



中信证券研究部



祖国鹏
首席煤炭分析师
S1010512080004



敖翀
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

公司为蒙东地区煤炭龙头，长协占比高，定价机制固定，今明两年业绩增长相对确定。公司资本运作正在推进中，拟募集资金收购的电解铝资产已过户至公司，但对市场定增尚未完成。长期看，公司还有较高的分红潜力。我们继续看好公司煤炭板块的估值修复、新增电解铝业务的业绩弹性以及增发驱动下的股价表现。

■ **煤炭板块今明两年业绩增长确定性高。**公司是蒙东区域能源龙头，煤炭产量稳定在 4600 万吨左右。公司前期锁定的长协价偏低，整体销售均价约 140 元/吨，较区域市场折价约 30%。公司已公告 2019 年煤炭销售均价提升，可增厚净利润 5.3 亿元，我们推算公司 2019 年不含税均价约为 153 元/吨，同比增长约 9%。同时公司近两年环保类的支出较为集中，2019 年预计超过 3 亿元，但经过集中治理后，未来环保支出将有所下降，可增厚 2020 年净利润。

■ **收购电解铝资产具备低成本优势，长期景气改善值得期待。**公司拟增发募集资金收购集团控股的霍煤鸿骏 51% 股权，其电解铝在产产能 86 万吨，目前已完成收购股权的过户，公司已形成“煤—电—铝”一体化的产业链，可充分利用自备电厂的低成本优势。目前电解铝业务盈利处于周期低点，预计未来随着景气好转，公司吨铝产品的净利水平有望从 200 元左右提升至 700 元，预计未来三年平均贡献归母净利润 2.87 亿元，提升净利润约 15%。

■ **分红水平依然有提高的潜力。**历史上，公司分红率多在 30~40% 的区间。目前公司煤炭的定价结构决定了相对稳定的业绩水平，同时公司整体现金流充裕、负债率低，也并无大额资本开支项目，具备提高分红的财务条件。我们预计，在此条件下，公司未来分红率有望再次提升至 40% 的历史中高位水平。

■ **风险因素：**宏观经济增速放缓，影响煤/电/铝产品需求；增发推进存在不确定性。

■ **投资建议：**公司存量煤电业务估值依然偏低，合理市值应在 200~220 亿元，电解铝板块合理估值约 30 亿元。公司目前市值约为 155 亿元，考虑增发效应市值约为 182 亿元，目前市值仍有约 30% 的增长空间。我们维持公司 2019~2021 年 EPS 预测为 1.32/1.39/1.42 元（采用增发后新股本计算，增发价假设为 9.05 元/股）。当前股价 8.69 元，对应 2019~2021 年 P/E 7 倍，给予目标价 11.7 元，对应 2019 年 P/E 9 倍，维持“买入”评级。

露天煤业	002128
评级	买入（维持）
当前价	8.69 元
目标价	11.70 元
总股本	1,789 百万股
流通股本	1,634 百万股
52 周最高/最低价	10.13/7.06 元
近 1 月绝对涨幅	0.81%
近 6 月绝对涨幅	16.80%
近 12 月绝对涨幅	-3.98%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,588.8	8,229.7	8,835.4	9,041.1	9,222.6
营业收入增长率	38.0%	8.4%	7.4%	2.3%	2.0%
净利润(百万元)	1,754.6	2,027.0	2,553.4	2,685.4	2,750.8
净利润增长率	113.0%	15.5%	26.0%	5.2%	2.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.07	1.24	1.32	1.39	1.42
毛利率%	43.4%	44.5%	46.6%	46.1%	46.2%
净资产收益率 ROE%	16.25%	16.49%	15.59%	15.18%	14.53%
每股净资产(元)	5.58	6.35	8.46	9.14	9.78
PE	9	8	7	7	7
PB	1.74	1.53	1.15	1.06	0.99

资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：股价为 2019 年 6 月 20 日收盘价；2019-21 年 EPS 预测采用增发后新股本计算（增发价假设为 9.05 元/股）。

目录

蒙东褐煤龙头，区域内享有竞争优势	1
电力央企下属煤炭平台，实现煤—电—铝一体化	1
优势一：褐煤资源优质，下游用户稳定	2
优势二：临近缺煤区域，地理位置优势明显	2
行业展望：煤炭全年供给仍略宽松，成本支撑下铝价或止跌企稳	3
2019 年动力煤价格或小幅下跌	3
2019 年电解铝消费边际改善可期	4
公司煤炭业务：定价确定性高，环保支出未来或有所下降	6
公司长协定价机制稳定，19 年上调长协价格对冲市场下行因素	6
存量矿井产能或保持稳定	7
集团仍有 3500 万吨煤炭产能	8
煤炭开采成本处于行业最低水平，边际变化在于环保成本	9
增发募投电解铝项目股权已过户至公司，低成本优势明显	11
自备电厂成本具备优势，电解铝业务盈利超越行业水平	11
业绩承诺条件明确，收购价格相对合理	14
电力业务：立足火电行业，积极向新能源布局	14
火电板块可对冲煤价下跌影响	14
积极布局新能源发电领域，但业绩贡献尚待时日	15
资本开支有望回归低位，分红率有望再次提升	16
风险因素	17
盈利预测、估值及投资评级	17
盈利预测	17
估值与评级	18

插图目录

图 1：露天煤业股权结构.....	1
图 2：公司各业务板块营业收入占比.....	2
图 3：露天煤业煤炭销售收入分地区占比.....	2
图 4：东北三省煤炭产量及消费量走势.....	3
图 5：截止 2018 年 12 月国内电解铝成本曲线.....	5
图 6：2018 年电解铝产能变动情况.....	5
图 7：国内电解铝库存有所去化.....	5
图 8：电解铝价格运行展望.....	5
图 9：公司煤炭销售均价与当地市场煤价对比.....	6
图 10：公司煤炭销售价格及同比增速.....	7
图 11：露天煤业煤炭产销量及同比增速.....	8
图 12：公司专项储备使用金额及同比增速.....	9
图 13：公司吨煤成本及增速.....	11
图 14：同类可比公司吨煤成本比较.....	11
图 15：霍煤鸿骏铝产品产量.....	12
图 16：霍煤鸿骏电力板块近年量产量情况.....	12
图 17：霍煤鸿骏电解铝成本拆分.....	13
图 18：霍煤鸿骏净利润预测.....	13
图 19：公司发电量与售电量.....	14
图 20：历史以来公司火电板块度电利润.....	15
图 21：公司历年净利润水平及分红比率.....	16
图 22：公司历年经营活动现金流及资本开支情况.....	17

