

2019年04月23日

公司研究●证券研究报告

露天煤业 (002128.SZ)

公司快报

2019 年业绩锁定能力强

投资要点

- ◆ **2018 年归母净利润同比增长 15.53%:** 2018 年公司实现营业总收入 82.30 万元, 同比增长 8.44%; 实现归属于上市公司股东的净利润 20.27 亿元, 同比增长 15.53%; 公司毛利率为 44.54%, 同比提升 1.0 个百分点; 净利率为 24.63%, 同比提升 1.5 个百分点, EPS 为 1.24 元, 符合我们年中的预期和业绩预告。2018 年公司不分红不转增。
- ◆ **煤炭量价小幅回升拉动盈利增长:** 2018 年公司煤炭产、销量分别为 4713 万吨和 4710 万吨, 同比分别增长 2.59% 和 2.53%, 吨煤销售价格为 139 元, 同比上涨 3.5%, 吨煤成本 77 元, 同比上升 2.27%。
- ◆ **电力板块盈利回升:** 2018 年公司售电量为 264329.45 万千瓦时, 同比增加 8.28%, 度电价格为 0.27 元, 同比上升 2.19%, 度电成本 0.17 元, 同比上升 4.10%, 电力板块毛利率为 36.13%, 实现毛利润 4.89 亿元, 同比增长 7.18%。电力板块分别贡献收入和毛利的比重为 16.43% 和 18.93%, 均创公司进入电力业务以来新高。
- ◆ **东北地区煤炭供需缺口加大, 公司议价能力进一步增强:** 公司褐煤的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, 2014 年以来公司前五大客户的销售额占公司煤炭销售的比重在 70% 左右; 东北三省是受去产能影响最大的区域之一, 2018 年东三省煤炭净调入 2.12 亿吨, 较 2017 年增加同比增长 14.60%, 占 2018 年净调入总增量的比重为 13.72%, 辽宁、吉林分别是全国第 4 和第 9 大煤炭净调入省份, 随着东北调入依存度的增加, 公司议价能力进一步增强, 2018 年公司在吉林、辽宁的煤炭销售毛利率分别为 46.66% 和 42.36%, 均创历史新高。
- ◆ **2019 年煤炭售价锁定能力强, 盈利增长确定性强:** 公司煤价合同占比高, 波动远远低于市场煤价, 并滞后于市场价格变动。公司预计 2019 年煤炭价格上调带来净利润的提升为 5.3 亿元, 扣除复垦绿化、环保等成本后, 预计增加归母净利 2.25 亿元, 按照新股本摊薄后新增 EPS 0.126 元。
- ◆ **电解铝业务成本优势明显, 并将增加公司业绩弹性:** 公司采取发行股份和支付现金方式, 共计 27.05 亿元收购霍煤鸿骏 51% 的股权, 包括霍煤鸿骏 121 万吨电解铝生产线和 210 万千瓦装机容量的自备电厂, 目前公司正在办理重组股份过户事宜。按照公司发电成本推算, 电解铝成本优势明显, 同时电解铝的高弹性将增加公司的业绩弹性, 公司预计电解铝业务 2019 年贡献归母净利 1.49 亿元, 按照收购完成后的股本计算折合 EPS 为 0.08 元。
- ◆ **布局风电和光伏等新能源领域:** 2018 年设立了达拉特旗那仁太新能源有限公司、内蒙古白音华满都拉铝电有限公司和内蒙古察哈尔新能源有限公司, 同时对右玉县高家堡新能源有限公司和交口县棋盘山新能源有限公司进行增资, 投资建设达拉特光伏发电应用领跑基地 2017 年 1 号、4 号项目和交口棋盘山风电场 99.5MW 工程

煤炭 | 动力煤 III

投资评级

增持-A(维持)

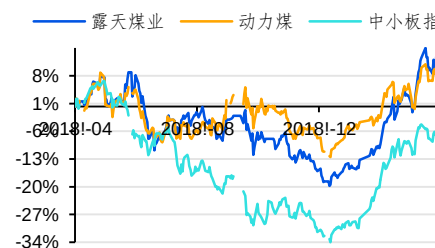
股价(2019-04-22)

