

露天煤业(002128)/

煤炭业务量、价微升，火电业务业绩增量

评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

分析师: 赵坤

执业证书编号: S0740516080002

Email: zhaokun@r.qlzq.com.cn

分析师: 张绪成

执业证书编号: S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈晨

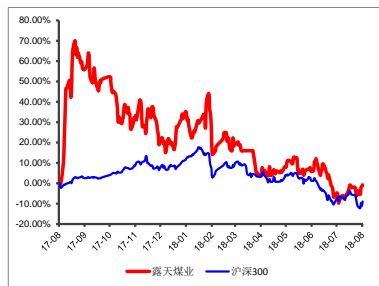
执业证书编号: S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,634.4
流通股本(百万股)	1,634.4
市价(元)	8.56
市值(百万元)	13,990.3
流通市值(百万元)	13,990.2

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 露天煤业 2018 年 1 季报点评: 一季度净利润 7.5 亿元, 持续布局新能源产业
- 露天煤业 2017 年报点评: 煤炭毛利率创十年新高, 拟收购优质电解铝资产
- 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

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,501	7,589	7,924	8,090	8,264
增长率 yoy%	-1.54%	37.96%	4.42%	2.10%	2.15%
净利润	824	1,755	2,093	2,169	2,219
增长率 yoy%	54.34%	112.95%	19.28%	3.62%	2.31%
每股收益(元)	0.50	1.07	1.28	1.33	1.36
每股现金流量	0.64	1.27	2.17	1.50	2.32
净资产收益率	8.67%	16.25%	17.17%	15.82%	14.54%
P/E	17.12	8.04	6.74	6.50	6.36
PEG	0.45	0.99	0.12	0.17	0.78
P/B	1.48	1.31	1.16	1.03	0.92

备注:

投资要点

- 公司披露 2018 年半年度报告:** 实现营业收入 42.6 亿元 (+7.05%), 归属于上市公司股东净利润 11.8 亿元 (+11.93%), 扣非后为 11.96 亿元 (+14.01%), EPS 为 0.72 元/股 (+12.5%), 加权平均 ROE 为 10.26% (-0.32pct)。
- 煤炭业务贡献利润约 86%, 发电业务对利润增长贡献大。** 公司 Q1、Q2 季度分别实现盈利为 7.5 亿元、4.3 亿元, 季节性波动特征明显。从利润结构来看, 煤炭板块净利润 10.2 亿元 (+4%), 火力发电业务利润 1.65 亿元 (+116%), 煤炭贡献利润约占 86%, 但 2018 上半年利润增量的 70% 来自火电业务。
- 煤炭业务量、价微增, 毛利率创历史新高。** 报告期内, 公司原煤产量为 2503 万吨, 同比增加 1.0%, 销量 2511 万吨, 同比增加 2.1%, 产销均有小幅增长。公司煤炭销售均价 139.6 元/吨 (+4.3%), 吨煤生产成本为 70 元/吨 (-1.6%), 成本管控能力优异, 煤炭业务毛利率达到 50%, 创 2007 年上市以来新高。根据我们的测算, 公司吨煤净利润达到 40.7 元/吨, 同比微增 0.8 元/吨。
- 火电产销增加明显, 单位成本有所下降。** 上半年, 受益于强劲的用电需求, 公司发电量 29.2 亿度 (+9.4%), 售电量 26.4 亿度 (+9.2%), 得益于规模效应, 发电单位成本同比下降 1 分/度至 0.14 元/度, 度电售价同比持平为 0.26 元/度, 电力业务毛利率 45.2%, 同比上升 4.4pct, 创四年新高。
- 管理费用有所增加, 期间费用率较为稳定。** 报告期内, 销售费用 0.11 亿元, 同比上升 12%; 管理费用 1.2 亿元, 同比上升 94.0%, 系应国家规定提取党建经费以及托管相关资产增加应付职工薪酬等费用所致; 财务费用 0.4 亿元, 同比下降 17%。三项期间费用率为 4%, 同比上升 1pct, 整体期间费用率较为稳定。
- 拟收购优质电解铝资产, 实现产业链延伸。** 公司拟发行股份及支付现金共计 2.705 亿元收购霍煤鸿骏 51% 的股权, 霍煤鸿骏拥有电解铝在产产能 86 万吨以及 210 万千瓦装机容量的自备电厂(备注: 吨铝产能收购价约为 6170 元), 其坑口发电成本优势明显。此次交易尚待股东大会以及证监会核准通过, 若交易成功, 则公司煤-电-铝一体化优势有望突显。
- 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 20.9/21.7/22.2 亿元, 折合 EPS 分别是 1.28/1.33/1.36 元/股, 当前 8.63 元股价对应 PE 分别为 6.7/6.5/6.4 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济低迷; 行政性手段的不确定性; 水电处理过快等。