表格目录

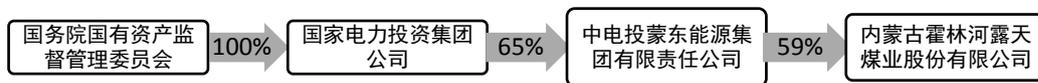
表 1：未来煤炭主产区已核准新建矿井投产进度.....	3
表 2：动力煤供需平衡预测表.....	4
表 3：2018-2020 年中国电解铝消费量预测.....	5
表 4：公司吨煤净利对煤价敏感性测算.....	7
表 5：公司煤矿产能明细.....	7
表 6：蒙东能源集团资产梳理.....	9
表 7：公司煤炭业务成本拆分.....	10
表 8：公司铝产品毛利比较分析.....	12
表 9：霍煤鸿骏经营性净利润盈利预测.....	13
表 10：可比公司平均估值水平.....	14
表 11：公司新能源电站布局情况.....	16
表 12：公司关键经营变量假设.....	18
表 13：可比公司估值情况.....	19

■ 蒙东褐煤龙头，区域内享有竞争优势

电力央企下属煤炭平台，实现煤—电—铝一体化

露天煤业实际控制人是国家电力投资集团公司。公司主要业务为煤炭产品生产和销售，以及火力发电。公司产品包括褐煤、火电等。煤炭产品主要销售给内蒙古、吉林、辽宁等地区燃煤企业，用于火力发电、煤化工、地方供热等；电力产品主要销售给国家电网东北分部，用于电力及热力销售等。2015年5月，中电投和国家核电重组成立国家电力投资集团公司（以下简称“国电投”）后，新成立的国电投拥有蒙东能源65%的股权。

图 1：露天煤业股权结构



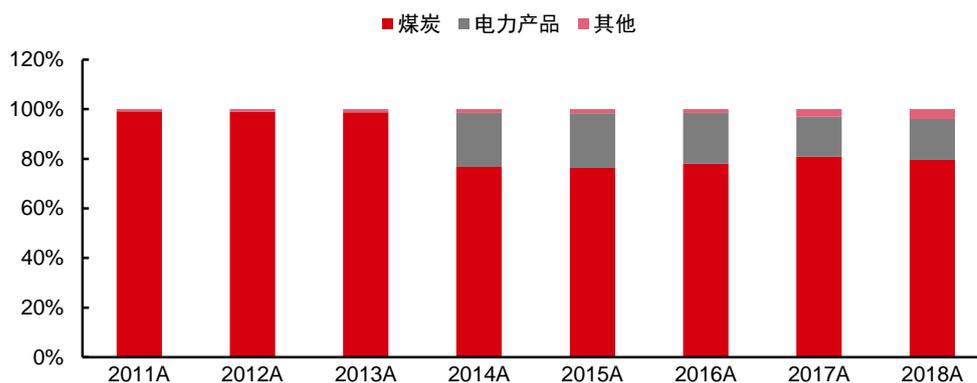
资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司目前已完成煤—电—铝一体化的布局：

- 煤炭板块：公司拥有霍林河一号和扎哈淖尔两大煤田，5座矿井，合计产能4600万吨。
- 电力板块：公司全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司的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，生产的电力主要向辽宁省输送。该2×600MW机组目前正处在良好的运营期间，此类型机组在东北电网是主力核心大机组。
- 电解铝板块：2019年公司完成对霍煤鸿骏51%股权的收购。霍煤鸿骏主要从事电解铝的生产及销售，其电解铝在产产能86万吨，在建产能约为35万吨。

2018年露天煤业实现营业总收入82.30亿元，比上年同期增加8.45%；归属于母公司净利润20.27亿元，比上年同期增加15.53%。露天煤业业务目前主要包括煤炭业务和电力业务。按照产品划分，2018年煤炭产品的销售收入占营业总收入总额的79.58%，电力产品的销售收入占营业总收入总额的16.44%，煤炭板块贡献了绝大部分的营业收入。

图 2：公司各业务板块营业收入占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

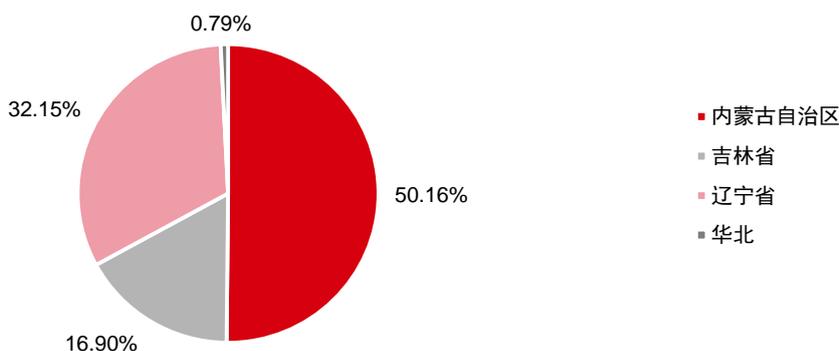
优势一：褐煤资源优质，下游用户稳定

蒙东地区是我国重要的褐煤生产基地，占全国褐煤储量约 3/4。

公司所产煤以褐煤为主，褐煤是一种低热质的煤炭，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点“两低两高”的环保特点，是火力电厂、化工和民用的理想燃料。

公司煤炭产品的销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省、吉林省，稳定的系统内用户为公司煤炭的销售提供了有力的支撑。经过多年发展，品牌形象根深蒂固，形成了比较稳定的用户群和市场网络。2018 年，内蒙古、辽宁、吉林地区收入占比分别为 50.16%、32.15%、16.90%。

图 3：露天煤业煤炭销售收入分地区占比



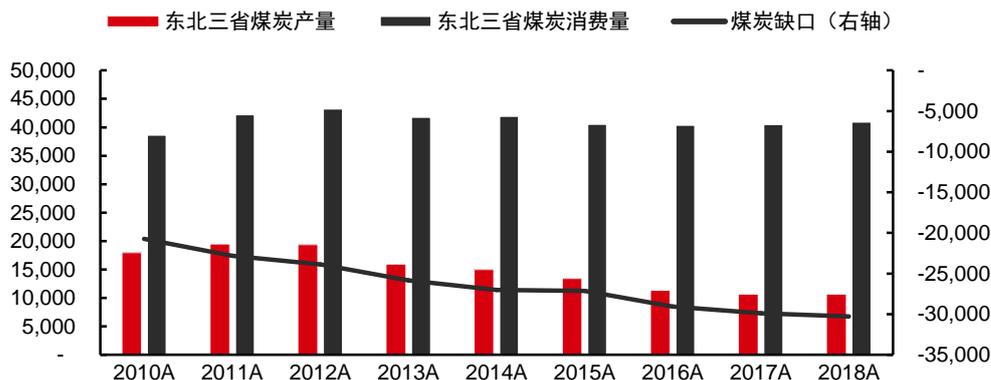
资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势二：临近缺煤区域，地理位置优势明显

