

露天煤业(002128)/煤炭开采

坐拥两大护城河，一体化产业链打造完成

评级：买入（维持）

市场价格：9.69

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

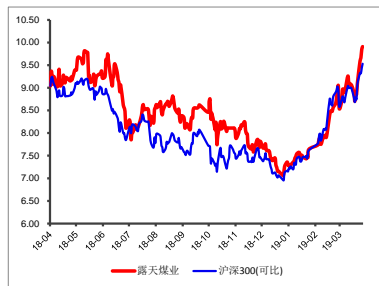
研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1634.4
流通股本(百万股)	1634.4
市价(元)	9.69
市值(百万元)	15,837.34
流通市值(百万元)	15,837.34

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 露天煤业深度报告 20171026: 蒙东能源巨头，打造煤电铝产业链一体化

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	7,873	8,475	8,666
增长率 yoy%	-1.54%	37.96%	3.75%	7.65%	2.25%
净利润	824	1,755	2,033	2,290	2,369
增长率 yoy%	54.34%	112.95%	15.85%	12.64%	3.45%
每股收益(元)	0.50	1.07	1.24	1.40	1.45
净资产收益率	8.67%	16.25%	16.73%	16.65%	15.37%
P/E	19.22	9.03	7.79	6.92	6.69
P/B	1.67	1.47	1.30	1.15	1.03

备注：

投资要点

- 公司简介：打造煤电铝一体化产业链，业绩持续提升。**公司是蒙东和东北地区褐煤龙头，煤炭业务是公司第一大业务，近5年营收占比均在75%以上。2018年12月证监会核准公司收购霍煤鸿骏51%股权，意味着公司上游到下游煤-电-铝一体化产业链打造完成，具备了各业务协同一体化优势。伴随煤炭行业供需格局显著改善、煤价逐年上涨，公司业绩自2016年开始迎来持续增长，2016-2018年归母净利润复合增长率高达56%，净资产收益率、销售毛利率和净利率等各项指标在5年时间里均实现翻倍增长。
- 煤炭业务护城河之一：露天矿开采成本优势明显、吨煤毛利率位居行业前列。**公司目前下辖两矿（霍林河1号露天矿2800万吨产能、扎哈淖尔露天矿1800万吨产能）均为露天矿。由于露天矿煤炭埋藏较浅，因此所需的原材料等费用相比其他公司具有显著优势，低廉的开采成本构筑了公司的天然护城河。即使由于销售煤种为低热值褐煤、吨煤售价较低抵消了部分优势的情况，公司吨煤毛利率依然排在可比公司前列。
- 煤炭业务护城河之二：区位优势显著、东北市场地位稳固。**受资源禀赋及冬季燃煤等因素影响，东北地区一直以小煤矿居多，因此近年来东北三省煤炭去产能力度都很大。此外，东北属于老工业基地，煤矿的开采时间较早、新增产能也较为有限。未来随着煤炭资源进一步枯竭、小煤矿进一步关闭，东北地区煤炭调入需求量预计将会持续上升。我们梳理了蒙东地区的大型煤矿，发现真正与公司构成在吉林、辽宁两省煤炭市场竞争关系的只有神华的胜利矿区、大唐的胜利东2号露天矿和平庄的元宝山矿区，而这其中公司的4600万吨产能是最大的（是第二名神华胜利矿区产能的2.3倍），吉、辽二省的褐煤龙头地位几乎难以撼动。
- 电力业务：火电为基，积极布局新能源发电。**火电方面，公司2×600MW燃煤发电机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组，所发电量基本销往东北电网辽宁分部。未来考虑到火力发电稳定性不可或缺、火电机组超低排放有望逐步完成，未来火电需求不悲观，公司火电发电量仍有望维持在高位。**新能源发电方面**，近年来公司积极布局新能源发电业务，目前并网+在建风电装机容量达到105万千瓦（不包括拟转让的乌兰察布项目）、光伏装机容量达到63万千瓦。在补贴不受太大影响的情况下，新能源发电的盈利能力应该会超过火电，对提升电力业务盈利能力将会有很大裨益。未来2年公司新能源发电项目有望陆续投产并网、逐步贡献业绩。
- 电解铝业务：全业务一体化的最后拼图。**资产方面，公司收购的霍煤鸿骏市净率为1.20，低于公司目前1.35的市净率，同时也低于同类型电解铝上市公司市净率；市盈率为35.29X，虽低于公司的8.2X市盈率，但远好于同类型电解铝上市公司，说明收购资产较为优质。**盈利方面**，自备电厂+低廉煤价使得霍煤鸿骏铝生产的电力成本较低，在电解铝行业具备长期竞争优势，在目前全行业亏损的背景下仍能实现盈利。综合来看，此次收购完成后，公司基本打通了从上游煤炭生产洗选到中游燃煤发电最后到下游生产、加工电解铝的全业务一体化产业链，减少关联交易的同时各业务生产效率有望进一步提升、协同优势有望逐渐显现。
- 投资策略：给予“买入”评级。**我们预计未来随着煤炭价格持续中高位、新能源发电项目逐步投产、霍煤鸿骏并表贡献业绩，公司未来业绩有望进一步改善。我们测算公司2018-2020年EPS分别为1.24、1.40、1.45元，当前股价对应P/E分别为7.8X/6.9X/6.7X，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：经济增速不及预期；政策调控力度过大；可再生能源替代等。**

内容目录

公司简介：打造煤电铝一体化产业链，业绩持续提升	- 4 -
煤炭业务：坐拥开采成本低、区位优势两大护城河	- 7 -
产能：4600 万吨均为露天煤矿，集团优质煤炭资产有望注入	- 7 -
产量：当前产能利用率接近 100%，提升空间不大	- 8 -
护城河之一：露天矿开采成本优势明显、吨煤毛利率位居行业前列	- 8 -
护城河之二：区位优势显著、东北市场地位稳固	- 10 -
电力业务：火电为基，积极布局新能源发电	- 13 -
火电机组利用小时数企稳回升，电力主要销往东北电网辽宁分部	- 13 -
内蒙地区风光资源丰富，未来新能源发电有望持续发力	- 14 -
电解铝业务：全业务一体化最后拼图	- 15 -
购买霍煤鸿骏 51% 股权，煤电铝一体化产业链打造完成	- 15 -
供需有望逐步匹配，电解铝价格预计稳步上涨	- 16 -
自备电厂+低廉煤价、电力成本具备优势	- 17 -
投资策略：给予“买入”评级	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

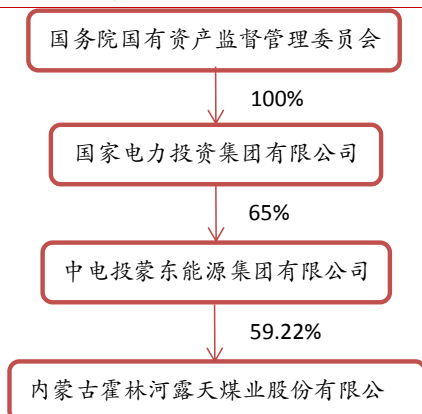
图表 1：公司现有股权结构图	- 4 -
图表 2：2014-2018H 公司各板块营业收入占比	- 4 -
图表 3：2014-2018H 公司各板块营业成本占比	- 5 -
图表 4：2014-2018H 公司各板块毛利占比	- 5 -
图表 5：2013~2018 公司营业收入变化情况	- 5 -
图表 6：2013~2018 公司归母净利润变化情况	- 5 -
图表 7：2013~2018H 公司盈利能力变化情况	- 5 -
图表 8：2013~2018H 公司资产负债率变化情况	- 5 -
图表 9：动力煤子行业（中信）资产负债率一览（%）	- 6 -
图表 10：露天煤业煤矿情况	- 7 -
图表 11：蒙东集团煤矿情况（万吨）	- 7 -
图表 12：公司历年原煤产量及变化	- 8 -
图表 13：公司历年原煤销量及变化	- 8 -
图表 14：近年来公司煤炭产能利用率	- 8 -
图表 15：公司 2013-2018H 吨煤价格及变化	- 9 -
图表 16：公司 2013-2018H 吨煤成本及变化	- 9 -
图表 17：公司 2013-2018H 吨煤毛利及变化	- 9 -

