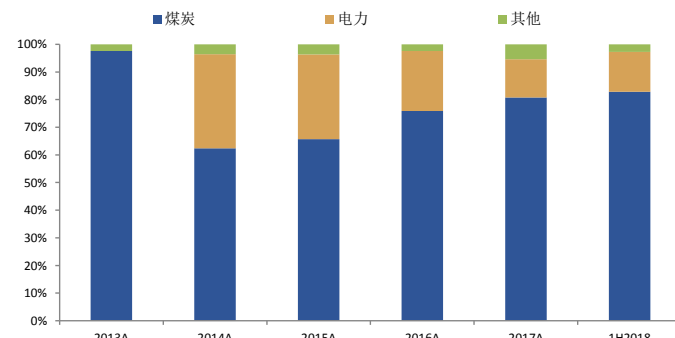
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3： 2013-2018 年 1H 年公司收购构成



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4： 2013-2018 年 1H 公司毛利构成



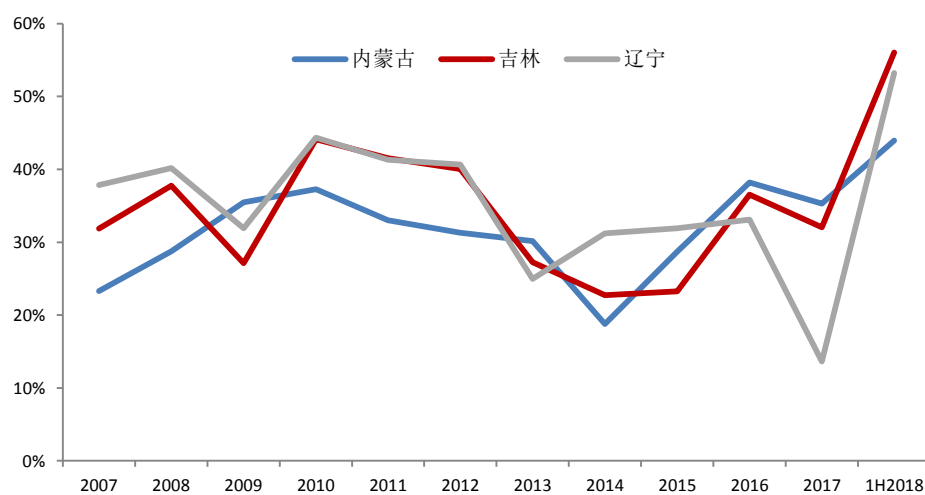
资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1： 公司煤炭产量、销量、单位价格及成本 单位：万吨、元/吨

	2015	2016	2017	1H2017	1H2018
产量	4666	4281	4594	2478	2503
产量 YoY	1.41%	-8.25%	7.31%	14.71%	1.03%
销量	4660	4278	4594	2460	2511
销量 YoY	1.26%	-8.20%	7.39%	14.73%	2.08%
吨煤价格	91	100	134	134	140
吨煤价格 YoY	-12.24%	9.57%	33.20%	55.77%	4.25%
吨煤成本	69	65	76	71	70
吨煤成本 YoY	-17.05%	-4.81%	15.79%	24.25%	-1.55%
吨煤毛利	23	35	58	63	70
吨煤毛利 YoY	6.20%	52.61%	65.73%	126.53%	10.78%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2007 年-2018 年 1H 公司分地区毛利率