由于黑龙江、吉林、辽宁煤炭资源有限，叠加供给侧改革导致全国煤炭生产重心往“三西”地区集中，东北三省地区的煤炭产量处于不断下降的趋势，而随着全社会用电量的逐渐回暖，东北地区的煤炭消费处于小幅上升的趋势，从而东北三省的煤炭缺口处于不断扩大的趋势，这便增加了对外省煤炭调入的需求。

从地理位置上来看，公司煤矿地处蒙东地区，相比于山西、陕西而言紧挨东北三省。另外，公司拥有 419 公里通霍铁路，运输成本较低，运费约为 60 元/吨，而霍林郭勒当地 3500 大卡的褐煤坑口价为 340 元/吨，从而预计运输至东三省的煤炭成本在 400 元/吨左右，每卡热值 0.11 元。而对于山西 6000 大卡的动力煤来说，车板价在 480 元/吨左右，运输至东三省的费用大概在 250 元/吨，从而整体成本在 730 元/吨左右，每卡热值 0.12 元。因此，公司销售给东三省的煤炭具有 10% 左右的价格优势。

图 4：东北三省煤炭产量及消费量走势（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

整体来看，公司作为褐煤行业龙头，煤炭资源较为优质，具备较强的竞争力；同时由于地理位置优势明显，公司将持续受益于东三省煤炭供应紧缺。

■ 行业展望：煤炭全年供给仍略宽松，成本支撑下铝价或止跌企稳

2019 年动力煤价格或小幅下跌

展望未来，煤炭主产区尚未释放的有效在建产能约 2.61 亿吨，其中 2019 年可新释放 7600 万吨，按此推算，全国煤炭产量增加约 1 亿吨，增速放缓至 2.5%~3% 左右。其中绝大部分是动力煤资源，预计动力煤产量增加约 9000 万吨。

表 1：未来煤炭主产区已核准新建矿井投产进度（单位：万吨）

所属省份	2019E	2020E	2021E	合计
山西	2,430	1,360	900	5,290
内蒙古	2,200	1,720	3,130	9,250
陕西	1,800	1,500	1,000	5,300
新疆	1,190	2,100	1,840	6,280
合计	7,620	6,680	6,870	26,120

资料来源：发改委公告，行业调研，中信证券研究部预测

我们预计 2019 年全社会用电需求增长 3000 亿千瓦时，剔除掉新能源发电的影响，新增火电发电量约 1800 亿千瓦时，对应原煤消耗 7000 万吨左右，约占动力煤总消费量的 2~2.5%。

展望 2019 年，火电增速或降至 2~2.5%，考虑单位煤耗降低等因素，预计耗煤增速或降至 1.5~2%，钢铁、建材增速或基本持平，化工耗煤因为煤化工项目的增多而增加。整体动力煤消费量增速或收缩至 2% 左右。供给端由于 2018 年实际新投产的大矿数量较前期下降，产量增速或有所放缓，预计将降至 3% 左右。供需增速都有放缓，但需求边际下滑的略快，因此 2019 年料将出现供给略宽松的格局，煤价中枢较 2018 年略有下降。预计 2019 年动力煤均价或在 620 元/吨左右，较 2018 年下降约 4%。

表 2：动力煤供需平衡预测表（单位：万吨）

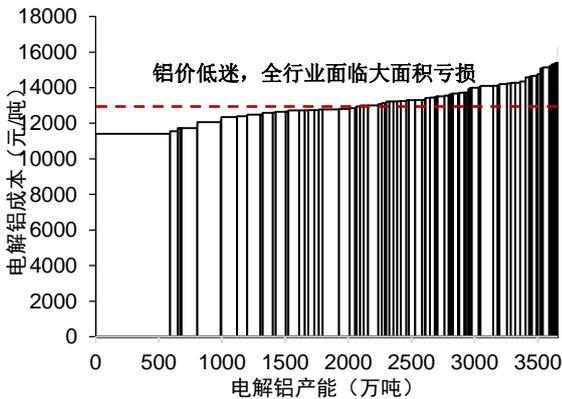
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
四大行业合计	235,783	241,067	252,829	257,713	266,456	276,387
电力	179,942	187,301	197,546	200,892	208,526	217,284
	1.85%	4.30%	5.47%	1.69%	3.80%	4.20%
冶金	7,956	8,069	8,150	8,109	8,190	8,231
	0.21%	1.20%	1.00%	-0.50%	1.00%	0.50%
水泥	39,662	38,231	38,422	38,422	38,422	38,422
	2.34%	-2.00%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%
化工	8,223	7,466	8,710	10,289	11,318	12,450
	19.79%	15.00%	16.67%	18.13%	10.00%	10.00%
占比	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%
动力煤总消费量	284,076	290,442	304,613	310,498	321,031	332,996
	2.38%	2.24%	4.88%	1.93%	3.39%	3.73%
产量	259,827	269,245	284,053	292,575	301,352	311,900
	-4.77%	3.62%	5.50%	3.00%	3.00%	3.50%
进口煤量	16,999	18,838	21,370	19,992	20,592	21,210
	26.48%	10.82%	3.00%	-6.45%	3.00%	3.00%
供需差额	-7,250	-2,360	811	2,069	913	114

资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

2019 年电解铝消费边际改善可期

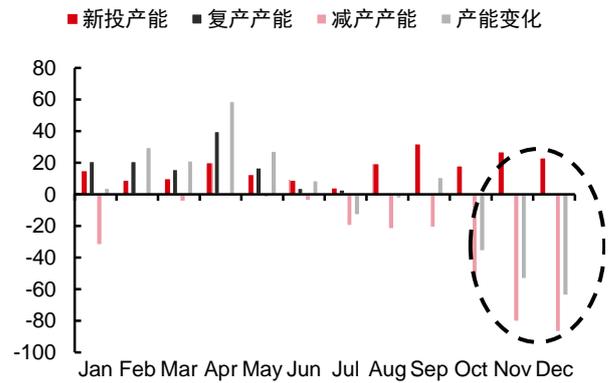
市场化因素加速电解铝减产。根据上海有色网（SMM）统计数据，截止 2019 年 2 月，在全行业大面积亏损的情况下，2018 年全年国内电解铝减产产量达到 328 万吨，且集中在 2018 年四季度，2019 年 1-5 月国内电解铝减产进一步增加约 20 万吨，主要由于神火火灾事故影响产能 25 万吨。

图 5: 截止 2018 年 12 月国内电解铝成本曲线



资料来源: SMM, 中信证券研究部

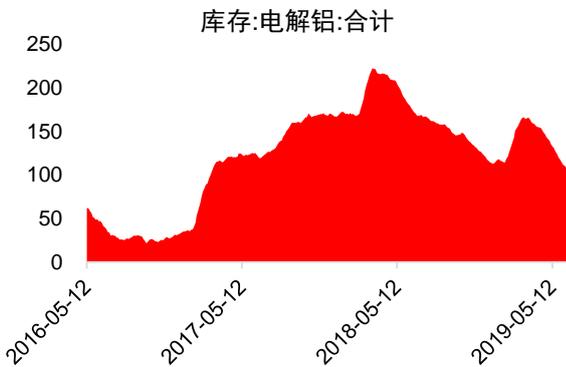
图 6: 2018 年电解铝产能变动情况 (单位: 万吨)



