

采掘

2020年02月24日

露天煤业 (002128)

——低估值高股息的蒙东乃至东北地区煤炭龙头标的

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2020年02月24日

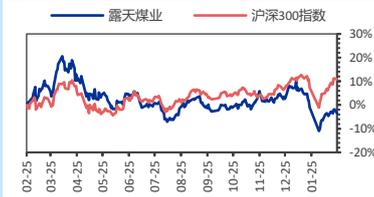
收盘价(元)	7.77
一年内最高/最低(元)	10.29/6.99
市净率	1.0
息率(分红/股价)	5.15
流通A股市值(百万元)	12699
上证指数/深证成指	3031.23/11772.38

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	8.22
资产负债率%	47.05
总股本/流通A股(百万)	1922/1634
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

孟祥文 A0230517050002
mengxw@swsresearch.com

研究支持

施佳瑜 A0230119030003
shijy@swsresearch.com

联系人

施佳瑜
(8621)23297818×转
shijy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **东北褐煤龙头，煤炭核准年产能达 4600 万吨。**公司是蒙东和东北地区褐煤龙头企业，控股股东为蒙东能源，实际控制人为国家电力投资集团。公司煤炭核准产能达 4600 万吨/年，属国内大型现代化露天煤矿。公司两大露天矿田可采储量约 20 亿吨，资源禀赋优势凸显。为蒙东乃至东北地区唯一资源未枯竭且可持续生产的区域煤炭龙头标的。
- **东北三省因煤炭供给严重紧缺而不得不依赖公司，使得煤炭销售具有稀缺性和高毛利的特点。**东北三省煤炭资源面临枯竭，产量及经济性不断降低；同时，东北地区以火电为主的能源消费结构短期难以转变，煤炭需求持续小幅增加；“三西”调入及进口不足使得区域煤炭供给严重紧缺；2019 年底供给缺口超过 5000 万吨。区域内供给严重短缺局面持续，但是公司褐煤自霍林河经过通霍线运往通辽，再发往辽宁、铁路、公路运输十分便利；使得东北地区煤炭供给严重依赖公司，公司煤炭具有稀缺性，售价易涨难跌。公司吨煤成本 77 元/吨，属全行业最低，经济性显著。
- **投资新能源发电项目，带动电力板块起飞，未来新增利润可期。**目前公司在产电力装机约 136 万千瓦，其中 120 万千瓦火电机组及 16 万千瓦光伏、风电机组；公司另有 225 万千瓦新能源发电项目在建，预计将于 20、21 年投产并网，其中 140 万千瓦风电项目将并入特高压通道输往山东实现平价上网。2020-2021 年预计将分别为公司增厚税前净利润 2.71 亿元、4.66 亿元，电力板块将有爆发式增长。
- **现金流充足，有望提升分红比例。**公司分红较稳定，07 年上市以来共分红 13 次，分红率约为 31%，即使在行业最低谷的 2015 年，仍有 31% 的分红率。截至 2019 年三季度末，公司资产负债率 47.05%，债务负担轻，财务费用低。归母净利润 19.60 亿元，现金净增加 8.09 亿元，现金流高，具备提高分红比例的条件。假设 2019 年分红率提高到 50%，预计将分红 12.54 亿元，股息率有望达到 8.26%；若分红率提高到 60%，则将分红 15.05 亿元，股息率有望达到 9.91%。
- **盈利预测与估值：**在东北地区供给缺口较大、“保供应”压力持续存在的情况下，我们认为公司作为区域内的龙头、煤价有支撑。同时随着新能源发电机组的陆续投产，公司电力板块预计将有爆发式增长，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 1.31 元、1.41 元和 1.60 元；对应 PE 分别为 6.1 倍、5.6 倍和 4.9 倍，从估值角度分析，公司和 A 股动力煤龙头公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。A 股动力煤龙头公司 2019 年-2021 年平均估值 PE 为 7.3 倍、7.3 倍和 7.0 倍，公司 PE 折价幅度高达 21%、30%和 42%；静态 PB 估值角度，主要动力煤公司平均 PB 为 1.20 倍，而公司 PB 仅为 0.96 倍，折价幅度 24%，极具投资价值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**经济增速不达预期，公司煤炭产品需求出现大幅下滑，煤价大幅下跌。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q 3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	8,230	14,219	18,657	19,333	20,392
同比增长率(%)	8.5	8.8	126.7	3.6	5.5
归母净利润(百万元)	2,027	1,960	2,508	2,713	3,067
同比增长率(%)	15.5	20.1	23.7	8.2	13.1
每股收益(元/股)	1.24	1.02	1.31	1.41	1.60
毛利率(%)	44.5	27.8	26.0	26.8	27.8
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	15.5	14.9
市盈率	6		6	6	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

在东北地区供给缺口较大、“保供应”压力持续存在的情况下，我们分析认为公司作为区域内的龙头、煤价有支撑。同时随着新能源发电机组的陆续投产，公司电力板块预计将有爆发式增长，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 1.31 元、1.41 元和 1.60 元；对应 PE 分别为 6.1 倍、5.6 倍和 4.9 倍，从估值角度分析，公司和 A 股动力煤龙头公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。A 股动力煤龙头公司 2019 年-2021 年平均估值 PE 为 7.3 倍、7.3 倍和 7.0 倍，公司 PE 折价幅度高达 21%、30% 和 42%；静态 PB 估值角度，主要动力煤公司平均 PB 为 1.20 倍，而公司 PB 仅为 0.96 倍，折价幅度 24%，极具投资价值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

关键假设点

- 1、在东北地区供给缺口较大、“保供应”压力持续存在的情况下，我们分析认为公司煤炭产品需求有支撑、煤价不会大幅下跌，2019-2021 年公司煤炭销售均价增速分别为 2%、-3%、-2%；
- 2、根据时间进度，2019-2021 年公司新能源板块新增并网发电机组 9.95 万千瓦、85 万千瓦和 140 万千瓦。

有别于大众的认识

1、市场认为供给侧改革已基本取得胜利，高煤价将难以为继。但我们分析认为，由于煤炭集团的资产负债率距离发改委要求的 65% 的目标还有较大差距，故供给侧改革还会继续推进，煤价有望维持高位震荡。故公司的毛利水平有望维持。

2、市场认为，在东北地区，随着火电发电量在总发电量中的占比下降，东北火电需求将下降。但我们分析发现，受益于东北社会发电量绝对量的上升，尽管火电占比有所下降，但绝对量近 4 年来均呈正增长，对褐煤等动力煤的需求居高不下。

股价表现的催化剂

新能源机组如期投产、并网发电

核心假设风险

经济增速不达预期，公司煤炭产品需求出现大幅下滑，煤价大幅下跌。

目录

1. 东北地区褐煤龙头企业，未来发展空间广阔	6
1.1 背靠实力雄厚大股东	6
1.2 夯实煤炭业务基础，同时布局产业链提升抗风险能力	6
2. 煤炭资源丰富，成本优势明显	9
2.1 煤炭资源储量丰富	9
2.2 区位优势明显，资源禀赋更具竞争力	9
2.3 低成本，售价稳定，使得公司吨煤盈利稳定	10
2.4 优质资产注入，整体上市可期	13
3. 东北煤炭供需缺口加大，蒙东褐煤将不可或缺	14
3.1 东三省产量下降，蒙东供给增量有限，叠加外部调入不足，东北地区供给日渐乏力	14
3.2 东北地区刚性取暖需求小幅增长	16
3.3 供不应求支撑东北地区煤价坚挺	17
4. “煤电”“煤铝”联动，助力综合竞争力提升	18
4.1 煤电联动，公司电力业务稳步发展	18
4.2 拓展新能源业务，未来新增利润可期	19
4.3 收购霍煤鸿骏，公司实现“煤-电-铝”产业链延伸	21
5. 盈利预测与估值	23

图表目录

图 1: 公司股东构成 (2019 年三季报)	6
图 2: 控股股东蒙东能源, 最终控制方国务院国资委 (2019 年三季报)	6
图 3: 2012-2019H1 各业务营收及毛利率 (亿元, %)	7
图 4: 2012-2019H1 各业务毛利润占比 (%)	7
图 5: 公司营业收入变化 (2014-2019H1)	8
图 6: 公司归母净利润变化 (2014-2019H1)	8
图 7: 霍林河煤田距东北运距更近, 区位优势明显	10
图 8: 吨煤成本维持在 90 元以下 (2013-2018 年)	11
图 9: 吨煤成本行业内最低 (元/吨, 2018 年报)	11
图 10: 受益于供给侧改革, 煤价触底反弹、高位盘整 (元/吨)	11
图 11: 吨煤售价回升并维持稳定	12
图 12: 供给侧改革以来吨煤毛利稳步上升	12
图 13: 人均产量高 (万吨/工)	12
图 14: 财务费用率远低于行业平均 (%)	12
图 15: 销售费用率远低于行业平均 (%)	12
图 16: 公司资产负债率低于行业平均 (%)	13
图 17: 财务费用率低于行业平均 (%)	13
图 18: 公司吨煤净利大幅提升 (2014-2019H1)	13
图 19: 主要可比公司吨煤净利情况 (元/吨, %)	13
图 20: 东三省近年来产量下降 (万吨)	14
图 21: “三西”距东北运距远、无直达铁路	16
图 22: 东北三省煤炭进口不稳定	16
图 23: 东北地区发电结构中火电发电占比约 80%	16
图 24: 火电发电量增加 (2014 至 2019 年)	16
图 25: 东北煤炭产量逐年降低, 供需缺口加大 (亿吨)	17
图 26: 电力业务产销量情况 (2014-2019H1)	18
图 27: 电力业务营收及毛利情况 (2014-2019H1)	18
图 28: 全球近年电解铝供需状态	21
图 29: 中国近年电解铝供需状态	21

