

投资评级 **推荐** 维持

#### 股票数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 3月8日收盘价 (元)  | 8.54        |
| 52周股价波动 (元)  | 7.04-10.69  |
| 总股本/流通A股 (亿) | 16.34/16.34 |
| 总市值/流通市值 (亿) | 140/140     |

## 低成本露天煤企龙头，矿难催化估值修复

### 投资要点：

- **露天煤企龙头，成本及区位优势构筑坚实护城河：**公司地处蒙东煤炭基地，为东北三省距离最近的大型煤炭基地。所属矿山为露天矿，开采条件良好，吨煤开采成本为全行业最低。东北三省用煤缺口持续扩大，公司下游需求旺盛，成本及区位特征形成较强的性价比优势。
- **资产注入打造煤电铝一体化，弱化周期属性：**公司拟通过发行股份购买资产方式，获得霍煤鸿骏公司 51% 股权。交易完成后，公司将获得 120 万吨优质电解铝资产，以煤发电，以电炼铝，充分发挥协同效应。霍煤鸿骏为电解铝行业中低成本产能，受益于电解铝行业出清，业绩存在一定反弹空间。2018-2020 霍煤鸿骏三年承诺合计净利润 13 亿元，注入后将成为新增利润点。
- **矿难催化煤价上涨，低估值与优秀业绩不匹配：**2019 年 1 月、2 月分别发生陕西榆林煤矿事故、内蒙古银漫矿业事故，两起事故造成多人伤亡，均为重大安全事故。矿难事态严重导致部分煤矿关停，安监要求升级，煤矿开工率跌至冰点。产地煤价最多已上涨 70-80 元/吨，煤价将长期维持在景气区间。露天煤业 ROE 已连续 2 年达到 15% 以上，而估值仅为 6 倍 PE、1.2 倍 PB，均为历史上较低水平，估值修复空间巨大。
- **重点风电项目获得核准，重塑清洁能源版图：**公司主导投资乌兰察布 6GW 风电项目，大力发展新能源业务。该风电项目为全球陆上规模最大的风电项目，拥有国内最优质的风力资源，利用小时数高达 3100 小时以上，建成后年发电量 189 亿千瓦时，实现收入 50 亿元。项目已进入国家能源规划并获得核准，以平价上网方式实现全额消纳，通过配套的特高压线路直输京津冀地区，全力支持 2022 北京冬奥会。参考 AH 股风电公司 10-15 倍 PE 的估值水平，风电业务成熟运作后公司将享受到估值的提升。
- **盈利预测：**不考虑资产注入，预计 2019 年公司实现煤炭销量 4650 万吨，实现营业收入 86 亿元，归母净利润 22.5 亿元，EPS1.38，对应目前市值 PE 约为 6.2 倍。考虑霍煤鸿骏资产注入，则归母净利润约为 27 亿元，EPS1.51，PE 约为 5.7 倍。
- **催化剂：**电解铝、煤矿资产注入；煤价上涨；进口煤限制
- **风险提示：**限制褐煤政策的出台；新产能过快释放；下游需求下滑

分析师:麦浩明  
Tel:18998532338  
Email:maihm3@foxmail.com

## 一、露天煤企龙头，成本及区位优势构筑坚实护城河

露天煤业主要从事煤炭生产、煤炭贸易及电力生产销售业务。公司在产露天矿 3 座，保有储量 20 亿吨，年产能 4600 万吨，历年来生产稳定，基本实现满产满销。

公司煤种以褐煤为主，平均发热量 3100 大卡/kg，主要销往内蒙、吉林、辽宁三省，供当地燃煤发电需要。公司煤矿均为露天矿山，开采工序简单，开采条件良好，**吨煤成本为全行业最低，吨煤生产成本仅为 70 元/吨**，远低于行业龙头陕煤的 180 元/吨。**公司所属煤矿位于蒙东煤炭基地，是距离东北三省最近的大型煤炭基地**，与吉林、辽宁省会距离不到 500 公里，地理优势显著。