资料来源: SMM, 中信证券研究部

2019 年下半年库存对铝价压制作用预计减弱。截止目前,国内电解铝库存 106 万吨,较 2018 年年中高点下降约 110 万吨,2019 年春节期间累库超过 50 万吨,当前库存已较年初高点有所去化。2019 年下半年,在下游消费改善和上游供应持续紧缩的预期下,预计电解铝库存有望下滑至 80-90 万吨,电解铝行业供需格局有望出现实质性好转,支撑铝价上行,预计 2019 全年铝价运行区间 13500-15000 元/吨。

图 7: 国内电解铝库存有所去化



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 电解铝价格运行展望



资料来源: Wind, 中信证券研究部

2019/2020 年电解铝消费增速有望改善。2018 年消费增量主要来自包装和耐用消费品领域稳定增长以及出口量大幅提升,电解铝需求增长仅为 3.5%至 3751 万吨,增速大幅下滑;预计 2019 年随着电力领域投资增速回暖,刺激政策使得汽车和家电需求将反弹,电解铝消费增速将恢复,2019/2020 年将达到 3921/4122 万吨,增速分别为 4.5%和 5.1%。

表 3: 2018-2020 年中国电解铝消费量预测 (单位: 万吨)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
建筑	1040.0	1119.0	1155.9	1178.3	1224.1
		7.60%	3.30%	1.90%	3.90%
交通	367.9	479.5	512.2	556.2	607.6

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
		30.33%	6.83%	8.59%	9.23%
电力电子	439.0	498.0	485.0	516.0	547.0
		13.60%	-2.70%	6.30%	6.10%
耐用消费品	521.5	541.1	566.2	595.2	617.5
		3.80%	4.60%	5.10%	3.80%
包装	285.5	298.5	312.1	326.3	341.2
		4.56%	4.56%	4.55%	4.56%
机械设备	450.0	472.0	494.0	513.0	535.0
		4.89%	4.66%	3.85%	4.29%
其他	200.0	216.0	226.0	236.0	250.0
		8.00%	4.63%	4.42%	5.93%
合计	3303.8	3624.0	3751.4	3921.0	4122.3
YOY		9.69%	3.51%	4.52%	5.13%

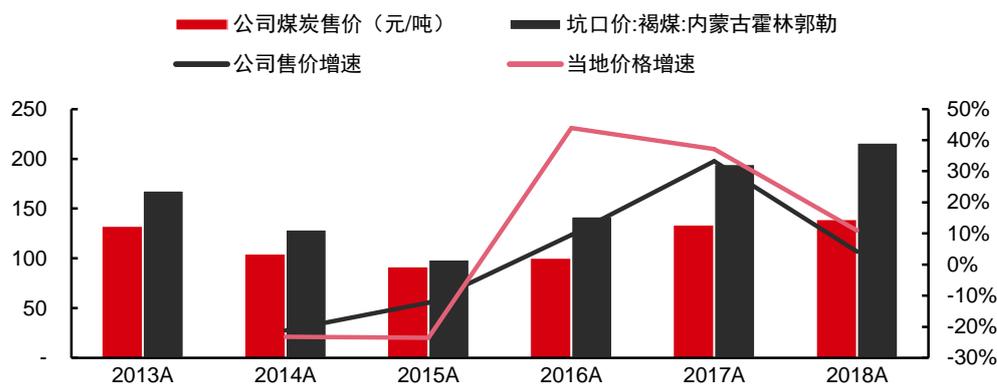
资料来源：安泰科，阿拉丁，中信证券研究部预测

■ 公司煤炭业务：定价确定性高，环保支出未来或有所下降

公司长协定价机制稳定，19 年上调长协价格对冲市场下行因素

公司煤炭销售方面，定价机制挂钩环渤海动力煤指数以及锦州港煤价指数，由于定价指数波动较小，长协占比可达 70%，因此公司煤炭售价波动幅度相对较小。2018 年，公司煤炭平均售价为 139 元/吨，而当地褐煤市场价约为 216 元/吨。同时也可以看出，公司的煤炭售价仅为当地市场煤价的 65%左右，若调整煤炭定价机制，公司煤炭售价往市场价格靠近，那么公司盈利能力将大大增强。

图 9：公司煤炭销售均价与当地市场价对比（元/吨）

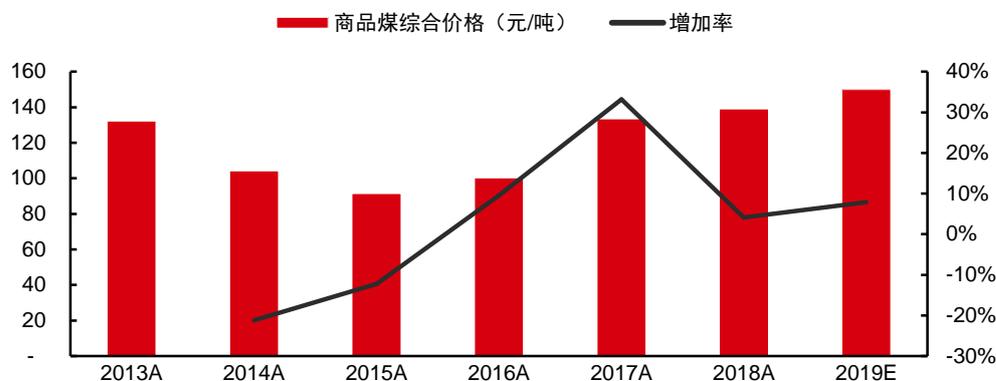


资料来源：公司公告，中信证券研究部

2019 年 3 月份，公司发布公告称，根据公司煤炭销售形势，预计 2019 年煤炭销售吨煤不含税综合售价较 2018 年煤炭销售吨煤不含税综合售价有所提高，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。公司 2018 年煤炭销售不含税均价为 139

元/吨，按照目前公告数据推算，预计 2019 年不含税均价约为 153 元/吨，同比增长约 9%，较目前市场价仍低 30%左右。

图 10：公司煤炭销售价格及同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

根据我们测算，假设各成本费用率、非煤业务利润贡献率保持不变，当公司煤炭售价每上涨 1pct，对应公司吨煤净利能够上涨 2.31pcts，具备较大的业绩弹性。

表 4：公司吨煤净利对煤价敏感性测算

煤价变化幅度	-10%	-7%	-5%	-3%	3%	5%	7%	10%
吨煤净利变化值 (元/吨)	-10.18	-7.12	-5.09	-3.05	3.05	5.09	7.12	10.18
吨煤净利变化幅度	-23.05%	-16.14%	-11.53%	-6.92%	6.92%	11.53%	16.14%	23.05%