图表 18: 公司 2013-2018H 煤炭收入、成本及毛利率.....	- 9 -
图表 19: 公司 2013-2017 煤炭各项成本数据 (元/吨)	- 9 -
图表 20: 公司 2013-2017 煤炭各项成本占比.....	- 9 -
图表 21: 可比公司吨煤售价情况 (元/吨)	- 10 -
图表 22: 可比公司吨煤成本情况 (元/吨)	- 10 -
图表 23: 可比公司吨煤毛利情况 (元/吨)	- 10 -
图表 24: 可比公司煤炭业务毛利率情况	- 10 -
图表 25: 2015-2017 东北三省淘汰煤炭产能 (万吨)	- 11 -
图表 26: 2015-2017 东北三省合计淘汰产能及占比.....	- 11 -
图表 27: 蒙东、东北地区大型煤矿 (矿区) 位置及产能一览	- 12 -
图表 28: 2014-2018H 公司发售电量情况 (亿千瓦时)	- 13 -
图表 29: 2014-2018 公司和全国火电利用小时数	- 13 -
图表 30: 辽宁电网销售额占电力营收比重一直在 95% 以上.....	- 13 -
图表 31: 公司新能源发电项目梳理.....	- 14 -
图表 32: 公司资产收购完成前后股权结构.....	- 15 -
图表 33: 收购资产与露天煤业及电解铝公司估值对比	- 15 -
图表 34: 公司煤电铝一体化产业链结构	- 16 -
图表 35: 国内电解铝总产能及在产产能情况 (万吨)	- 16 -
图表 36: 国内新增电解铝产能情况 (万吨)	- 16 -
图表 37: 房地产施工、竣工面积累计同比.....	- 17 -
图表 38: 电解铝、氧化铝和预焙阳极价格走势 (元/吨)	- 17 -
图表 39: 露天煤业利润表预测 (单位: 百万元)	- 18 -

公司简介：打造煤电铝一体化产业链，业绩持续提升

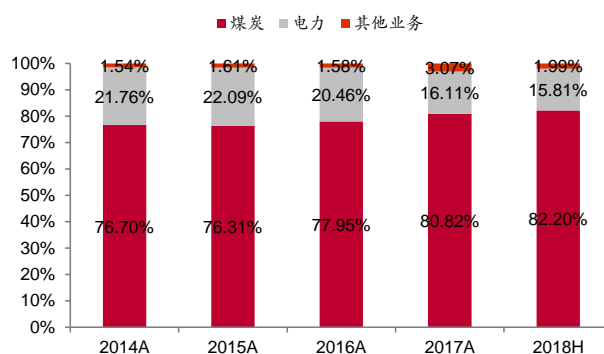
- **内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司（002128.SZ）**成立于2001年12月18日，前身是霍林河矿务局，是全国94家国有重点矿局之一，同时也是全国五大露天煤矿之一。公司控股股东中电投蒙东能源集团有限公司（下称蒙东能源）持有公司股本比例为59.22%，国家电力投资集团有限公司则持有蒙东能源65%股权。
- **蒙东和东北地区褐煤龙头、火电机组是东北电网调峰主力。**公司目前拥有的霍林河1号露天煤矿和扎哈淖尔露天煤矿均属于国内大型现代化露天煤矿，由于两矿位置（霍林郭勒、锡林郭勒盟）靠近东北（吉林、辽宁），因此近年来公司逐渐成长为蒙东和东北地区的褐煤龙头企业，形成了比较稳定的用户群和市场网络。此外，公司霍林河坑口发电有限责任公司的2×600MW火电机组是东北电网的主力核心大机组，在电网调峰中起到了十分重要的作用。
- **以煤为基，积极拓展新能源发电。**公司目前的主营业务主要包括煤炭、电力以及其他业务。从近五年公司各板块营收、成本以及毛利占比数据可以看出，**煤炭板块是公司的第一大业务**，近5年营收占比均在75%以上，板块营收、成本及毛利占比变化趋势与煤炭行业周期吻合：即2015年前营收、毛利占比不断下滑，成本占比不断上升；2015年后三者则呈现反方向变动。**电力业务是公司的第二大业务**，近年来伴随煤价大幅上涨公司电力（火电）业务盈利承压，营收、毛利占比逐年下降，公司转而积极拓展新能源（风力、光伏）发电业务。从绝对量上看，受2017-2018年火电利用小时数持续回升影响，电力业务营收、毛利逐渐企稳回升。
- **收购集团电解铝资产，形成煤-电-铝一体化优势。**2018年12月18日，公司收到了证监会核准公司向蒙东能源发行股份及募集配套资金购买资产（霍煤鸿骏51%股权）的批复，标志着公司重大资产收购正式完成。据公司披露的公告显示，霍煤鸿骏的主营业务主要包括电解铝业务及其配套的自备电厂发电业务，其中电解铝业务主要为生产铝液、铝锭及多品种铝产品，**2018年上半年霍煤鸿骏电解铝业务收入为50.05亿元，年化后按股权比（51%）计算后为51.05亿元，并表后预计将成为公司的第二大业务。**此次收购完成正式宣告公司拥有了上游到下游的煤-电-铝一体化产业链，具备了各业务协同一体化优势。

图表 1：公司现有股权结构图



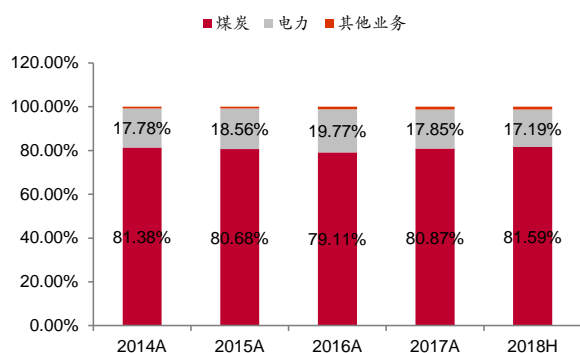
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：2014-2018H 公司各板块营业收入占比



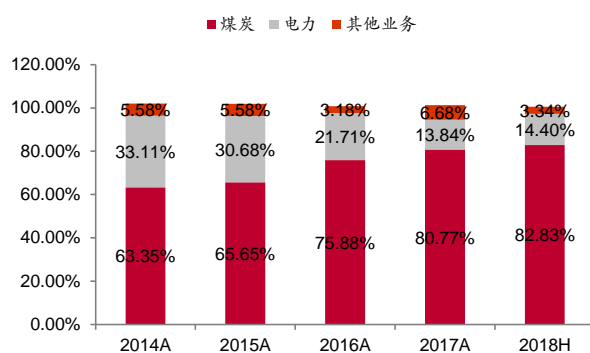
来源：公司年报、公司2018年半年报、中泰证券研究所

图表 3: 2014-2018H 公司各板块营业成本占比



来源: 公司年报、公司 2018 年半年报、中泰证券研究所

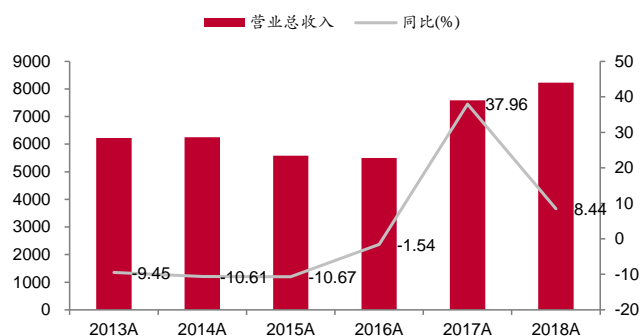
图表 4: 2014-2018H 公司各板块毛利占比



来源: 公司年报、公司 2018 年半年报、中泰证券研究所

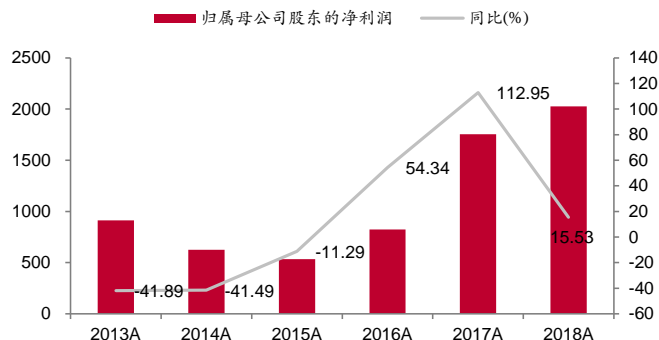
■ 伴随煤炭行业供需格局显著改善、煤价逐年上涨, 公司业绩 2016 年开始迎来持续增长。受 276 工作日导致煤炭产销量下滑影响, 2016 年公司营收略有下降 (-1.54%)。但随着 2017 年制度放开, 公司营收实现大幅增长, 2017-2018 年从 55 亿元上升至 82.3 亿元, 年复合增长率达 22.31%; 2016、2017 年公司归母净利润同比分别大幅上升 54.34%、112.95%, 2018 年依旧维持了 15.53% 的高增长率; 公司净资产收益率、销售毛利率和净利率也都一路上升, 在 5 年时间里基本上都实现了翻倍增长。