图表 1: 公司业务拆分详细

	2015A	2016A	2017H	2017A	2018H	2018E	2019E	2020E
煤炭业务								
销售收入 (万元)	426,302.05	428,791.36	329,417.46	613,353.70	350,556.00	638,720.96	645,108.17	651,559.25
销售成本 (万元)	319,583.07	279,273.59	174,423.60	347,261.68	175,287.00	345,976.65	349,436.41	352,930.78
生产量 (万吨)	4,666	4,281	2,478	4,594.00	2,503	4,600.00	4,600.00	4,600.00
销售量 (万吨)	4,660	4,278	2,460	4,594.00	2,511	4,600.00	4,600.00	4,600.00
吨煤价格 (元/吨)	91.48	100.23	133.92	133.51	139.61	138.85	140.24	141.64
YOY (%)	-12.23%	9.57%	57.77%	33.20%	4.25%	4.00%	1.00%	1.00%
吨煤成本 (元/吨)	68.6	65.3	70.9	75.6	69.8	75.21	75.96	76.72
YOY (%)	-16.3%	-4.8%	24.3%	15.8%	-1.6%	-0.5%	1.0%	1.0%
单位毛利 (元/吨)	22.90	34.95	63.01	57.92	69.80	63.64	64.28	64.92
毛利率 (%)	25.03%	34.87%	47.05%	43.38%	50.00%	45.83%	45.83%	45.83%
电力业务								
销售收入 (万元)	123,392	112,573	62,521	122,228	67,413	128,045	135,728	143,872
销售成本 (万元)	73,517	69,798	37,025	76,635	36,953	68,948	73,084	77,469
发电量 (万千瓦时)	524,264.2	485,866.9	266,543.2	510,556.3	291,716.7	541,189.6	573,661.0	608,080.7
YOY (%)	-1.36%	-7.32%	8.37%	5.08%	9.44%	6%	6%	6%
发电小时数 (小时)	4,369	4,049	2,221	4,255	2,431	4,510	4,781	5,067
销量 (万千瓦时)	479,489.0	439,129.5	242,077.7	462,959.3	264,329.3	492,482.6	522,031.5	553,353.4
销售率 (%)	91.46%	90.38%	90.82%	90.68%	90.61%	91.00%	91.00%	91.00%
单位售价 (元/千瓦时)	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
单位成本 (元/千瓦时)	0.15	0.159	0.15	0.166	0.14	0.14	0.14	0.14
单位毛利 (元/千瓦时)	0.10	0.10	0.11	0.10	0.12	0.12	0.12	0.12
毛利率 (%)	40.42%	38.00%	40.78%	37.30%	45.18%	46.15%	46.15%	46.15%
其他业务								
其他业务收入 (万元)	8,971.00	8,715	6,408	23,300.41	8,473.53	25,630	28,193	31,013
其他业务成本 (万元)	3,011.0	3,956	1,588	5,534.50	2,621.49	6,918	8,648	10,810
其他业务毛利 (万元)	5,960.0	4,758.6	4,819.7	17,765.9	5,852.0	18,712.3	19,545.8	20,203.3
毛利率 (%)	66%	55%	75%	76%	69%	73%	69%	65%
合计								
营业收入 (万元)	558,665.05	550,078.95	398,346.52	758,881.92	426,442.53	792,396.88	809,029.86	826,443.98
	-11%	-2%	65%	38%	7.05%	4%	2%	2%
营业成本 (万元)	396,111.07	353,027.75	213,036.70	429,431.26	214,860.99	421,842.33	431,168.48	441,209.82
	-14%	-11%	37%	22%	0.86%	-2%	2%	2%
毛利 (万元)	162,553.98	197,051.20	185,309.82	329,450.66	211,581.54	370,554.55	377,861.38	385,234.16
毛利率 (%)	29.10%	35.82%	46.52%	43.41%	49.62%	46.76%	46.71%	46.61%