**露天煤业的下游用煤需求可以通过东北三省用煤缺口以及褐煤性价比优势来跟踪。**东北三省历史上煤炭资源开发较早，资源衰竭较快，而 2016-2018 年三年因供给侧改革共去化产能接近 6000 万吨，造成目前用煤高度依赖外省调入的局面。2017 年东北三省煤炭净调入量达到 1.85 亿吨，2018 年预计进一步增加至 2 亿吨，辽宁、吉林两省的煤炭调入依存度分别达到 81.99%及 85.50%，较去产能前提升了 12 和 7 个百分点。

图 1：2015-2018 年东北三省煤炭净调入量

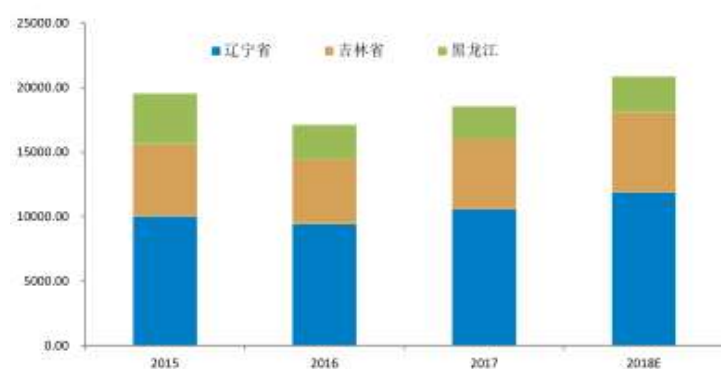
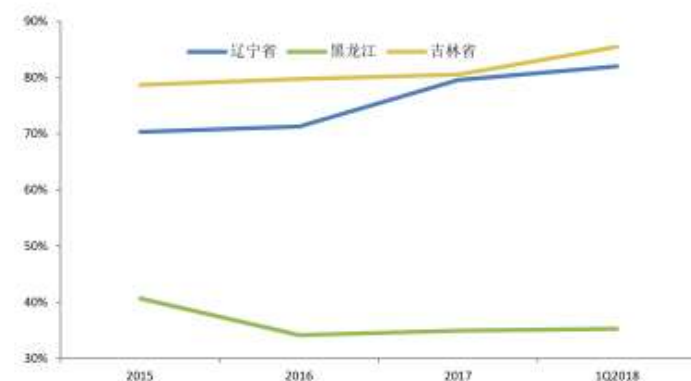