图 30: 2017 年以来上海期货交易所、伦敦金属交易所铝期货收盘走势	21
图 31: 铝行业公司吨铝售价 (元/吨)	22
图 32: 铝行业公司吨铝毛利率 (%)	22
表 1: 公司矿井情况 (截至 2018 年底)	9
表 2: 内蒙古东部褐煤主要城市煤田及运输情况	9
表 3: 霍林河煤田与元宝山煤田褐煤特性比较.....	10
表 4: 集团优质资产注入说明.....	14
表 5: 截至 2018 年底蒙东地区在建矿井明细.....	15
表 6: 东北三省煤炭供需缺口测算表 (万吨)	17
表 7: 电力业务经营情况 (元/千瓦时)	18
表 8: 公司已建成及在建的新能源发电项目	19
表 9: 新能源分部发电情况	19
表 10: 测算 2019-2021 年发电业务新增营收假设表	20
表 11: 2019-2021 年发电业务新增盈利测算表	20
表 12: 霍煤鸿骏电耗成本占比测算.....	22
表 13: 分红假设测算表.....	23
表 14: A 股重点动力标的盈利预测 (元/股、元、倍)	24

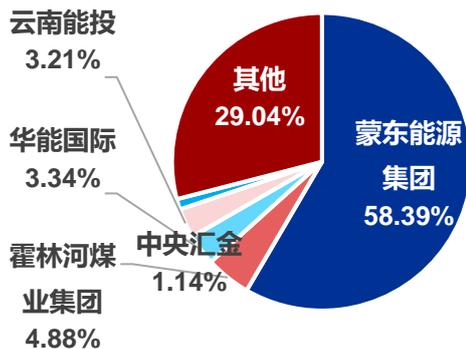
1. 东北地区褐煤龙头企业，未来发展空间广阔

1.1 背靠实力雄厚大股东

露天煤业是由内蒙古霍林河煤业集团（持股比例 80%）作为主发起人，联合其他十家股东于 2001 年 12 月共同发起设立的股份有限公司，并于 2007 年 4 月 18 日在深圳证券交易所上市。公司控股股东蒙东能源集团，实际控制人为国家电力投资集团，最终控制方为国务院国资委。

控股股东蒙东能源是国务院直属五大发电企业之一中电投集团在内蒙古区域的控股子公司，是全国煤炭工业 100 强和煤炭产能 50 强企业之一，同时是内蒙古自治区东部第一家产值过百亿企业和循环经济示范企业。

图 1：公司股东构成（2019 年三季度）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：控股股东蒙东能源，最终控制方国务院国资委（2019 年三季度）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司区位优势显著，靠近消费地，运输条件便利。内蒙古褐煤资源主要分布在东部的呼伦贝尔市、锡林郭勒盟、通辽市、赤峰市，即“蒙东”地区，大型煤田有呼伦贝尔市的宝日希勒煤田和伊敏煤田、锡林郭勒盟的胜利煤田和白音华煤田、通辽市的霍林河煤田、赤峰市的平庄元宝山煤田等。公司位于霍林河煤田，所在的通辽市与“保供应”压力大、煤炭供应缺口较大的辽、吉两省接壤，公司煤炭产品经过通霍线运往通辽市，再发送至沈阳、长春等能源需求中心，运距均在 600 公里左右，在公司销售半径内，且形成交通等边三角形，运距短、运输十分便利。

1.2 夯实煤炭业务基础，同时布局产业链提升抗风险能力

公司的目前主营业务主要生产和销售煤炭、电解铝和电力产品。

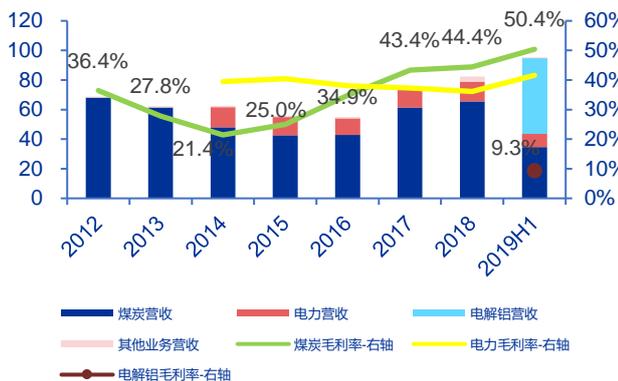
煤炭产品主要是褐煤，公司是蒙东地区褐煤龙头，截至 2018 年底，煤矿核准产能 4600 万吨/年，权益产能 4564 万吨/年，属于大型现代化露天煤矿。煤炭产品主要销往内蒙古东部、吉林、辽宁地区的火电企业，用于火力发电、煤化工、地方供热等。由于公司周边主要电厂的发电设备均根据霍林河煤炭高挥发分、高灰熔点、不易结焦的特点设计，若来自公司的煤源低于 65% 将影响锅炉正常运作，因此公司的客户粘性高。

电力业务包括火电和新能源（光伏、风电等）发电，主要销给国家电网东北分部，以辽宁省为主。当前公司总装机容量为 136 万千瓦，权益装机约 136 万千瓦，其中主要构成是全资子公司通辽霍林河坑口电厂装机容量 120 万千瓦，是东北电网直调火电厂主力调峰机组；另外，风电、光伏等新能源发电机组合计装机容量约 16 万千瓦。公司近年来致力于拓展新能源发电业务，当前还有在建风电、光伏项目各 4 个，装机容量合计约 225 万千瓦，储备十分充足。

电解铝业务主要由控股子公司霍煤鸿骏铝电经营，拥有在产 86 万吨/年电解铝生产线，铝产品主要分为铝液、铝锭、多品种铝三类产品，其中铝液主要销售给霍林郭勒当地及扎哈淖尔工业园区的铝加工企业，铝锭和多品种铝主要销往东北、华东、华北地区的铝加工工厂及铝产品贸易商。

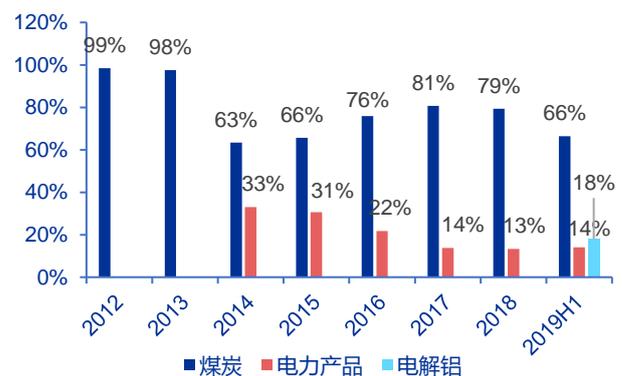
电解铝业务为公司营收主要来源，但煤炭仍是最主要盈利板块。截至 2019 年中报，电解铝业务、煤炭业务和电力业务收入占比分别为 53.4%、36.45%和 9.36%。但是 2012 年至 2019 年上半年，公司的毛利润构成中，来自煤炭业务的毛利润占比始终在 60%以上，2019 年半年报中，煤炭业务占比 66%，较 18 年底的 79%下降 13 个百分点，但仍是公司毛利润的最主要来源。

图 3:2012-2019H1 各业务营收及毛利率(亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 2012-2019H1 各业务毛利润占比 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

“煤-电-铝”产业链联动，公司综合竞争力和抗风险能力逐步提升。

2014 年以前公司主营业务为煤炭的生产和销售，煤炭业务营收占比高达 98%以上。2012 年开始，煤炭行业进入下行周期，2013-2015 年公司煤炭业务营收同比降幅达到 10%以上。毛利率由 2012 年的 36.4%下滑至 2015 年的 25%，下降了 11.4 个百分点。2016 年供给侧改革以来，公司煤炭业务大幅改善，营业收入由 15 年的 42.63 亿元增长至 2018 年的 65.49 亿元，煤炭业务毛利率也持续回升至 19 年上半年的 50.4%。

