

露天煤业(002128)/煤炭开采

煤炭业务量价齐升,煤-电-铝-新能源同发展

评级: 买入(维持)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

Email: lijuns@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

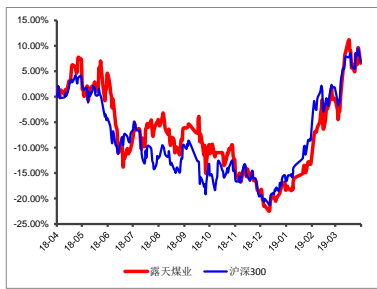
研究助理: 王瀚

Email: wanghan@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)	9.71
市值(百万元)	15,869.8
流通市值(百万元)	15,869.8

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 露天煤业跟踪点评: 2019年业绩指引继续增长,持续布局新能源领域
- 露天煤业2018年半年报点评: 煤炭业务量、价微升,火电业务业绩增量较大
- 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

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,589	8,230	8,820	9,039	9,265
增长率 yoy%	37.96%	8.44%	7.18%	2.49%	2.50%
净利润	1,755	2,027	2,261	2,381	2,491
增长率 yoy%	112.95%	15.53%	11.53%	5.33%	4.61%
每股收益(元)	1.07	1.24	1.38	1.46	1.52
每股现金流量	1.27	1.10	2.59	1.06	2.91
净资产收益率	16.25%	16.49%	16.33%	15.35%	14.43%
P/E	8.63	7.47	6.69	6.36	6.08
PEG	0.80	1.05	0.17	0.59	0.85
P/B	1.40	1.23	1.09	0.98	0.88

备注:

投资要点

- 公司披露2018年度报告:** 实现营业收入82.30亿元(+8.45%),归属于上市公司股东净利润20.27亿元(+15.53%),其中Q1、Q2、Q3和Q4分别为7.5、4.3、3.3和5.2亿元,扣非后归属于上市公司股东净利润为18.99亿元(+12.41%),基本每股收益为1.24元/股(+15.89%),加权平均ROE达到17.56%(同比增加0.13个百分点)。
- 煤炭业务量价齐增,毛利率创历史新高,吨煤净利润43.8元/吨。** 报告期内,公司原煤产量为4713万吨,同比增加2.59%,销量4710万吨,同比增加2.53%,产销均有增长。公司煤炭销售均价139.04元/吨(+4.14%),吨煤生产成本为77.3元/吨(+2.3%),主因原材料、外委剥离费和职工薪酬增加。煤炭业务毛利率达到44.40%,创2007年上市以来新高。煤炭板块实现利润总额20.64亿元,占比约87%,完成计划利润的140.59%,折合吨煤净利润43.8元/吨(未扣除15%所得税)。根据公司业绩指引,2019年有望上调煤炭基础价,基于此,预计将使2019年度归属于母公司所有者的净利润增加5.3亿元左右,考虑公司其他复垦绿化、环保等成本因素影响,抵消后预计增加公司2019年度归属于母公司所有者的净利润2.25亿元左右。
- 火电产销量增加明显,单位成本有所上升,度电利润6.4分。** 报告期内,受益于强劲的用电需求,公司发电量55.95亿度(+9.59%),售电量50.13亿度(+8.28%),因燃料费同比增加12.13%和原材料同比增加21.54%,发电单位成本同比上涨0.7分/度至0.17元/度。度电售价0.27元/度(+2.19%),电力业务毛利率36.13%,同比下降1.17个pct。电力板块实现利润总额3.20亿元,完成计划利润的114.30%,折合度电利润6.4分/度(未扣除15%所得税)。
- 销售费用和管理费用有所增加,期间费用率略有增长。** 报告期内,销售费用0.29亿元,同比上升24.07%,系职工薪酬同比增加所致;管理费用3.33亿元,同比上升54.67%,系职工薪酬及租赁费同比增加所致;财务费用0.77亿元,同比下降17.83%,系贷款总额降低所致。三项期间费用率为5.33%,同比上升0.95pct,整体期间费用率略有增长。
- 收购优质电解铝资产,实现产业链延伸。** 公司发行股份及支付现金共计27.05亿元收购霍煤鸿骏51%的股权,收购市净率为1.20,低于同类型电解铝上市公司市净率(云铝为1.83、中铝为1.22),目前公司正在办理重组股份过户事宜。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,尽管霍煤鸿骏因债务问题未实现2018年度的预测净利润,但其坑口发电成本优势明显,未来发展向好,公司煤-电-铝一体化优势有望突显。
- 积极布局新能源板块,提高核心竞争力。** 2018年公司进一步拓展了新能源等业务: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;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;对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工程项目进行投资建设。公司以煤为核心,铝、电和新能源为重点,力争成为具有核心竞争力的综合能源企业。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司2019/20/21年实现归属于母公司股东净利润分别为22.6/23.8/24.9亿元(暂未考虑霍煤鸿骏并表),折合EPS分别是1.38/1.46/1.52元/股,当前9.26元股价对应PE分别为6.7/6.4/6.1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；水电出力过快等。

