

2020年03月06日

露天煤业 (002128.SZ)

深度分析

一体两翼模式初成，稳健与弹性兼具

投资要点

- ◆ **公司煤炭的区域优势、高客户粘性和低价高毛利特点铸就业绩稳定器：**公司区域褐煤龙头，核定产能 4600 万，在蒙东地区排名第二，主要销往内蒙古和东北地区。东北地区是煤炭去产能后供应最紧缺的三大区域之一，2019 年吉、辽煤炭调入依存度分别 89%和 84%，分别较 2015 年提升 7 个和 13 个百分点；公司前 5 大客户占公司收入比重高达 56%，客户粘性强；公司煤炭销售以长协为主，波动远低于市场价格，露天开采成本低，吨煤毛利率处于行业前列。上述特点使公司煤炭板块业绩具有较强稳定性。
- ◆ **火电稳定，新能源项目进入收获期：**公司 2×600MW 燃煤发电机组属于东北电网主力调峰机组，销往东北电网辽宁分部。公司新能源项目进入收获期，2018 年底-2019 年初新增装机 299.5MW，新能源板块的收入占比由 2018 年的 2.89%增加到 19.15%，毛利占比由 7.73%增加到 34.30%。根据我们的测算，2020-2021 年新能源板块为公司 EPS 贡献为 0.15 元左右。公司青格洱新能源扎鲁特 100 万千瓦风电项目和阿拉善 400MW 风电项目分别于 2019 年 12 月 26 日和 2020 年 1 月 10 日获核准，均为特高压配套项目，预计上述项目将于 2022 年起贡献盈利。新能源业务已经成为公司一体两翼中的一翼。
- ◆ **电解铝成本优势明显，提供向上弹性：**2019 年 5 月电解铝业务并表，受益于自备电厂低成本优势，公司电解铝业务毛利率处于同行较高水平。电解铝处于去产能阶段，叠加下游房地产竣工期、汽车需求触底，未来供需格局有望好转。在假设其他条件的不变的情况下，电解铝价格变动 5%，公司盈利的变动幅度为 12.23%。电解铝行业处于底部区域，一旦回暖，将大大增加公司的业绩向上弹性。
- ◆ **投资建议：**预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.28、1.39 和 1.60 元，净资产收益率分别为 18.0%、16.6%和 16.3%，动态估值低于动力煤板块均值，重申增持-A 评级。
- ◆ **风险提示：**煤炭需求不及预期；环保复垦费用超预期；铝价上涨不及预期；新能源项目建设进度不及预期；新能源项目盈利低于预期。

煤炭 | 动力煤 III

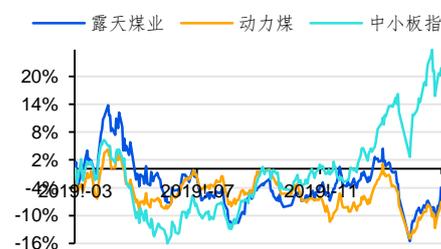
 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2020-03-05) **8.14 元**

交易数据

总市值 (百万元)	15,641.61
流通市值 (百万元)	13,303.84
总股本 (百万股)	1,921.57
流通股本 (百万股)	1,634.38
12 个月价格区间	6.99/10.29 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.27	-23.09	-24.09
绝对收益	12.28	-0.61	-1.28

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：2019 年业绩锁定能力强
 2019-04-23

 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

财务数据与估值

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,589	8,230	19,256	19,422	20,094
YoY(%)	38.0	8.4	134.0	0.9	3.5
净利润(百万元)	1,755	2,027	2,462	2,662	3,068
YoY(%)	113.0	15.5	21.5	8.1	15.3
毛利率(%)	43.4	44.5	26.5	27.6	28.5
EPS(摊薄/元)	0.91	1.05	1.28	1.39	1.60
ROE(%)	16.2	16.5	18.0	16.6	16.3
P/E(倍)	8.5	7.4	6.1	5.6	4.9
P/B(倍)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
净利率(%)	23.1	24.6	12.8	13.7	15.3

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、公司简介	6
(一) 历史沿革	6
(二) 股东情况	6
(三) 公司业务	7
二、煤炭业绩稳增，区域优势尽显	8
(一) 区域褐煤龙头，产能位处前列	8
1、蒙东主产褐煤，产能集中于特大型煤矿	8
2、公司产能核定 4600 万吨，居蒙东褐煤第二	9
3、集团资产有注入可能	11
(二) 东北市场供需缺口加大	11
1、东北落后产能累计退出多，未来退出空间仍较大	11
2、东北供需缺口增大，外调自内蒙古地区占比高达 90%+	13
(三) 低廉开采成本，毛利率居高位	14
1、低价褐煤，客户粘性强	14
2、受利于开采成本低，毛利率居行业前列	14
三、火电为基，积极发展新能源业务	16
(一) 火电营收增加，受利于量价双增	16
(二) 积极开拓新能源，项目投产顺利	17
1、布局风电、光电产业，积极增设子公司	17
2、新能源项目投产并网，未来将逐步贡献营收增量	18
四、“煤电铝”一体化产业链形成，电解铝业务提供业绩弹性	20
(一) 电解铝并表提升收入	20
(二) 煤电铝一体化形成，毛利率居行业前列	21
(三) 电解铝供需格局改观，盈利有望改善	22
五、盈利预测及投资建议	24
(一) 盈利预测假设	24
(二) 可比公司估值对比及投资建议	25
六、风险提示	26

图表目录

图 1：公司历史沿革	6
图 2：2015-2019H 公司分业务板块收入单位：万元	7
图 3：2015-2019H 公司分业务板块收入占比	7
图 4：2015-2019H 公司分业务板块毛利单位：万元	8
图 5：2015-2019H 公司分业务板块毛利率	8
图 6：2018 年内蒙矿区数及产能单位：个/万吨	9
图 7：2015-2018 内蒙前四大原煤生产产量及占比单位：万吨	9
图 8：2018 年小、中、大、型、特大型煤矿数量单位：个	9
图 9：2018 年小、中、大、型、特大型煤矿产能单位：万吨	9
图 10：蒙东地区煤炭产能示意图	11
图 11：2010-2018 年东三省煤炭关闭落后产能单位：万吨	12
图 12：2010-2018 年东北三省煤炭落后产能占比	12

图 13: 2018 年全国 30 万吨以下煤矿产能及数量单位: 万吨	12
图 14: 2018 年东北三省 30 万吨以下煤矿产能	12
图 15: 2015-2019E 东三省煤炭供需缺口单位: 万吨	13
图 16: 2015-2019E 东北三省煤炭对外依存度 (非自给率)	13
图 17: 2015-2019E 东北三省从蒙东煤炭调入量单位: 万吨	13
图 18: 2015-2019E 东北三省从蒙东调入煤炭数量占全部调入比重	13
图 19: 2015-2019H 煤炭板块收入、成本、毛利单位: 万元	14
图 20: 2015-2018 煤炭板块前四大客户销售额及占比单位: 万元	14
图 21: 2015-2019H 公司吨煤价格、成本、毛利单位: 元/吨	14
图 22: 2015-2019H 公司吨煤价格与市场价格对比单位: 元/吨	14
图 23: 行业内公司吨煤价格对比单位: 元/吨	15
图 24: 行业内公司吨煤成本对比单位: 元/吨	15
图 25: 行业内公司吨煤毛利对比单位: 元/吨	15
图 26: 行业内公司毛利率对比	15
图 27: 2014-2018 煤炭板块各成本单位: 万元	16
图 28: 2014-2018 公司煤炭板块各成本占比	16
图 29: 2014-2018 煤炭板块单位各成本单位: 元/吨	16
图 30: 2014-2018 原材料成本与变动拟合	16
图 31: 2014-2018 电力产量销量及增速单位: 万千瓦	17
图 32: 2014-2019H 电力收入、成本、毛利、毛利率单位: 万元	17
图 33: 2014-2018 公司电力主要销售客户销量及占比单位: 万元	17
图 34: 2014-2018 辽宁省用电量及增速单位: 万千瓦	17
图 35: 电力产销量及增速单位: 万千瓦时	19
图 36: 2017-2019H 公司火电、新能源分部毛利对比单位: 万元	19
图 37: 新能源分部收入、成本、毛利情况单位: 万元	19
图 38: 新能源分部收入、成本、毛利情况单位: 万元	19
图 39: 2019H 电解铝收入、毛利占比及增量占比	20
图 40: 2018-2019H 电解铝收入、成本、毛利、毛利率单位: 万元	20
图 41: 可比公司吨铝价格对比单位: 元/吨	21
图 42: 可比公司吨铝成本对比单位: 元/吨	21
图 43: 可比公司吨铝毛利对比单位: 元/吨	21
图 44: 可比公司毛利率对比	21
图 45: 2012-2019 年 10 月氧化铝产能、产量及增速单位: 万吨	22
图 46: 2012-19 年 10 月氧化铝前五大省产量及占比单位: 万吨	22
图 47: 2014-2019 年 12 月氧化铝价格单位: 元/吨	22
图 48: 2016-2019 年 12 月氧化铝库存单位: 万吨	22
图 49: 2010-2019 年 10 月电解铝产能、产量及增速单位: 万吨	23
图 50: 2016-2019 年 12 月电解铝库存单位: 万吨	23
图 51: 2008-2019 年电解铝消费及增速单位: 万吨	23
图 52: 2018H-2019H 电解铝下游需求	23
图 53: 2014-2019 年房地产竣工情况	24
图 54: 汽车产量及累计同比单位: 万辆	24
图 53: 2014-2019 年房地产竣工情况	26
图 54: 汽车产量及累计同比单位: 万辆	26

表 1: 内蒙古煤炭资源特征	8
表 2: 公司主要煤炭资产	9
表 3: 蒙东褐煤生产公司、矿区情况	10
表 4: 股东承诺注入的煤炭资产, 单位: 万吨	11
表 5: 煤炭行业去产能政策	12
表 6: 公司发电机组, 单位: MW	16
表 7: 公司新能源全资/控股子公司设立情况	17
表 8: 公司新能源项目建设情况 (截止到 2019 年中期)	18
表 9: 公司电解铝产能	20
表 10: 公司业绩对电解铝价格的敏感性分析 (假设成本等其他不变)	24
表 11: 公司盈利预测主要假设	25
表 12: 可比公司 PE 估值对比	25

一、公司简介

（一）历史沿革

公司成立于 2001 年 12 月 28 日，前身为霍林河矿务局，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。

2007 年 4 月 18 日在深圳主板上市。2014 年之前，公司主营业务为煤炭生产、加工与销售，煤炭销售收入占比高达 97%-99%；2014 年，公司收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司进入火电行业，2015 年开始对光伏、风电等新能源进行投资布局，2014 年-2018 年主营煤炭与电力业务；2019 年 5 月收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司，新增电解铝业务。

通过上述两次收购，公司借助自身煤炭资源打造低成本“煤-电-铝”一体化的业务模式。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，华金证券研究所