资料来源：公司公告、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,500.8	7,588.8	7,811.3	7,900.4	7,928.6	年增长率					
减:营业成本	3,530.3	4,294.3	4,273.3	4,259.6	4,273.7	营业收入增长率	-1.5%	38.0%	2.9%	1.1%	0.4%
营业税费	602.4	893.9	867.1	875.4	873.7	营业利润增长率	49.5%	112.4%	13.0%	2.3%	-0.4%
销售费用	20.3	23.1	30.1	30.5	28.7	净利润增长率	54.3%	113.0%	12.6%	2.0%	-0.3%
管理费用	227.8	215.2	217.2	201.5	206.1	EBITDA 增长率	10.8%	58.2%	16.3%	8.3%	4.4%
财务费用	134.3	93.6	108.4	161.7	183.7	EBIT 增长率	30.7%	97.4%	11.9%	4.3%	0.5%
资产减值损失	39.3	8.0	23.7	15.8	19.8	NOPLAT 增长率	35.6%	92.0%	13.1%	4.1%	0.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	1.2%	19.2%	17.3%	8.2%
投资和汇兑收益	27.7	33.4	47.7	36.2	39.1	净资产增长率	7.6%	13.6%	12.0%	11.7%	10.4%
营业利润	974.1	2,069.3	2,339.2	2,392.2	2,382.0	盈利能力					
加:营业外净收支	-19.9	-1.7	-16.0	-12.5	-10.1	毛利率	35.8%	43.4%	45.3%	46.1%	46.1%
利润总额	954.2	2,067.5	2,323.3	2,379.6	2,371.9	营业利润率	17.7%	27.3%	29.9%	30.3%	30.0%
减:所得税	127.3	304.9	343.8	356.9	355.8	净利率	15.0%	23.1%	25.3%	25.5%	25.3%
净利润	824.0	1,754.6	1,975.5	2,015.9	2,009.5	EBITDA/营业收入	33.5%	38.4%	43.4%	46.5%	48.4%
						EBIT/营业收入	20.1%	28.8%	31.3%	32.3%	32.4%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	31.5%	26.2%	35.0%	34.3%	32.7%
货币资金	1,297.2	1,821.6	2,734.0	2,765.1	2,775.0	负债权益比	46.0%	35.5%	53.9%	52.3%	48.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.12	1.61	1.36	1.27	1.10
应收帐款	1,697.1	2,070.4	2,232.7	2,094.0	2,121.3	速动比率	1.03	1.52	1.27	1.21	1.03
应收票据	749.9	1,009.9	937.3	1,008.3	914.2	利息保障倍数	8.26	23.38	22.57	15.80	13.97
预付帐款	215.2	163.8	259.4	188.3	228.2	营运能力					
存货	349.6	323.2	454.7	316.4	424.0	固定资产周转天数	484	332	337	373	393
其他流动资产	67.9	278.1	140.3	162.1	193.5	流动营业资本周转天数	101	104	104	99	106
可供出售金融资产	21.2	23.2	14.9	19.8	19.3	流动资产周转天数	278	238	286	303	299
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	107	89	99	99	96
长期股权投资	722.2	486.3	486.3	486.3	486.3	存货周转天数	24	16	18	18	17
投资性房地产	19.1	15.7	15.7	15.7	15.7	总资产周转天数	917	680	771	898	976
固定资产	7,207.8	6,796.9	7,844.8	8,523.7	8,797.5	投资资本周转天数	685	505	541	633	708
在建工程	136.8	283.4	1,826.7	3,061.4	4,049.1	费用率					
无形资产	665.8	642.0	614.2	586.5	558.8	销售费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	801.5	803.1	1,165.2	1,462.1	1,714.5	管理费用率	4.1%	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%
资产总额	13,951.1	14,717.5	18,726.2	20,689.7	22,297.5	财务费用率	2.4%	1.2%	1.4%	2.0%	2.3%
短期债务	2,693.0	2,181.0	2,961.2	3,722.9	4,510.0	三费/营业收入	7.0%	4.4%	4.6%	5.0%	5.3%
应付帐款	690.9	857.1	998.6	679.7	982.7	投资回报率					
应付票据	160.0	-	667.1	314.2	171.4	ROE	8.7%	16.2%	16.3%	14.9%	13.5%
其他流动负债	365.2	484.3	353.9	439.6	392.8	ROA	5.9%	12.0%	10.6%	9.8%	9.0%
长期借款	460.5	309.6	1,554.3	1,918.6	1,213.2	ROIC	9.3%	17.4%	19.5%	17.0%	14.6%
其他非流动负债	25.4	26.3	24.7	25.5	25.5	分红指标					
负债总额	4,395.0	3,858.4	6,559.8	7,100.6	7,295.5	DPS(元)	0.30	-	0.36	0.37	0.37
少数股东权益	52.4	60.6	64.4	71.2	77.9	分红比率	59.5%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,634.4	1,634.4	1,634.5	1,634.5	1,634.5	股息收益率	3.2%	0.0%	3.9%	4.0%	3.9%
留存收益	7,832.6	9,092.8	10,467.4	11,883.4	13,289.6						
股东权益	9,556.1	10,859.1	12,166.4	13,589.2	15,002.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	826.9	1,762.7	1,975.5	2,015.9	2,009.5	EPS(元)	0.50	1.07	1.21	1.23	1.23
加:折旧和摊销	800.7	792.6	942.2	1,118.6	1,269.8	BVPS(元)	5.81	6.61	7.40	8.27	9.13
资产减值准备	39.3	8.0	-	-	-	PE(X)	18.6	8.7	7.7	7.6	7.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
财务费用	139.8	106.4	108.4	161.7	183.7	P/FCF	59.2	15.9	7.9	16.4	17.7
投资损失	-27.7	-33.4	-47.7	-36.2	-39.1	P/S	2.8	2.0	2.0	1.9	1.9
少数股东损益	2.9	8.1	3.9	6.8	6.7	EV/EBITDA	8.9	5.2	4.7	4.6	4.3
营运资金的变动	-609.7	-792.4	129.4	-631.3	-254.8	CAGR(%)	34.7%	4.6%	54.9%	34.7%	4.6%
经营活动产生现金流量	1,053.4	2,067.8	3,111.8	2,635.5	3,175.7	PEG	0.5	1.9	0.1	0.2	1.7
投资活动产生现金流量	-349.0	-316.4	-3,444.1	-2,968.6	-2,460.4	ROIC/WACC	1.1	2.0	2.2	1.9	1.6
融资活动产生现金流量	-542.7	-1,273.4	1,244.7	364.3	-705.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn