

## 煤炭开采

## 露天煤业 (002128.SZ)

## 首次评级

报告原因：业绩预告

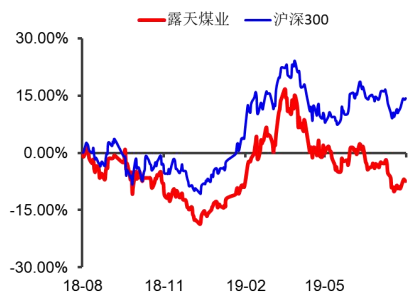
煤炭、电力业务延续增长，电解铝成营收主力

增持

2019年8月26日

公司研究/点评报告

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2019年8月26日

收盘价(元):	8.36
年内最高/最低(元):	10.13/7.06
流通A股/总股本(亿):	16.34/19.22
流通A股市值(亿):	136.60
总市值(亿):	160.64

## 基础数据：2019年6月30日

基本每股收益:	0.83
摊薄每股收益:	0.77
每股净资产(元):	8.38
净资产收益率:	10.08%

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

电话：0351-8686986

邮箱：zhangxu@sxzq.com

研究助理：

刘贵军：0351-8686775

邮箱：liuguijun@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 事件描述

➢ 公司发布2019年中报：报告期实现营业收入95.33亿元(+7.41%)，归母净利润13.75亿元(+11.75%)，其中Q1、Q2分别为7.98和5.77亿元，公司扣非损益后的归母净利润为13.67亿元(+9.55%)，每股收益0.83元/股(+10.67%)，加权平均ROE为10.39%(+1.55pct)。

## 事件点评

➢ **煤炭产品逆势涨价，煤炭业务业绩有保障。**公司地处蒙东，煤炭市场主要面对蒙东及东北三省，2016年以来供给侧改革带来东北三省的煤炭供需产生缺口，公司煤炭产品一直处于供不应求状态。同时，公司煤炭售价按照环渤海和锦州港价格指数调整，相对坑口煤价及附近港口煤价偏低严重，有上涨需要。报告期内公司吨煤售价上调至141.1元/吨，同比增长1.07%，而同期霍林郭勒褐煤坑口均价343元/吨，公司煤价仍折价近60%。报告期内受环保、安检影响，公司煤炭产销有所下滑(产2452万吨、销2463万吨，分别同减2.02%和1.93%)，但受价格上涨提振，煤炭业务营收实现34.75亿元，仅下跌0.88%，毛利实现17.51亿元，微降0.09%。随着下半年保供压力出现，公司产能利用率将有所提高，煤炭业务的业绩有保障。

➢ **新能源发电陆续投产，电力业务贡献增长。**公司现运营2\*600MW火电机组为东北地区主力调峰机组，受益坑口电厂低成本，盈利稳健。同时，2018年12月投产的达拉特光伏发电1、4号项目合计300MW容量以及2019年1月投产并网的交口县棋盘山99.5MW风电项目，为报告期内公司的电力业务带来新的增长。公司报告期内发电58.75亿千瓦时、售电52.87亿千瓦时，同比分别增长6.17%和2.56%。同时，收益于风电、光伏较高的上网电价，公司度电售价达到0.33元/千瓦时，同比增长29.07%，度电毛利润达到0.14元/千瓦时，同比增长18.83%。受上述两因素影响，电力业务上半年实现营收8.92亿元，同比增加32.38%；实现毛利3.71亿元，同增21.88%，成为公司业绩主要增长点。此外，目前公司在建项目包括阿巴嘎旗一期225MW风电项目、山西右玉高家堡100MW风电项目、以及苏尼特右旗1号集群风电、光伏项目，电力项目储备丰富。

➢ **电解铝成营收主力，受益于铝价上涨，霍煤鸿骏小幅盈利。**2019年5月17日，公司公告称霍煤鸿骏51%股权已完成过户。二季度以来，国



内电解铝供应出现阶段性短缺，主要消费地铝锭库存持续下降，铝价上涨，同时碳块价格逐渐回落，公司电解铝业务由扭亏为盈。报告期内公司电解铝产销量分别为 43.73 万吨和 43.06 万吨，同比分别增长 2.16%和 4.20%，实现营收 50.91 亿元，同增 1.63%，毛利实现 4.75 亿元，毛利率 9.33%。