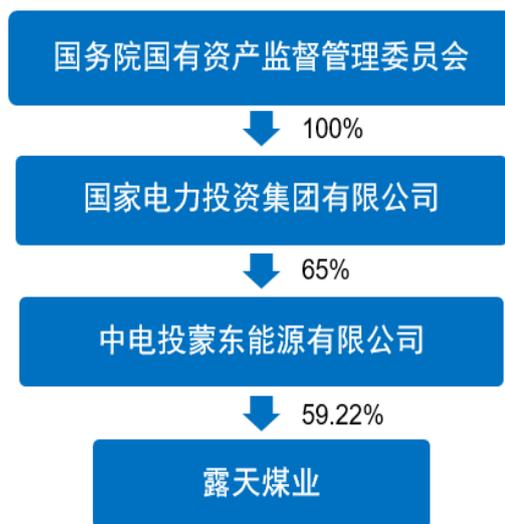
（二）股东情况

中电投蒙东能源集团有限公司（简称蒙东能源）持有公司股本比例为 59.22%，是公司的控股股东。

蒙东能源前身是中电投霍林河煤电集团有限责任公司（简称中电霍煤集团），2008 年 1 月经核准改名为中电投蒙东能源集团有限公司。

中电投蒙东能源集团有限公司是煤电铝一体化协同发展的大型现代能源集团企业，是国家重点建设煤炭企业之一，煤炭产销情况良好且规模较大，产能持续提升，开采机械化程度高。

图 2: 股权结构



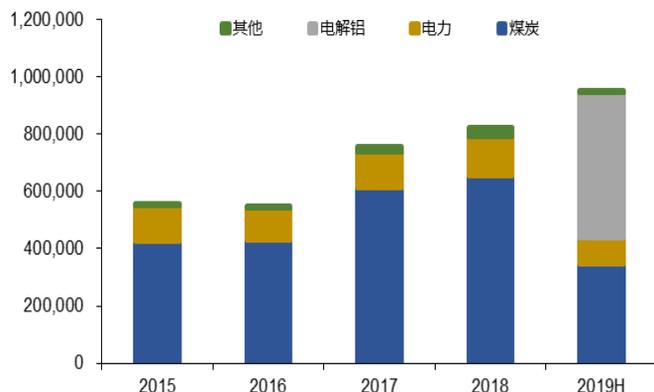
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(三) 公司业务

公司目前的主要业务板块分为煤炭、电解铝、电力三块, 主要的销售客户是国家电网-东北分部、内蒙古及东北的电力等。2015 年以来, 随着煤炭板块去产能、电力以及电解铝业务的布局, 公司营业收入、毛利规模整体呈现增加趋势。

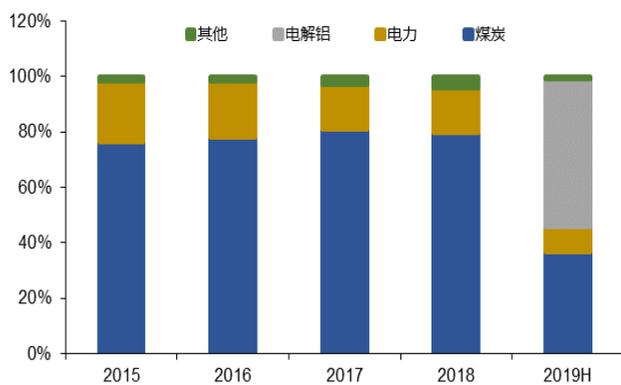
营业收入方面, 2019 年中期总规模达到 953,340.23 万元, 其中煤炭板块贡献 36.40%, 电解铝板块贡献 53.40%, 电力板块贡献 9.40%, 三大业务板块合计占比为 99.20%。与 2018 年之前有所不同, 新增的电解铝业务并表使得公司收入结构发生较大变化, 以煤炭为主、电力为辅的格局被打破。

图 2: 2015-2019H 公司分业务板块收入 单位: 万元



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 3: 2015-2019H 公司分业务板块收入占比

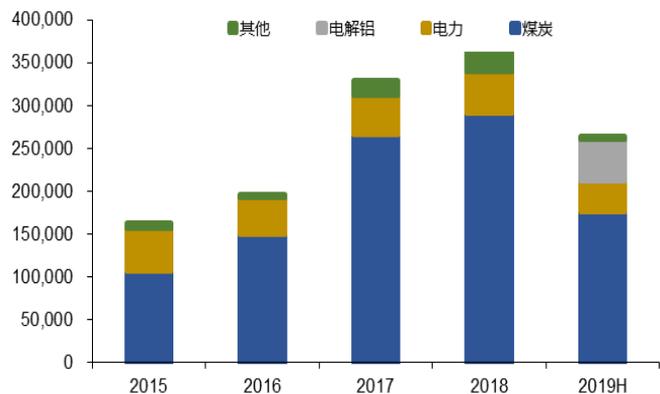


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2019 年中期, 公司实现毛利 26,388.27 万元, 其中煤炭板块占比为 66.36%, 电力板块占比为 14.07%, 电解铝板块占比为 18.00%, 煤炭仍是公司主要的利润来源。

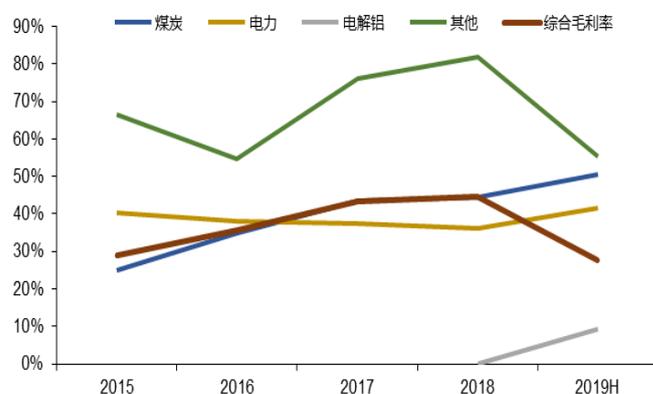
毛利率方面，煤炭板块与电力板块的毛利率均高于电解铝板块，同时 2019 年中期由于煤炭售价的提高以及新能源年初的投产使得毛利率较去年同期进一步上升。但由于电解铝 2019 年并表，毛利率只有 9.33%，导致综合毛利率有所下降。

图 4：2015-2019H 公司分业务板块毛利 单位：万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2015-2019H 公司分业务板块毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、煤炭：区域优势、客户优势和成本优势铸就稳定性

(一) 区域褐煤龙头，产能位处前列

1、蒙东主产褐煤，产能集中于特大型煤矿

内蒙古的煤炭资源分布具有鲜明的地域特征。蒙东的煤炭形成于白垩纪，主要分布在锡林郭勒盟、呼伦贝尔市、通辽市，主产褐煤，目标市场主要是蒙东地区及东北三省、河北北部个别地区；蒙西的煤炭形成于石炭二迭纪和侏罗纪双纪复合，主要分布在鄂尔多斯市、乌海市，主产长焰煤，目标市场是华北、东北、华东等地区。

表 1：内蒙古煤炭资源特征

地区	蒙西	蒙东
成煤年代	石炭二迭纪和侏罗纪双纪复合	白垩纪
煤种	长焰煤、少量焦煤、无烟煤	褐煤，呼伦贝尔市有少部分长焰煤
主要分布盟市	鄂尔多斯、乌海市	锡林郭勒、呼伦贝尔市
主要煤田	准格尔、东胜、卓子山	胜利、白音华、伊敏露天矿、霍林河矿区等
竞争格局	神华为主，民营地方矿为辅	大集团为主，特别以电力集团为主
目标市场	华北、东北、华东、华中、华南等地区	蒙东及东三省、河北北部个别地区

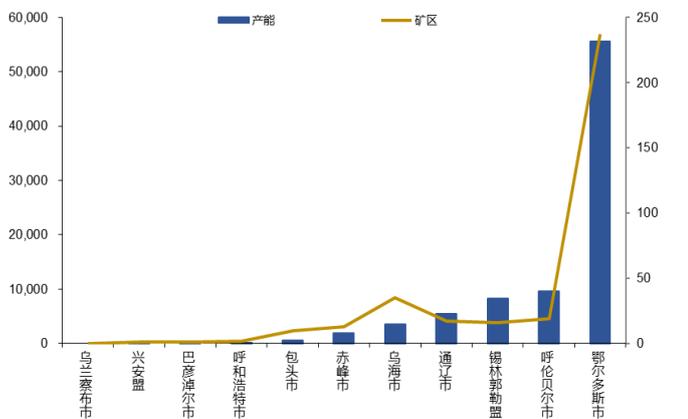
资料来源：煤炭资源网，华金证券研究所

2018 年内蒙古产能排名分别为鄂尔多斯市、呼伦贝尔市、锡林郭勒盟、通辽市、乌海市、赤峰市、包头市、呼和浩特市、巴彦淖尔市、乌兰察布市。2015-2018 年前四大产能区占全省产量均 90%以上，且呈现出上升的趋势。

根据矿井生产能力的大小，我国把矿井划分为大、中、小三类。大型矿井：120、150、180、240、300、400、500 及 500 万吨以上矿井，其中 300 万吨及其以上矿井又称为特大型矿井。中

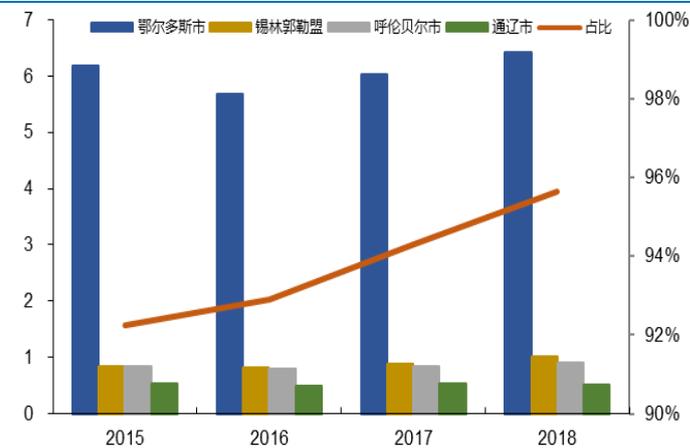
型矿井：45、60、90 万吨/年。小型矿井：生产能力 9、15、21、30 万吨/年。根据以上标准，我们发现蒙东地区煤矿数量分布均匀，但产能集中在特大型煤矿；蒙西地区数量分布集中在大型、中型煤矿，但产能集中在特大型煤矿。蒙东地区 30 万吨以下的煤矿数量为 11 处，涉及产能 330 万吨，未来落后产能退出较小。

图 6：2018 年内蒙古矿区数及产能 单位：个/万吨



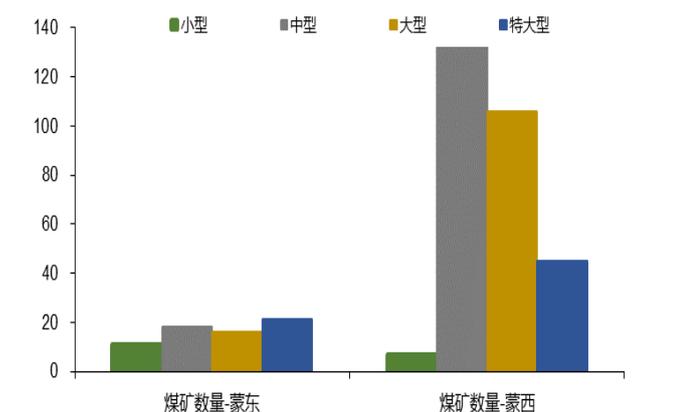
资料来源：省能源局，华金证券研究所

图 7：2015-2018 内蒙古前四大原煤生产产量及占比 单位：万吨



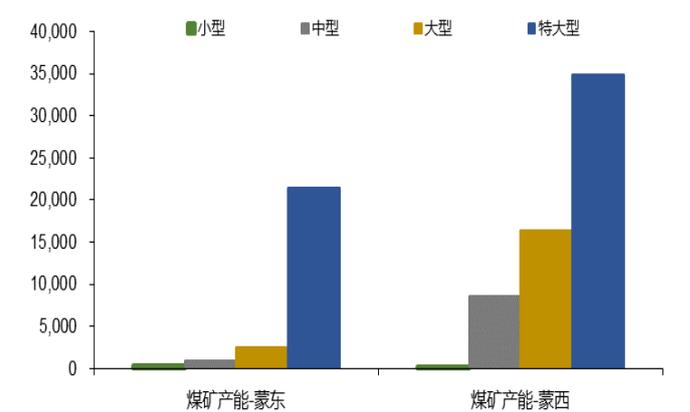
资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

图 8：2018 年小、中、大、型、特大型煤矿数量 单位：个



资料来源：省能源局，华金证券研究所

图 9：2018 年小、中、大、型、特大型煤矿产能 单位：万吨



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

2、公司产能核定 4600 万吨，居蒙东褐煤第二

露天煤业主要拥有两大煤矿区，所产煤均为褐煤，埋藏浅，开采方式为大型露天开采，在产产能合计 4600 万吨。煤矿区分别是霍林河矿区一号露天矿田（产能 2800 万吨）和扎哈淖尔露天矿田（产能 1800 万吨）。霍林河矿区一号露天矿田包括南露天矿（产能 1800 万吨）和北露天矿（产能 1000 万吨），其中北露天矿分为北露天矿一采区（300 万吨）、二采区（300 万吨）、三采区（400 万吨）。