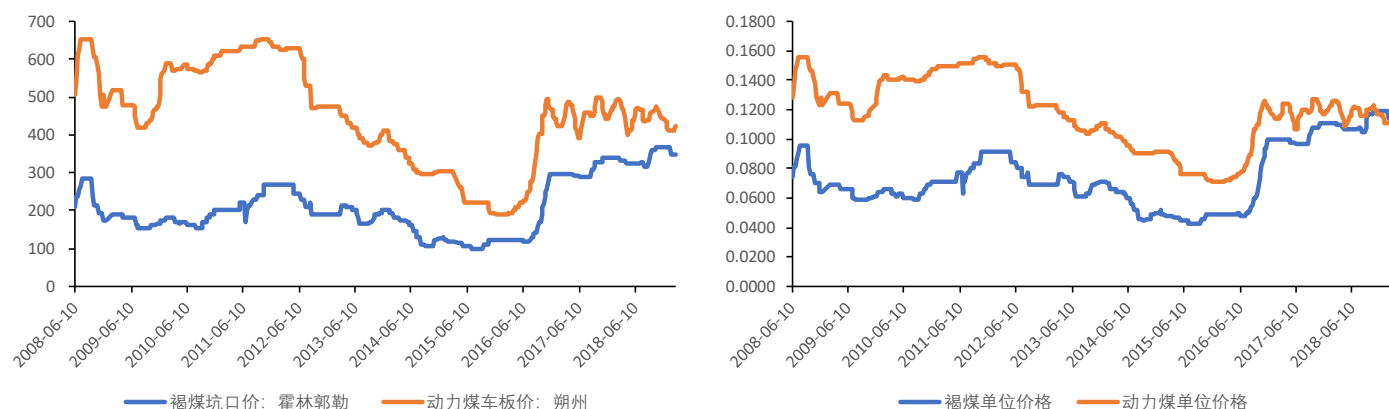
图 2：2015-2018 东北三省煤炭对外依存度



根据最新数据，吉林省 2018 年生产原煤产量 1218 万吨，同比下降 10.19%，社会用电量 750.6 亿千瓦时，同比增长 6.77%；辽宁省 2018 年 1-11 月原煤产量 3037.9 万吨，同比下降 10.2%，火力发电量 1290.3 亿千瓦时，增长 1.1%。两个省份均是呈现煤炭产量下滑、用煤需求上升的供需局面，用煤缺口将继续拉大。

从比价优势来看，褐煤特点是热值低售价低，销售半径短，露天煤业靠近终端市场，且公司自带 419 公里通霍铁路，铁路运费仅为 50-70 元/吨，节约的运费形成价格优势。2017 年以来褐煤与动力煤的价差有所收窄，目前消费地单价达到 0.11 元/卡/吨，持平或略低于动力煤单价。

图 3：蒙东褐煤仍有性价比优势



## 二、煤电铝一体化，抵御周期波动

露天煤业是中电投旗下公司，系统内用户为公司的煤炭销售提供有力保障。2017 年公司实现关联销售约 40 亿元，占总营收的 53%。中电投（现名国电投）为国内五大发电集团之一，2008 年以中电霍煤集团为基础成立了中电投蒙东能源集团有限责任公司。蒙东能源已发展成为煤电铝一体化的大型综合能源企业，属于国内 13 个大型煤炭基地之一，煤炭产能 7500 万吨，火电装机 630 万千瓦，露天煤业只占其中 4600 万吨煤炭产能，120 万千瓦火电装机，大集团小公司的属性使公司具有很强的资产注入预期。

露天煤业的电力资产为通辽霍林河坑口发电有限公司，拥有 2 台 600MW 火力发电机组，是东北电网的主力核心机组。2017 年公司火电发电 51.1 亿千瓦时，售电 46.3 亿千瓦时，售电价格 0.2640 元/度，度电成本 0.16 元，实现售电收入 12.22 亿元，毛利 4.56 亿元，毛利率达 37%。

2017 年 7 月公司披露发行股份购买资产暨募集配套资金公告，计划收购母公司旗下霍煤鸿骏 51% 股权，注入电解铝资产。交易对价 27.05 亿元，其中发行股份 1.54 亿股，每股 9.05 元，股份对价 13.95 亿元，现金对价 13.1 亿元以配套资金补足。霍煤鸿骏主要从事电解铝的生产及销售，拥有年产 85 万吨电解铝生产线、180 万千瓦装机火电机组、30 万千瓦风电机组，另有 35 万吨电解铝产能在建。电解铝成本中电力成本占比 50%，霍煤鸿骏自备电厂具有距离煤炭产地近的优势，就地消纳煤炭，此次注入露天煤业后将进一步扩大低成本用煤及发电优势。观察过去三年霍煤鸿骏盈利数据，2016-2018 年前三季度，霍煤鸿骏分别实现营业收入 88.94 亿元、101.38 亿元、78.96 亿元，实现净利润 7.83 亿元、2.72 亿元、1.75 亿元，此次交易中霍煤鸿骏承诺 2018-2020 年实现净利润总数不低于 13.12 亿元，注入后将明显增厚露天煤业业绩。霍煤鸿骏属于电解铝行业优势产能，在供给侧改革中不受影响。2017 年受计提资产减值影响净利润参考意义不大，从正常年份 2016 年来看能够实现 18% 的毛利率、8.8% 的净利率，同行业中仅次于南山铝业和中国宏桥。

此次交易完成后露天煤业“煤+电+铝”的完整产业链布局将初见雏形，公司充分响应控股股东“用煤发电，用电炼铝，以铝带电，以电促煤”的发展思路，三项业务之间具有极强的协同效应，将公司的低成本煤炭优势嫁接到电力和电解铝业务将极大地增强竞争优势，减少在上游资产中的风险敞口，最大限度抵御行业周期波动。