资料来源：中信证券研究部测算

我们假设极端情况，若秦皇岛港动力煤价大幅下跌 25%至政府管控的煤价绿色区间底部 500 元/吨左右，内蒙古霍林郭勒煤价也相应下跌 25%至 162 元/吨，仍高于公司目前 153 元/吨的销售均价，公司完全可以调整煤炭售价机制来对冲市场煤价大幅下跌的风险。

存量矿井产能或保持稳定

公司煤矿地处蒙东霍林河煤田，主要分为霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田，截止 2018 年，霍林河矿区一号露天矿田累计资源储量 13.87 亿吨，动用资源储量 4.20 亿吨；扎哈淖尔露天矿田累计资源储量 12.17 亿吨，动用资源储量 1.72 亿吨。因此，两者合计剩余资源储量 20.12 亿吨，按照年均产量 4600 万吨来计算，预计还可开采 43 年。

公司拥有控股矿井 5 对，合计煤炭核定产能达到 4600 万吨/年，以褐煤产品为主，属于国内大型现代化露天煤矿，并在 2017 国家安全生产标准化考核中，达到一级安全生产标准化露天矿标准。

表 5：公司煤矿产能明细

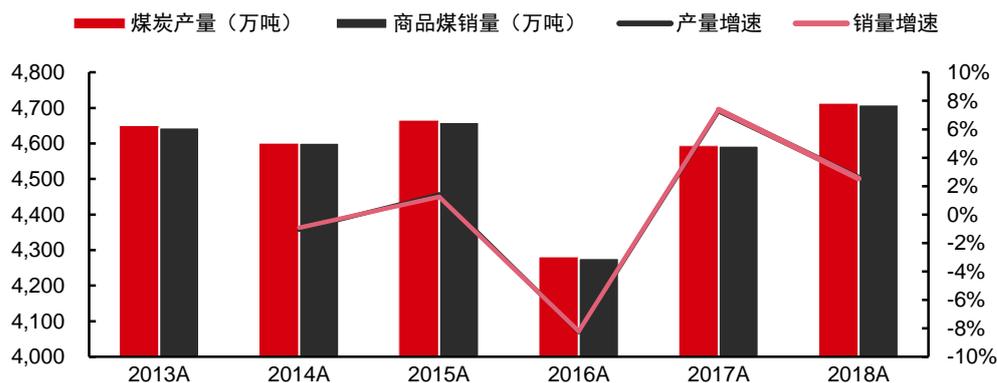
煤田	矿井名称	煤种	地质储量 (万吨)	资源储量 (万吨)	产能 (万吨/年)
霍林河矿区一号露天矿田	南露天矿	褐煤	138,708	96,674	1,800
	北露天一采区	褐煤			300
	北露天二采区	褐煤			300
	北露天三采区	褐煤			400

煤田	矿井名称	煤种	地质储量（万吨）	资源储量（万吨）	产能（万吨/年）
扎哈淖尔露天矿田	扎哈淖尔露天煤	褐煤	121,716	104,501	1,800
合计			260,424	201,175	4,600

资料来源：公司公告，中信证券研究部

从公司近几年的煤炭产销量数据来看，5 对矿井基本处于满产状态，其中 2016 年由于煤炭供给侧改革的影响导致生产受限，产量下滑 8%。截止 2018 年，公司实际生产原煤 4713 万吨，同比提升 2.59%，完成计划产量的 102.47%。

图 11：露天煤业煤炭产销量及同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

考虑到公司未来几年暂无大型矿井投产或退出，因此我们预计未来几年公司产量稳定在 4600 万吨左右。

集团仍有 3500 万吨煤炭产能

公司大股东蒙东能源是煤电铝一体化的大型综合能源企业，是国家确定的 13 个大型能源基地之一，全国煤炭工业百强和煤炭产能 50 强企业，是蒙东地区产能最大的煤炭、电解铝生产企业，也是装机容量最大的发电企业。

控股股东蒙东能源集团旗下拥有两座在产煤矿，均处于白音华煤田，该煤田是内蒙古自治区十大煤田之一，煤质为优质中灰低硫褐煤，煤田周围配套电力供应、通讯、交通等基础设施比较完善，适合建设大型煤田。

- 其中白音华三号露天矿位于白音华煤田中部，原先核定产能 1400 万吨/年，2018 年 10 月根据国家煤炭产能置换政策，产能核增至 2000 万吨/年。白音华三号露天矿地质储量为 13.66 亿吨，煤种为优质褐煤，平均发热量为 3100 大卡，水分 3.38%~22.94%，灰分 9.38%~39.87%，含硫 0.74%~0.95%，属中灰低硫优质动力褐煤。
- 白音华二号露天煤矿初期设计 500 万吨/年，二期将达到 1500 万吨/年，设计服务年限为 45 年。该矿露天可采储量 7.31 亿吨，煤种为褐煤，煤炭发热量在 2515~3928 千卡/千克之间。

除此之外，集团还具有巴其北规划产能 1600 万吨，电解铝板块共有产能 132.5 万吨，其中 121 万吨（含 35 万吨在建）为本次资产重组拟注入标的。

表 6：蒙东能源集团资产梳理

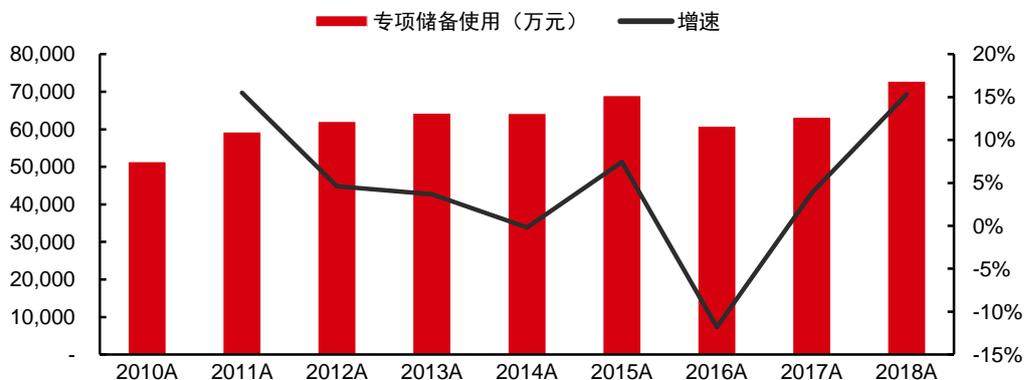
板块	名称	产能(万吨/万千瓦)	归属于上市公司产能(万吨/万千瓦)	备注
煤炭	霍林河（在产）	2800	2800	
	扎哈淖尔（在产）	1800	1800	
	白音华（在产）	3500		
	巴其北（规划）	1600		
合计		9100	4600	
电解铝	霍煤鸿骏（在产）	78		本次资产重组注入标的，集团占比 51%
	霍煤铝业（在产）	11.5		不具备注入上市公司条件
	霍煤鸿骏（在建）	43		本次资产重组注入标的，集团占比 51%
合计		132.5		
火电	总装机（在产）	630	120	上市公司拥有 2*60 万千瓦机组，本次资产重组注入 27 万千瓦热发电机组和 180 万千瓦火电机组（自备电厂）
	在建装机	60		
合计		690	120	
新能源	风电装机	86.25		上市公司成立了新能源开发子公司，尚未形成实际产能
	光伏	0.5		
合计		86.75		