表 2：公司主要煤炭资产

矿区	产能(万吨)	持股	权益产能(万吨)	剩余储量(亿吨)	剩余开采年限(年)
霍林河矿区一号露天矿田	2,800	100%	2,800	9.38	33.50
-南露天矿	1,800	100%	1,800	-	-

矿区	产能(万吨)	持股	权益产能(万吨)	剩余储量(亿吨)	剩余开采年限(年)
-北露天矿	1,000	100%	1,000	-	-
扎哈淖尔露天矿田	1,800	98%	1,764	10.28	57.12

资料来源:公司公告,华金证券研究所

露天煤业的两大矿区分布在通辽市,占通辽市总产能(5,395万吨)85.26%,占蒙东地区总产能(25,250万吨)18.22%。考虑蒙东地区的褐煤竞争情况,在赤峰市,以平庄能源为代表,公司产能为1370万吨,与公司产能相比,竞争较小;在呼伦贝尔市,以华能集团的伊敏露天矿(2,700万吨)、神华集团的宝日希勒矿区(3,500万吨)为代表,总产能为6,200万吨,但由于离黑龙江最近,主要销往黑龙江省,与公司竞争小;在锡林郭勒盟,以白音华煤田(6,500万吨)和胜利矿区(4,600万吨)为代表,扣除控股股东中电投蒙东能源集团白音华煤田二、三号露天矿2,900万吨产能,合计产能为8,200万吨。

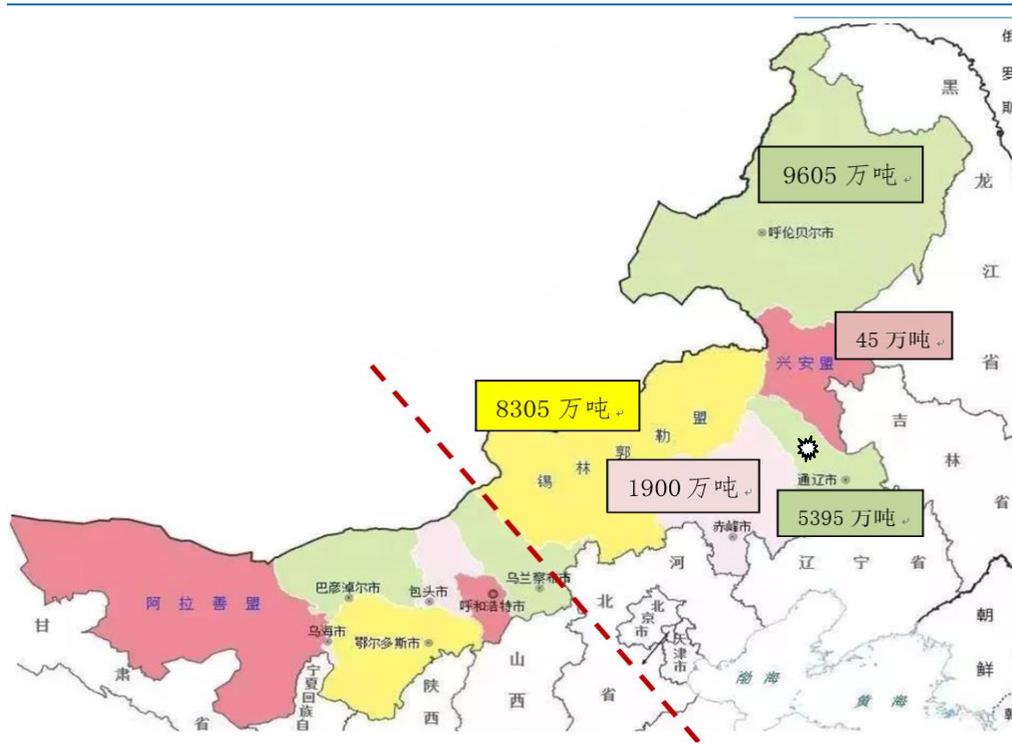
表3:蒙东褐煤生产公司、矿区情况

公司	煤田/矿区	名称	产能(万吨)	地区
华能集团	伊敏露天矿	伊敏露天矿	2,700	呼伦贝尔市
	西露天矿	西露天矿	120	赤峰市
	风水沟矿	风水沟矿	210	赤峰市
	老公营子矿	老公营子矿	120	赤峰市
平庄能源	六家矿	六家矿	120	赤峰市
	元宝山煤田	元宝山煤田	800	赤峰市
	霍林河矿区	一号露天矿田	2,800	通辽市
露天煤业	扎哈淖尔露天矿田	二号露天矿	1,800	通辽市
	白音华煤田	三号露天矿	1,400	锡林郭勒盟
中电投蒙东能源集团	白音华煤田	二号露天矿	1,500	锡林郭勒盟
	白音华煤田	一号露天矿	1,200	锡林郭勒盟
平庄煤业	白音华煤田	一号露天矿	1,200	锡林郭勒盟
阜新矿业	白音华煤田	四号露天煤矿	2,400	锡林郭勒盟
大唐集团	胜利矿区	大唐东二号矿	1,000	锡林郭勒盟
	胜利矿区	胜利西一号	2,000	锡林郭勒盟
神华集团	宝日希勒矿区	宝日希勒	3,500	呼伦贝尔市
	胜利矿区	胜利西三号	600	锡林郭勒盟
内蒙古能源发电投资集团	胜利矿区	胜利西二号	1,000	锡林郭勒盟

资料来源:公司公告,华金证券研究所

截至到2018年底,蒙东地区的矿区多达66处,产能25,250万吨。呼伦贝尔市、锡林郭勒盟、通辽市的产能排在前位,占蒙东地区煤炭产能92.3%。在锡林郭勒盟,2019年5月初大唐集团胜利矿区东二号矿(产能1,000万吨)停产、6月下旬内蒙古能源发电投资集团胜利西三号矿(产能600万吨)停产,7月开始神华集团胜利西一号矿(产能2,000万吨)受采掘场征地进度的影响大幅减产,煤炭供给紧张。

图 10: 蒙东地区煤炭产能示意图



资料来源: 百度地图, 华金证券研究所

3、集团资产有注入可能

集团白音华资产承诺达到盈利条件后注入。公司股东中电投蒙东能源集团承诺在旗下白音华煤田三号露天矿（产能 1,400 万吨）和白音华煤田二号露天矿（产能 1,500 万吨）完成相关审批手续且净资产收益率高于露天煤业后，启动资产注入工作。

表 4: 股东承诺注入的煤炭资产, 单位: 万吨

矿区	产能	持股比例	权益产能	状态	所属公司
白音华煤田二号	1,500	100%	1,500	在产	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司
白音华煤田三号	1,400	100%	1,400	在产	内蒙古白音华蒙东露天煤业有限公司

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) 东北市场供需缺口加大

1、东北落后产能累计退出多，未来退出空间仍较大

2016 年 2 月 5 日《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》的出台意味着煤炭行业去产能的正式开始。2019 年 5 月 9 日国家发改委、工业和信息化部、国家能源局发布《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》，要求加快退出落后和不安全的煤矿。

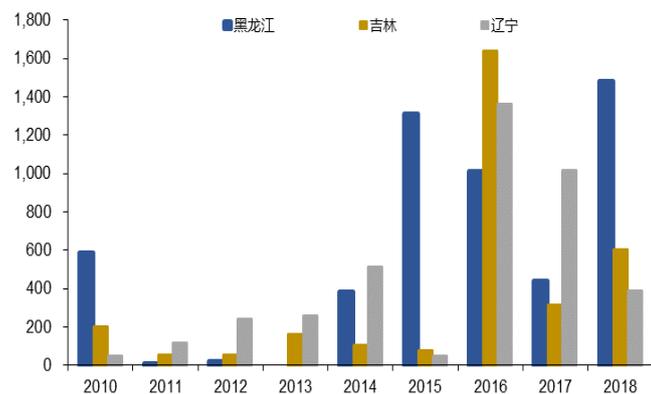
表 5: 煤炭行业去产能政策

时间	文件	具体规定
2016/2/5	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	近年来淘汰落后煤炭产能的基础上,从 2016 年开始,用 3 至 5 年的时间,再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右,较大幅度压缩煤炭产能,适度减少煤矿数量,煤炭行业过剩产能得到有效化解,市场供需基本平衡,产业结构得到优化,转型升级取得实质性进展。
2019/5/10	《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》	1、严格执法限期关闭一批。通过严格安全环保质量标准等措施,加快关闭退出不达标的 30 万吨/年以下煤矿。2019 年基本退出以下煤矿:晋陕蒙宁等 4 个地区 30 万吨/年以下、冀辽吉黑苏皖鲁豫甘青新等 11 个地区 15 万吨/年以下、其他地区 9 万吨/年 3 及以下的煤矿; 2、严格新建改扩建煤矿准入。停止核准以下煤矿:山西、内蒙古、陕西新建和改扩建后产能低于 120 万吨/年的煤矿,宁夏新建和改扩建后产能低于 60 万吨/年的煤矿,其他新建和改扩建后产能低于 30 万吨/年的煤矿;

资料来源: 新闻网, 华金证券研究所

东北地区本身以小煤矿为主,2016 年以来落后产能退出多,去产能力度很大。2016-2018 年期间,黑龙江累计关闭落后产能 4,246 万吨,吉林累计关闭落后产能 2,639 万吨,辽宁累计关闭落后产能 2,823 万吨,东北三省落后产能占全国落后产能关闭的比重也有所上升,分别为 12.67%、10.16%、18.00%。

图 11: 2010-2018 年东三省煤炭关闭落后产能 单位: 万吨



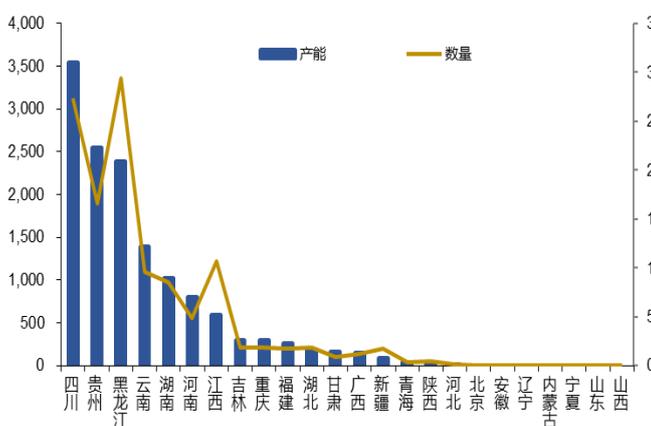
资料来源: 省能源局, 华金证券研究所

图 12: 2010-2018 年东北三省煤炭落后产能占比



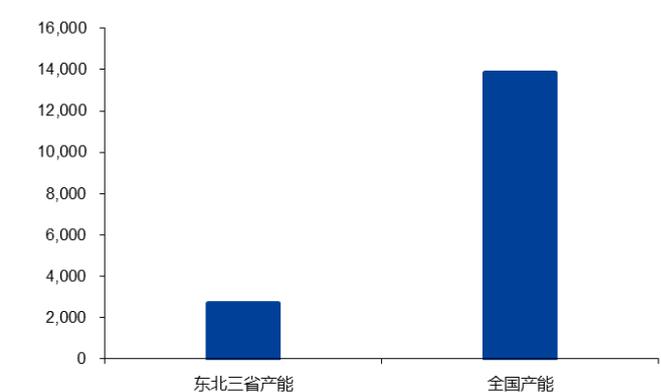
资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