**2018 年铝价持续下行，高成本陆续退出，预计 2019 年行业盈利略有改善。**2018 年全年铝价呈现震荡下跌趋势，从年初的 15260 元/吨下跌至年底的 13605 元/吨，主要原材料氧化铝却全年在高位运行，导致行业盈利迅速恶化，多家电解铝公司预告 2018 年业绩出现亏损，云铝股份预亏 14.6 亿元，中孚实业预亏 18-22 亿元，全年因亏损导致产能退出 295 万吨，主要集中在山东、河南、甘肃地区。

根据电解铝的生产单耗，1 吨电解铝需用电 13500 度，需氧化铝 1.92 吨，阳极碳 0.45 吨，冰晶石 20 千克，在目前

沪铝 13500 元/吨的价格水平下，现有产能中仍有 720 万吨处于亏损现金状态，占全行业 4571 万吨产能的 15%。如果该部分产能因亏损而退出行业，则行业将面临短期的产能不足。2019 年以来行业库存部分去化，加上部分高成本产能的退出，电解铝价格基本不存在下行空间。另一方面 2019 年行业预计新建及复产产能 234 万吨，未来铝价上涨的天花板也不高，下游需求喜忧参半，基建、地产需求向好，地产、出口需求回落，铝价将略有反弹，整体维持低位震荡。

图 4：电解铝库存去化



图 5：行业长期亏损挤压高成本产能



电解铝行业的竞争本质是用电成本的竞争，紧邻煤炭基地、配套自备电厂是霍煤鸿骏成本优势的重要来源。电解铝行业的平均度电成本为 0.33 元/度，而霍煤鸿骏的度电成本仅为 0.18-0.19 元/度，注入露天煤业后可能还有下降空间，按照 1 吨电解铝耗电 13500 度计算，1 分钱的电价优势反映到电解铝的利润上就是 135 元/吨。2018 年公司实现铝产品销量 86.4 万吨，经营利润 3.2 亿元，对应电解铝吨净利为 370 元，在行业普遍亏损的情况下仍然实现不错的盈利。成本方面过去 2 年氧化铝价格持续在高位运行，是成本端最大的不确定因素，按照电解铝吨耗氧化铝 1.92 吨计算，目前霍煤鸿骏仍能承受氧化铝价格上升 193 元/吨而不至亏损，即氧化铝价格（2775 元/吨）的 7%。

### 三、近期矿难催化煤价上涨，估值修复空间大

据国家统计局《2018 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2018 年全年原煤产量 36.8 亿吨，较 2017 年增长 4.5%。发改委提出 2019 年全年新增产量 1-1.2 亿吨，维持温和增长局面。2018 年国内动力煤煤价同比持平，秦港地区 4500K 普通混煤全年均价 507 元，同比下降 1.5%；山西优混 5500K 全年均价 649 元，同比上涨 1.57%。自 2017 年供给侧改革以来，发改委将煤价控制在 570-600 元/吨一带（环渤海动力煤指数），煤价维持高位震荡，行业整体盈利能力持续改善。2018 年全国营收在 2000 万元以上的煤企销售利润平均提升 1.08pct，利润总额增长约 9.2%，整体资产负债率为 65%，较 2017 年下降 3 个百分点。

2019 年以来接连发生了 1.12 陕西神木煤矿事故、2.23 内蒙古银漫矿业事故，造成煤矿大面积停产，安全检查更加严格。1 月 15 日榆林市能源局要求 45 万吨/年以下煤矿即日起停产整顿，1 月 25 日《关于立即开展煤矿安全大整治工作的通知》中列出重点排查整治问题煤矿清单，合计涉及煤矿 62 处，产能 1.2 亿吨。2 月 14 日、24 日榆林能源局发布两批复工复产煤矿清单，涉及产能 2 亿吨，但实际通过复产检查的煤矿较少，真正复产的只有 5000 万吨。2019 年 1-2 月陕西省累计生产原煤 5379 万吨，同比减少 2570 万吨。卓创资讯统计神木地区开工率只有 10%左右，复产进度已大幅推迟。