为完善煤炭下游电力行业的战略布局，2014 年公司收购中电投集团、蒙东能源共同持有的通辽霍林河坑口电厂 100%的股权，在主营业务中加入电力业务。坑口电厂机组设计时即为燃用露天煤业的褐煤，电厂紧靠公司坑口，煤炭经皮带直接运输至电厂，**电厂用煤全部从公司煤炭分部采购**，电厂年耗煤总量约为 420 万吨（根据 2018 年公司火力发电约 55 亿千瓦时、305.61 克/千瓦时吨标煤的效率测算），约占公司煤炭产量的 9%。公司自

15 年开始陆续有新能源发电项目并网发电，当前约有 16 万千瓦在产装机容量，225 万千瓦在建装机容量，合计装机约 241 万千瓦。18 年上半年、18 年全年及 19 年上半年公司**新能源发电业务毛利率都在 60%以上**，对盈利有较强的稳定作用。

2014 年至 2018 年公司电力业务整体营收贡献在 16%-23%之间，而毛利率较为平稳，自 2014 年以来在 36%-42%的区间里窄幅波动。

在巩固发展“煤-电”主营业务的基础上，公司响应控股股东**“用煤发电，用电炼铝，以铝带电，以电促煤”**的发展思路，2019 年 5 月，完成对控股股东蒙东能源持有的霍煤鸿骏铝电 51%股权的收购，本次交易完成后，公司可以快速进入电解铝行业，并通过上市公司平台为霍煤鸿骏的发展提供支持，以期将电解铝业务打造为未来重要的业务增长点，形成“煤-电-铝”联动。电解铝板块自备电厂总装机容量 210 万千瓦（其中 180 万千瓦火电机组、30 万千瓦风电机组），年均发电量约 126 亿千瓦时。霍煤鸿骏电解铝生产的供电全部来源于自备电厂，利用露天煤矿排弃的热值在 2700 大卡以下的煤矸石和疏干水发电，资源综合利用性强，成本低廉，经济效益显著。输煤皮带将燃料从露天煤矿直接送至电厂的储煤仓，自备电厂年耗煤约 850 万吨，约占公司煤炭产量的 18.5%，装入上市公司后将**对煤炭业务也形成一定对冲**。

得益于良好的产业链互动，公司盈利能力受周期波动的影响大幅减小。2015 年全行业亏损的时期，公司为行业中少数仍盈利的企业，实现归母净利润 5.34 亿元，2016、2017 年盈利实现了 54.31%和 112.86%的高增速，18 年和 19 年上半年在大部分煤企盈利小幅回落的情况下，仍保持 10%以上的盈利增速，公司的综合竞争力及抵御风险的能力较高。

图 5：公司营业收入变化 (2014-2019H1)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：公司归母净利润变化 (2014-2019H1)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 煤炭资源丰富，成本优势明显

2.1 煤炭资源储量丰富

公司是蒙东和东北地区褐煤龙头企业，煤炭核准产能 4600 万吨/年，属于国内大型现代化露天煤矿。公司拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，主要煤炭产品为褐煤。公司截至 2018 年底共有 5 座矿井，其中一号露天矿下属 4 大煤矿，分别为南露天矿（产能 1800 万吨/年）、北露天三采区（400 万吨/年）、二采区（300 万吨/年）和一采区（300 万吨/年）；扎哈淖尔露天矿产能 1800 万吨/年，故公司合计核定产能为 4600 万吨/年，权益产能 4564 万吨。

一号露天矿查明资源储量 13.87 亿吨，截至 2018 年 12 月 31 日，累计动用资源储量 4.49 亿吨，故剩余 9.38 亿吨；扎哈淖尔露天矿查明资源储量 12.17 亿吨，截至 2018 年底，累计动用资源储量 1.89 亿吨，故剩余 10.28 亿吨，两大矿田合计剩余可采储量近 20 亿吨，以公司当前 4600 万吨/年的产能计算，预计可采年限约 43 年。公司产品为优质褐煤，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点的特性，其燃烧反应充分、煤燃烧后不结焦，因此主要用作电厂燃料。公司煤炭资源禀赋良好。

表 1：公司矿井情况（截至 2018 年底）

矿山	资源储量 (亿吨)	煤矿名称	权益占比	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
霍林河煤田一号露天矿	9.38	南露天矿	100%	1800	1800
		北露天三采区	100%	400	400
		北露天二采区	100%	300	300
		北露天一采区	100%	300	300
霍林河煤田扎哈淖尔露天矿	10.28	扎哈淖尔露天煤矿	98%	1800	1764
合计				4600	4564

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 区位优势明显，资源禀赋更具竞争力

区位优势显著，运输条件便利。蒙东的大型煤田有呼伦贝尔市的宝日希勒煤田和伊敏煤田、锡林郭勒盟的胜利煤田和白音华煤田、通辽市的霍林河煤田、赤峰市的平庄元宝山煤田等。从较东北的运输距离来看，除了赤峰平庄元宝山煤田与露天煤业有竞争性，其它运输里程均长于霍林河煤田。

表 2：内蒙古东部褐煤主要城市煤田及运输情况

城市	煤田	主要运输路线	里程 (公里)
呼伦贝尔	伊敏煤田（煤电联营）、宝日希勒煤田、大雁煤田、呼山煤田、呼和诺尔煤田、扎赉诺尔煤田	宝日希勒-海拉尔-哈尔滨	807
通辽	霍林河煤田	霍林格勒-通辽-沈阳（长春、哈尔滨）	720/726/972
锡林郭勒盟	白音华煤田、胜利煤田、白音乌拉煤田、乌尼特煤田	白音华-霍林格勒-通辽-沈阳（长春、哈尔滨）	849/855/1101
赤峰	平庄元宝山煤田	平庄-赤峰-沈阳（长春、哈尔滨）	629/727/965

资料来源：沈阳铁路局，申万宏源研究

通辽市与辽、吉接壤，公司褐煤资源自霍林河经过通霍线运往通辽，由通辽发往辽宁、吉林。公司与沈阳、长春的运距在 600 公里左右，属经济运距范围内，运输十分便利。

图 7：霍林河煤田距东北运距更近，区位优势明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

近年来元宝山平庄能源的矿井面临资源枯竭的问题，霍林河煤田的煤炭热值更高、含硫量更低、灰熔点更高、灰分更低，具有十分明显的竞争优势。

表 3：霍林河煤田与元宝山煤田褐煤特性比较

煤种	热值 (大卡/kg)	硫 (%)	灰熔点温度 (°C)	灰分 (%)	水份 (%)	挥发分 (%)
霍林河褐煤	3127	0.28	1290	14.38	30.89	48
元宝山褐煤	2993	0.89	1150	24.41	27.77	41

资料来源：东北电力科学研究院，申万宏源研究

另外，蒙东地区由于征地指标的限制，部分矿井被迫停产，其中包括神华宝日希勒露天矿（产能 3500 万吨/年）、胜利一号露天矿（2000 万吨/年）等，严重影响该地区产能的释放，大大影响了该地区的煤炭供应能力。而公司各矿目前均正常生产。

综上所述，公司距离消费地东北三省更近，交通便利，加之公司煤质更优，当前生产正常，在蒙东地区具备明显的竞争优势。

2.3 低成本，售价稳定，使得公司吨煤盈利稳定

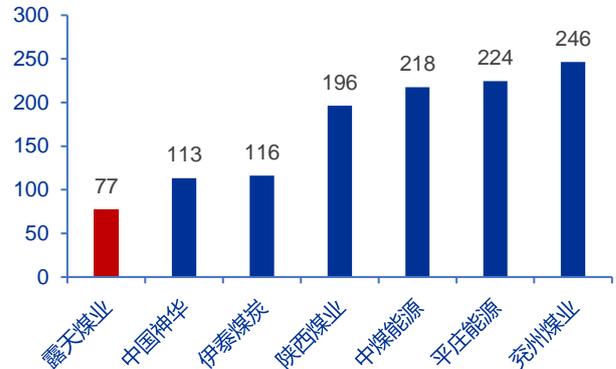
（一）公司煤炭业务成本优势明显，为行业内最低

露天开采的方式决定了公司生产效率高、开采成本低特性。公司机械化程度已达到 100%，2018 年职工薪酬仅占总生产成本的 20.47%；而且，霍林河煤田矿床含水少，疏干成本较低。公司的自产煤大多为自备电厂或周边电厂消纳，内部客户主要是霍煤鸿骏铝电及霍林河坑口电厂，对外则主要销售给国家电网东北分部、中电投东北电力燃料公司、吉林电力股份公司燃料分公司及通辽发电总厂等。由于霍林河得天独厚的地理位置，地处东北地区，区域内竞争格局较好，公司的煤炭可由通霍线自霍林河煤田运至通辽市，然后就近发往辽宁和吉林省，铁路、公路交通都十分便利，煤炭销售成本较低。

公司凭借良好的成本控制，使得近 4 年来吨煤生产成本稳定在 80 元/吨以下，且 18 年同比增速较上年大幅回落，趋于稳定。与同行业的公司比较，公司为行业中吨煤成本最低的公司，大幅低于同样位于内蒙地区的煤炭生产企业伊泰煤炭及平庄能源。