图 13: 2018 年全国 30 万吨以下煤矿产能及数量 单位: 万吨



资料来源: 省能源局, 华金证券研究所

图 14: 2018 年东北三省 30 万吨以下煤矿产能



资料来源: 煤炭市场网, 华金证券研究所

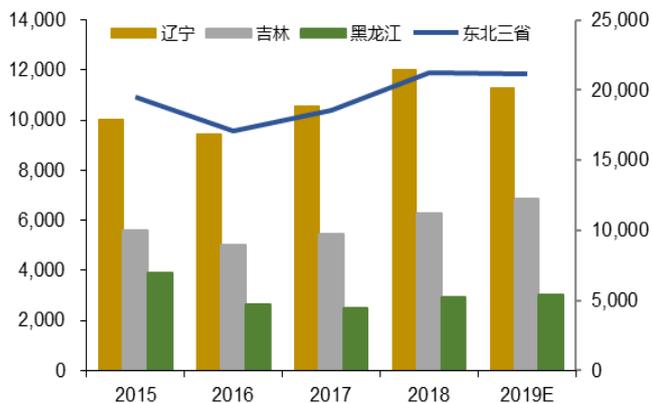
对于东北三省来说，辽宁产能为 30 万吨/年以下的煤矿数量为 0 处，产能为 0 万吨；吉林产能为 30 万吨/年以下的煤矿数量为 19 处，产能为 300 万吨；黑龙江产能为 30 万吨/年以下的煤矿数量为 294 处，产能为 2391 万吨。东北三省产能为 30 万吨/年以下的煤炭煤矿为 313 处，产能为 2691 万吨，占全国 30 万吨/年以下煤矿的产能比重为 19.42%，东北地区落后产能进一步关闭的空间较大。

2、东北供需缺口增大，外调自内蒙古地区占比高达 90%+

随着东北煤炭资源的枯竭以及去产能推进，东北三省煤炭的供需缺口逐渐地增大，对外依存度高。2016 年以来，东北三省煤炭供需缺口增大，2019 年预计达到 2.12 亿吨。以煤炭非自给率衡量对外依存度，东北三省煤炭对外依存度高，2015 年-2019 年均在 60%-70% 区间。2019 年预计对外依存度为 69.02%，较 2015 年上升约 5.92%。

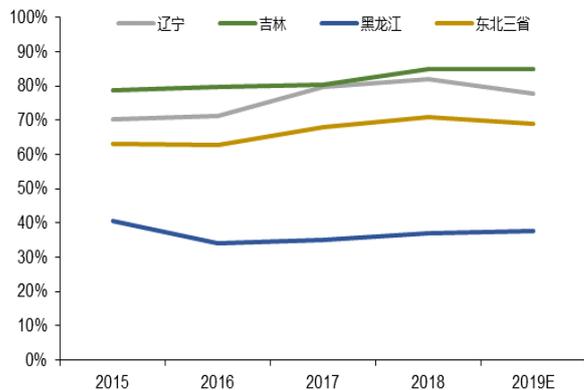
东北地区煤炭外调主要来自内蒙古，占全部地区调入煤炭数量的比重长期维持在 90%-91% 之间的水平。东北三省从内蒙古地区调入煤炭量从 2015 年来一直增加，2019 年预计达到 19,054 万吨，较 2015 年增加 1,374 万吨。2018 年以前，东北三省主要从内蒙古调入煤炭，少量来自于山西、河北，2019 年以来新增贵州、陕西、云南等地，但体量均很小，对从内蒙古地区调入煤炭的格局影响极小。

图 15：2015-2019E 东三省煤炭供需缺口 单位：万吨



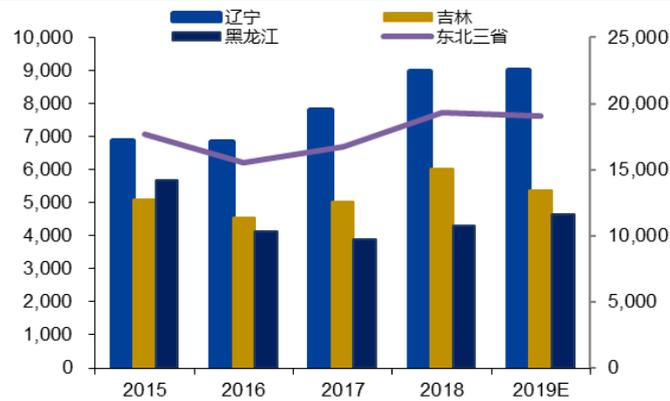
资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

图 16：2015-2019E 东北三省煤炭对外依存度（非自给率）



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

图 17：2015-2019E 东北三省从蒙东煤炭调入量 单位：万吨



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

图 18：2015-2019E 东北三省从蒙东调入煤炭数量占全部调入比重



资料来源：煤炭市场网，华金证券研究所

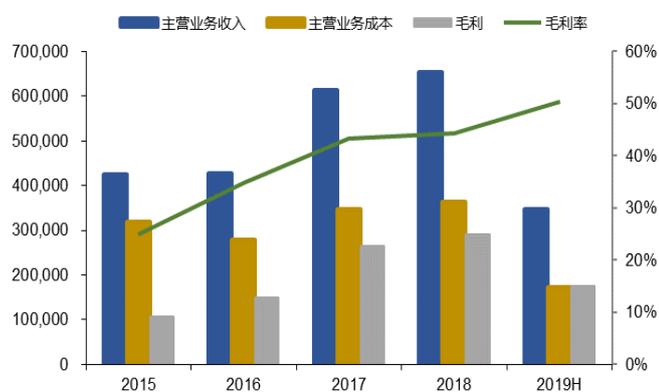
(三) 客户粘性强，低成本高毛利

1、客户粘性强，长协定价波动大幅低于市场价格

煤炭板块收入、毛利自 2015 年去产能以来一直处在上升阶段，而成本存在一定波动。收入上升的原因包括价格和销量两个方面的因素，实际上公司的煤炭销量在 2015 年到 2018 年经历先稍降后升的趋势，而公司煤炭销售价格一直处在上升阶段。

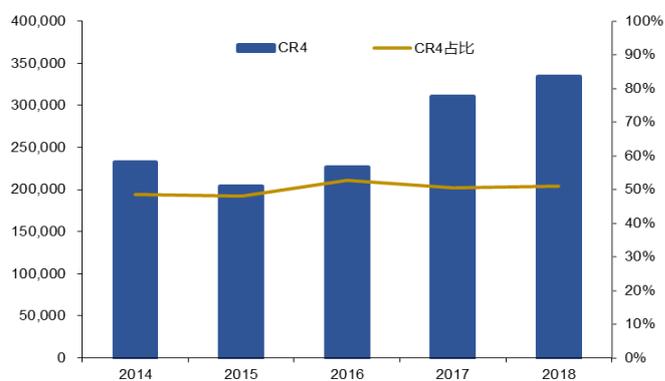
煤炭销售客户来源稳定且粘性强，前四大客户集中度 50%左右。自 2014 年以来，公司煤炭前四大客户占比稳定在 50%左右，且均在一定程度上与公司存在相关的关联关系，客户粘性较强。

图 19：2015-2019H 煤炭板块收入、成本、毛利 单位：万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

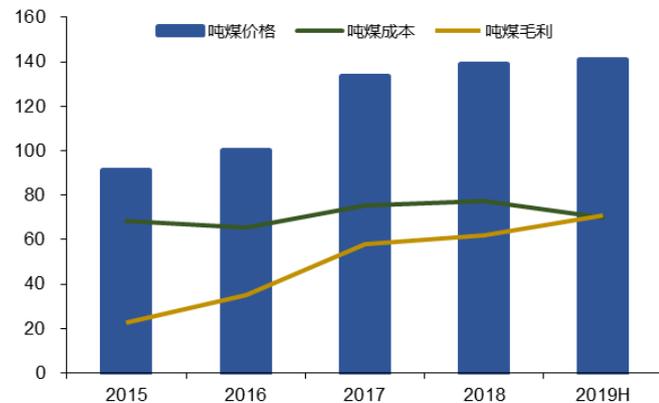
图 20：2015-2018 煤炭板块前四大客户销售额及占比 单位：万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

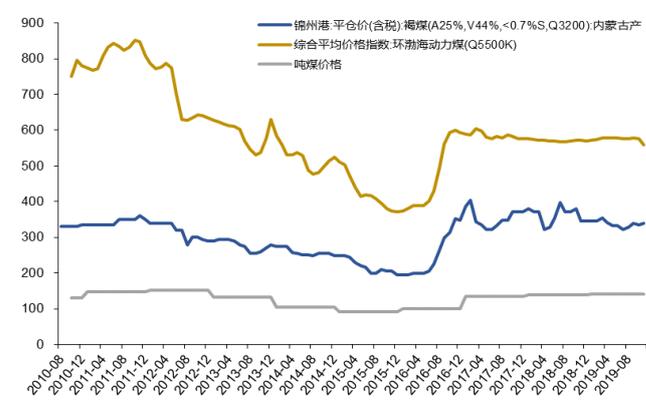
煤炭定价稳定，较市场价格波动小，且处低位。公司煤炭主要属于长协煤，年度长协量部分煤炭定价采取与环渤海及锦州港价格联动，即以 7:3 权重计算环渤海指数变化幅度和锦州港褐煤成交价格变化幅度，若每月或连续多月累计变化大于等于正负 3%，即同比例调整下一月度基础价格。吨煤价格低于以锦州港价格衡量的市场价格，也低于蒙东褐煤市场价格，未来区域需求延续紧张，公司长协价格下行空间很小。

图 21：2015-2019H 公司吨煤价格、成本、毛利 单位：元/吨



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：2015-2019H 公司吨煤价格与市场价格对比单位：元/吨

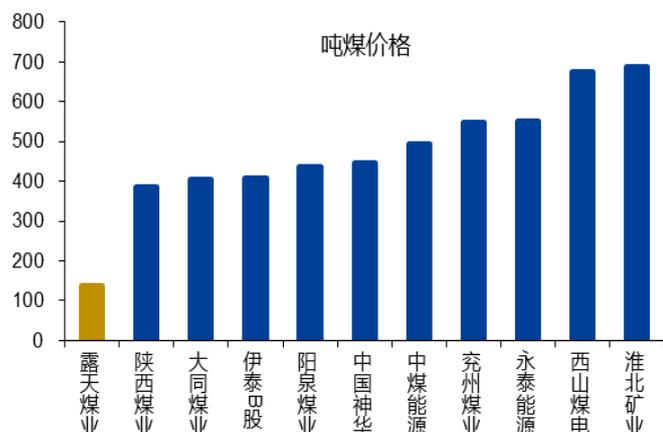


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、受利于开采成本低，毛利率居行业前列

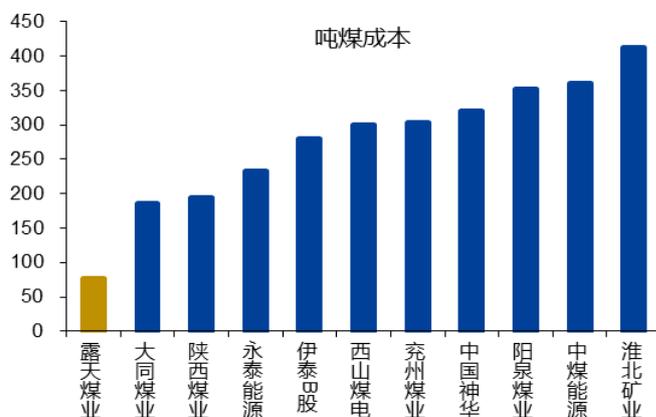
公司吨煤成本低，毛利率处在较高水平。与行业上市公司相比，由于公司销售的均为低热值褐煤，价格低，处于可比公司最后一位；开采成本较低，处于可比公司最后一位。低廉的开采成本使得公司毛利率处在行业前列，公司煤炭业务毛利率在动力煤公司中仅次于大同煤业。