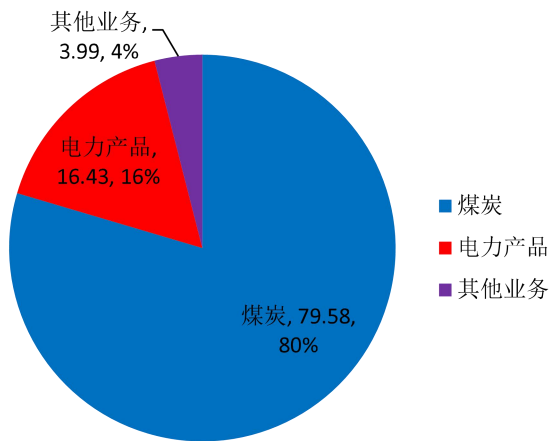
**投资建议**

➤ 我们预计公司 2019/2020/2021 年分别实现归属于母公司股东净利润 29.15/30.15/30.89 亿元，折合 EPS 分别是 1.63/1.69/1.73 元/股，当前 8.04 元股价，对应 PE 分别为 4.9/4.8/4.6 倍，首次评级给予“增持”评级。

**存在风险**

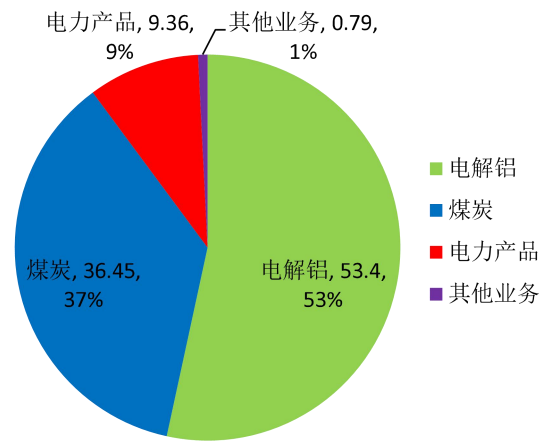
➤ 宏观经济低迷；煤炭消费下滑超预期；二级市场下跌超预期。

图 1：2018 年公司营业收入结构



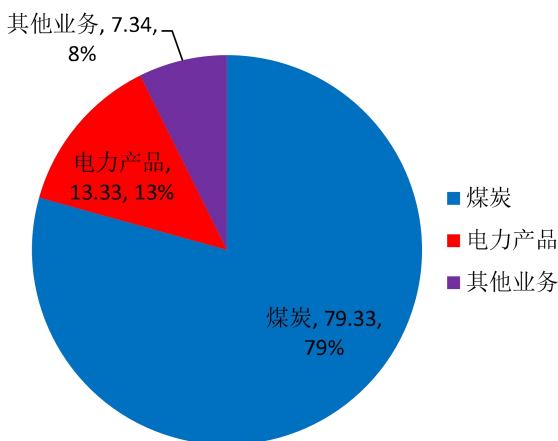
数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：2019 中报年公司营业收入结构



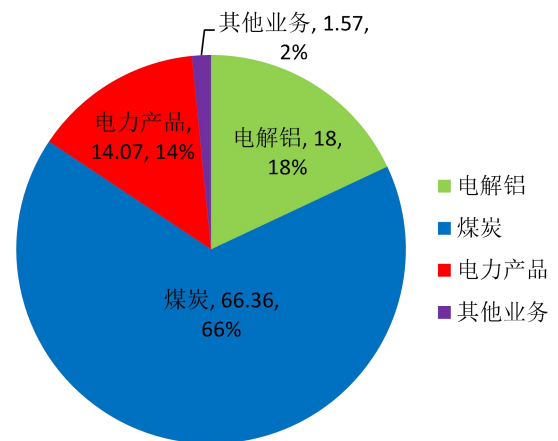
数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：2018 年年报公司毛利结构