图表 5: 2013~2018 公司营业收入变化情况



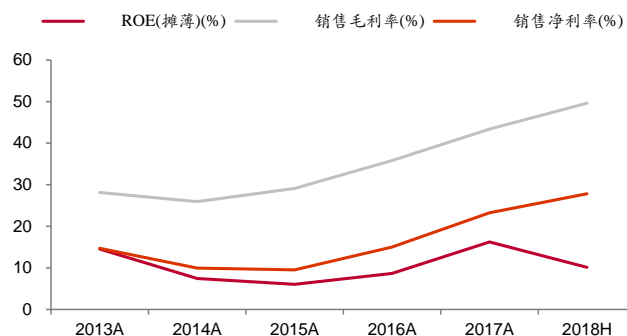
来源: 公司年报、公司 2018 年业绩快报、中泰证券研究所

图表 6: 2013~2018 公司归母净利润变化情况



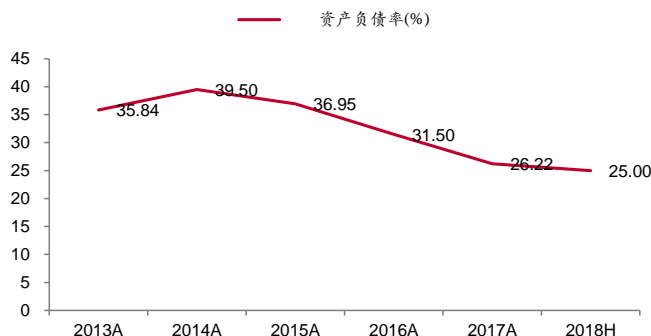
来源: 公司年报、公司 2018 年业绩快报、中泰证券研究所

图表 7: 2013~2018H 公司盈利能力变化情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 2013~2018H 公司资产负债率变化情况



来源: wind、中泰证券研究所

■ 享受西部大开发所得税优惠税率。根据《财政部、海关总署、国家税务总局

煤炭业务：坐拥开采成本低、区位优势两大护城河

产能：4600 万吨均为露天煤矿，集团优质煤炭资产有望注入

- 在产产能 4600 万吨，且均为露天煤矿。目前公司在产煤矿主要包括霍林河 1 号露天矿（2800 万吨产能）和扎哈淖尔露天矿（1800 万吨产能）。其中，霍林河 1 号煤矿又分为南露天矿（1800 万吨产能）和北露天矿（1000 万吨产能）、北露天矿又分为一采区（300 万吨产能）、二采区（300 万吨产能）和三采区（400 万吨产能），生产煤种均为褐煤；扎哈淖尔露天矿位于霍林河 2 号矿区，生产煤种为褐煤。公司目前在产全部产能均为露天煤矿，煤层埋藏浅，开采方式均为大型露天开采。

图表 10：露天煤业煤矿情况

矿井	煤种	持股比例	核定产能(万吨)	权益产能(万吨)	状态
霍林河 1 号露天矿	褐煤	100%	2800	2800	在产
其中：南露天矿	褐煤	100%	1800	1800	在产
北露天矿	褐煤	100%	1000	1000	在产
扎哈淖尔露天矿	褐煤	98%	1800	1764	在产
合计(万吨)		-	4600	454	-

来源：公司公告、集团债券募集说明书、中泰证券研究所

- 集团层面：优质煤炭资产有望注入。我们梳理了目前集团层面的煤炭资产，主要包括锡林郭勒白音华煤电有限责任公司露天矿（白音华 2 号煤矿、1500 万吨产能）和白音华蒙东露天煤业有限公司白音华煤田三号露天矿（1400 万吨产能）。2014 年 8 月 28 日，公司发布《内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司收到实际控制人和控股股东避免同业竞争总体规划的公告》。公告中提出露天煤业将是中电投集团在内蒙古东部煤炭、火力发电资源整合的唯一平台和投资载体，为避免集团与上市公司的同业竞争，白音华 2 号、3 号露天矿的煤炭经销权已委托给上市公司，且承诺在白音华 2 号露天矿完成生产规模从 500 万吨到 1500 万吨扩能工程的相关审批手续，并完成生产移交验收、白音华 2 号和 3 号露天矿加权 ROE 高于上市公司加权 ROE 时将其注入上市公司。目前，白音华 2 号露天矿 1500 万扩能审批已结束。经我们测算，2017 年白音华 2 号煤矿加权 ROE 为负，注入的可能性不大；白音华 3 号煤矿 2017 年加权 ROE 为 17.7%，已经高于公司 17.43% 的加权 ROE，存在注入上市公司的可能。

图表 11：蒙东集团煤矿情况(万吨)

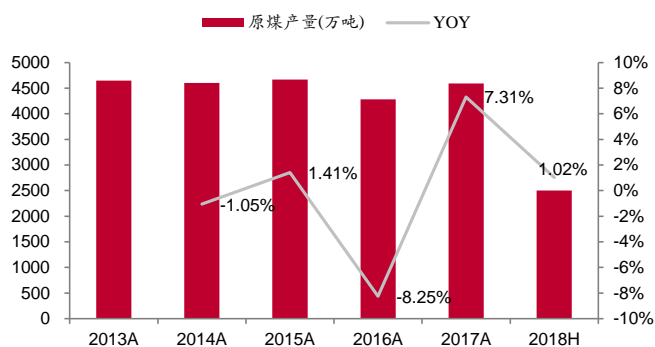
矿井	煤种	持股比例	核定产能(万吨)	权益产能(万吨)	状态
白音华露天二号矿	褐煤	100%	1500	1500	在产
白音华露天三号矿	褐煤	100%	1400	1400	在产
合计		100%	2900	2900	-

来源：公司公告、蒙东能源 2015 年债券募集说明书、中泰证券研究所

产量：当前产能利用率接近 100%，提升空间不大

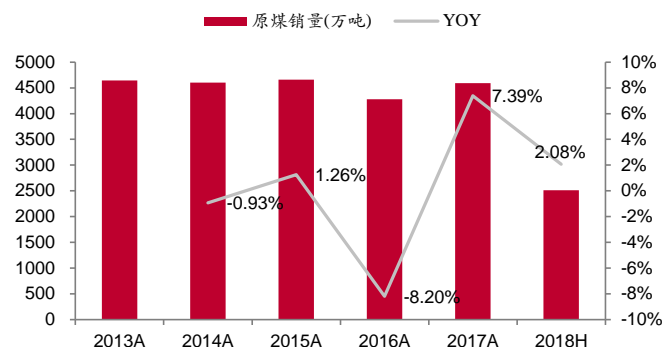
- 目前煤炭产能利用率接近 100%。从公司近年来煤炭产销量数据看，2016 年公司煤炭产（4281 万吨）、销量（4278 万吨）分别下滑 8.25% 和 8.20%，主要是 276 工作日政策所导致的。2017 年随着政策放开，公司煤炭产销量均回升至正常水平。近 5 年除 2016 年公司煤炭产能利用率基本在 100% 上下浮动。2018 年上半年公司产（2503 万吨）、销量（2511 万吨）同比上升 1.02%、2.08%，全年预计可达到满产状态（或稍有超产），未来自有煤矿产销量的上升空间很小。