图 23：行业内公司吨煤价格对比 单位：元/吨



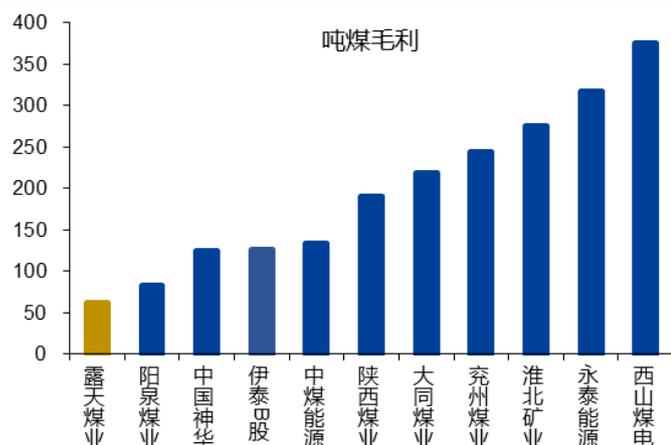
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：行业内公司吨煤成本对比 单位：元/吨



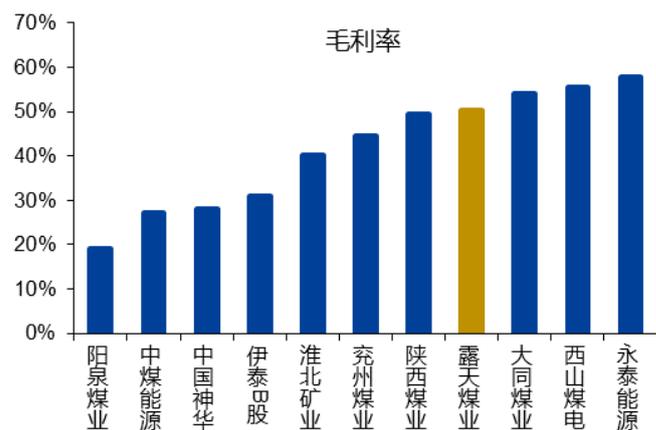
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 25：行业内公司吨煤毛利对比 单位：元/吨



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 26：行业内公司毛利率对比

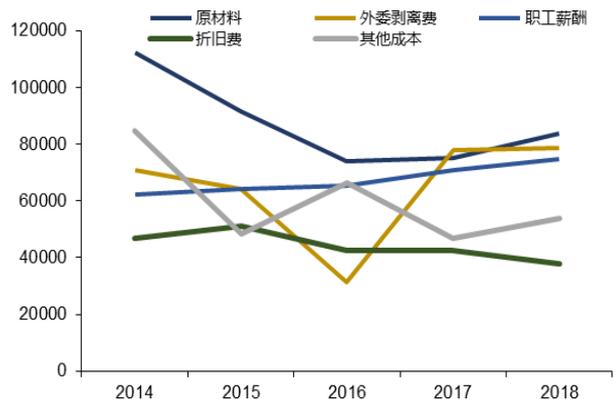


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司的成本低廉，主要原因是露天开采，其成本结构有别于以人工成本为主的井工矿，其中油价对公司成本影响相对较大。公司成本主要由原材料、外委剥离费、职工薪酬、折旧费、其他成本。从单位成本的变动来看，单位原材料成本（16-25 元/吨）、单位外委剥离费（7-17 元/吨）变动范围大，对营业成本变动的贡献大；而单位职工薪酬（13-16 元/吨）、单位折旧费（8-11 元/吨）变动范围小，对营业成本变动的贡献小。

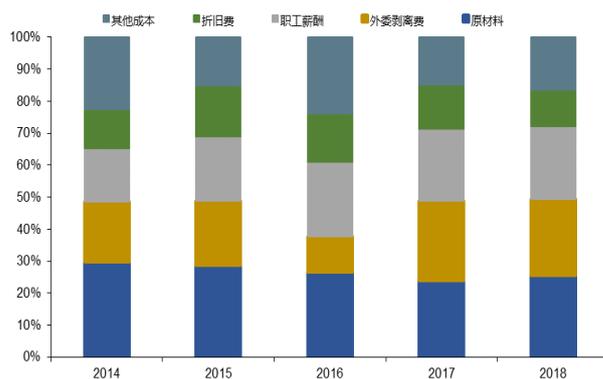
原材料成本包括柴油、配件、火药、电力等，将原材料成本与柴油价格进行拟合，二者变动整体契合；而外委剥离费成本主要受当年煤炭剥离量影响。

图 27：2014-2018 煤炭板块各成本 单位：万元



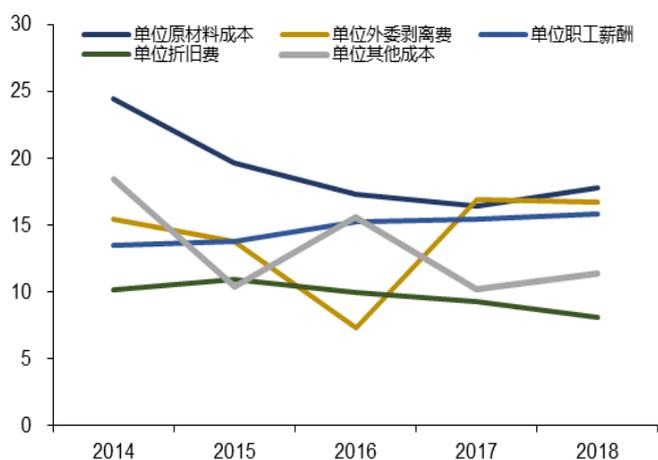
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：2014-2018 公司煤炭板块各成本占比



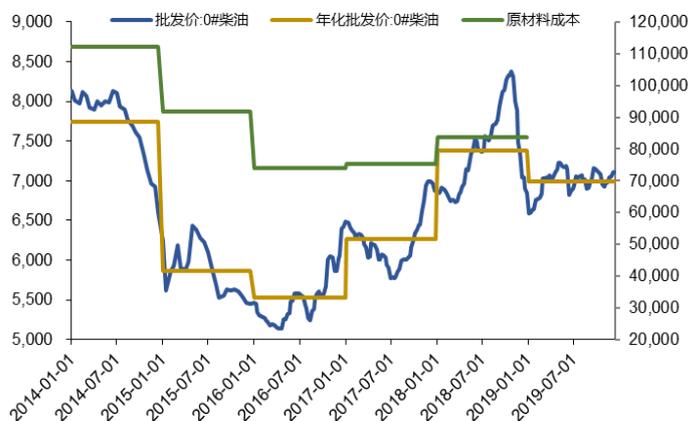
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 29：2014-2018 煤炭板块单位各成本 单位：元/吨



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 30：2014-2018 原材料成本与变动拟合



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、火电为基，积极发展新能源业务

(一) 火电营收增加，受利于量价双增

公司 2014 年新增发电业务。通过收购通辽霍林河坑口发电责任公司的 100% 股权，取得全资子公司的 2×600MW 国产亚临界直接空冷凝汽式燃煤发电机组，同步建设脱硫系统。

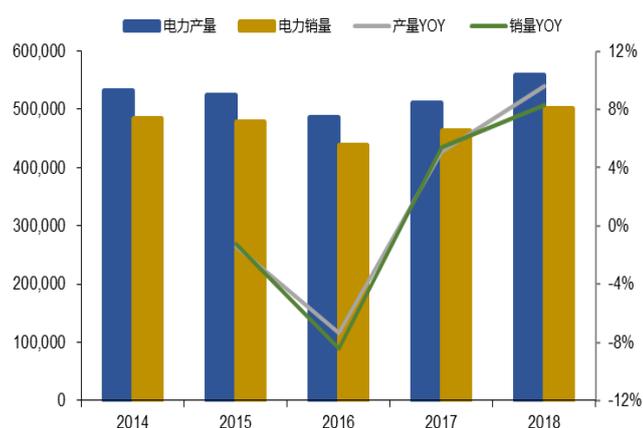
表 6：公司发电机组，单位：MW

地区	机组名称	产能	持股比例	权益产能
通辽市霍林格勒	国产亚临界直接空冷凝汽式燃煤发电机组	2×600MW	100%	1,200MW

资料来源：公司公告，华金证券研究所

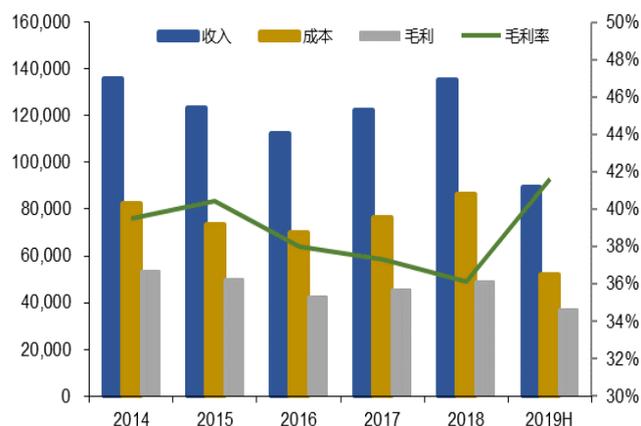
公司自 2016 年以来，盈利状况较为稳定，销售电价持续增长。电力客户稳定，粘性高，生产的电力主要销往国家电网-东北分部，占比高达 95% 以上。2014-2016 年，由于经济下行，辽宁省社会用电量减少导致收入有所下滑，2016-2018 年电力销量、度电价格齐升，收入保持增长，平均增速在 10% 左右。

图 31：2014-2018 电力产量销量及增速 单位:万千瓦



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：2014-2019H 电力收入、成本、毛利、毛利率 单位:万元



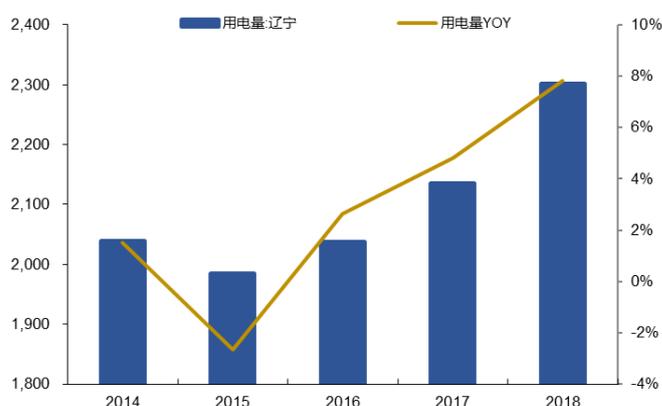
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 33：2014-2018 公司电力主要销售客户销量及占比 单位：万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34：2014-2018 辽宁省用电量及增速 单位：万千瓦



资料来源：公司公告，华金证券研究所

(二) 积极开拓新能源，项目投产顺利

1、布局风电、光电产业，积极增设子公司

内蒙古地区风光资源丰富，项目装机规模大。公司自 2015 年开始对新能源发电业务开始布局，积极地开拓新能源，近年来在风电、光电布局有所加速。除了 2015 年成立的交口县棋盘山新能源有限公司、右玉县高家堡新能源有限公司及 2017 年成立的兴县大度山新能源有限公司、交口县黄崖山新能源有限公司位于山西外，其他均位于内蒙古境内，风力、太阳能资源丰富。

表 7：公司新能源全资/控股子公司设立情况

成立时间	公司名称	设立方式	持股比例	资本金	主营业务
2015 年	交口县棋盘山新能源有限公司	新设	100%	1.5	风力发电、太阳能发电
	右玉县高家堡新能源有限公司	新设	100%	1.5	风力发电、太阳能发电
2016 年	锡林郭勒盟霍林河新能源有限公司	新设	100%	4.5	风电及光伏发电

	内蒙古东部新能源有限公司	新设	100%	2	风力及光伏发电
	兴县大度山新能源有限公司	新设	55%	0.01	风力、太阳能发电
	交口县黄崖山新能源有限公司	新设	55%	0.01	风力发电、太阳能发电
2017年	苏尼特右旗绿能新能源有限公司	新设	100%	0.2	风力发电、太阳能发电
	阿巴嘎旗绿能新能源有限公司	新设	100%	0.2	风力发电、太阳能发电
2018年	内蒙古察哈尔新能源有限公司(拟转让)	新设	51%	2	风力发电
	达拉特旗那仁太新能源有限公司	新设	100%	3.5	光伏发电
	通辽市青格洱新能源有限公司	新设	100%	0.048	风力、光伏发电
2019年	通辽通发新能源有限公司	新设	100%	0.5	风力、光伏发电
	内蒙古巴音新能源有限公司	新设	100%	0.36	太阳能发电、风力发电