资料来源：集团官网，中信证券研究部

煤炭开采成本处于行业最低水平，边际变化在于环保成本

公司主营业务成本中占比较大的一块是专项储备的计提与使用，2018 年占主营业务成本的 16.29%，包含安全生产费、维简费、造林林费。2017 年以来随着公司业绩的改善，公司也持续增加这方面的支出，2018 年专项储备支出达到 7.28 亿元，同比增长 15.32%，支出达到上市以来的最高水平。根据公司公告，考虑到复垦绿化、环保等成本因素影响，预计 2019 年新增相关支出 3 亿元以上。

图 12：公司专项储备使用金额及同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司煤炭业务的营业成本主要来自于原材料、外委剥离费、职工薪酬、折旧费：

- **原材料：**2013 至 2018 年以来，公司的单位原材料成本年均降幅在 9.36%，显示出公司良好的成本控制能力，我们预计未来几年单位原材料成本仍将有所下降，预计增速在-5%左右。
- **外委剥离费：**公司 2018 年外委剥离费达到 7.86 亿元，同比小幅上升 2.50%，主要由于剥离量同比增加及柴油涨价导致剥离单价上涨所致，但考虑到油价难以大幅上涨、或有所下滑，我们预计未来外委剥离费将小幅降低。
- **职工薪酬：**过去几年公司吨煤职工薪酬年均保持 3.5%左右的增长，即使是行情较差的 2013~2015 年，公司依然没有降低职工薪酬，从而导致历史包袱较轻。因此，我们预计未来几年公司吨煤职工薪酬年均增速在 1%~2%左右。
- **折旧费：**由于公司近几年及未来均没有新矿投产，因此预计未来几年公司吨煤折旧费用将继续呈现降低的趋势，年均下降 3%左右。

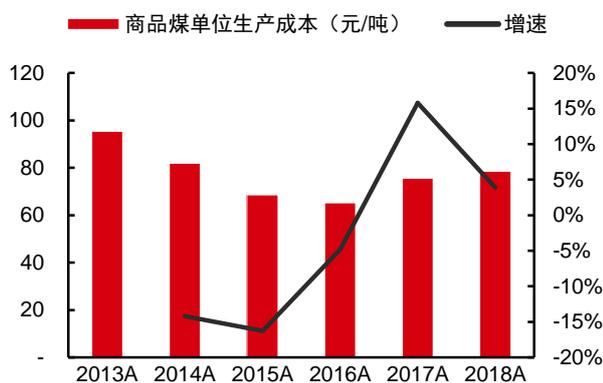
表 7：公司煤炭业务成本拆分

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
原材料成本（万元）	134,920	112,338	91,637	73,878	75,179	83,694
吨煤原材料成本	29.05	24.41	19.66	17.27	16.36	17.77
增速		-15.96%	-19.44%	-12.18%	-5.24%	8.58%
外委剥离费（万元）	102,584	70,913	64,230	31,196	77,701	78,616
吨煤剥离费成本	22.08	15.41	13.78	7.29	16.91	16.69
增速		-30.23%	-10.55%	-47.09%	131.94%	-1.32%
职工薪酬（万元）	60,771	62,252	64,339	65,224	70,848	72,533
吨煤职工薪酬	13.08	13.53	13.81	15.25	15.42	15.40
增速		3.39%	2.07%	10.43%	1.15%	-0.14%
折旧费（万元）	48,396	47,678	51,103	42,512	42,422	37,962
吨煤折旧	10.42	10.36	10.97	9.94	9.23	8.06
增速		-0.56%	5.85%	-9.38%	-7.08%	-12.72%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

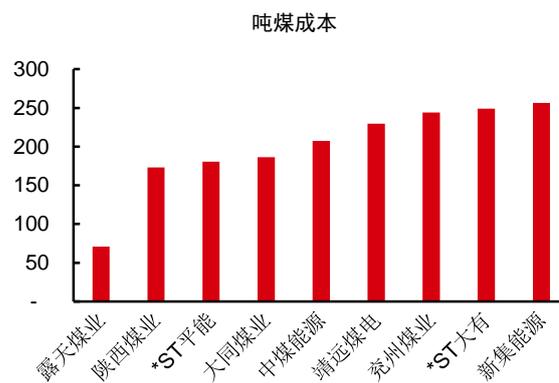
整体来看，2018 年公司吨煤成本达到 77 元/吨，同比增加 2.27%，从公司历史情况纵向比较来看，目前公司单位煤炭生产成本仅处于历史中枢水平。从同类可比公司横向比较来看，受益于公司开采煤矿均为露天煤矿，公司的煤炭开采成本处于行业最低水平。

图 13：公司吨煤成本及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14：同类可比公司吨煤成本比较（元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

由于公司环保支出以生态复育类为主，如矿山生态恢复等，相关支出有“一次性”的特点，部分大额支出并不会每年重复发生，因此 2018~2019 年公司环保支出集中发生过后，2020 年或有显著的下降，预计成本或下降 1~1.5 亿元，有助于增厚业绩。

整体来看，预计公司煤炭板块未来几年的生产将保持相对稳定，煤炭售价波动整体低于市场煤价，同时可通过调整定价机制来对冲市场煤价大幅下跌。另外，公司由于露天煤矿资源丰富，先天开采成本优势明显，并且历史以来对成本管控措施较为有效。因此，我们认为未来几年公司煤炭板块利润将维持在高位水平。

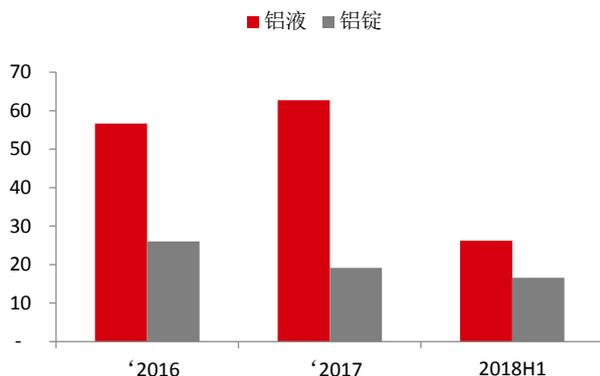
■ 增发募投电解铝项目股权已过户至公司，低成本优势明显

自备电厂成本具备优势，电解铝业务盈利超越行业水平

公司此次增发方案是向控股股东蒙东能源发行股份及支付现金购买其持有的霍煤鸿骏 51% 股权，同时募集配套资金不超过 13.3 亿元。霍煤鸿骏 51% 的股权对价合计 27.05 亿元，其中 13.95 亿元以股份形式支付，剩余 13.1 亿元需要通过定向增发的方式募集而来。目前对控股股东增发股份以及资产交割已完成。