图表 12：公司历年原煤产量及变化



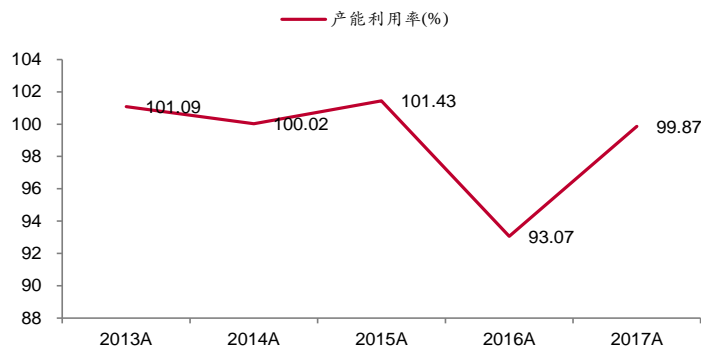
来源：wind、中泰证券研究所

图表 13：公司历年原煤销量及变化



来源：wind、中泰证券研究所

图表 14：近年来公司煤炭产能利用率

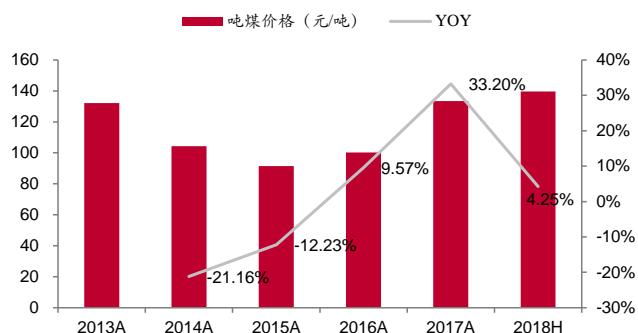


来源：公司公告、中泰证券研究所

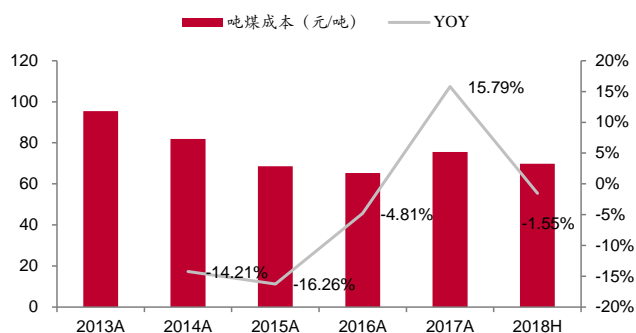
护城河之一：露天矿开采成本优势明显、吨煤毛利率位居行业前列

- 纵向比较：煤价上行叠加成本管控良好，煤炭业务盈利能力大幅上升。近年来随着去产能工作不断推进，煤炭行业供需格局显著向好，煤价中枢也一路上扬。受此影响，公司吨煤售价从 2016 年开始连续三年上涨。成本方面，除 2017 年由于柴油价格上升以及煤炭剥离量大幅上升导致吨煤成本（外围剥离费）显著增加外，公司的吨煤成本一直稳定在 70 元/吨以下，成本管控效果显著。受煤价上行以及成本管控良好影响，公司煤炭业务在 2016 年迎来真正意义上拐点，2016、2017 年吨煤毛利分别大幅上升 52.61% 和 65.73%，2018 年上半年再次同比上升 10.78%。与此同时，公司煤炭业务毛利率在 2014 年见底后已经实现连续 4 年增长，2018

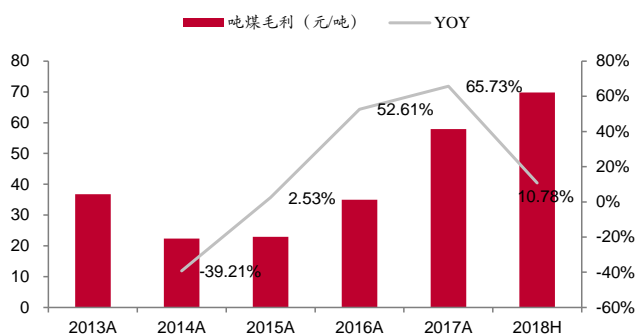
年中期为 50%，是 2014 年底点（21.43%）的两倍多，数据充分说明了近年来公司煤炭业务盈利能力已经实现大幅提升。

图表 15：公司 2013-2018H 吨煤价格及变化


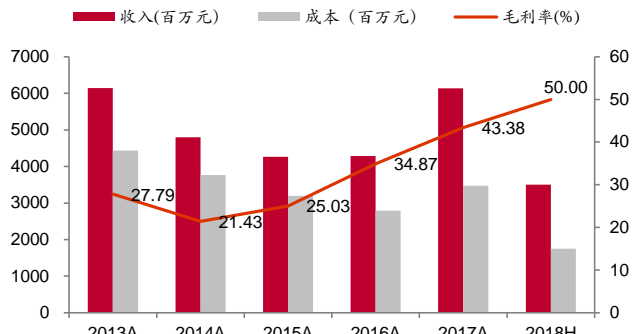
来源：wind、中泰证券研究所

图表 16：公司 2013-2018H 吨煤成本及变化


来源：wind、中泰证券研究所

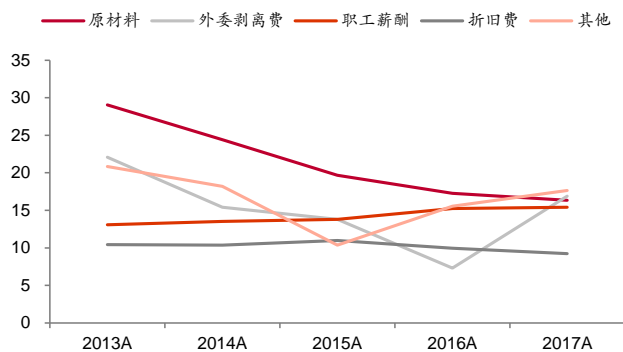
图表 17：公司 2013-2018H 吨煤毛利及变化


来源：wind、中泰证券研究所

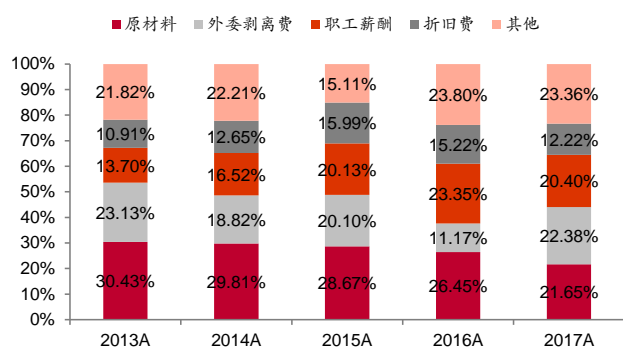
图表 18：公司 2013-2018H 煤炭收入、成本及毛利率


来源：wind、中泰证券研究所

- 成本结构分析：原材料成本下行、外委剥离成本波动大。** 将公司煤炭业务成本详细拆分后可以发现，近年来公司吨煤职工薪酬成本（13-15 元/吨）、吨煤折旧成本（9-10 元/吨）一直较为稳定。吨煤原材料成本一直呈现下降趋势，从 2013 年的 29 元/吨降至 2017 年的 16 元/吨；外委剥离成本波动范围较大（7-22 元/吨），主要受当年煤炭剥离量影响。公司吨煤总成本的变化则主要受原材料成本和外委剥离成本两部分叠加影响。

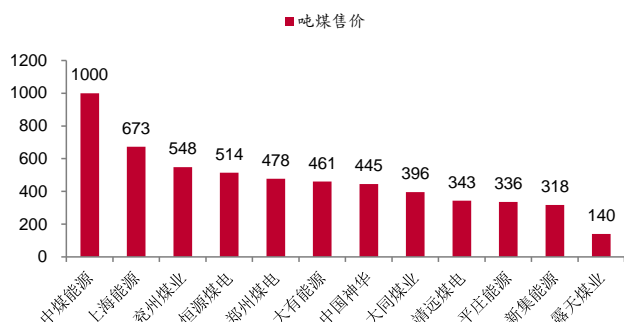
图表 19：公司 2013-2017 煤炭各项成本数据 (元/吨)


来源：wind、中泰证券研究所

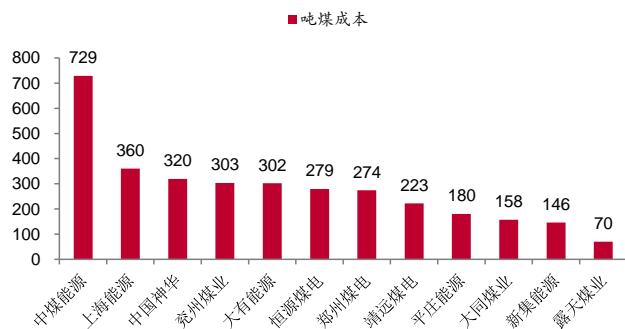
图表 20：公司 2013-2017 煤炭各项成本占比


来源：wind、中泰证券研究所

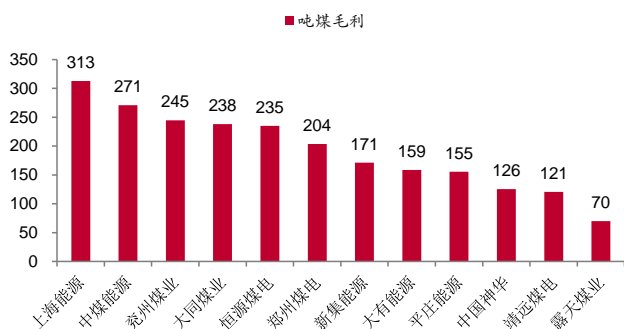
- 横向对比：低成本优势带来的企业护城河。**将露天煤业与行业其他动力煤公司对比后可以看出：**吨煤售价方面**，由于公司产销均为低热值褐煤，因此价格较为低廉，处于可比公司最后一位；**吨煤成本方面**，由于公司露天矿煤炭埋藏浅，因此所需的原材料等费用相比其他公司具有显著优势，同样排在可比公司最后一位。低廉的开采成本构成了公司的天然护城河，即使在售价较低问题抵消部分优势的情况，公司吨煤毛利率依然排在可比公司前列（50%，第三位）。