矿难事件对煤炭供给带来短期扰动，供给端突然收紧导致产地和港口煤价迅速上升，根据太原煤炭交易中心信息，榆林地区 6000 大卡动力煤已从 2 月 18 日的 460 元/吨上涨至 3 月 5 日的 495 元/吨，秦皇岛港 5500 大卡动力煤实际成交价从 2 月 18 日的 600 元/吨上涨至目前的 630 元/吨，行业龙头神华集团也将 3 月月度长协价格上调 16-23 元/吨。考虑到目前国内矿难影响，进口方面削减了澳大利亚的进口量，2019 年上半煤炭供应将维持偏紧，煤价维持高位，下半年新产能投放后有所回落，全年均价持平或略降。



露天煤业供应给国电投系统内客户较多，大部分签订长协，定价原则采取与环渤海及锦州港价格联动，具体为以上一年度 12 月为起点，环渤海指数变化幅度和锦州港褐煤成交价格变化幅度 7:3 权重计算，累计变化大于±3%即调整下月价格。2018 年下半年蒙东褐煤价格较上半年上涨 6%，环渤海动力煤价格指数持平，预计公司销售价格略有上涨。

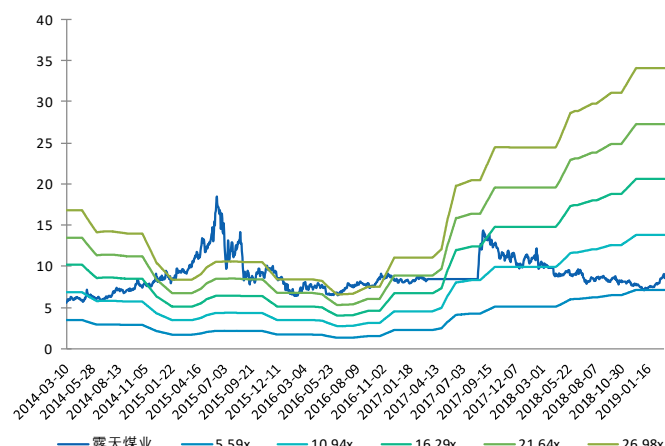
2018 年上半年公司实现收入 42.64 亿元，归母净利润 11.77 亿元，其中煤炭业务收入 35.06 亿元，毛利率 50%，每吨销售价格 140 元/吨，吨毛利 70 元，吨净利约 48 元。2018 年全年实现营业收入 82.3 亿元，实现归母净利润 20.27 亿元，预计全年实现煤炭销售价格 143 元/吨。2019 年露天煤业将受益于产地煤价的上升，但长协定价机制下大幅波动的可能性不大，预计 2019 年实现煤炭销售价格同比略有提升至 150 元/吨，净利润 22.5 亿元，如霍煤鸿骏成功注入，则净利润将达到 27 亿元以上。

随着煤价逐渐稳定以及产业链完整度的提升，公司周期性正在弱化，利润稳定性和可持续性得以保证。**公司每年稳定的净利润在 20 亿元以上，而目前市值只有 140 亿，市盈率只有 6 倍。过去 5 年公司 ROE 已从 8%提升至 15%，而 PB 仅为 1.18 倍，仍处于历史绝对低位，安全边际极高，隐含的估值修复空间较大。**

图 6：露天煤业 PB-band



图 7：露天煤业 PE-band



## 四、重点风电项目获得核准，重塑清洁能源版图

公司积极布局新能源发电项目，目前正在推进乌兰察布 6GW 风电项目，项目计划投资额为 425 亿元，公司持股比例 51%。

该风电项目位于乌兰察布四子王旗，规划面积 3800 平方公里，**是全球规模最大的单一陆上风电场。乌兰察布风电基地拥有国内最优质的陆上风力资源，年平均风速高达 7.8-9.6m/s，年发电可利用小时数达 3100 小时，均为国内风电项目的最高等级水平。**该项目已纳入国家能源规划和内蒙古 2018 年新增风电建设规模，项目所发电量以可再生能源优先发电原则参与京津冀电力市场交易，平价上网保证全额消纳，通过配套的 500KV 张北至雄安特高压线路向京津冀地区输送绿色电力。项目已于 2019 年 1 月获得核准，目前处于招标阶段，预计年内开始建设，2020 年开始分批逐步达产，将为 2022 年北京冬奥会提供电力支持。