9.71 元

交易数据

总市值 (百万元)	15,869.81
流通市值 (百万元)	15,869.81
总股本 (百万股)	1,634.38
流通股本 (百万股)	1,634.38
12 个月价格区间	0.00/10.29 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.27	-0.7	17.73
绝对收益	7.06	30.51	10.7

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: 成本控制良好, 东北地区销售毛利率大幅提升 2018-08-09

露天煤业: 业绩锁定能力强, 外延扩张潜力大 2018-04-11

项目。

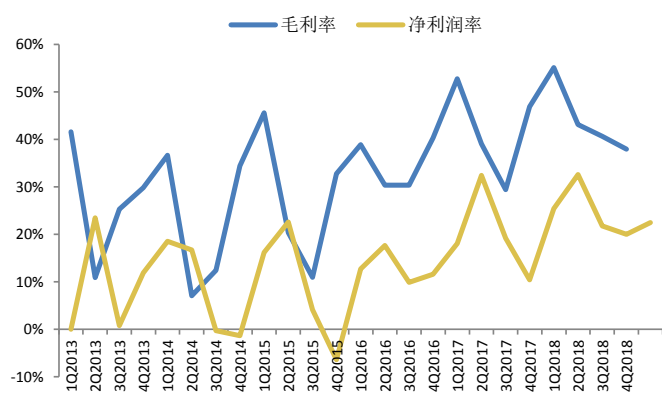
- ◆ **投资建议：**我们按照鸿骏全年并表和最新股本计算公司业绩，摊薄后 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.30、1.39 和 1.48 元。净资产收益率分别为 12.0%、11.8%和 10.0%，维持增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**根据 2018 年国家生态环境部公告，公司露天矿共占用、损毁草原面积 67400 亩，2013 年以来复垦面积仅 1483 亩，未来土地复垦投资仍可能侵蚀利润；蒙东地区新批复煤矿较多，未来可能侵蚀公司传统市场；霍煤鸿骏并表时间和在建项目投产时间的不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7,588.8	8,229.7	19,235.3	20,911.8	23,826.2
同比增长(%)	38.0%	8.4%	133.7%	8.7%	13.9%
营业利润(百万元)	2,069.3	2,420.9	2,916.2	3,136.2	3,373.7
同比增长(%)	112.4%	17.0%	20.5%	7.5%	7.6%
净利润(百万元)	1,754.6	2,027.0	2,323.6	2,482.8	2,653.2
同比增长(%)	113.0%	15.5%	14.6%	6.9%	6.9%
每股收益(元)	1.07	1.24	1.30	1.39	1.48
PE	9.0	7.8	7.5	7.0	6.5
PB	1.5	1.3	0.9	0.8	0.7

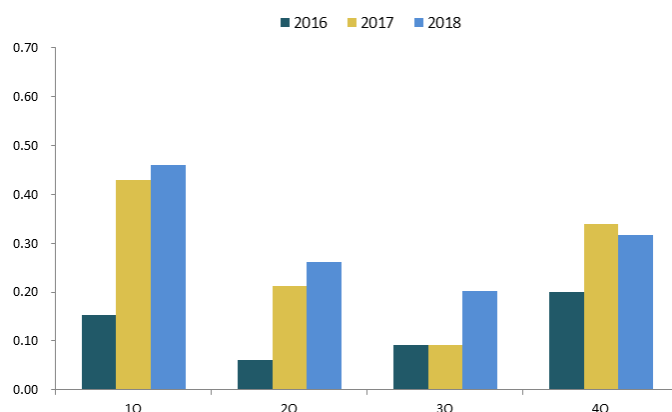
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2013-2018 年公司分季度毛利率和利润率