图表 21：可比公司吨煤售价情况（元/吨）


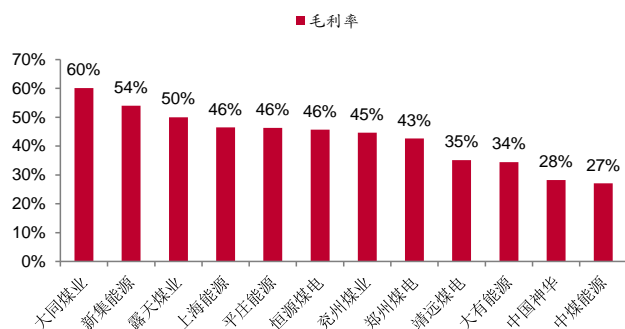
来源：wind、中泰证券研究所（露天煤业、郑州煤电、大同煤业、平庄能源、永泰能源所用数据为半年度数据，兖州煤业、中国神华、中煤能源、大有能源煤炭产销量数据为商品煤数据，其余公司均用年度数据、原煤产量计算）

图表 22：可比公司吨煤成本情况（元/吨）


来源：wind、中泰证券研究所（露天煤业、郑州煤电、大同煤业、平庄能源、永泰能源所用数据为半年度数据，兖州煤业、中国神华、中煤能源、大有能源煤炭产销量数据为商品煤数据，其余公司均用年度数据、原煤产量计算）

图表 23：可比公司吨煤毛利情况（元/吨）


来源：wind、中泰证券研究所（露天煤业、郑州煤电、大同煤业、平庄能源、永泰能源所用数据为半年度数据，兖州煤业、中国神华、中煤能源、大有能源煤炭产销量数据为商品煤数据，其余公司均用年度数据、原煤产量计算）

图表 24：可比公司煤炭业务毛利率情况


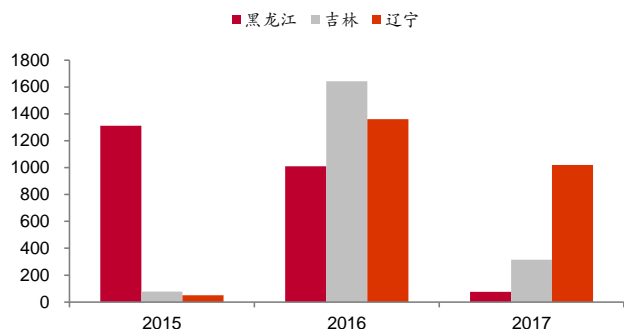
来源：wind、中泰证券研究所（露天煤业、郑州煤电、大同煤业、平庄能源、永泰能源所用数据为半年度数据）

护城河之二：区位优势显著、东北市场地位稳固

- 去产能力度大+资源日益枯竭，东北煤炭缺口预计扩大。**受资源禀赋及冬季燃煤取暖等因素影响，东北地区一直是以小煤矿居多，因此近年来黑、吉、辽三省煤炭去产能力度都很大。从具体数据上看，2015-2017 三年时间里黑龙江省共淘汰煤炭落后产能 2397 万吨、吉林省共淘汰煤炭落后产能 2034 万吨、辽宁省共淘汰煤炭落后产能 2431 万吨，东北三省三年煤炭淘汰总量占全国淘汰总量比例为 12.67%。此外，东北属于老工业基地，煤矿的开采时间较早（阜新、抚顺等地煤炭资源已经日益枯竭）、

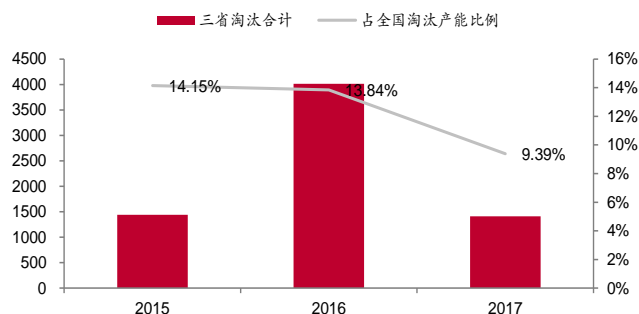
新增产能也有限（在产煤矿的产能也鲜有超过 200 万吨的）。未来随着东北地区煤炭资源进一步枯竭、小煤矿进一步关闭，东北地区的煤炭调入需求量预计将会持续上升。

图表 25: 2015-2017 东北三省淘汰煤炭产能 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 2015-2017 东北三省合计淘汰产能及占比



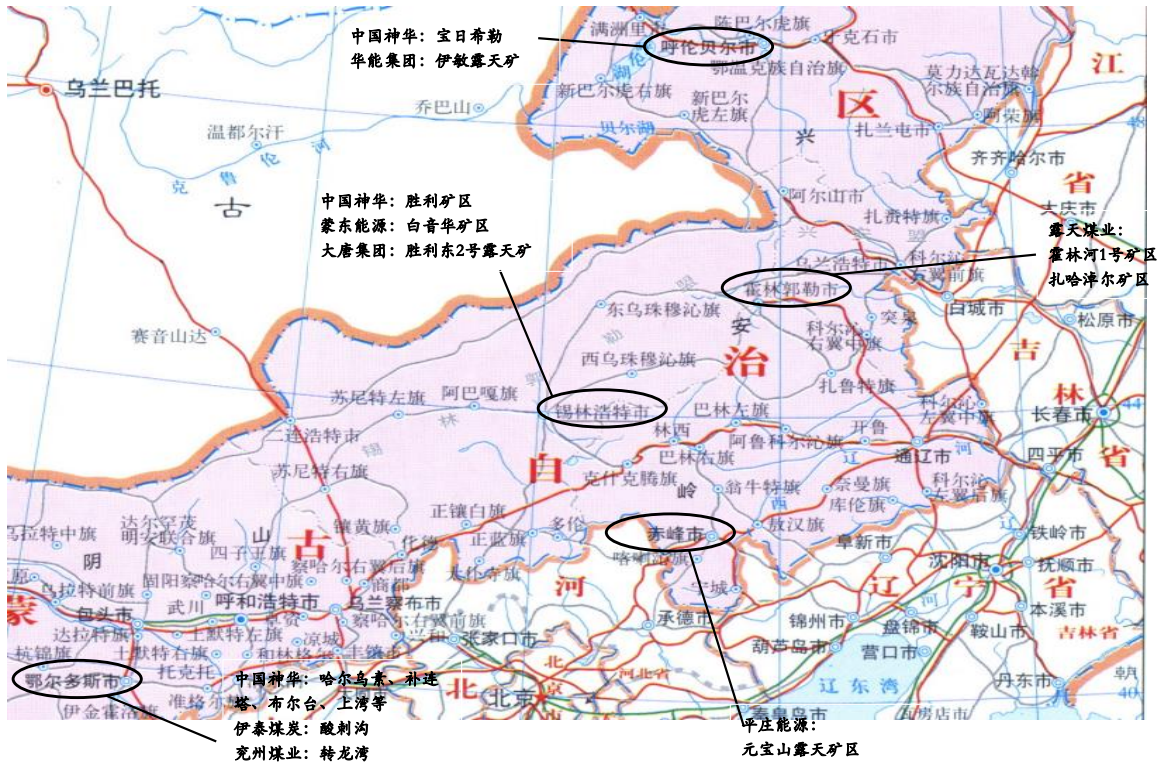
来源: wind、中泰证券研究所

■ **毗邻吉、辽两省、竞争对手少，区位优势形成天然护城河。**由于褐煤不易储存和运输，因此远距离运输的损耗和运输费用很高，导致销售半径不大。从地理位置上说，内蒙古东部煤炭调入东北地区在经济上是最合适且最合理的。我们梳理了蒙东地区主要矿区和大型（超过 1000 万吨产能）煤矿资源：