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 公司三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5,501	7,589	7,924	8,090	8,264
增长率	-1.5%	38.0%	4.4%	2.1%	2.2%
营业成本	-3,530	-4,294	-4,218	-4,312	-4,412
% 销售收入	64.2%	56.6%	53.2%	53.3%	53.4%
毛利	1,971	3,295	3,706	3,779	3,852
% 销售收入	35.8%	43.4%	46.8%	46.7%	46.6%
营业税金及附加	-602	-894	-872	-890	-909
% 销售收入	11.0%	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%
营业费用	-20	-23	-24	-25	-25
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-228	-215	-222	-227	-231
% 销售收入	4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	1,120	2,162	2,588	2,637	2,687
% 销售收入	20.4%	28.5%	32.7%	32.6%	32.5%
财务费用	-134	-94	-85	-75	-70
% 销售收入	2.4%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%
资产减值损失	39	8	30	20	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	28	33	30	30	30
% 税前利润	2.7%	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%
营业利润	1,053	2,110	2,563	2,612	2,662
营业利润率	19.1%	27.8%	32.3%	32.3%	32.2%
营业外收支	-20	-2	-29	-9	-9
税前利润	1,033	2,108	2,533	2,603	2,652
利润率	18.8%	27.8%	32.0%	32.2%	32.1%
所得税	-127	-305	-371	-384	-393
所得税率	12.3%	14.5%	14.6%	14.8%	14.8%
净利润	827	1,763	2,102	2,179	2,229
少数股东损益	3	8	10	10	10
归属于母公司的净利润	824	1,755	2,093	2,169	2,219
净利率	15.0%	23.1%	26.4%	26.8%	26.8%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,297	1,822	4,308	5,671	8,372
应收款项	2,447	3,080	2,422	2,971	2,309
存货	350	323	286	313	276
其他流动资产	283	442	521	548	652
流动资产	4,377	5,667	7,538	9,502	11,608
% 总资产	31.4%	38.5%	46.6%	53.6%	59.9%
长期投资	762	525	527	527	527
固定资产	7,209	6,798	6,307	5,806	5,294
% 总资产	51.7%	46.2%	39.0%	32.7%	27.3%
无形资产	666	642	643	643	641
非流动资产	9,574	9,051	8,652	8,227	7,776
% 总资产	68.6%	61.5%	53.4%	46.4%	40.1%
资产总计	13,951	14,717	16,191	17,730	19,383
短期借款	2,693	2,181	2,155	2,155	2,155
应付款项	967	996	914	841	832
其他流动负债	249	345	414	497	596
流动负债	3,909	3,522	3,483	3,493	3,583
长期贷款	461	310	419	419	419
其他长期负债	25	26	27	27	28
负债	4,395	3,858	3,929	3,939	4,030
普通股股东权益	9,504	10,799	12,192	13,710	15,263
少数股东权益	52	61	70	80	90
负债股东权益合计	13,951	14,717	16,191	17,730	19,383

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.50	1.07	1.28	1.33	1.36
每股净资产 (元)	5.81	6.61	7.46	8.39	9.34
每股经营现金净流 (元)	0.64	1.27	2.17	1.50	2.32
每股股利 (元)	0.30	0.30	0.38	0.40	0.41
回报率					
净资产收益率	8.67%	16.25%	17.17%	15.82%	14.54%
总资产收益率	5.93%	11.98%	12.99%	12.29%	11.50%
投入资本收益率	9.29%	17.42%	20.53%	23.11%	23.13%
增长率					
营业总收入增长率	-1.54%	37.96%	4.42%	2.10%	2.15%
EBIT 增长率	30.70%	97.36%	18.30%	2.30%	2.05%
净利润增长率	54.34%	112.95%	19.28%	3.62%	2.31%
总资产增长率	-0.92%	5.49%	10.01%	9.50%	9.33%
资产管理能力					
应收账款周转天数	107.2	89.4	85.0	82.0	80.0
存货周转天数	23.6	16.0	13.8	13.3	12.8
应付账款周转天数	71.0	57.9	55.0	50.0	45.0
固定资产周转天数	484.0	332.2	297.7	269.5	241.8
偿债能力					
净负债/股东权益	13.94%	-16.74%	-25.25%	-42.04%	#REF!
EBIT 利息保障倍数	8.3	23.4	30.4	35.3	38.6
资产负债率	31.50%	26.22%	24.26%	22.22%	20.79%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	827	1,763	2,102	2,179	2,229
加: 折旧和摊销	801	793	768	790	812
资产减值准备	39	8	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	140	106	85	75	70
投资收益	-28	-33	-30	-30	-30
少数股东损益	3	8	10	10	10
营运资金的变动	-609	-793	625	-566	715
经营活动现金净流	1,053	2,068	3,550	2,448	3,796
固定资本投资	448	249	-360	-360	-360
投资活动现金净流	-349	-316	-362	-360	-360
股利分配	-490	-490	-628	-651	-666
其他	-52	-783	-73	-75	-70
筹资活动现金净流	-543	-1,273	-701	-726	-736
现金净流量	162	478	2,487	1,362	2,701

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。