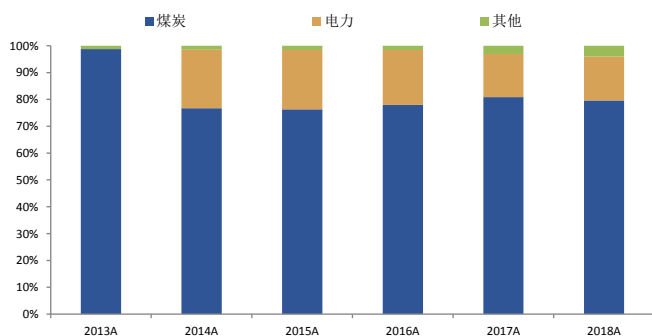
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 2: 2016-2018 单季度 EPS 单位: 元



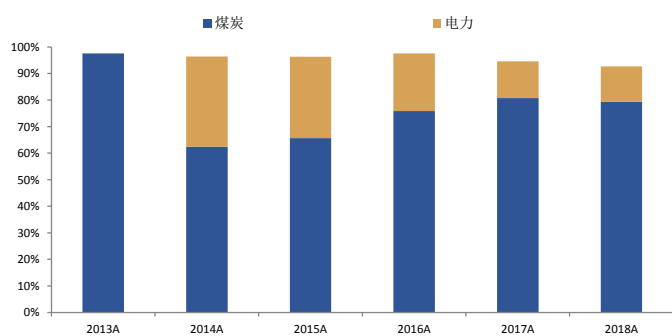
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2013-2018 年公司收入构成



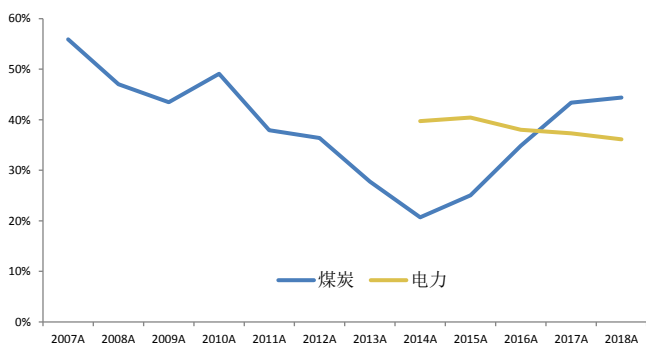
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 4: 2013-2018 年公司毛利构成



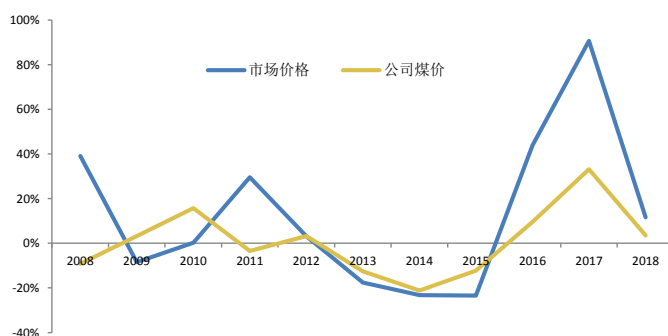
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 5: 2007-2018 年公司煤炭、电力毛利率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 2007-2018 年公司价格与市场煤价波动幅度



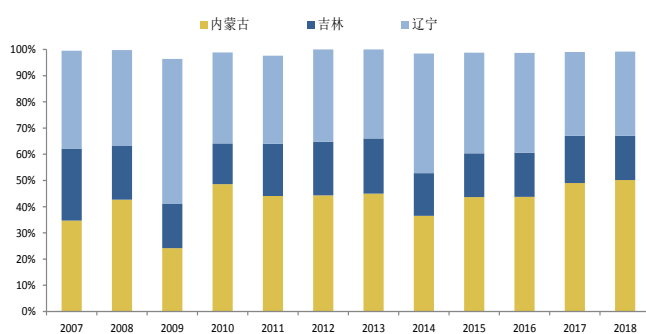
资料来源: 煤炭资源网, 公司公告, 华金证券研究所

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	2018
产量	4666	4281	4594	4713
产量 YoY	1.41%	-8.25%	7.31%	2.59%
销量	4660	4278	4594	4710
销量 YoY	1.26%	-8.20%	7.39%	2.53%
吨煤价格	91	100	134	139
吨煤价格 YoY	-12.24%	9.57%	33.20%	3.73%
吨煤成本	69	65	76	77
吨煤成本 YoY	-17.05%	-4.81%	15.79%	1.32%
吨煤毛利	23	35	58	62
吨煤毛利 YoY	6.20%	52.61%	65.73%	6.90%