- **鄂尔多斯地区：煤炭资源丰富，但不构成竞争关系。**主要包括神华的哈尔乌素（3500 万吨）、补连塔（2800 万吨）、布尔台（2000 万吨）以及上湾煤矿（1600 万吨）；神华集团的黑岱沟煤矿（3400 万吨）；伊泰煤炭的酸刺沟煤矿（1800 万吨）；兖州煤业的转龙湾煤矿（1000 万吨）等大型煤矿。但由于鄂尔多斯离东北地区较远，因此煤炭销往华北地区居多，不构成与露天煤业的竞争关系。
- **赤峰市：构成竞争关系，但竞争能力有限。**主要是平庄能源的元宝山露天矿区，离辽宁省较近，构成与露天煤业的竞争关系，但除元宝山露天矿外（800 万吨）没有其他大型煤矿，竞争能力较为有限。
- **霍林郭勒：**主要是露天煤业的霍林河 1 号露天矿和扎哈淖尔露天矿共 4600 万吨产能。
- **锡林郭勒盟：**离东北不远，与公司构成在吉林、辽宁省竞争关系。主要包括蒙东能源的白音华矿区（2、3 号共计 2900 万吨），但为避免同业竞争两矿经销权已被蒙东能源委托给露天煤业。神华的胜利矿区（2000 万吨）、大唐集团的胜利东 2 号露天矿（1000 万吨）也位于这一区域。
- **呼伦贝尔市：主要销往黑龙江省。**呼伦贝尔市位置在蒙东地区最上端，毗邻黑龙江省，煤炭大部分销往黑龙江省。主要包括神华的宝日希勒露天矿（3500 万吨）和华能集团的伊敏露天矿（2200 万吨）。

■ 综上所述，黑龙江省市场目前主要被神华的宝日希勒露天矿和华能的伊敏露天矿覆盖，而真正与公司构成在吉林、辽宁两省煤炭市场竞争关系的只有神华的胜利矿区、大唐的胜利东 2 号露天矿和平庄的元宝山矿区，而这其中公司的 4600 万吨产能是最大的（是第二名神华胜利矿区产能的 2.3 倍），吉、辽二省的褐煤龙头地位几乎难以撼动，优越的区位优势是公司第二道天然护城河。

图表 27：蒙东、东北地区大型煤矿（矿区）位置及产能一览



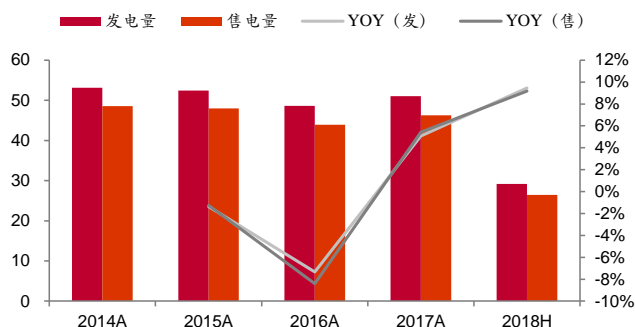
来源：国家能源局公告、中泰证券研究所

电力业务：火电为基，积极布局新能源发电

火电机组利用小时数企稳回升，电力主要销往东北电网辽宁分部

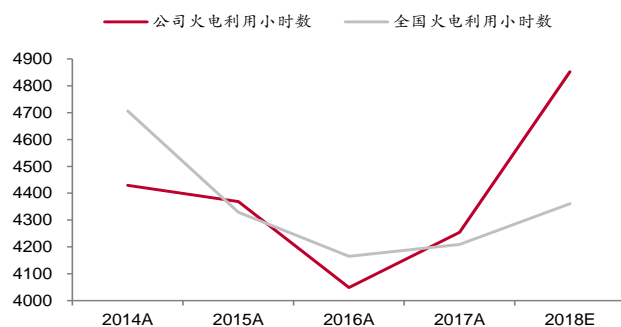
- **火电机组利用小时数企稳回升。**目前公司火力发电机组主要是全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司的 2×600MW 国产亚临界直接空冷凝汽式燃煤发电机组。从近年来公司发售电量计算得出的火电机组利用小时数数据看，2015-2016 年受到水电持续替代等因素影响，公司火电机组利用小时数和全国火电利用小时数一样呈现下降态势。2017 年开始由于水电出力不理想叠加下游需求韧性较强，公司火电利用小时数企稳回升，2018 年上半年同比增加 210 小时。受此影响，近两年公司发售电量呈现上升态势。考虑到火力发电的稳定性不可或缺、火电机组超低排放有望逐步完成、新能源发电存在刚性约束问题，未来火电需求依然不悲观，公司发售电量（利用小时数）仍有望维持在高位。

图表 28：2014-2018H 公司发售电量情况（亿千瓦时）



来源：wind、中泰证券研究所

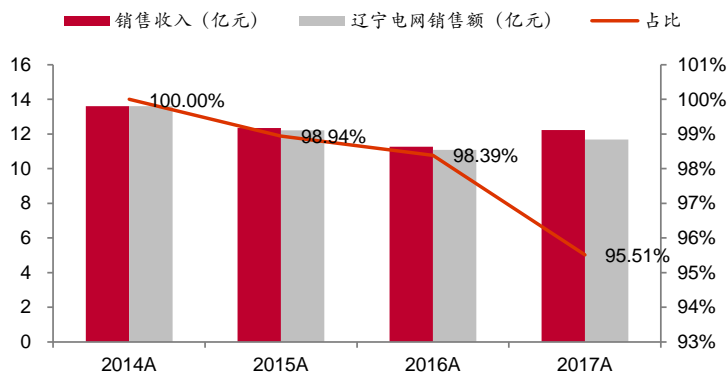
图表 29：2014-2018 公司和全国火电利用小时数



来源：wind、中泰证券研究所（公司 2018 年火电小时数为半年度数据年化）

- **电力主要销往东北电网辽宁分部。**公司的 2×600MW 国产亚临界直接空冷凝汽式燃煤发电机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组，所发电量基本都销往东北电网辽宁分部。从近几年数据看，国家电网东北分部一直是公司的第一大客户，公司每年对其销售额占到电力业务总收入的 95% 以上。

图表 30：辽宁电网销售额占电力营收比重一直在 95% 以上



来源：公司公告、中泰证券研究所

内蒙地区风光资源丰富，未来新能源发电有望持续发力

- **内蒙地区风光资源丰富，项目装机规模大。**近年来公司一直积极布局新能源发电业务。目前公司新能源项目基本集中在内蒙地区，另有两个风电项目位于山西地区。从装机量上看，由于山西地区属于风力发电 IV 类区，风力资源较为匮乏，因此山西的两个风电项目（山西吕梁交口县棋盘山 99.5MW 风电项目、山西朔州右玉县高家堡 100MW 风电项目）装机量都不算很大。相比之下，公司在内蒙的风电项目目前有乌兰察布风电基地一期项目（600 万千瓦，2019 年 4 月公司公告称要转让）、别力古台项目（450MW）、2018 年 4 月收购的四王子旗 200MW、阿拉善左旗 100MW 和二连新能源转让的 100MW 风电项目，上述项目均位于风电 I 类区，风能资源极为丰富；在内蒙的光伏项目目前有达拉特 1、4 号项目（1 号 100MW、4 号 200MW）、扎哈淖尔煤业扎鲁特旗阿日昆都楞风电场内一、二期光伏项目（一期 10MW、二期 10MW）、2018 年 4 月收购的四王子旗 100MW、阿拉善左旗 50MW、苏尼特右旗 60MW、二连新能源转让的 50MW 光伏项目，项目基本位于光伏 I 类区，太阳能资源也极为丰富。

图表 31：公司新能源发电项目梳理

项目名称	所属公司	性质	所在地	持股比例	规划容量	项目进度
乌兰察布风电基地一期600万千瓦示范项目	内蒙古察哈尔新能源有限公司	风力发电	内蒙古乌兰察布	51%	600万千瓦	已核准，2019年4月拟转让
别力古台风电项目	阿巴嘎旗绿能新能源有限公司	风力发电	内蒙古锡林郭勒盟	100%	450MW（一期225MW）	2017年10月开工
四子王旗200MW风电项目、四子王旗100MW光伏项目	中电投（内蒙古西部）新能源有限公司（曾）	风力发电、光伏发电	内蒙古	100%	-	2018年4月收购
阿拉善左旗100MW风电、50MW光伏发电项目和50MW光热项目	中电投蒙西阿拉善左旗新能源有限公司（曾）	风力发电、光伏发电	内蒙古	100%	-	2018年4月收购
蒙西新能源公司苏尼特右旗60MW光伏项目；二连新能源拟转让100MW风电项目、50MW光伏项目等在建工	中电投蒙西二连新能源有限公司（曾）	风力发电、光伏发电	内蒙古	100%	-	2018年4月收购
交口棋盘山99.5MW风电工程项目	交口县棋盘山新能源有限公司	风力发电	山西吕梁	100%	99.5MW	2019年1月并网
右玉高家堡风电场100MW工程项目	右玉县高家堡新能源有限公司	风力发电	山西朔州	100%	100MW	2019年3月开工
达拉特光伏发电应用领跑基地2017年1号、4号项目	达拉特旗那仁太新能源有限公司	光伏发电	内蒙古鄂尔多斯	100%	1号10万千瓦、4号20万千瓦	2018年12月并网
一期光伏发电	扎哈淖尔煤业扎鲁特旗阿日昆都楞风电场	光伏发电	内蒙古通辽	100%	10MW	已投产
二期光伏发电	扎哈淖尔煤业扎鲁特旗阿日昆都楞风电场	光伏发电	内蒙古通辽	100%	10MW	2017年4月开工