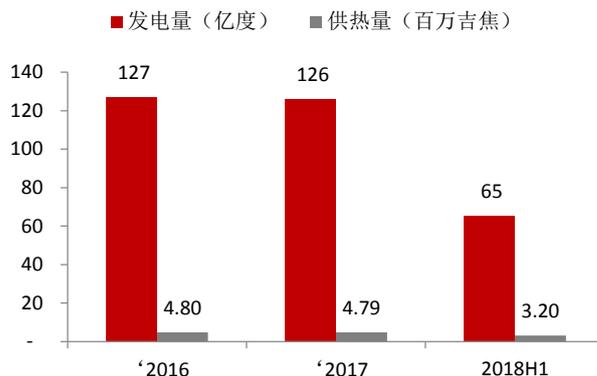
霍煤鸿骏主要包括电解铝业务及其配套的自备电厂发电业务。电解铝业务主要为生产铝液、铝锭及多品种铝产品，配套自备电厂发电业务为利用外购煤炭进行发电，供电解铝业务生产使用。截至目前，霍煤鸿骏拥有年产量 86 万吨的电解铝生产线（在建产能 35 万吨）以及装机容量 180 万千瓦火电机组、30 万千瓦风电机组。

图 15：霍煤鸿骏铝产品产量（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 16：霍煤鸿骏电力板块近年产量情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

按照经验数据，生产 1 吨电解铝通常需要消耗接近 2 吨的氧化铝，以及约 0.5 吨的阳极碳块，同时需要消耗约 1.4 万度电。氧化铝和阳极碳块都是标准化的工业产品，市场价格相对统一，不同电解铝企业的成本差别主要体现在相关原料的运费成本上。最容易形成成本优势的项目就在于用电成本，电耗是电解铝成本中的重要组成部分，霍煤鸿骏自备电厂具有距离煤炭产地近的优势，成本远低于中东部地区的用电成本，我们推算公司度电成本仅为 0.2 元左右，低成本优势带来盈利能力优于行业平均水平。

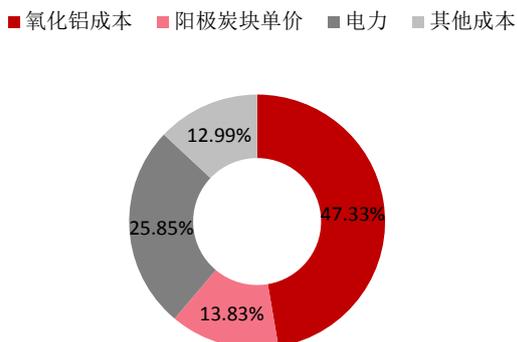
表 8：公司铝产品毛利比较分析

公司	产品名称	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年
神火股份	铝锭	7.73%	18.62%	22.00%
中国铝业	原铝	7.38%	6.72%	12.83%
南山铝业	合金锭	19.44%	16.08%	16.25%
中孚实业	电解铝	-3.20%	9.65%	18.32%
云铝股份	铝锭	9.75%	11.78%	15.95%
平均		8.22%	12.57%	17.07%
霍煤鸿骏	铝锭、液态铝	9.99%	12.37%	17.63%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们按照公司公告的历史数据进行拆分，霍煤鸿骏吨铝成本约在 12200 元/吨左右，其中氧化铝成本在 5000~5300 元，阳极碳块成本在 1500 元左右，吨铝耗电的成本在 2800~3000 元左右，目前铝价水平下，毛利率可维持在 9~10%。

图 17：霍煤鸿竣电解铝成本拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部推算

图 18：霍煤鸿竣净利润预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

根据前文分析，目前铝价维持在低位，部分产能处于亏损状态，加之去产能持续推进，铝价止跌企稳在望。同时，作为电解铝主要原料的氧化铝和阳极碳块前两年价格持续上涨，目前产能已宽松，预计 2019 年下跌概率较大，因此电解铝业务的盈利有望扩张。我们测算，霍煤鸿竣的净利率水平将由 2018 年的 1.5% 提升至 2019 年的 5.4%。

表 9：霍煤鸿竣经营性净利润盈利预测（亿元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	889,386.70	1,013,816.34	1007385.93	1029571.83	1050163.26	1050163.26
增长率		13.99%	-0.63%	2.20%	2.00%	0.00%
营业成本	732,082.86	886,833.91	912873.49	877194.83	888909.81	899669.26
增长率		21.14%	2.94%	-3.91%	1.34%	1.21%
铝品单价(元/吨)	10727.13	12375.69	12190.05	12555.75	12806.87	12806.87
增长率		15.37%	-1.50%	3.00%	2.00%	0.00%
铝品单位成本(元/吨)	8829.85	10825.61	11046.39	10697.50	10840.36	10971.58
增长率		22.60%	2.04%	-3.16%	1.34%	1.21%
各类费用	64,029.05	89,069.16	80,590.87	84,424.89	86,113.39	86,113.39
增长率	7.20%	8.79%	8.00%	8.20%	8.20%	8.20%
利润总额	93,274.79	37,913.27	13,921.57	67,952.10	75,140.07	64,380.61
增长率		-59.35%	-63.28%	258.43%	10.58%	-14.32%
所得税费用	14,948.47	10,693.14	3,791.70	12,571.14	13,900.91	11,910.41
所得税率	16.03%	28.20%	20.00%	18.50%	18.50%	18.50%
净利润	78,326.32	27,220.13	15,166.80	55,380.97	61,239.16	52,470.20
增长率		-65.25%	-44.28%	265.15%	10.58%	-14.32%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

在未来几年铝价小涨，电解铝原材料下降的假设下，预计公司经营性净利润可以快速扩张，实现 4~5 亿元的净利润，按股权比例折算，2019~2021 年对应到露天煤业的归母净利润约为 2.82/3.12/2.66 亿元。

业绩承诺条件明确，收购价格相对合理

公司此次增发收购也与蒙东能源签订了《业绩承诺补偿协议》，其中蒙东能源承诺，霍煤鸿骏 2018 年、2019 年、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 131,216.14 万元。按此推算，年均盈利约为 4.37 亿元。由于 2018 年前三季度公司披露霍煤鸿骏未经审计的净利润仅 1.3 亿元，2018 年四季度电解铝景气变化并不大，因此后续两年霍煤鸿骏净利润需要大幅增长才能满足业绩承诺条件，也显示出公司对后续两年的业绩增长有较强的信心。