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、新能源项目投产并网，未来盈利贡献仍有较大提升空间

公司 2018-2019 年新增新能源项目多。公司建设项目仍有 6 个处在前期；2015 年投产 1 个项目，2017 年投产 2 个项目，2018 年底-2019 年初投产 4 个项目。2018 年收购 3 个新能源项目，2019 年拟建 3 个项目。

表 8：公司新能源项目建设情况（截止到 2019 年中期）

项目	建设时间	容量	工程进度
露天煤业-2014 年南露天矿 20MW 光伏电站	2014	20MW	2015 年并网
交口棋盘山风电场一期 50MW 工程	2016	50MW	2019 年 1 月并网
交口棋盘山风电场二期 49.5MW 工程	2016	49.5MW	2019 年 1 月并网
右玉高家堡 10 万千瓦风电项目	2016	100MW	0.93%
锡盟新能源发电项目	2016	-	100%
苏尼特右旗 1 号集群风电项目	2017	-	0.11%
苏尼特右旗 1 号集群光伏项目	2017	-	0.29%
阿巴嘎旗一期 225MW 风电项目	2017	225MW	6.95%
乌兰察布市 600 万千瓦风电项目	2018	6,000MW	1.00%
阿日昆都楞 10MW 光伏项目（二期）	2016	10MW	2017 年并网
阿日昆都楞 10MW 光伏发电项目（一期）	2015	10MW	2017 年并网
达拉特光伏 1 号 100MW 项目	2018	100MW	2018 年 12 月投产
达拉特光伏 4 号 200MW 项目	2018	100MW	2018 年 12 月投产
通辽发电总厂贮灰场生态环境综合治理 150MWp 光伏发电项目	2019	150MW	拟建
阿拉善左旗 40MWp 光伏发电项目	2019	40MW	拟建
拉特光伏发电领跑奖励激励基地 10 万千瓦项目	2019	1,000MW	拟建
苏尼特右旗 60MW 光伏、二连新能源 100MW 风电、50MW 光伏	2018	210MW	并购

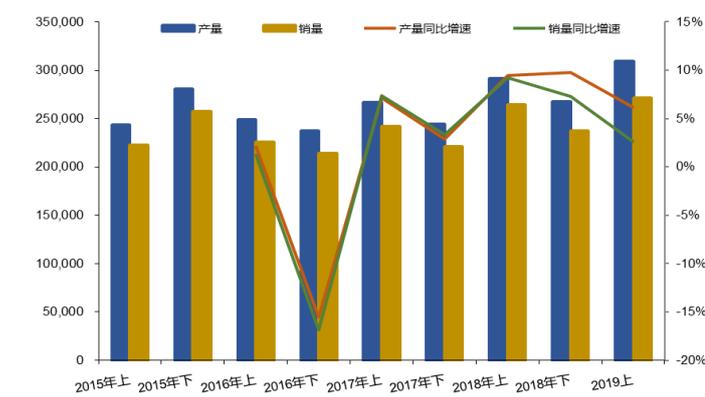
项目	建设时间	容量	工程进度
项目			
四子王旗 200MW 风电、100MWP 光伏项目	2018	300MW	并购
阿拉善左旗 100MW 风电、50MWP 光伏发电和 50MW 光热项目	2018	200MW	并购

资料来源：公司公告，华金证券研究所

新能源项目在 2018 年底-2019 年初投产加速，对后续电力板块业绩增长提供新动力。公司财报对新能源 2018 年上半年开始贡献营收，进入 2019 年中期，新能源板块贡献逐步增加，主要原因是 2018 年 12 月达拉特光伏 1 号 100MW 项目、4 号 200MW 项目投产发电，2019 年 1 月交口棋盘山风电场 99.5MW 工程并网发电。

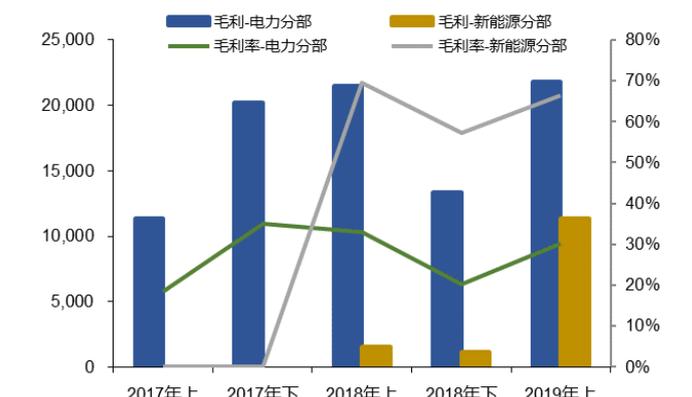
2016-2018 年，公司电力销量、度电价格持续上升，但由于度电成本也出现一定程度的上升，度电毛利变动范围极小，在 0.097-0.098 元/千瓦时之间，基本保持稳定。由于新能源上网电价较高，新能源分部毛利率高于电力分部，使得电力板块（包括火电和新能源，下同）2019 年中期度电毛利较 2018 年上升 0.04 元，毛利率较 2018 年上升 5.47%。同时，新能源分部对电力板块收入、毛利贡献增加明显，新能源板块的收入占比由 2018 年下半年的 2.89% 增加到 19.15%，毛利占比由 7.73% 增加到 34.30%。

图 35：电力产销量及增速 单位：万千瓦时



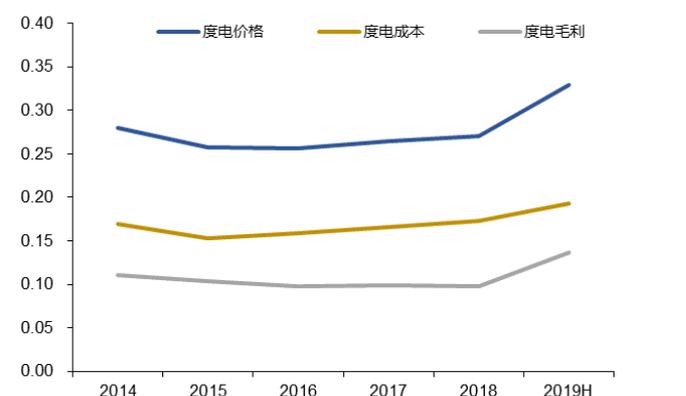
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 36：2017-2019H 公司火电、新能源分部毛利对比 单位：万元



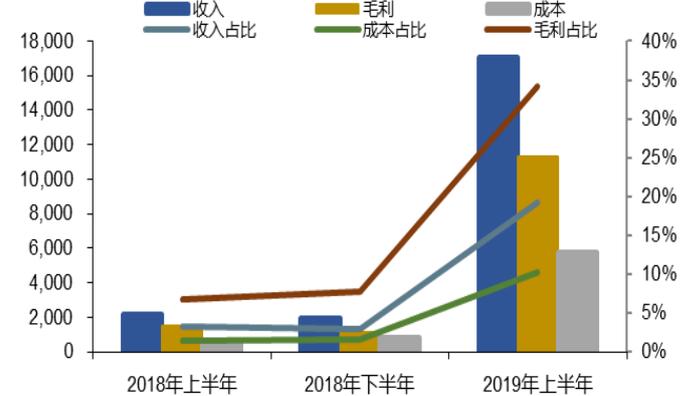
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 37：新能源分部收入、成本、毛利情况 单位：万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 38：新能源分部收入、成本、毛利情况 单位：万元



资料来源：公司公告，华金证券研究所

通辽市青格洱新能源扎鲁特——青州特高压输电通道配套 100 万千瓦外送风电项目于 2019 年 12 月 26 日获核准，投资额为 26.48 亿元；巴音新能源 2020 年 1 月 10 日阿拉善基地 400MW 风

电项目获核准，建设规模 400 万千瓦风电，项目投资额为 26.48 亿元。预计上述项目将于 2022 年起贡献盈利。新能源业务已经成为公司一体两翼中的一翼，根据我们的测算，2020-2021 年新能源板块为公司 EPS 贡献为 0.15 元左右，2022 年两大项目投产后业绩贡献将进一步增大。

四、“煤电铝”一体化产业链形成，电解铝业务提供业绩弹性

（一）电解铝并表提升收入

公司 2019 年新增电解铝业务。2019 年 5 月，公司通过非公开发行股票的方式向控股股东中电投蒙东能源有限责任公司收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51% 的股权，并完成相应的工商登记变更，电解铝业务实现并表。

霍煤鸿骏铝电主要产品是铝液、铝锭和多品种铝产品三类，其中铝液产品主要销售给霍林郭勒市本地区及淖尔工业园区的铝加工企业，铝锭及多品种铝产品主要销往东北、华东、华北地区的铝加工企业及铝产品贸易商。

霍煤鸿骏铝电现有 300KA、350KA、400KA 三个电解系列，在产产能 86 万吨，同时在建产能 35 万吨，拥有自备电装机 210 万千瓦（火电 180 万千瓦，风电 30 万千瓦）。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。

表 9：公司电解铝产能

系列	项目号	配套干法净化系统	电解槽烟气（台）	产能（万吨）
一期 300KA、二期 350KA 系列	1 号系统	1#、2#、5#、6#	252	21.5
一期 300KA、二期 350KA 系列	2 号系统	3#、4#、7#、8#	308	26.5
三期 400KA 系列	1 号系统	9#、10#	220	23.4
三期 400KA 系列	2 号系统	11#	138	14.6

资料来源：公司公告，华金证券研究所

电解铝业务并表对公司收入、毛利提升效果明显。2019 年上半年，电解铝业务营业收入为 509,102.46 万元，占有板块营业收入 53.40%；毛利为 47,507.56 万元，占毛利的比重 18.00%。与 2018 年上半年相比，所有板块营业收入、毛利分别上升 526,897.39 万元、52,293.90 万元，其中电解铝板块增量贡献占比分别为 96.62%、90.85%，对公司收入、毛利增量贡献较大。

图 39：2019H 电解铝收入、毛利占比及增量占比

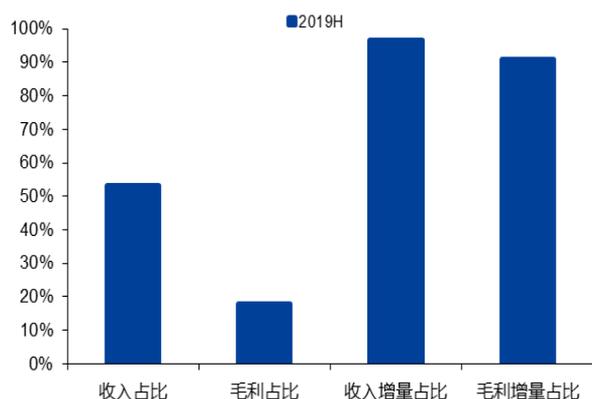
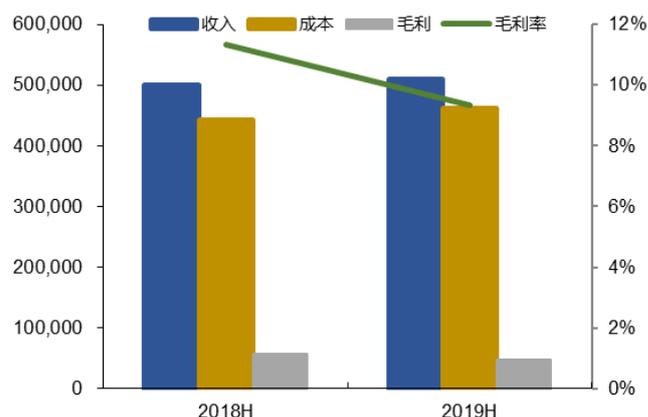