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **盈利能力较强、未来有望逐步贡献业绩。**虽然当前风力、光伏发电存在补贴滑坡问题，但从当前公司新能源发电在建工程看，风电项目基本均于 2019 年前完成开工，补贴滑坡问题不严重（均为 0.47 元/千瓦时）；达拉特光伏项目已经于 2018 年 12 月并网，可以享受 0.55 元/千瓦时的标杆电价。唯一可能受补贴滑坡影响的是目前还没开工建设的乌兰察布一期工程，但据公司 2019 年 4 月发布的公告显示公司正在考虑转让该项目。在补贴预计不受太大影响的情况下，公司新能源发电业务的盈利能力理论上应该会超过火电业务，对提升整个电力业务的盈利能力将会有很大裨益。考虑到风电场建设工期一般在 2-3 年、大型光伏电站的建设则大致在几个月左右，因此未来 2 年内公司新能源发电项目有望陆续投产并网、逐步贡献业绩。

电解铝业务：全业务一体化最后拼图

购买霍煤鸿骏 51% 股权，煤电铝一体化产业链打造完成

- 购买霍煤鸿骏 51% 股权获批。**2018 年 12 月 19 日，公司发布公告称证监会已经核准公司向蒙东能源发行 15,416.16 万股股份以及非公开发行股份募集配套资金不超过 133,000 万元购买蒙东能源所持有的霍煤鸿骏 51% 股权（作价为 270,516.25 万元，其中股份对价 139,516.25 万元、现金对价 131,000 万元），标志着公司此次重大资产收购接近尾声。本次收购完成后，蒙东能源仍为公司控股股东，但持股比将从 59.22% 下降至 57.97%。

图表 32：公司资产收购完成前后股权结构

股东名称	本次交易前		本次交易后（不考虑募集配套资金）		本次交易后（考虑募集配套资金）	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
蒙东能源	967,861,119	59.22%	1,122,022,721	62.73%	1,122,022,721	57.97%
其他投资者	666,517,354	40.78%	666,517,354	37.27%	666,517,354	34.44%
配套资金认购方	-	-	-	-	146,961,325	7.59%
合计	1,634,378,473	100.00%	1,788,540,075	100.00%	1,935,501,400	100.00%

来源：公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书、中泰证券研究所

- 收购资产市净率低于上市公司、市盈率低于同类型电解铝上市公司。**经测算，公司收购的霍煤鸿骏市净率为 1.20（净资产 44.3 亿元、总资产 158.5 亿元），低于公司目前 1.35X 的市净率，同时也低于同类型电解铝上市公司市净率；市盈率为 35.29（收购价格为 27.05 亿元、2018 年归母净利润为 0.77 亿元），虽低于公司的 8.2X 市盈率，但远好于同类型电解铝上市公司（很多处于亏损状态），说明收购资产较为优质。

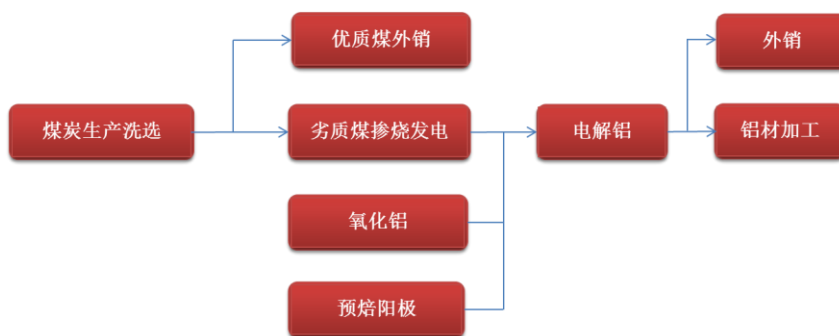
图表 33：收购资产与露天煤业及电解铝公司估值对比

公司名称	PB(LF)	PE(TTM)
露天煤业	1.35	8.20
霍煤鸿骏	1.20	35.29
焦作万方	1.41	-26.50
神火股份	1.76	-47.25
中国铝业	1.29	90.76

来源：wind、中泰证券研究所（股价为 2019 年 4 月 8 日）

- 煤电铝一体化产业链打造完成。**霍煤鸿骏的主营业务包括生产销售铝锭及多种铝产品产品、售电、供热等，共有电解铝产能 121 万吨（实际已运营投产的产能为 86 万吨，另外 35 万吨产能尚在建设中），同时拥有自备电装机 210 万千瓦（其中火电 180 万千瓦，风电 30 万千瓦）。其中，售电和供热业务主要来自于生产铝产品的自备电厂发热发电。本次收购前，由于霍煤鸿骏的自备电厂用煤基本由露天煤业供应，因此霍煤鸿骏长期位居公司前 5 大客户之一。此次收购完成后，公司基本打通了从上游煤炭生产洗选到中游燃煤发电最后到下游加工电解铝、进一步加工铝材的全业务一体化产业链，减少关联交易的同时各业务生产效率有望进一步提升、协同优势有望逐渐显现。

图表 34: 公司煤电铝一体化产业链结构

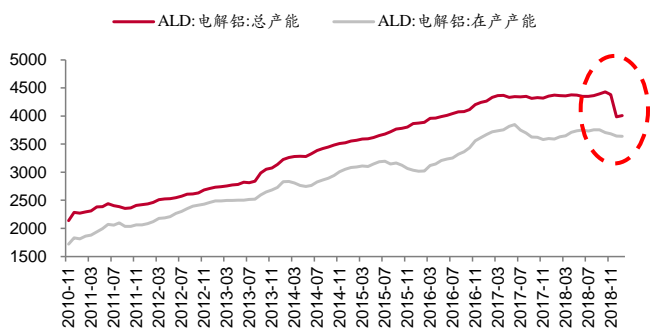


来源: 公司公告、中泰证券研究所

供需有望逐步匹配, 电解铝价格预计稳步上涨

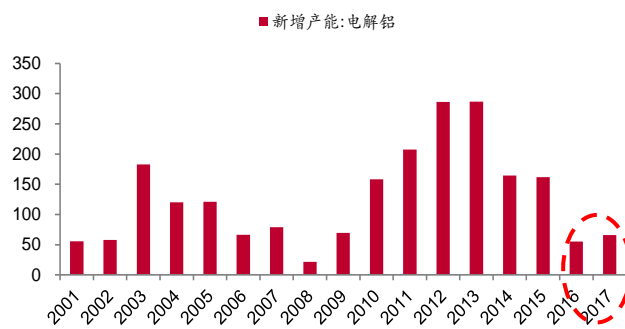
- **电解铝价格预计稳步上涨。**随着 2015-2016 年行政去产能、2017 年关停违规产能, 近年来电解铝供需格局已经发生显著好转, 但目前仍然处于产能过剩状态。展望未来, 我们认为**电解铝供需有望继续逐步走向匹配, 电解铝价格预计将因此稳步上涨。**原因如下:
 - **供给侧: (1) 严控新增产能方面,**随着 2016 年《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》出台, 2016-2017 年国内电解铝新增产能显著下降, 目前国内电解铝总产能大致在 4000 万吨左右, 在产产能大致在 3600 万吨左右, 我们预计未来总增量将会控制在 600 万吨以内。**(2) 淘汰产能方面, 政策端上**《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》要求电解铝行业产能必须严格遵守减量置换原则; **行业端上**由于目前电解铝全行业亏损, 因此行业内也存在自发去产能行为; 映射到数据端就是 2018 年下半年国内电解铝总产能大幅下滑、在产产能小幅下滑, 而不管是政策端(减量置换)还是行业端的自发去产能行为在电解铝供给过剩的背景下仍然有望延续。