图 8：吨煤成本维持在 90 元以下（2013-2018 年）

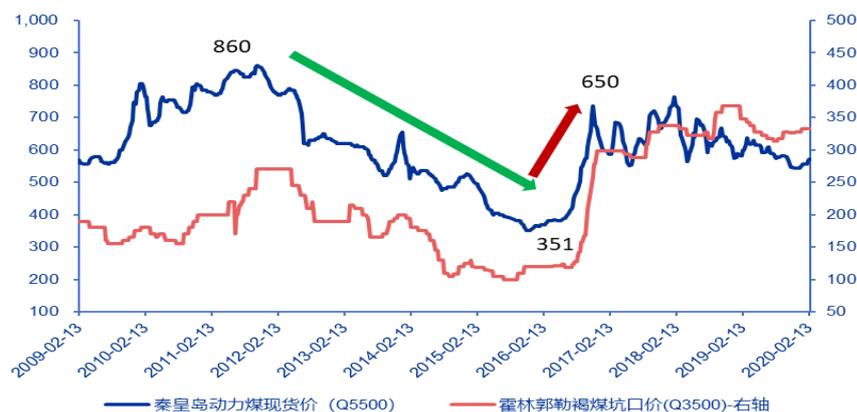

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：吨煤成本行业内最低（元/吨，2018 年报）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

（二）供给侧改革推进，叠加区域内需求刚性，公司吨煤售价保持稳定。

煤炭行业经历了 2012-2015 年严重产能过剩、价格持续下滑的萧条期后，2016 年迎来了供给侧改革。经过三年多供给侧改革，基本完成退出 8 亿吨落后产能的目标，秦皇岛 5500 大卡动力煤现货均价从 2015 年的 411 元/吨，上涨至 2017 年的 638 元/吨，2018 年、2019 年高位盘整，当前约为 570 元/吨。

图 10：受益于供给侧改革，煤价触底反弹、高位盘整（元/吨）


资料来源：秦皇岛煤炭网，申万宏源研究

公司所在的霍林郭勒地区褐煤价格于 2016 年供给侧改革以后随市场出现大幅反弹，由最低时的 100 元/吨，上涨至 2017 年的 338 元/吨，涨幅 238%，而 2018-2019 年，尽管港口煤价出现 9% 的跌幅，霍林郭勒地区依靠东北地区对其有刚性需求，价格并未大幅受挫，19 年均价较 18 年均价仅下跌约 2%，抗跌性很强。作为区域内最重要的煤炭供应商，公司售价十分坚挺。自 2015 年触底以来，呈稳步回升态势，2017 至 2019 年上半年，售价维持在 130 元/吨以上。由于公司的销售市场主要是东北地区，市场供需相对独立，受沿海价格影响较小，2012-2019 年上半年，秦皇岛港口现货均价标准差为 91，而同期公司平均售价的标准差为 21，公司价格的波动远低于沿海港口价格，公司售价更稳定。

图 11: 吨煤售价回升并维持稳定

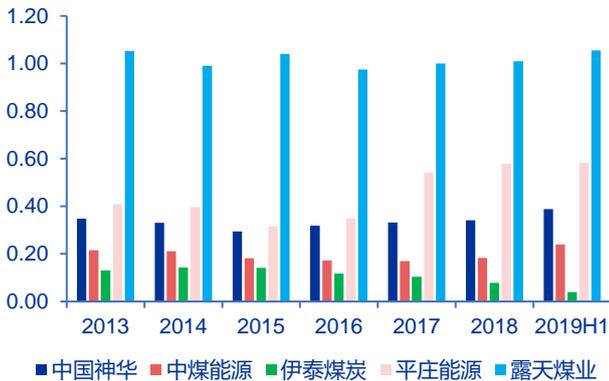

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12: 供给侧改革以来吨煤毛利稳步上升


资料来源：公司公告，申万宏源研究

(三) 费用控制好，吨煤盈利稳定

公司管理完善，生产效率高。公司人均产量自 2013 年以来维持在 1 万吨/工的水平左右，人均效率不仅大幅高于行业龙头中国神华、中煤能源等，相较于同区域的煤炭生产商伊泰煤炭和平庄能源也极具竞争力。良好的内部管理使得 16 年以来公司管理费用率一直低于 5%，19 年更是降至 2% 以下，远低于行业平均水平。

图 13: 人均产量高 (万吨/工)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14: 财务费用率远低于行业平均 (%)

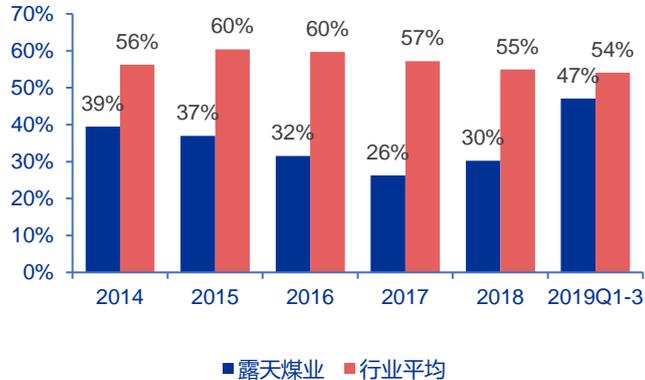

资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于下游客户确定，长协比例高，公司销售费用长期低于 0.5%，且远低于行业平均。

图 15: 销售费用率远低于行业平均 (%)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司资产负债率低，故财务费用低。2014 年以来，公司资产负债率由 39% 降至 30%，远低于行业平均水平，同时财务费用率由 3.91% 降至 1% 以下。2019 年由于并购了霍煤鸿骏铝电，资产负债率有所升高，但公司整体资产负债率及财务费用率仍低于行业平均水平。

图 16：公司资产负债率低于行业平均 (%)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：财务费用率低于行业平均 (%)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于良好的费用控制，公司整体的期间费用率低于行业平均水平，这对于公司的成本控制起到了正向的作用，公司吨煤利润率较高。吨煤净利润率接近 50%，远高于同区域的煤炭生产商伊泰煤炭和平庄能源。

图 18：公司吨煤净利大幅提升 (2014-2019H1)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：主要可比公司吨煤净利情况 (元/吨, %)


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 优质资产注入，整体上市可期

公司控股股东蒙东能源，实际控制人为国家电投集团（原中电投）。蒙东能源主要从事煤炭、电力及铝业等业务，与公司存在同业竞争。2014 年 8 月，公司控股股东和实际控制人公布资产注入总体规划，承诺把露天煤业作为其在内蒙古东部煤炭、火力发电资源整合的唯一平台和投资载体，将注入上市公司的资产包括白音华二号（产能 1500 万吨/年）和三号露天矿（产能 1400 万吨/年）、通辽二发和大板电厂。资产注入条件包括待注入资产的 ROE 不低于公司当年 ROE 等。

表 4: 集团优质资产注入说明

注入资产	注入主要条件
1 白音华二号露天矿 (储量 8.3 亿吨)	完成生产规模从 500 万吨到 1500 万吨扩能工程的相关审批手续, 并完成生产移交验收
2 通辽第二发电厂	通辽二发的土地、厂房、业务等独立于通辽总厂, 符合上市公司关于资产独立、业务独立、人员独立、机构独立和财务独立的条件
3 内蒙古大板发电厂	依法合规开展经营活动, 近两年不存在违反上市规定的违法违规行为
4 白音华三号露天矿 (储量 13.8 亿吨)	完成煤炭生产移交验收的相关审批手续;

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

目前, 蒙东能源与公司之间依然存在关联交易和潜在同业竞争, 待相关资产盈利能力达到上市公司要求后, 蒙东能源将最终履行完毕上市承诺, 实现蒙东能源整体上市, 届时将彻底解决上市公司与蒙东能源之间的关联交易和潜在同业竞争, 也将进一步夯实上下游产业链。

3. 东北煤炭供需缺口加大, 蒙东褐煤将不可或缺

3.1 东三省产量下降, 蒙东供给增量有限, 叠加外部调入不足, 东北地区供给日渐乏力

“黑吉辽”作为东北老工业基地, 煤炭开采较早, 由于开采强度过大, 目前面临煤矿老旧、规模较小等问题, 本身资源逐步枯竭、煤矿逐年退出。加上经历 2016 年以来的 3 年煤炭供给侧改革, 老旧矿井加速退出, 东北三省合法产能大大减少, 使得该地区产量进一步下降。2016 至 2018 年, 三省合计退出落后产能 7533 万吨, 占全国去化的 6.9 亿吨产能的 10.92%, 退出量明显。2011 年至 2019 年, 东三省的煤炭年产量由 1.95 亿吨下降至 9700 万吨, 减少了近 1 亿吨, 东北地区内部煤炭供给大幅萎缩。