图表 1: 公司业务拆分详细

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭业务							
销售收入 (万元)	426,302.05	428,791.36	613,353.70	654,901.84	705,792.30	719,908.15	734,306.31
销售成本 (万元)	319,583.07	279,273.59	347,261.68	364,112.69	381,506.61	389,136.74	396,919.48
毛利 (万元)	106,719	149,518	266,092	290,789	324,286	330,771	337,387
生产量 (万吨)	4,666	4,281	4,594.00	4,713.00	4,700.00	4,700.00	4,700.00
销售量 (万吨)	4,660	4,278	4,594.00	4,710.00	4,700.00	4,700.00	4,700.00
吨煤价格 (元/吨)	91.48	100.23	133.51	139.04	150.17	153.17	156.24
YOY (%)	-12.2%	9.6%	33.2%	4.1%	8.0%	2.0%	2.0%
吨煤成本 (元/吨)	69	65	76	77	81	83	84
YOY (%)	-16.3%	-4.8%	15.8%	2.3%	5.0%	2.0%	2.0%
单位毛利 (元/吨)	23	35	58	62	69	70	72
毛利率 (%)	25.03%	34.87%	43.38%	44.40%	45.95%	45.95%	45.95%
电力业务							
销售收入 (万元)	123,392	112,573	122,228	135,254	142,760	149,898	157,393
销售成本 (万元)	73,517	69,798	76,635	86,387	89,886	88,828	87,441
毛利 (万元)	49,875	42,775	45,593	48,867	52,874	61,070	69,952
发电量 (万千瓦时)	524,264	485,867	510,556	559,514	587,490	616,864	647,708
YOY (%)	-1.36%	-7.32%	5.08%	9.59%	5%	5%	5%
销售量 (万千瓦时)	479,489	439,129	462,959	501,299	528,741	555,178	582,937
销售率 (%)	91.46%	90.38%	90.68%	89.60%	90.00%	90.00%	90.00%
单位售价 (元/千瓦时)	0.26	0.26	0.26	0.27	0.27	0.27	0.27
单位成本 (元/千瓦时)	0.15	0.159	0.17	0.17	0.17	0.16	0.15
单位毛利 (元/千瓦时)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12
毛利率 (%)	40.42%	38.00%	37.30%	36.13%	37.04%	40.74%	44.44%
其他业务							
其他业务收入 (万元)	8,971.00	8,715	23,300.41	32,811	33,467	34,136	34,819
其他业务成本 (万元)	3,011.0	3,956	5,534.50	5,916	6,035	6,155	6,279
其他业务毛利 (万元)	5,960.0	4,758.6	17,765.9	26,894.5	27,432.4	27,981.0	28,540.6
毛利率 (%)	66%	55%	76%	82%	82%	82%	82%
合计							
营业收入 (万元)	558,665	550,079	758,882	822,967	882,019	903,943	926,518
YOY (%)	-11%	-2%	38%	8%	7%	2%	2%
营业成本 (万元)	396,111	353,028	429,431	456,416	477,427	484,121	490,639
YOY (%)	-14%	-11%	22%	6%	5%	1%	1%
毛利 (万元)	162,554	197,051	329,451	366,550	404,592	419,822	435,880
毛利率 (%)	29.10%	35.82%	43.41%	44.54%	45.87%	46.44%	47.04%