图表 35: 国内电解铝总产能及在产产能情况 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

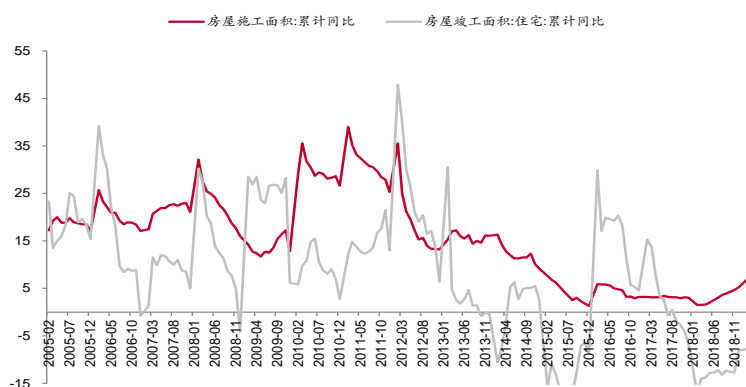
图表 36: 国内新增电解铝产能情况 (万吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- **需求侧: 2019 年房地产中后端持续发力,**去年由于融资困难导致房地产链资金紧张引发的中后端投资施工环节进展比较慢的问题今年正在逐步解决, 房屋施工、竣工面积累计同比不断上升, 用于中后端装修的铝材需求预计将会持续上升。

图表 37: 房地产施工、竣工面积累计同比

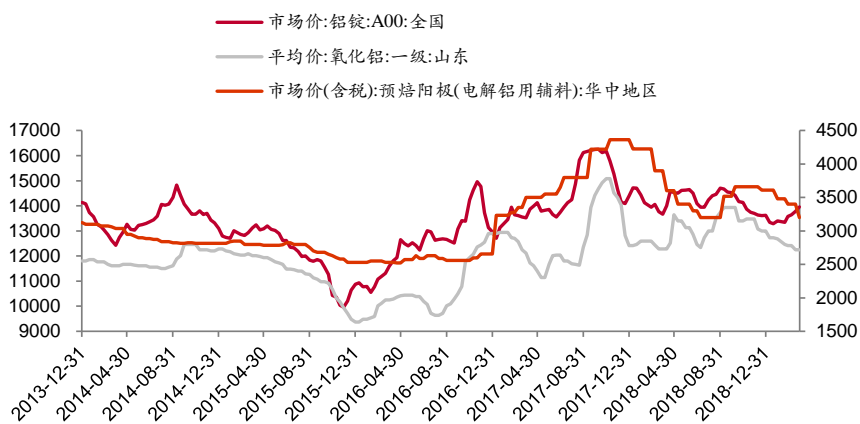


来源: wind、中泰证券研究所

自备电厂+低廉煤价、电力成本具备优势

- **三类成本构成电解铝主要生产成本。**目前,生产电解铝的成本主要分为三类:氧化铝、预焙阳极和电力成本。一般来说,生产 1 吨电解铝需要消耗 1.92 吨氧化铝、0.5 吨预焙阳极和 13500 千瓦时电力。其中,氧化铝供货主体较多、市场货源充足,公司采购价格主要随行就市,氧化铝市场价格则主要受电解铝价格传导并存在一定滞后,可控性不高。

图表 38: 电解铝、氧化铝和预焙阳极价格走势(元/吨)



来源: wind、中泰证券研究所

- **自备电厂+低廉煤价,发电成本具有优势。**铝工业是有色金属工业中最主要的电力消费领域,因此电力供应基本决定了电解铝企业的长期竞争优势。从电力成本看,霍煤鸿骏用电成本具备两重优势。第一重优势是其铝生产用电基本可由自备电厂供应,相比用电来自外购电的铝企电力供应更有保障且电力成本更低;第二重优势在于霍煤鸿骏投资建设选址时,即看中了露天煤业的充足煤炭产品供给优势。露天煤业供给的煤炭基本为低热值煤,价格相比其他燃煤电厂用煤更为低廉。

投资策略：给予“买入”评级

- 我们预计未来随着煤炭价格持续中高位、新能源发电项目逐步投产、霍煤鸿骏并表贡献业绩，公司未来业绩有望进一步改善。我们测算公司2018-2020年EPS分别为1.24、1.40、1.45元，当前股价对应PE分别为7.8X/6.9X/6.7X，给予公司“买入”评级。

图表 39：露天煤业利润表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5,501	7,589	7,873	8,475	8,666
增长率	-1.5%	38.0%	3.7%	7.6%	2.2%
营业成本	-3,530	-4,294	-4,256	-4,504	-4,585
% 销售收入	64.2%	56.6%	54.1%	53.1%	52.9%
毛利	1,971	3,295	3,617	3,971	4,081
% 销售收入	35.8%	43.4%	45.9%	46.9%	47.1%
营业税金及附加	-602	-894	-866	-932	-953
% 销售收入	11.0%	11.8%	11.0%	11.0%	11.0%
营业费用	-20	-23	-24	-26	-26
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-228	-215	-220	-237	-243
% 销售收入	4.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	1,120	2,162	2,507	2,775	2,859
% 销售收入	20.4%	28.5%	31.8%	32.7%	33.0%
财务费用	-134	-94	-75	-70	-65
% 销售收入	2.4%	1.2%	1.0%	0.8%	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%	1.1%	1.1%
营业利润	1,053	2,110	2,492	2,755	2,839
营业利润率	19.1%	27.8%	31.6%	32.5%	32.8%
营业外收支	-20	-2	-29	-9	-9
税前利润	1,033	2,108	2,462	2,746	2,829
利润率	18.8%	27.8%	31.3%	32.4%	32.7%
所得税	-127	-305	-360	-406	-420
所得税率	12.3%	14.5%	14.6%	14.8%	14.8%
净利润	827	1,763	2,042	2,300	2,380
少数股东损益	3	8	9	11	11
归属于母公司的净利润	824	1,755	2,033	2,290	2,369
净利率	15.0%	23.1%	25.8%	27.0%	27.3%

资产负债表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,297	1,822	4,304	5,456	8,554
应收款项	2,447	3,080	2,387	3,263	2,274
存货	350	323	292	334	277
其他流动资产	283	442	525	560	652
流动资产	4,377	5,667	7,508	9,613	11,757
% 总资产	31.4%	38.5%	46.5%	53.9%	60.2%
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%	32.5%	27.1%
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%	53.5%	46.1%	39.8%
资产总计	13,951	14,717	16,160	17,840	19,532
短期借款	2,693	2,181	2,155	2,155	2,155
应付款项	967	996	925	909	832
其他流动负债	249	345	414	497	596
流动负债	3,909	3,522	3,495	3,561	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	3,940	4,007	4,030
普通股股东权益	9,504	10,799	12,150	13,753	15,411
少数股东权益	52	61	70	80	91
负债股东权益合计	13,951	14,717	16,160	17,840	19,532

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.50	1.07	1.24	1.40	1.45
每股净资产(元)	5.81	6.61	7.43	8.41	9.43
每股经营现金净流(元)	0.64	1.27	2.15	1.39	2.59
每股股利(元)	0.30	0.30	0.37	0.42	0.43
回报率					
净资产收益率	8.67%	16.25%	16.73%	16.65%	15.37%
总资产收益率	5.93%	11.98%	12.64%	12.89%	12.18%
投入资本收益率	9.29%	17.42%	19.88%	24.41%	23.98%
增长率					
营业总收入增长率	-1.54%	37.96%	3.75%	7.65%	2.25%
EBIT增长率	30.70%	97.36%	14.60%	11.11%	3.17%
净利润增长率	54.34%	112.95%	15.85%	12.64%	3.45%
总资产增长率	-0.92%	5.49%	9.80%	10.39%	9.49%
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	14.1	13.3	12.7
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	299.6	257.3	230.6
偿债能力					
净负债/股东权益	13.94%	-16.70%	-23.58%	-43.23%	-31.11%
EBIT利息保障倍数	8.3	23.4	33.4	39.8	44.2
资产负债率	31.50%	26.22%	24.38%	22.46%	20.63%

现金流量表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	827	1,763	2,042	2,300	2,380
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	75	70	65
投资收益	-28	-33	-30	-30	-30
少数股东损益	3	8	9	11	11
营运资金的变动	-609	-793	663	-861	1,006
经营活动现金净流	1,053	2,068	3,518	2,268	4,233
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	-610	-687	-711
其他	-52	-783	-63	-70	-65
筹资活动现金净流	-543	-1,273	-673	-757	-776
现金净流量	162	478	2,483	1,152	3,098

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **（1）经济增速不及预期风险。**国内经济去杠杆，为的是防范化解重大风险，但是压缩了货币与财政政策空间，同时与美国贸易摩擦，都有可能引发国内经济需求不及预期的风险。
- **（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重要因素，但为了保供应稳价格，可能使得行政性调控手段存在力度过大风险。
- **（3）可再生能源持续替代风险。**国内水力发电的装机规模较大，若水力发电超预期增发则会引发对火电的替代。风电、太阳能、核电等新能源产业持续快速发展，虽然目前还没有形成较大的规模，但长期的替代需求影响将持续存在，目前还处在量变阶段。

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。