图 20: 东三省近年来产量下降 (万吨)


资料来源: 中国煤炭工业协会, 申万宏源研究

而毗邻东三省的蒙东地区，新建矿规模有限，叠加存量大型露天矿存在征地问题，蒙东地区供给增量有限。

截至 2018 年底，蒙东地区在建产能为 7115 万吨，但其中接近一半为技改矿，仅有 3800 万吨为新建矿，且最大的两座矿井近 3000 万吨产能位于距离东三省距离较远的锡林郭勒盟。过去的十年里在褐煤的开发热潮中，以五大发电集团为主，基本已将该地区的褐煤资源瓜分殆尽，新建产能十分有限。

表 5：截至 2018 年底蒙东地区在建矿井明细

煤矿名称	建设类型	建设规模 (万吨/年)	市	备注
内蒙古阿鲁科尔沁旗绍根煤田阿根塔拉矿井	新建	180	赤峰市	
内蒙古平煤阿鲁科尔沁旗煤业有限公司爱民温都煤矿	新建	120	赤峰市	
赤峰向阳煤业有限责任公司煤矿	新建	60	赤峰市	
内蒙古大雁矿业集团有限责任公司伊敏河东矿区第一煤矿	新建	500	呼伦贝尔市	进入联合试运转
呼伦贝尔五九白音查干煤业有限公司白音查干煤矿	改扩建	60	呼伦贝尔市	
牙星煤业有限公司露天矿	技术改造	60	呼伦贝尔市	
莫力达瓦达斡尔族自治县万通石材有限责任公司利民煤矿	资源整合	45	呼伦贝尔市	
莫旗兴达矿业有限责任公司新二井	资源整合	45	呼伦贝尔市	
大唐国际发电股份有限公司胜利东二号露天矿改扩建项目	改扩建	3000	锡林郭勒盟	
锡林河煤化工有限责任公司贺斯格乌拉南露天煤矿	新建	1500	锡林郭勒盟	
吉林郭勒二号露天煤矿有限公司吉林郭勒二号露天煤矿	新建	1440	锡林郭勒盟	
天地锡林郭勒煤业有限公司天地锡林煤矿	技术改造	60	锡林郭勒盟	
内蒙古宝山宝马矿业有限责任公司煤矿	资源整合	45	锡林郭勒盟	
合计		7115		
其中新建		3800		

资料来源：国家能源局，申万宏源研究

同时，大型露天煤矿都面临征地困难的问题。露天煤矿的煤炭资源一般埋藏较浅，但煤层上部仍有厚达数十米甚至上百米的土层和岩石层，需要把这些覆盖物挖走后才能采煤。在保证国家 18 亿亩耕地红线以及生态环境保护红线的前提下，当前露天煤矿用地方式主要有临时性和永久性两种。临时性用地的使用期限为 5 年，5 年后要复垦才能还地。但由于大型露天矿的剥离土方量大，除去 2 年的开采时间，3 年内往往难以完成复垦治理。所以，大部分煤矿只能选择永久性用地，但也存在问题，各地建设用地指标有限且由当地政府统一分配，大型露天煤矿用地面积普遍较大，有些露天矿每年需要的用地指标甚至与当地的总指标相当，若完全保证露天矿的用地，将严重影响其他企业的用地需求。

所以当前的用地方式下大型露天煤矿征地的困局很难破解，近年来位于内蒙古的神华的宝日希勒、哈尔乌素等大型露天矿都因征地滞后而导致停产、减产。

而东北地区以外地区的调入亦显乏力。外省调入方面，由于除蒙东以外的主产地中，山西、陕西及蒙西距离东北地区运距远，且无直达铁路，导致国内调入不足。而进口方面，由于来自澳大利亚的动力煤从经济性来说，最远运达华东地区，运至东北则运距太远、成本过高，仅有部分印尼煤在东北的口岸通关；距离较近的朝鲜则以出口无烟煤为主，不适宜用作发电、生活用煤；俄罗斯远东有部分动力煤可供应东北，但由于交通不便，通关量亦有限。此外，煤炭的进口还受到国际发改委相关进口政策的影响，故年度波动较大、存在不确定性，无法作为稳定的能源保障。

图 21：“三西”距东北运距远、无直达铁路



资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，申万宏源研究

图 22：东北三省煤炭进口不稳定



资料来源：海关总署，申万宏源研究

3.2 东北地区刚性取暖需求小幅增长

由于东北地区气候寒冷，每年冬天都存在刚性的供暖需求，每年煤炭消费量约为 1.4 亿吨。

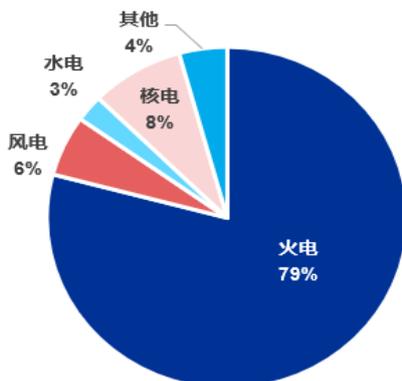
近年来，由于风电及核电的发展，东北地区火力发电占总发电量比重虽有所降低，但比例始终保持在 80%左右，高于全国平均占比水平；水力发电占比仅为 3%。

2017 年 2 月，国家能源局发布《关于 2017 年度风电投资监测预警结果的通知》，包括黑龙江、吉林等 6 省（区）因为弃风严重被列为风电开发建设红色预警区域，不得核准建设新的风电项目，火电占比有望进一步提高。

未来较大可能冲击东北火电需求为核电项目，主要是辽宁在建的红沿河二期工程，计划最早在 20 或 21 年建成发电；而筹建中的徐大堡核电站及东港核电站建成期尚未明确。

2014 年以来，虽然火电发电量在总发电量中的占比有所降低，但是由于总发电量绝对量的增长，火电发电量的绝对量呈震荡上升趋势。我们分析认为，未来几年东北地区对火电电力需求稳中有增，看好该地区对公司褐煤及火电产品的需求。

图 23：东北地区发电结构中火电发电占比约 80%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 24：火电发电量增加 (2014 至 2019 年)



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.3 供不应求支撑东北地区煤价坚挺

2011-2013年，由于该地区煤炭产量较高，尚能满足这部分需求，但是随着产量逐步下降，2014年以来，东北三省用煤出现缺口，缺口从当年的81万吨，逐步增加至2018年的4461万吨，2019年截至11月，该缺口已达到5221万吨。

图 25：东北煤炭产量逐年降低，供需缺口加大（亿吨）



资料来源：煤炭工业协会，申万宏源研究

注：由于数据缺失，每年均为 1-11 月的数据

虽然东北三省进口煤炭来满足一部分需求，但是距离弥补供需缺口还有较大差距。东北三省煤炭进口量自 2015 年以来呈现震荡增长趋势。2018 年三省合计进口 1577 万吨，而 2019 年 1-11 月三省进口煤炭数量之和为 2372 万吨，距离 5221 万吨的缺口有 2848 万吨的缺口，缺口较大。

由于该地区仍有未完成的去产能任务，产能还将进一步下降。2019 年 8 月，国家发改委等部门印发了《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》，要求 2019 年基本退出辽吉黑等地区 15 万吨/年以下的煤矿，共涉及东北三省矿井 295 座，产能合计 2312 万吨/年。如果以上矿井按要求退出，则 2019 年东三省煤炭需求缺口将超过 5100 万吨。

表 6：东北三省煤炭供需缺口测算表（万吨）

	2018	2019E
东北三省产量	9660	8796
+ 进口量	1577	2372
- 新增需退出产能		2312
- 东北三省消费量	14,121	14,017
= 供需缺口	-2,885	-5,160

资料来源：各省煤矿安监局，煤炭工业协会，CCTD，申万宏源研究

随着东北地区去产能不断深化、资源日益枯竭，该地区的煤炭产量预计将持续下降，由于地域上相对独立，距离主产地山西、陕西及蒙西运距远且没有直达的铁路，故外省调入量有限。进口方面则受限于经济性，仅有部分印尼煤和俄罗斯煤通关。而需求端，由于气候寒冷，每年冬天的取暖“保供应”用煤属于刚性需求，需求较难出现明显下滑，预计呈稳中有升的态势。因此，煤炭的需求缺口将长期存在且呈不断扩大趋势，尤其近年来蒙

东北地区露天矿征地问题日益突出，供给东北日益捉襟见肘，供给不足有力地支撑了区域内的煤价。

随着 2012 年以来出现煤炭需求缺口，东北地区增加从蒙东的褐煤调入，区域内燃煤机组的锅炉逐渐改造成适应褐煤燃烧。随着国家不断出台环保政策，东北地区火电厂的煤炭采购要重点兼顾烟气排放指标，需要通过对燃煤煤质选择的调整，提高烟煤的比例，以及对脱硫设施进行增容改造、对锅炉进行低氮燃烧改造等技术方式来减少污染物的排放。改造后，东北地区燃煤机组对于褐煤的依赖程度进一步提高。