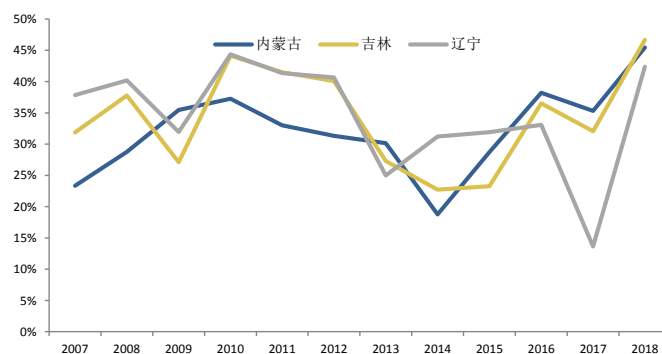
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 7: 2007-2018 年公司分区域销售份额



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 8: 2007-2018 年公司分区域毛利率



资料来源: 煤炭资源网, 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

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,588.8	8,229.7	19,235.3	20,911.8	23,826.2
减:营业成本	4,294.3	4,564.2	13,665.4	14,855.1	17,179.4
营业税费	893.9	945.8	1,927.0	2,143.5	2,427.9
销售费用	23.1	28.7	59.6	69.7	77.2
管理费用	215.2	332.9	534.7	591.8	674.3
财务费用	93.6	76.9	189.9	184.6	182.5
资产减值损失	8.0	22.1	15.1	18.6	16.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	33.4	156.9	72.6	87.6	105.7
营业利润	2,069.3	2,420.9	2,916.2	3,136.2	3,373.7
加:营业外净收支	-1.7	-36.7	-18.0	-18.8	-24.5
利润总额	2,067.5	2,384.2	2,898.2	3,117.4	3,349.2
减:所得税	304.9	346.5	428.9	467.6	502.4
净利润	1,754.6	2,027.0	2,323.6	2,482.8	2,653.2

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,821.6	1,760.4	6,732.4	7,319.1	8,339.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,070.4	2,686.6	8,021.9	3,348.5	9,982.0
应收票据	1,009.9	1,355.1	3,626.2	1,798.6	4,600.9
预付帐款	163.8	163.0	1,148.5	118.3	1,329.6
存货	323.2	341.3	1,966.3	366.7	2,333.5
其他流动资产	278.1	300.6	215.5	264.7	260.3
可供出售金融资产	23.2	34.7	26.4	28.1	29.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	486.3	618.0	618.0	618.0	618.0
投资性房地产	15.7	14.2	14.2	14.2	14.2
固定资产	6,796.9	6,587.6	8,014.8	8,970.5	9,439.0
在建工程	283.4	2,164.9	3,331.9	4,265.5	5,012.4
无形资产	642.0	621.5	593.8	566.1	538.5
其他非流动资产	803.1	1,067.8	1,312.3	1,624.2	1,866.0
资产总额	14,717.5	17,715.7	35,622.1	29,302.5	44,363.1
短期债务	2,181.0	1,748.5	2,538.5	3,463.2	4,435.9
应付帐款	857.1	1,174.7	4,358.5	1,635.7	5,542.8
应付票据	-	-	1,305.2	328.7	471.7
其他流动负债	484.3	673.1	912.2	564.7	1,058.0
长期借款	309.6	1,733.9	6,983.7	1,879.4	5,625.6
其他非流动负债	26.3	24.2	25.3	25.3	24.9
负债总额	3,858.4	5,354.4	16,123.3	7,897.0	17,159.0
少数股东权益	60.6	67.2	212.9	379.9	573.4
股本	1,634.4	1,634.4	1,788.4	1,788.4	1,788.4
留存收益	9,092.8	10,629.5	17,497.5	19,237.2	24,842.4
股东权益	10,859.1	12,361.4	19,498.8	21,405.5	27,204.2