图 40：2018-2019H 电解铝收入、成本、毛利、毛利率 单位：万元



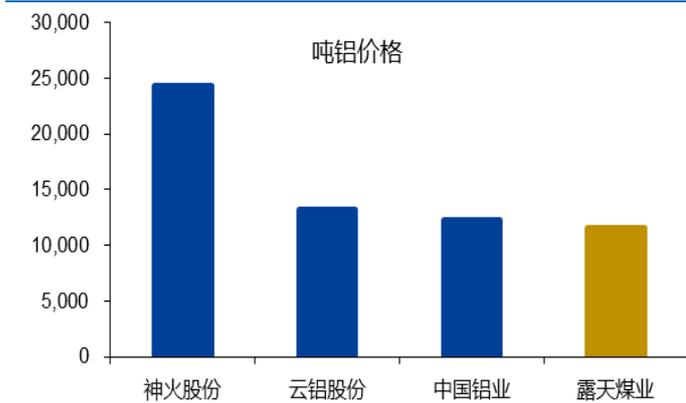
资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 煤电铝一体化形成, 毛利率居行业前列

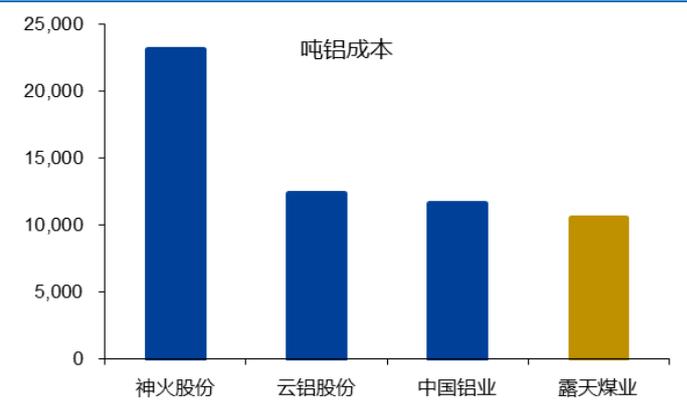
与可比公司相比, 公司吨铝成本低, 毛利率处在较高水平。电解铝业务受利于自备电厂及低廉煤价, 具有低成本生产的优势, 使得公司毛利率较高。根据公司公告, 公司的吨铝价格、吨铝成本低于所选取的可比公司, 吨铝价格约为神火股份的 0.48 倍, 同时吨铝成本约为神火股份的 0.45 倍, 毛利率为神火股份的 1.94 倍。

图 41: 可比公司吨铝价格对比 单位: 元/吨



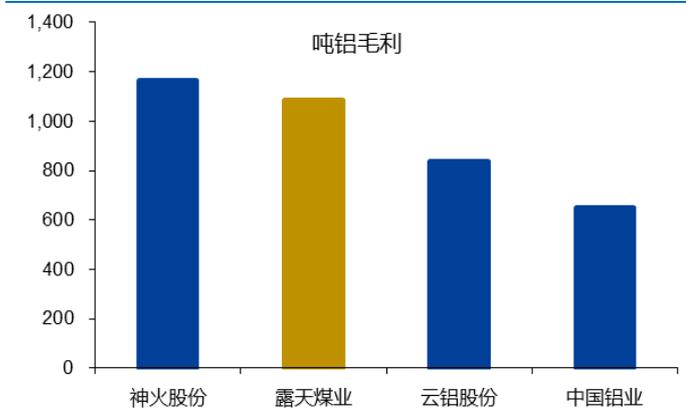
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 42: 可比公司吨铝成本对比单位: 元/吨



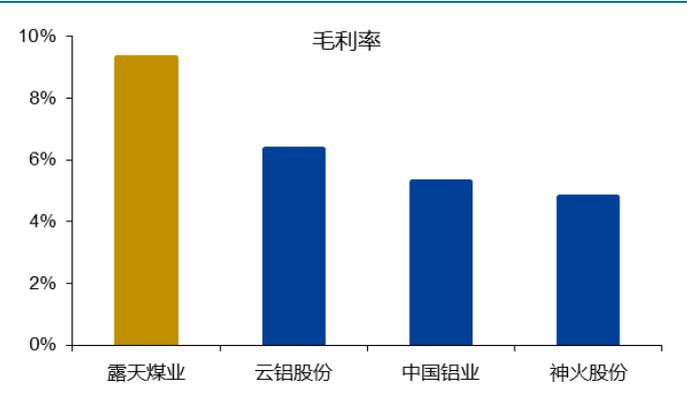
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 43: 可比公司吨铝毛利对比单位: 元/吨



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 44: 可比公司毛利率对比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

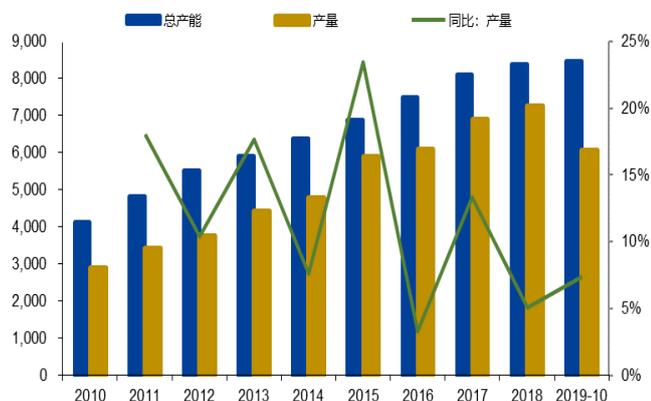
生产电解铝的成本主要为氧化铝 (30%-40%)、电力 (30%-40%)、预焙阳极 (10%-13%)。就电力成本来说, 氧化铝价格普遍市场化的情况下, 电力成本相对更可控, 且处在低位。公司自备电厂, 可以满足电解铝的电力需求, 霍煤鸿骏铝电在被收购之前是露天煤业的煤炭前五大客户之一, 褐煤价格低, 且与煤矿距离近, 运输成本低。

就氧化铝成本来说, 生产 1 万吨电解铝平均消耗 1.9-2.0 万吨氧化铝, 占电解铝成本的 30%-40%。我国氧化铝的产能持续增加, 释放速度较快, 产量主要集中在山西、河南、山东、贵州、广西地区, 前五大生产产量占比维持在 90% 以上。

2019 年以来, 氧化铝价格在年初趋势性下跌, 5 月山西赤泥库产能停产使得氧化铝阶段性短缺, 价格上涨; 但由于电解铝行业供应提升缓慢, 对于氧化铝的需求处在低位, 同时海外巴西海

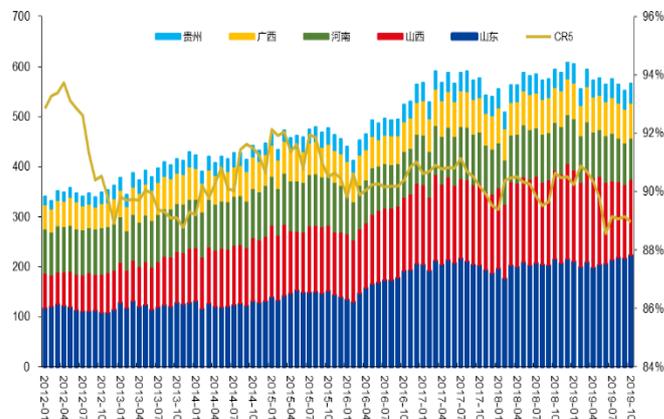
德氧化铝厂产能恢复，压制氧化铝价格，随着国内新建产能的投放，后续价格走弱。2020 年国内、国外氧化铝仍有大量新投产预期，叠加海外过剩氧化铝进口窗口的持续，将从供应环节限制成本端的上行空间，氧化铝价格难以大幅反弹。

图 45：2012-2019 年 10 月氧化铝产能、产量及增速单位：万吨



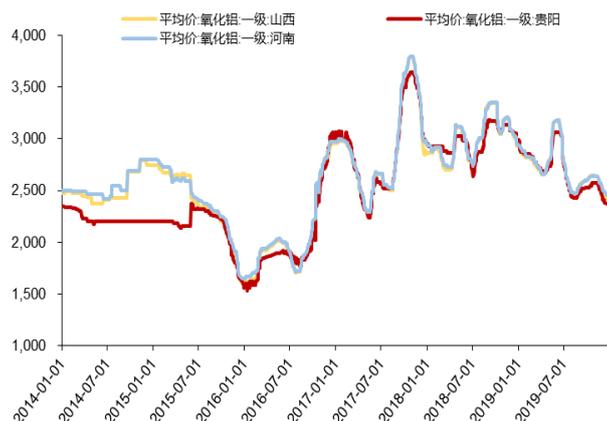
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 46：2012-19 年 10 月氧化铝前五大省产量及占比 单位：万吨



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 47：2014-2019 年 12 月氧化铝价格 单位：元/吨



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 48：2016-2019 年 12 月氧化铝库存单位：万吨



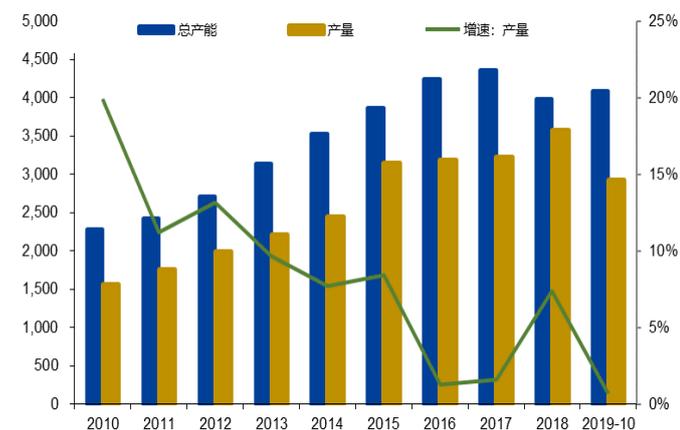
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）电解铝供需格局改观，盈利有望改善

供给层面，2017 年铝行业供给侧改革，要求关闭违规产能，限制电解铝粗放式扩张，出于国家对环保问题的重视，对国内电解铝的合规产能设立天花板，中国电解铝产量增速从之前的 10% 中枢下降到 0-5% 增速附近。

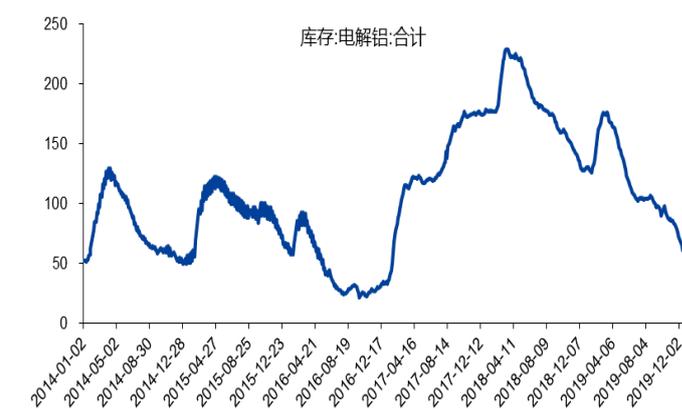
2019 年以来受环保政策、利润亏损、意外停产等因素的影响，电解铝行业开工率下降，库存大幅去化，行业利润大幅度地提升，刺激产能的投产，但实际产能投放存在较大的不确定性，企业行为较为谨慎。

图 49: 2010-2019 年 10 月电解铝产能、产量及增速 单位: 万吨



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

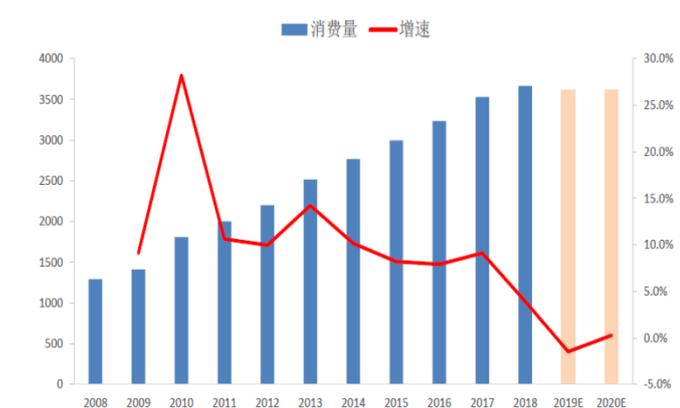
图 50: 2016-2019 年 12 月电解铝库存单位: 万吨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