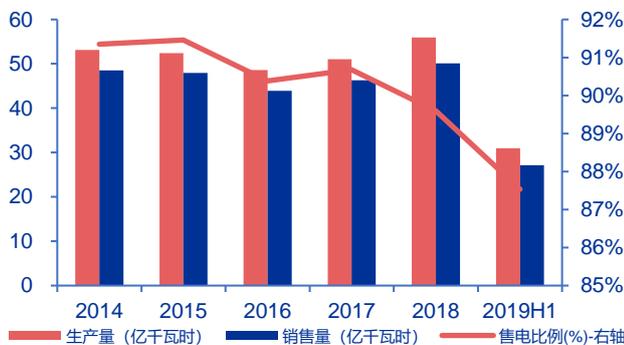
东北火电市场需求稳健，为公司褐煤产品需求提供有力支撑。

4. “煤电” “煤铝” 联动，助力综合竞争力提升

4.1 煤电联动，公司电力业务稳步发展

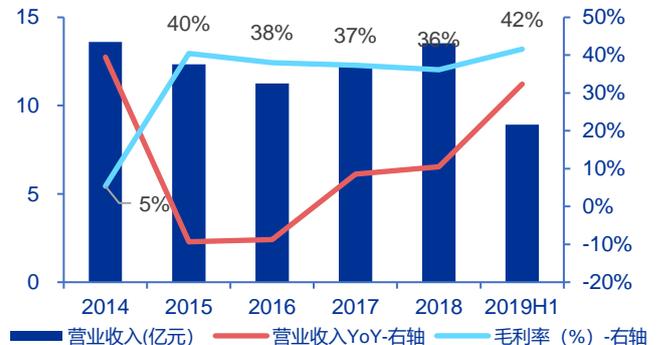
2017 年以来，全社会发电需求的增加，发电量和售电量近两年均出现 10% 左右的增长，2018 年分别为 55.95 亿千瓦时和 50.13 亿千瓦时。受益于此，公司 17-18 年发电板块营收也保持在 10% 左右稳步增长。随着电价和煤价的稳定，公司近两年发电业务毛利率维持稳定，保持在 35% 以上。

图 26：电力业务产销量情况 (2014-2019H1)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：电力业务营收及毛利情况 (2014-2019H1)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：电力业务经营情况 (元/千瓦时)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
度电售价	0.280	0.257	0.256	0.264	0.270	0.329
度电成本	0.170	0.153	0.159	0.165	0.172	0.192
度电毛利	0.111	0.104	0.097	0.099	0.098	0.137

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司的火电机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组，此类型机组在东北电网是主力核心大机组，目前正处在良好的运营期间。随着机组投产以来进行的综合升级改造、重要辅机变频器改造，灵活性辅助调峰改造等，机组的能耗水平将大幅下降，持续盈利能力可期。

4.2 拓展新能源业务，未来新增利润可期

投资设立新能源公司，建设新能源项目。2015 年以来，公司开始进军新能源发电领域，主要是布局光伏和风电项目。目前，公司共有在产和在建新能源发电装机容量 241 万千瓦，其中风电的装机容量为 205 万千瓦，光伏发电的装机容量为 36 万千瓦。目前已有 15.95 万千瓦装机并网发电。

表 8：公司已建成及在建的新能源发电项目

	项目名称	建设容量 (万千瓦)	性质	总投资额 (亿元)	审议通过日期	并网发电日期	所在地
已建成	20MW 分布式光伏发电项目	2	光伏	1.75	2014 年 9 月	2015 年 6 月	内蒙古霍林郭勒
	扎哈淖尔煤业 10MW 光伏发电项目	1	光伏	0.98	2015 年 9 月	2016 年 2 月	内蒙古通辽
	达拉特光伏发电领跑基地 17 年 1 号项目	1	光伏	6.55	2018 年 4 月	2018 年 12 月	内蒙古鄂尔多斯
	达拉特光伏发电领跑基地 17 年 4 号项目	2	光伏	12.76	2018 年 4 月	2018 年 12 月	内蒙古鄂尔多斯
	交口棋盘山风电场 99.5MW 项目	9.95	风电	7.98	2017 年 3 月	2019 年 1 月	山西吕梁
在建	扎哈淖尔煤业二期 10MW 光伏项目	1	光伏	0.79	2017 年 3 月		内蒙古通辽
	别力古台风电项目	45	风电	16.33	2017 年 10 月		内蒙古锡林郭勒
	山西右玉高家堡 10 万千瓦风电项目	10	风电	7.44	2017/6 核准		山西朔州
	通辽发电总厂贮灰场光伏发电项目	15	光伏	7.44	2019 年 12 月		内蒙古通辽
	阿拉善左旗 40MWp 光伏发电项目	4	光伏	1.85	2019 年 12 月		内蒙古阿拉善
	达拉特光伏发电领跑基地项目	10	光伏	4.73	2019 年 12 月		内蒙古鄂尔多斯
	扎鲁特—青州特高压配套外送风电项目	100	风电	64.18	2019/12 核准		内蒙古通辽
上海庙至山东特高压外送阿拉善风电项目	40	风电	26.48	2020/1 核准		内蒙古阿拉善	
合计		241		159.2			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司于 2016 年中报披露了新能源发电的明细，16 年上半年公司的光伏发电项目平均利用小时数为 929 小时，当年小时数约为 1975 小时，17-18 年由于报告期内没有新增装机，故发电量稳定在 6300 万千瓦时左右水平，年利用小时数大约为 2100 小时左右，2019 年新增了 13 万千瓦装机后，新能源发电量约为 2.0525 亿千瓦时，2019 年上半年利用小时数 1287 小时。同期内蒙古自治区内风电和光伏的平均利用小时数为 1236 小时和 874 小时，**公司经营效率高于区内平均水平。**

表 9：新能源分部发电情况

	2016H1	2016A	2017H1	2017A	2018H1	2018A	2019H1
装机容量 (万千瓦)	3	3	3	3	3	3	16
发电量 (万千瓦时)	2788	5925	3137	6273	3137	6273	20525
利用小时数 (小时)	929	1975	1046	2091	1046	2091	1287

资料来源：公司公告，申万宏源研究

已并网发电的项目将相应享受电价补贴，而尚未并网的项目中，已核准的**风电**项目 4 个，装机合计 195 万千瓦。17 年核准的别力古台项目和山西高家堡项目，分别位于 I 类、IV 类资源区，若能于 20 年投产，则可相应执行每千瓦时 0.47 元、0.6 元的电价，故有望于 20 年并网贡献利润。而近期核准的 100 万千瓦风电基地项目和阿拉善 40 万千瓦风电项目将平价上网，分别接入扎鲁特至青州特高压通道和上海庙至山东特高压通道输送至山东电网消纳，按照受端市场条件和通道输配电价确定送端上网电价，有望于 20 年底投产、21

年开始贡献业绩。尚未并网的光伏项目 4 个，合计装机容量 30 万千瓦。根据国家发改委《关于 2020 年光伏电站政策征求意见稿》，位于 I 类资源区的阿拉善左旗项目和达拉特项目共 14 万千瓦和位于 II 类区的扎哈淖尔二期项目及贮灰场项目共 16 万千瓦，有望于 2020 年并网、贡献业绩，以享受每千瓦时 0.33 元、0.38 元的电价。

表 10：测算 2019-2021 年发电业务新增营收假设表

项目名称	建设容量(万千瓦)	性质	所在地	资源区	预计并网装机 (万千瓦)			参考上网电价 (元/千瓦时)	利用小时数
					2019E	2020E	2021E		
交口棋盘山风电场 99.5MW 项目	9.95	风电	山西吕梁	IV 类	9.95			0.6	2196
扎哈淖尔煤业二期 10MW 光伏项目	1	光伏	内蒙古通辽	II 类		1		0.38	1384
别力古台风电项目	45	风电	内蒙古锡林郭勒	I 类		45		0.47	2204
山西右玉高家堡 10 万千瓦风电项目	10	风电	山西朔州	IV 类		10		0.6	2196
通辽发电总厂贮灰场光伏发电项目	15	光伏	内蒙古通辽	II 类		15		0.38	1384
阿拉善左旗 40MWp 光伏发电项目	4	光伏	内蒙古阿拉善	I 类		4		0.33	1384
达拉特光伏发电领跑基地项目	10	光伏	内蒙古鄂尔多斯	I 类		10		0.33	1384
扎鲁特—青州特高压配套外送风电项目	100	风电	内蒙古通辽	II 类			100	0.4	2204
上海庙至山东特高压外送阿拉善风电项目	40	风电	内蒙古阿拉善	I 类			40	0.4	2204
合计					9.95	85	140		

资料来源：中电联，申万宏源研究

注：1、山西棋盘山项目已于 19 年初公告并网；2、两个特高压外送项目参考山东当地火电电价，其余项目为政策允许时间内并网享受的补贴价；3、利用小时数参考所在地近期光伏、风电平均利用小时数