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：2019 中报年公司毛利结构



数据来源：公司公告，山西证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	6,607	12,263	13,657	19,680	<b>营业收入</b>	8,230	19,307	19,809	20,304
现金	1,760	1,931	2,292	7,893	营业成本	4,564	13,997	14,375	14,749
应收账款	2,770	5,374	6,646	6,856	营业税金及附加	946	1,062	1,089	1,117
其他应收款	83	190	134	181	销售费用	29	66	66	69
预付账款	163	78	(10)	(70)	管理费用	333	709	697	760
存货	350	1,192	1,146	1,187	财务费用	77	191	203	142
其他流动资产	1,481	3,499	3,449	3,633	资产减值损失	22	21	(1)	1
<b>非流动资产</b>	11,109	12,194	12,332	12,414	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	618	666	666	666	投资净收益	157	150	150	150
固定资产	6,586	6,637	6,657	6,645	<b>营业利润</b>	2,421	3,410	3,530	3,616
无形资产	621	580	565	550	营业外收入	3	46	46	47
其他非流动资产	3,283	4,310	4,444	4,553	营业外支出	40	11	12	12
<b>资产总计</b>	17,716	24,457	25,989	32,094	<b>利润总额</b>	2,384	3,444	3,564	3,651
<b>流动负债</b>	3,596	7,727	7,397	11,260	所得税	347	517	535	548
短期借款	1,749	2,851	2,840	2,801	<b>净利润</b>	2,038	2,928	3,029	3,103
应付账款	1,175	3,413	3,195	3,557	少数股东损益	11	13	14	15
其他流动负债	673	1,463	1,362	4,902	<b>归属母公司净利润</b>	2,027	2,915	3,015	3,089
<b>非流动负债</b>	1,758	1,614	1,211	1,107	EBITDA	3,185	4,092	4,253	4,310
长期借款	1,734	1,734	1,334	1,234	EPS (元)	1.05	1.63	1.69	1.73
其他非流动负债	24	(120)	(123)	(126)					
<b>负债合计</b>	5,354	9,341	8,608	12,368	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	67	80	95	110	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1,634	1,786	1,786	1,786	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,251	1,656	1,656	1,656	营业收入	8.44%	134.60%	2.60%	2.50%
留存收益	9,378	11,594	13,844	16,175	营业利润	16.99%	40.86%	3.51%	2.46%
归属母公司股东权益	12,294	15,036	17,286	19,617	归属于母公司净利润	15.53%	43.79%	3.44%	2.44%
<b>负债和股东权益</b>	17,716	24,457	25,989	32,094	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	44.54%	27.50%	27.43%	27.36%
					净利率(%)	24.63%	15.10%	15.22%	15.21%
					ROE(%)	16.48%	19.37%	17.43%	15.73%
					ROIC(%)	19.43%	23.49%	18.04%	18.78%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.22%	38.19%	33.12%	38.54%
					净负债比率(%)	-3.18%	-0.58%	14.01%	-17.63%
					流动比率	1.84	1.59	1.85	1.75
					速动比率	1.74	1.43	1.69	1.64
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.51	0.92	0.79	0.70
					应收账款周转率	3.46	4.91	3.39	3.08
					应付账款周转率	8.73	8.42	5.99	6.01
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.05	1.63	1.69	1.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	(0.09)	1.11	3.65
					每股净资产(最新摊薄)	6.40	7.82	9.00	10.21
					<b>估值比率</b>				
					P/E	7.6	4.9	4.8	4.6
					P/B	1.3	1.0	0.9	0.8
					EV/EBITDA	3.95	4.17	3.35	1.95

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,792	(171)	2,124	7,008
净利润	2,038	2,915	3,015	3,089
折旧摊销	766	490	521	551
财务费用	98	191	203	142
投资损失	(157)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(1,007)	(3,652)	(1,478)	3,361
其他经营现金流	55	34	14	16
<b>投资活动现金流</b>	(2,283)	(398)	(375)	(375)
资本支出	0	(500)	(525)	(525)
长期投资	(132)	(48)	0	0
其他投资现金流	(2,151)	150	150	150
<b>筹资活动现金流</b>	409	769	(1,388)	(1,031)
短期借款	(433)	1,103	(11)	(39)
长期借款	1,424	0	(400)	(100)
普通股增加	0	151	0	0
资本公积增加	0	405	0	0
其他筹资现金流	(583)	(890)	(977)	(893)
<b>现金净增加额</b>	(81)	199	361	5,602

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：



太原

北京



太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层 北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
邮编：030002 国际中心七层  
电话：0351-8686981 邮编：100032  
<http://www.i618.com.cn> 电话：010-83496336