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)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,589	8,230	8,820	9,039	9,265	货币资金	1,822	1,760	3,714	4,082	7,438
增长率	38.0%	8.4%	7.2%	2.5%	2.5%	应收款项	3,080	4,125	2,000	4,026	1,893
营业成本	-4,294	-4,564	-4,774	-4,841	-4,906	存货	323	341	348	324	330
% 销售收入	56.6%	55.5%	54.1%	53.6%	53.0%	其他流动资产	442	380	496	455	588
毛利	3,295	3,666	4,046	4,198	4,359	流动资产	5,667	6,607	6,559	8,887	10,250
% 销售收入	43.4%	44.5%	45.9%	46.4%	47.0%	% 总资产	38.5%	37.3%	37.2%	44.7%	48.6%
营业税金及附加	-894	-946	-1,014	-1,040	-1,065	长期投资	525	667	666	663	662
% 销售收入	11.8%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	固定资产	6,798	6,588	6,343	6,084	5,805
营业费用	-23	-29	-31	-32	-32	% 总资产	46.2%	37.2%	36.0%	30.6%	27.5%
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	642	621	622	622	620
管理费用	-215	-333	-353	-362	-371	非流动资产	9,051	11,109	11,070	10,987	10,859
% 销售收入	2.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	% 总资产	61.5%	62.7%	62.8%	55.3%	51.4%
息税前利润 (EBIT)	2,162	2,358	2,648	2,766	2,890	资产总计	14,717	17,716	17,629	19,874	21,109
% 销售收入	28.5%	28.7%	30.0%	30.6%	31.2%	短期借款	2,181	1,749	2,155	2,155	2,155
财务费用	-94	-77	-75	-70	-65	应付款项	996	1,536	736	1,233	629
% 销售收入	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	其他流动负债	345	312	369	437	519
资产减值损失	8	22	20	20	20	流动负债	3,522	3,596	3,260	3,825	3,303
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	310	1,734	419	419	419
投资收益	33	157	150	150	150	其他长期负债	26	24	25	25	26
% 税前利润	1.6%	6.5%	5.5%	5.3%	5.0%	负债	3,858	5,354	3,703	4,269	3,748
营业利润	2,110	2,460	2,743	2,866	2,995	普通股股东权益	10,799	12,294	13,846	15,513	17,257
营业利润率	27.8%	29.9%	31.1%	31.7%	32.3%	少数股东权益	61	67	79	92	105
营业外收支	-2	-37	-29	-9	-9	负债股东权益合计	14,717	17,716	17,629	19,874	21,109
税前利润	2,108	2,424	2,714	2,856	2,986	比率分析					
利润率	27.8%	29.5%	30.8%	31.6%	32.2%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-305	-347	-401	-422	-442	每股指标					
所得税率	14.5%	14.3%	14.8%	14.8%	14.8%	每股收益 (元)	1.07	1.24	1.38	1.46	1.52
净利润	1,763	2,038	2,273	2,394	2,504	每股净资产 (元)	6.61	7.52	8.47	9.49	10.56
少数股东损益	8	11	12	13	13	每股经营现金净流 (元)	1.27	1.10	2.59	1.06	2.91
归属于母公司的净利润	1,755	2,027	2,261	2,381	2,491	每股股利 (元)	0.30	0.30	0.41	0.44	0.46
净利率	23.1%	24.6%	25.6%	26.3%	26.9%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	16.25%	16.49%	16.33%	15.35%	14.43%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	11.98%	11.50%	12.89%	12.04%	11.86%
净利润	1,763	2,038	2,273	2,394	2,504	投入资本收益率	17.42%	19.92%	18.17%	20.97%	19.62%
加: 折旧和摊销	793	766	741	781	824	增长率					
资产减值准备	8	22	0	0	0	营业总收入增长率	37.96%	8.44%	7.18%	2.49%	2.50%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	97.36%	13.96%	11.44%	4.23%	4.31%
财务费用	106	98	75	70	65	净利润增长率	112.95%	15.53%	11.53%	5.33%	4.61%
投资收益	-33	-157	-150	-150	-150	总资产增长率	5.49%	20.37%	-0.49%	12.74%	6.22%
少数股东损益	8	11	12	13	13	资产管理能力					
营运资金的变动	-793	-1,070	1,296	-1,355	1,514	应收账款周转天数	89.4	105.9	85.0	82.0	80.0
经营活动现金净流	2,068	1,792	4,235	1,740	4,757	存货周转天数	16.0	14.5	14.1	13.4	12.7
固定资本投资	249	-1,642	-710	-710	-710	应付账款周转天数	57.9	74.4	55.0	50.0	45.0
投资活动现金净流	-316	-2,283	-589	-588	-588	固定资产周转天数	332.2	292.8	263.9	247.5	231.0
股利分配	-490	-490	-678	-714	-747	偿债能力					
其他	-783	900	-1,014	-70	-65	净负债/股东权益	6.73%	-1.65%	-10.63%	-30.99%	-27.86%
筹资活动现金净流	-1,273	409	-1,692	-784	-812	EBIT 利息保障倍数	23.4	32.4	37.0	41.4	46.5
现金净流量	478	-81	1,954	368	3,356	资产负债率	26.22%	30.22%	21.01%	21.48%	17.75%

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。