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,762.7	2,037.7	2,323.6	2,482.8	2,653.2
加:折旧和摊销	792.6	765.9	933.4	1,138.4	1,312.3
资产减值准备	8.0	22.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	106.4	97.9	189.9	184.6	182.5
投资损失	-33.4	-156.9	-72.6	-87.6	-105.7
少数股东损益	8.1	10.7	145.7	166.9	193.6
营运资金的变动	-792.4	-872.0	-5,628.6	4,720.1	-8,312.4
经营活动产生现金流量	2,067.8	1,792.1	-2,108.7	8,605.2	-4,076.5
投资活动产生现金流量	-316.4	-2,282.6	-3,419.0	-2,914.1	-2,395.9
融资活动产生现金流量	-1,273.4	409.3	10,499.7	-5,104.3	7,492.5

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	38.0%	8.4%	133.7%	8.7%	13.9%
营业利润增长率	112.4%	17.0%	20.5%	7.5%	7.6%
净利润增长率	113.0%	15.5%	14.6%	6.9%	6.9%
EBITDA 增长率	58.2%	9.3%	26.8%	10.4%	9.2%
EBIT 增长率	97.4%	14.0%	24.6%	6.9%	7.1%
NOPLAT 增长率	92.0%	15.8%	24.0%	6.7%	7.1%
投资资本增长率	1.2%	21.3%	61.2%	-15.1%	52.1%
净资产增长率	13.6%	13.8%	57.7%	9.8%	27.1%
盈利能力					
毛利率	43.4%	44.5%	29.0%	29.0%	27.9%
营业利润率	27.3%	29.4%	15.2%	15.0%	14.2%
净利润率	23.1%	24.6%	12.1%	11.9%	11.1%
EBITDA/营业收入	38.4%	38.7%	21.0%	21.3%	20.4%
EBIT/营业收入	28.8%	30.3%	16.1%	15.9%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	26.2%	30.2%	45.3%	27.0%	38.7%
负债权益比	35.5%	43.3%	82.7%	36.9%	63.1%
流动比率	1.61	1.84	2.38	2.21	2.33
速动比率	1.52	1.74	2.17	2.14	2.13
利息保障倍数	23.38	32.43	16.36	17.99	19.48
营运能力					
固定资产周转天数	332	293	137	146	139
流动营业资本周转天数	104	121	107	102	112
流动资产周转天数	238	268	265	301	303
应收帐款周转天数	89	104	100	98	101
存货周转天数	16	15	22	20	20
总资产周转天数	680	709	499	559	557
投资资本周转天数	505	519	318	333	339
费用率					
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	2.8%	4.0%	2.8%	2.8%	2.8%
财务费用率	1.2%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
三费/营业收入	4.4%	5.3%	4.1%	4.0%	3.9%
投资回报率					
ROE	16.2%	16.5%	12.0%	11.8%	10.0%
ROA	12.0%	11.5%	6.9%	9.0%	6.4%
ROIC	17.4%	19.9%	20.4%	13.5%	17.0%
分红指标					
DPS(元)	0.30	-	0.39	0.42	0.45
分红比率	27.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	3.1%	0.0%	4.0%	4.3%	4.6%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.07	1.24	1.30	1.39	1.48
BVPS(元)	6.61	7.52	10.78	11.76	14.89
PE(X)	9.0	7.8	7.5	7.0	6.5
PB(X)	1.5	1.3	0.9	0.8	0.7
P/FCF	16.5	20.7	44.1	11.8	-9.2
P/S	2.1	1.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	5.2	4.7	3.2	3.6
CAGR(%)	14.6%	11.8%	44.0%	14.6%	11.8%
PEG	0.6	0.7	0.2	0.5	0.6
ROIC/WACC	2.3	2.6	2.6	1.7	2.2

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