乌兰察布风电项目是国电投系统内最重磅的风电项目，也是未来几年的重点推进工作，露天煤业深度参与，体现了在清洁能源领域布局的决心和系统内的重要地位。公司每年拥有超过 20 亿元的净经营活动现金流，需匹配盈利可观的大型投资项目。该风电项目建成后，公司主营业务构成将焕然一新，**风电项目将提供年发电量 189 亿千瓦时，年收入 50 亿元，占届时公司收入的 20%以上（考虑电解铝资产注入）。**项目前期已经过乌兰察布市发改委、电力规划设计总院、国电投集团、内蒙古能源有限公司等专家充分论证，优质的风力资源和极高的利用小时数保障项目能够实现央企投资回报率的要求。

考虑到目前 A 股风电公司 15 倍 PE、港股风电公司 10 倍 PE 的估值水平，风电业务的开展将有利于公司估值的提升。

## 五、盈利预测

|              | 2015A  | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>煤炭业务</b>  |        |        |        |        |        |
| 产量 (万吨)      | 4666   | 4281   | 4594   | 4600   | 4650   |
| 销量 (万吨)      | 4660   | 4278   | 4594   | 4600   | 4650   |
| 收入 (亿元)      | 42.6   | 42.9   | 61.3   | 65.8   | 67.4   |
| 成本 (亿元)      | 32.0   | 27.9   | 34.7   | 32.1   | 32.6   |
| 毛利 (亿元)      | 10.7   | 15.0   | 26.6   | 33.7   | 34.9   |
| 价格 (元/吨)     | 91     | 100    | 134    | 143    | 150    |
| 吨煤成本 (元)     | 69     | 65     | 76     | 70     | 70     |
| 单位毛利 (元)     | 23     | 35     | 58     | 73     | 80     |
| 毛利率          | 25%    | 35%    | 43%    | 51%    | 53%    |
|              |        |        |        |        |        |
| <b>电力业务</b>  |        |        |        |        |        |
| 发电小时数        | 4369   | 4049   | 4255   | 4500   | 4500   |
| 发电量 (万千瓦时)   | 524264 | 485866 | 510556 | 539953 | 540047 |
| 销电量 (万千瓦时)   | 479489 | 439130 | 462959 | 489260 | 489344 |
| 销售率          | 91%    | 90%    | 91%    | 91%    | 91%    |
| 收入 (亿元)      | 12.3   | 11.3   | 12.2   | 12.5   | 12.5   |
| 成本 (亿元)      | 7.4    | 7.0    | 7.7    | 6.8    | 6.8    |
| 毛利 (亿元)      | 5.0    | 4.3    | 4.6    | 5.6    | 5.6    |
| 售电价格 (元/千瓦时) | 0.2573 | 0.2564 | 0.2640 | 0.2550 | 0.2550 |
| 度电成本         | 0.1533 | 0.1589 | 0.1655 | 0.1398 | 0.1398 |
| 度电毛利         | 0.1040 | 0.0974 | 0.0985 | 0.1152 | 0.1152 |
| 毛利率          | 40%    | 38%    | 37%    | 45%    | 45%    |
|              |        |        |        |        |        |
| <b>其他业务</b>  |        |        |        |        |        |
| 收入 (亿元)      | 0.9    | 0.9    | 2.3    | 4.0    | 4.0    |
| 成本 (亿元)      | 0.3    | 0.4    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| 毛利 (亿元)      | 0.6    | 0.5    | 1.8    | 1.8    | 1.8    |
| 毛利率          | 66%    | 55%    | 76%    | 76%    | 76%    |
|              |        |        |        |        |        |
| <b>合计</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)    | 56     | 55     | 76     | 82     | 86     |
| 营业成本 (亿元)    | 40     | 35     | 43     | 40     | 40     |
| 毛利 (亿元)      | 16     | 20     | 33     | 41     | 45     |