表 11：2019-2021 年发电业务新增盈利测算表

	2019E	2020E	2021E
新增装机容量 (万千瓦)	9.95	85	140
平均利用小时数	2196	1914	2204
发电量 (万千瓦时)	21850	162660	308560
外售电量占比	87.53%	88.41%	89.29%
售电量 (万千瓦时)	19126	143806	275522
单位电价 (元/千瓦时)	0.6000	0.4453	0.4000
营收增量 (亿元)	1.15	6.40	11.02
毛利润增量 (亿元)	0.75	4.16	7.16
税前净利润增量 (亿元)	0.48	2.71	4.66

资料来源：公司公告，中电联，申万宏源研究

注：1、平均利用小时数根据表 10 的装机量和小小时数加权平均所得；2、19 年外售电占比参考 19 年中报比例，20-21 年由于外送山东，假设小幅增长约 1%；3、单位电价根据表 10 的装机量和参考上网电价加权平均所得；4、毛利率 65%参考公司新能源板块目前水平；5、行业平均费用率约为 30%，但公司贷款比例高于行业 10pct，财务费用有所增加，故费用率略高于行业平均，采用 35%

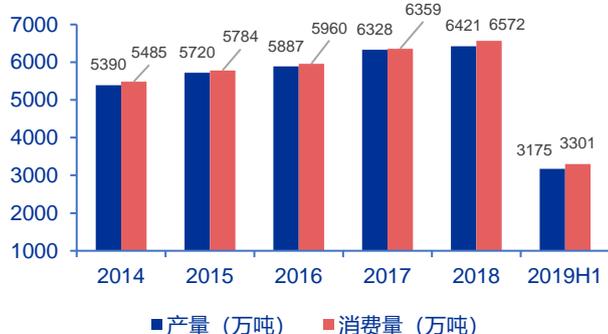
据测算，新增的新能源发电装机若能如期并网，2019-2021 年预计将给公司分别带来约 0.48 亿元、2.71 亿元和 4.66 亿元的税前净利润增量。虽然近两年光伏、风电补贴有所滑坡，但目前核准的项目若能及时完工，仍有机会于全面平价上网之前享受补贴的末班车；而平价上网的两大风电项目由于规模效应、成本低，且外送通道确定，属于优质的新能源发电项目。大力发展新能源业务为电力板块带来业务增量，有利于公司的转型升级，并不断提升公司综合竞争力和抗风险能力。

4.3 收购霍煤鸿骏，公司实现“煤-电-铝”产业链延申

公司向控股股东蒙东能源发行 1.54 亿股股份购买其持有的霍煤鸿骏铝电公司 51% 股权，2019 年 5 月，本次交易已完成，霍煤鸿骏铝电 51% 股权过户手续及相关工商变更登记已完成，**霍煤鸿骏已成为公司的控股子公司**。霍煤鸿骏主营业务包括电解铝业务及其配套的自备电厂发电业务。电解铝业务主要为生产铝液、铝锭及多种铝产品，配套自备电厂所发电力供公司电解铝生产使用。公司目前拥有年产 86 万吨电解铝生产线、装机容量 180 万千瓦火电机组、30 万千瓦风电机组。将电解铝业务注入上市公司，实现“用煤发电、用电炼铝、以铝带电、以电促煤”，进一步延伸公司的产业链，有利于提升公司综合竞争力、提高公司整体抗风险能力。

(一) 电解铝行业供不应求，价格易涨难跌。

图 28：全球近年电解铝供需状态



资料来源：中国铝业年报，申万宏源研究

图 29：中国近年电解铝供需状态



资料来源：中国铝业年报，申万宏源研究

2014 年以来，全球及中国电解铝消费量大于产量，供给愈发紧张。国内电解铝需求量呈现小幅上升态势，19 年上半年同比增长 0.8%。尽管需求量增长有限，但是产量增量更小，尤其 18 年以来，国内产量呈下降态势，19 年上半年同比下降约 0.8%，产量进一步减少，电解铝供给出现缺口，对国内价格形成有效支撑。

图 30：2017 年以来上海期货交易所、伦敦金属交易所铝期货收盘走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

(二) 客户稳定售价坚挺；自备电厂 100% 供电，成本控制好，铝业务毛利率接近行业龙头平均水平。

霍煤鸿骏铝液产品营收占比超过 60%，主要销售对象为半径 5 公里以内铝压延加工企业。铝产品加工企业通常围绕电解铝生产企业建立，铝液的产品特性限制了销售半径，公

司与诸多铝产品后加工企业互为依存关系，销售关系稳定。铝锭产品销售占比超过 30%，主要客户为国电投东北铝业国际贸易公司，16 年度、17 年底及 18 年上半年销售额占营收的比例分别为 14.8%、19.59%和 34.22%，比例稳中有升。稳定的销售渠道有利于节约销售费用、稳定销售市场。**由于主要产品销售渠道较为稳定，与下游客户粘性高，售价稳定。**

而且，由于配套自备电厂可完全供应生产用电，加之电厂用煤来自价格低廉的露天煤业，电解铝业务电耗成本控制较好。大部分公司吨铝成本中约 50%为原材料，约 35%为电耗，约 15%其他费用。原材料中又以氧化铝为主，但氧化铝为大宗商品，国内外货源充足，为完全竞争市场，市场价格透明，公司与其他竞争对手在氧化铝的采购价格上不会有很大差异。**目前铝行业各公司在成本上的差异主要因为电耗，配套自备电厂的霍煤鸿骏享有充足的电力保障及较低的电力成本。**生产一吨电解铝耗电量约为 1.25-1.4 万千瓦时，则公司 86 万吨电解铝产能完全释放的情况下，一年需要用电 108-120 亿千瓦时，而自备电厂 16 年度、17 年度及 18 年上半年发电量分别为 127、126 及 65 亿千瓦时，**公司自备电厂可 100%供应电解铝生产线。**加之霍煤鸿骏从露天煤业直接采购褐煤于自备电厂发电，公司的电耗成本占吨铝成本约为 15%，远低于行业平均的 30%，公司极具成本优势。

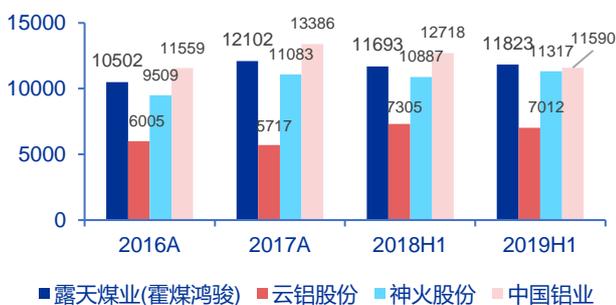
表 12：霍煤鸿骏电耗成本占比测算

项目	数值	备注
1 万度电消耗标准热值 Q7000 煤 (吨)	4	
1 万度电消耗露天煤业 Q2700 煤 (吨)	10.4	
吨铝消耗约 1.3 万度电需耗煤 (吨)	13.48	
自露天煤业吨煤采购成本 (元/吨)	119	根据 18 年报与霍煤鸿骏的交易额，及 19 上半年较 18 年平均售价测算
吨铝电耗成本 (元/吨)	1609	
吨铝完全成本 (元/吨)	10720	
电耗成本占比	15.01%	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

因此，公司的吨铝售价较高而成本控制较好。与行业龙头相比，2019 年以前仅次于中国铝业，而 19 年已基本超越中国铝业，价格坚挺。而毛利率方面，16 年度、17 年度、18 年和 19 年上半年，行业龙头的毛利率平均值分别为 16.99%、12.38%、7.59%和 9.32%，霍煤鸿骏的毛利率略高于行业龙头的毛利率平均值，在行业中具备竞争力。

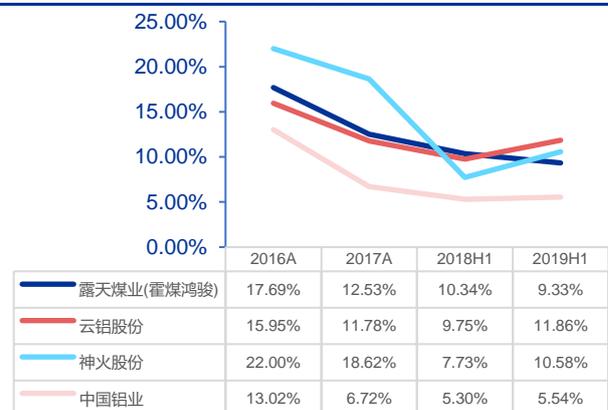
图 31：铝行业公司吨铝售价 (元/吨)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：由于 19 年上半年才完成霍煤鸿骏的收购，18 年全年霍煤鸿骏数据缺失，只有并购时公司公告披露的 18H1 数据