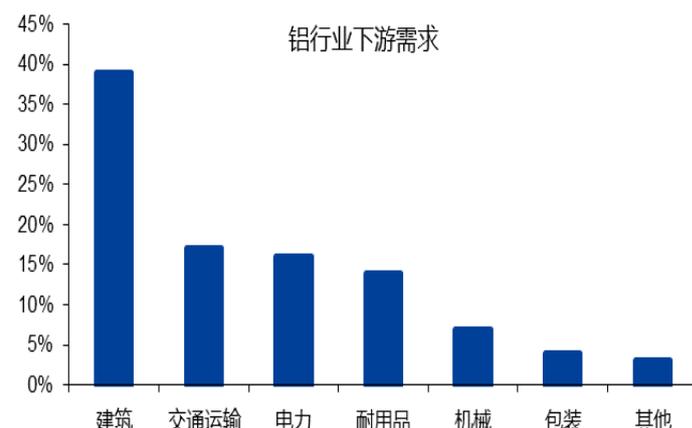
铝的下游需求比较广泛, 主要用于房地产建筑 (39%)、交通运输 (17%)、电力 (16%)、耐用品 (14%) 等领域。2019 年 GDP 持续下滑, 经济放缓, 根据 SNM 测算, 2019 年原铝消费增速预计为-1.48%。

图 51: 2008-2019 年电解铝消费及增速单位: 万吨



资料来源: SMM, 华金证券研究所

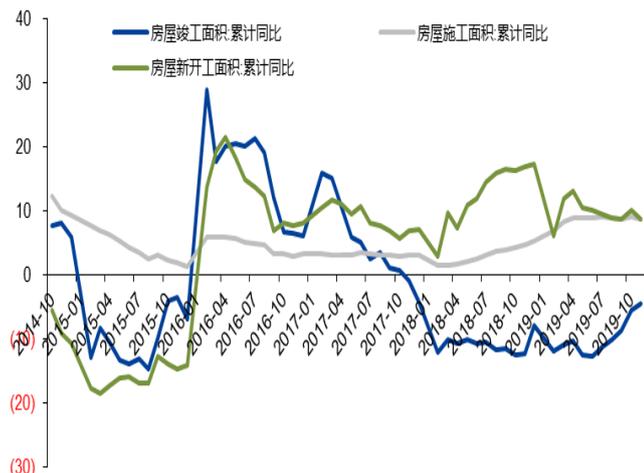
图 52: 2018H-2019H 电解铝下游需求



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2020 年需求有望改观, 主要表现在房屋竣工面积及汽车产量累计同比回升。2019 年之前的数据显示, 房地产施工、新开工面积与竣工面积存在着背离, 2019 年下半年以来, 房地产竣工面积累计同比上升, 2020 年有望同比为正, 将带动铝材的消费; 同时由于经济下行, 内生消费动力不足导致汽车产量下降, 且汽车库存处在低点, 2020 年汽车消费有望触底回升, 进而带动铝材的消费增加。

图 53：2014-2019 年房地产竣工情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 54：汽车产量及累计同比单位：万辆



资料来源：公司公告，华金证券研究所

电解铝的价格变动对公司的盈利影响较大。根据我们的计算，在假设其他条件的不变的情况下，电解铝价格变动 5%，对公司盈利的影响幅度是 12.23%。目前行业处于底部向下空间有限，一旦行业出现回暖，电解铝板块将大大增加公司的业绩向上弹性。

表 10：公司业绩对电解铝价格的敏感性分析（假设成本等其他不变）

电解铝变动幅度	EPS	EPS 提升幅度
0	1.39	-
5%	1.56	12.23%
10%	1.73	24.46%
15%	1.9	36.69%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测假设

煤炭板块：

销量：受制于核定产能，未来煤炭产量、销量稳定。吨煤价格、成本在 2020 年平稳，2021 年小幅上涨 2%，成本上升 1%。

电力板块：

销量：火电业务的发电量相对稳定，新能源建设及投产速度加快，2020 年阿巴嘎旗一期 225MW 风电项目投运，风电机组利用小时数为 3200 小时；度电价格：新能源发电项目度电价格 0.39 元，度电成本 0.18 元。

电解铝板块：

销量：2019 年上半年产销量分别为 43.73、43.06 万吨，预期 2019 年-2021 年电解铝的产量即产能 86 万吨/年，产能利用 98%。价格：根据 2020 年初价格，电解铝均价小幅上涨 0.6%，氧

化铝、预焙阳极价格分别下降 8%和 10%，2021 年电解铝、氧化铝、预焙阳极分别上涨 5%、3%和 5%。

表 11：公司盈利预测主要假设

销量	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭（万吨）	4710	4708	4708	4708
上网电量（万千瓦时）	501299	503563	716203	716203
其中新能源			212640	212640
电解铝（万吨）		88	84	84
单位价格				
煤炭（元/吨）	139	140	140	143
电力（元/千瓦时）	0.27	0.27	0.31	0.31
电解铝（元/吨）		11974	11715	12301
单位成本				
煤炭（元/吨）	77	77	77	78
电力（元/千瓦时）	0.17	0.17	0.17	0.17
电解铝（元/吨）	10595	10596	10886	11459

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）可比公司估值对比及投资建议

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.28、1.39 和 1.60 元/股，动态 PE 分别为 6.4 倍、5.9 倍和 5.1 倍，低于同期动力煤公司的平均 PE 水平。

表 12：可比公司 PE 估值对比

公司	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国神华	2.21	2.26	2.4	2.46	7.71	7.54	7.10	6.93
兖州煤业	1.61	1.7	1.71	2.06	6.04	5.72	5.69	4.72
陕西煤业	1.1	1.1	1.24	1.4	7.53	7.53	6.68	5.91
大同煤业	0.4	0.42	0.39	0.38	10.08	9.60	10.33	10.61
中煤能源	0.26	0.48	0.5	0.52	17.58	9.52	9.14	8.79
平均					9.79	7.98	7.79	7.39
露天煤业	1.24	1.28	1.39	1.6	6.56	6.36	5.86	5.09

资料来源：wind，华金证券研究所，收盘价取 3 月 5 日，大同煤业、中煤能源取万德一致预期。

据公司章程，公司连续三年以现金方式累计分配的利润不少于连续三年实现的年均可分配利润的 30%，随着公司新能源发电项目的投产，盈利将稳步提升。公司资产负债率仅 25%左右，债务负担轻。

2019 年上半年超预期分红，派发现金股利 7.69 亿元，占上半年净利润的 55.91%，相当于每 10 股分红 4 元，按照最近 4 个报告期利润对应分红率 35%，较往年的 30%有所提升。与可比公司进行比较，露天煤业累计分红率为 31.03%，排名靠前。

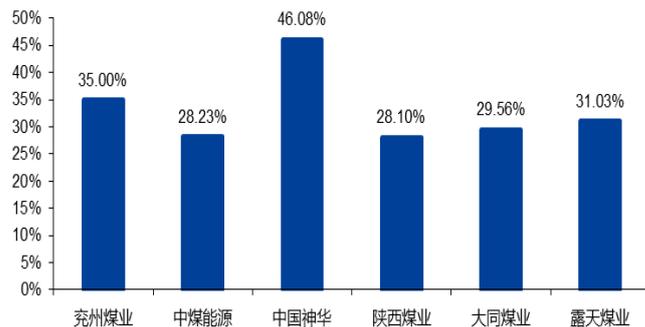
公司煤炭主业盈利稳定性强，新能源板块进入收获期，电解铝成本优势明显，行业底部复苏将为公司业绩带来向上弹性，结合公司估值水平和分红情况，我们重申对公司的增持-A 评级。

图 55：2014-2019 年房地产竣工情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 56：汽车产量及累计同比单位：万辆



资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

我们根据公司区域的紧缺状况和公司长协定价模式预测 2020 年煤炭价格平稳，如市场煤价跌幅超预期，可能导致公司合同价格平稳难以维持；

公司煤矿全部露天开采，根据国家环保政策需要进行复垦，公司 2018-2020 年累计投入 2.6 亿元进行土地复垦，如仍不能达到环保部门要求，可能造成公司复垦费用超预期。

我们对 2020 和 2021 年铝价做了谨慎的小幅上涨预期，如果不及预期甚至大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；

2020-2020 年公司新能源项目陆续建成投产，我们按照 2 年建设期进行投运假设，如项目建设进度不及预期、或上网电价低于预期的话，可能导致公司盈利低于我们预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5667	6607	23452	12566	24473	营业收入	7589	8230	19256	19422	20094
现金	1822	1760	7507	7572	7834	营业成本	4294	4564	14160	14069	14374
应收票据及应收账款	3078	4042	12617	4185	13198	营业税金及附加	894	946	1117	1126	1165
预付账款	164	163	602	170	628	营业费用	23	29	48	58	60
存货	323	341	1720	328	1765	管理费用	215	333	356	369	362
其他流动资产	280	301	1006	311	1048	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	9051	11109	13383	12790	12241	财务费用	94	77	332	286	87
长期投资	486	618	825	1029	1246	资产减值损失	8	22	0	0	0
固定资产	6798	6588	7978	7810	7538	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	642	621	591	557	526	投资净收益	33	157	75	73	85
其他非流动资产	1124	3282	3989	3394	2931	营业利润	2069	2421	3317	3586	4130
资产总计	14717	17716	36835	25355	36715	营业外收入	1	3	3	3	2
流动负债	3522	3596	20064	6347	15057	营业外支出	2	40	21	22	21
短期借款	2181	1749	13100	4230	7922	利润总额	2068	2384	3299	3567	4111
应付票据及应付账款	711	1175	4676	1137	4802	所得税	305	347	594	642	740
其他流动负债	630	673	2288	980	2332	税后利润	1763	2038	2705	2925	3371
非流动负债	336	1758	1416	1066	716	少数股东损益	8	11	243	263	303
长期借款	310	1734	1392	1042	691	归属母公司净利润	1755	2027	2462	2662	3068
其他非流动负债	26	24	24	24	24	EBITDA	2958	3318	4430	4794	5221
负债合计	3858	5354	21481	7413	15773						
少数股东权益	61	67	311	574	877	主要财务比率					
股本	1634	1634	1922	1922	1922	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1251	1251	1251	1251	1251	成长能力					
留存收益	7842	9378	11285	13355	15996	营业收入(%)	38.0	8.4	134.0	0.9	3.5
归属母公司股东权益	10799	12294	15043	17369	20065	营业利润(%)	112.4	17.0	37.0	8.1	15.2
负债和股东权益	14717	17716	36835	25355	36715	归属于母公司净利润(%)	113.0	15.5	21.5	8.1	15.3
						获利能力					
						毛利率(%)	43.4	44.5	26.5	27.6	28.5
						净利率(%)	23.1	24.6	12.8	13.7	15.3
						ROE(%)	16.2	16.5	18.0	16.6	16.3
						ROIC(%)	13.9	13.8	10.1	14.1	12.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	26.2	30.2	58.3	29.2	43.0
						流动比率	1.6	1.8	1.2	2.0	1.6
						速动比率	1.5	1.7	1.1	1.9	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	5.6	4.8	4.8	4.8	4.8
						估值比率					
						P/E	8.5	7.4	6.1	5.6	4.9
						P/B	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	5.3	5.1	5.1	2.8	3.3

现金流量表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2068	1792	-2569	10129	-2310
净利润	1763	2038	2705	2925	3371
折旧摊销	793	766	768	888	944
财务费用	94	77	332	286	87
投资损失	-33	-157	-75	-73	-85
营运资金变动	-638	-926	-6301	6103	-6628
其他经营现金流	91	-6	0	0	0
投资活动现金流	-316	-2283	-2968	-222	-311
筹资活动现金流	-1273	409	-67	-973	-810

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.05	1.28	1.39	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.93	-1.34	5.27	-1.20
每股净资产(最新摊薄)	5.62	6.40	7.68	8.89	10.29

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com