图 32：铝行业公司吨铝毛利率 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：由于 19 年上半年才完成霍煤鸿骏的收购，18 年全年霍煤鸿骏数据缺失，只有并购时公司公告披露的 18H1 数据

(三) 业绩承诺补偿托底，集团优质资产有望注入上市公司。

控股股东蒙东能源与露天煤业签订了《业绩承诺补偿协议》，蒙东能源集团承诺，霍煤鸿骏 2018 年至 2020 年预计可实现的净利润总数（净利润以扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为准）不低于 13.12 亿元。业绩承诺期内，2018 年若因青岛市中级人民法院执行裁定书而使霍煤鸿骏遭受损失，蒙东能源集团已按股权转让比例对上市公司进行了补偿。

本次交易完成后，当前在内蒙古区域内，蒙东能源旗下只有霍林河铝业有电解铝业务，但是该公司也已经于 2017 年由露天煤业实质性托管。而在内蒙古区域外，国家电投集团旗下青铜峡铝业和黄河鑫业公司有电解铝业务，上述两家公司在业务上与霍煤鸿骏不存在实质性竞争关系。因为铝液需要保持高温状态以便加工成型相关产品，一般会避免进行长距离运输，上述 2 家公司分别位于宁夏和青海，与霍煤鸿骏销售区域不同；而铝锭销售上，2018 年的数据显示，霍煤鸿骏 94.10% 销售集中在东北、华北；青铜峡铝业 89.69% 销售集中在西北、华东；黄河鑫业 92.86% 销售集中在西北、华中和华东，区域不存在重叠的情形，不构成实质性同业竞争。并且，国电投集团已于 2018 年承诺，待这两家公司达到资产注入条件，会在 5 年内全部注入上市公司。

目前，蒙东能源与公司之间依然存在关联交易和潜在同业竞争，待相关资产盈利能力达到上市公司要求后，蒙东能源将最终履行完毕上市承诺，实现蒙东能源整体上市，届时将彻底解决上市公司与蒙东能源之间的关联交易和潜在同业竞争。**优质的资产注入将有效改善公司的资产质量，有助于提升上市公司业绩，进而提高公司的盈利能力与股价。**

5. 盈利预测与估值

公司自 2007 年上市以来共分红 13 次，分红率约为 31.03%，公司分红较为稳定，即使是在行业最低谷的 2015 年仍分配了当年利润的 30.62%。唯独 2018 年由于正在并购霍煤鸿骏期间，为留存收益以计划未来投资，当年未分红，但是于 2019 年中报派发了总共 7.69 亿元的红利。截至 2019 年三季度末，公司资产负债率 47.05%，低于行业平均的 54.08%，债务负担轻，财务费用低，可支配的现金较为富余。2019 年前三季度，公司归母净利润 19.60 亿元，现金净增加 8.09 亿元，现金流高，具备提高分红比例的条件。假设 2019 年分红率提高到 50%，预计将分红 12.54 亿元，股息率有望达到 8.26%；若分红率提高到 60%，则将分红 15.05 亿元，股息率有望达到 9.91%。

表 13：分红假设测算表

2019E 归母净利润 (亿元)	25.08		
总市值(2019/2/21)	151.80		
	假设一	假设二	假设三
分红率	40%	50%	60%
分红金额 (亿元)	10.03	12.54	15.05
股息率	6.61%	8.26%	9.91%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

在东北地区供给缺口较大、“保供应”压力持续存在的情况下，我们分析认为公司作为区域内的龙头、主要的煤炭供应商，煤价有支撑。同时随着新能源发电机组的陆续投产，公司电力板块预计将有爆发式增长，预计 2019 年-2021 年公司 EPS 分别为 1.31 元、1.41 元和 1.60 元；对应 PE 分别为 6.1 倍、5.6 倍和 4.9 倍，从估值角度分析，公司和 A 股动力煤龙头公司进行估值比较分析，公司估值处于被低估状态。A 股动力煤龙头公司 2019 年-2021 年平均估值 PE 为 7.3 倍、7.3 倍和 7.0 倍，公司 PE 折价幅度高达 21%、30%和 42%；静态 PB 估值角度，主要动力煤公司平均 PB 为 1.20 倍，而公司 PB 仅为 0.96 倍，折价幅度 24%，极具投资价值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 14：A 股重点动力标的盈利预测（元/股、元、倍）

代码	简称	2020/2/21	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	静态
		收盘价	EPS	EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E	P/E	PB
601088.SH	中国神华	16.74	2.21	2.26	2.26	2.29	7.6	7.4	7.4	7.3	0.96
601225.SH	陕西煤业	8.08	1.10	1.12	1.13	1.20	7.3	7.2	7.1	6.7	1.43
	平均							7.3	7.3	7.0	1.20
002128.SZ	露天煤业	7.90	1.24	1.31	1.41	1.60		6.1	5.6	4.9	0.96
	折价幅度							20.72%	29.90%	41.81%	24.45%

资料来源：WIND 资讯，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,588	8,230	18,657	19,333	20,392
营业收入	7,588	8,230	18,657	19,333	20,392
营业总成本	5,528	5,971	15,758	16,204	16,857
营业成本	4,294	4,564	13,810	14,156	14,720
税金及附加	894	946	1,101	1,160	1,223
销售费用	23	29	47	48	51
管理费用	215	333	410	425	449
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	94	77	399	415	414
资产减值损失	8	22	-9	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	3	5	5	5	5
投资收益	33	157	73	88	106
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-27	0	0	0	0
营业利润	2,069	2,421	2,976	3,222	3,645
营业外收支	-2	-37	-6	-10	-16
利润总额	2,068	2,384	2,970	3,212	3,630
所得税	305	347	449	484	546
净利润	1,763	2,038	2,521	2,727	3,084
少数股东损益	8	11	13	14	16
归母净利润	1,755	2,027	2,508	2,713	3,067

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,763	2,038	2,521	2,727	3,084
加: 折旧摊销减值	801	788	532	560	580
财务费用	106	98	399	415	414
非经营损失	-27	-154	-73	-88	-106
营运资本变动	-638	-926	6	211	-143
其它	63	-52	26	-5	-6
经营活动现金流	2,068	1,792	3,412	3,821	3,823
资本开支	339	2,397	0	0	0
其它投资现金流	23	115	-35	26	24
投资活动现金流	-316	-2,283	-35	26	24
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-663	1,020	1,396	1,424	1,424
支付股利、利息	596	610	399	415	414
其它融资现金流	-14	0	0	0	0
融资活动现金流	-1,273	409	997	1,010	1,011
净现金流	478	-81	4,374	4,857	4,858

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,667	6,607	10,957	15,608	20,614
现金及等价物	1,822	1,760	6,134	10,991	15,849
应收款项	3,507	4,452	4,452	4,246	4,383
存货净额	323	341	344	339	344
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	15	53	27	32	37
长期投资	509	653	760	821	903
固定资产	7,110	8,752	8,213	7,654	7,075
无形资产及其他资产	1,431	1,703	1,703	1,702	1,701
资产总计	14,717	17,716	21,633	25,784	30,292
流动负债	3,522	3,596	3,568	3,568	3,568
短期借款	2,182	1,777	1,749	1,749	1,749
应付款项	1,192	1,535	1,535	1,535	1,535
其它流动负债	149	285	285	285	285
非流动负债	336	1,758	3,182	4,607	6,031
负债合计	3,858	5,354	6,750	8,175	9,599
股本	1,634	1,634	1,922	1,922	1,922
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,251	1,251	964	964	964
其他综合收益	-1	1	1	1	1
盈余公积	907	1,078	1,289	1,518	1,776
未分配利润	6,934	8,300	10,597	13,082	15,891
少数股东权益	61	67	80	95	111
股东权益	10,859	12,361	14,882	17,610	20,693
负债和股东权益合计	14,717	17,716	21,633	25,784	30,292

资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.91	1.05	1.31	1.41	1.60
每股经营现金流	1.08	0.93	1.78	1.99	1.99
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	5.62	6.40	7.70	9.12	10.71
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	15.9	14.7	21.0	23.8	27.3
ROE	16.3	16.5	16.9	15.5	14.9
毛利率	43.4	44.5	26.0	26.8	27.8
EBITDA Margin	38.9	39.2	21.0	21.7	22.7
EBIT Margin	28.5	29.9	18.1	18.8	19.8
营业总收入同比增长	38.0	8.5	126.7	3.6	5.5
归母净利润同比增长	113.0	15.5	23.7	8.2	13.1
资产负债率	26.2	30.2	31.2	31.7	31.7
净资产周转率	0.70	0.67	1.26	1.10	0.99
总资产周转率	0.52	0.46	0.86	0.75	0.67
有效税率	15.0	15.6	15.5	15.5	15.5
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	8.7	7.5	6.1	5.6	4.9
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9	0.7
EV/Sale	2.1	2.1	0.7	0.5	0.3
EV/EBITDA	5.4	5.3	3.6	2.5	1.5
股本	1,634	1,634	1,922	1,922	1,922

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。