公司此次收购霍煤鸿骏 51% 股权的对价为 27.05 亿元，按照我们预测的 2019~2021 年对应的权益净利润，预计这部分股权对应的平均净利润在 2.87 亿元，对应市盈率约 10 倍（若按照 2018~20 年的业绩承诺测算，则对应市盈率为 12 倍），按照电解铝企业的平均估值水平，收购价格合理，相比板块平均估值水平有明显的折价。如果从 P/B 角度看，霍煤鸿骏截止到 2018 年 6 月的净资产为 44.3 亿元，51% 股权比例对应的净资产价值为 22.59 亿元，如果按照 1.36 倍 P/B 估值，合理价值约为 30 亿元，也存在一定的折价。

表 10：可比公司平均估值水平

代码	公司名称	PE	PB
000933.SZ	神火股份	33	1.34
000807.SZ	云铝股份	-9	1.53
601600.SH	中国铝业	66	1.39
600219.SH	南山铝业	19	0.72
均值		28	1.24

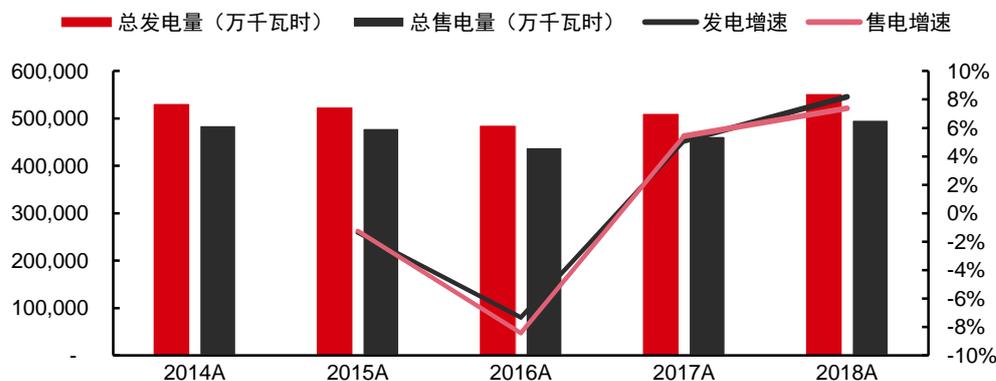
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：EPS 采用 Wind 一致预期

■ 电力业务：立足火电行业，积极向新能源布局

火电板块可对冲煤价下跌影响

近几年来，公司火电机组发电量在 49~56 亿千瓦时左右波动，其中，2018 年发电量为 55.95 亿千瓦时，同比大幅上升 9.59%；售电量 50.13 亿千瓦时，同比提高 8.28%。我们预计随着全社会用电需求的持续回暖，公司的发电量有望继续处于上升的趋势。

图 19：公司发电量与售电量

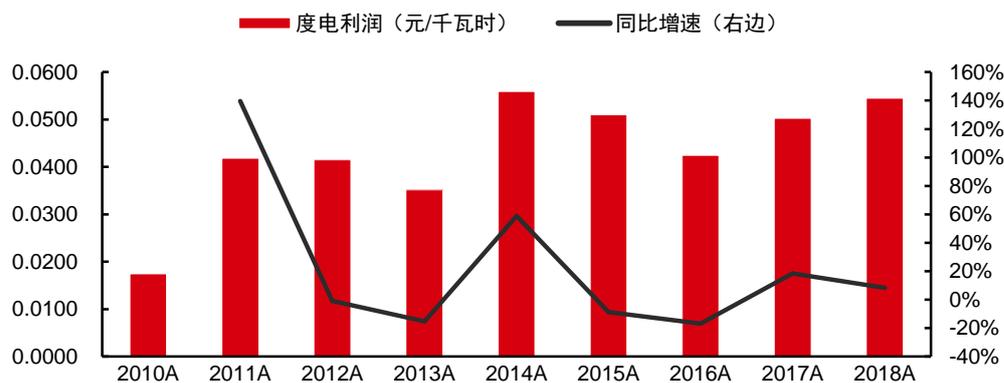


资料来源：公司公告，中信证券研究部

历史以来，公司火电盈利能力相对较强，即使 2018 年市场煤价上涨 10%，但受益于内部煤炭的供应及坑口的运输优势，公司火电板块成本仅上涨 4%，同时受益于全社会用电需求上升，公司售电量同比上升 8%，相关板块 2018 年的净利润同比增长 16%。

我们预计在火电供需形势持续改善、煤价有所下跌的情况下，公司电力板块的盈利水平将继续上升。

图 20：历史以来公司火电板块度电利润



资料来源：公司公告，中信证券研究部

积极布局新能源发电领域，但业绩贡献尚待时日

从 2014 年起，公司开始积极布局新能源发电板块，目前已覆盖风电及光伏发电两大领域：

- 分布式光伏发电：2014 年 9 月，公司拟在霍林郭勒市境内建设霍林河露天煤业 20MWp 分布式光伏发电项目。该项目总装机容量 20.46MW，总投资 17,499.82 万元。2017 年，该项目亏损 435 万元。
- 交口棋盘山风电：2017 年 3 月，公司全资子公司交口县棋盘山新能源有限公司拟在山西省交口县境内投资建设交口棋盘山风电场 99.5MW 工程项目。该项目总投资 79,810 万元，本项目规划容量为 99.5MW，拟分两期建设，其中一期装机容量 50MW，二期装机容量 49.5MW。
- 扎鲁特旗阿日昆都楞风电场：2017 年 4 月，露天煤业控股子公司扎鲁特旗扎哈淖尔煤业有限公司拟扩建扎哈淖尔煤业扎鲁特旗阿日昆都楞风电场二期 10MWp 光伏发电项目。一期工程已投产 10 MW（2015 年 9 月启动），本期为二期工程，建设容量 10MW。本期工程总投资 7852.05 万元，一期投资金额为 9785.58 万元。
- 别力古台风电：2017 年 10 月，公司全资子公司阿巴嘎旗绿能新能源有限公司拟在内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗境内投资建设别力古台风电项目，规划建设规模 450MW，其中一期建设规模 225MW。预计静态投资为 16.33 亿元，其中 20%为资本金，80%为银行贷款。

- 达拉特光伏发电：公司拟在内蒙古自治区鄂尔多斯市达拉特旗昭君镇投资建设达拉特光伏发电应用领跑基地 1 号、4 号项目，1 号项目规划建设 10 万千瓦，4 号项目规划建设 20 万千瓦，累计投资 193057 万元，自有资金占项目总投资的 20%，其余 80% 为银行贷款。

表 11：公司新能源电站布局情况

时间	类型	区域	装机规模（MW）	投资金额（万元）
2018.4	光伏	鄂尔多斯市达拉特旗	220	193,058
2017.1	风电	锡林郭勒盟阿巴嘎旗	450	163,300
2017.04	风电（二期）	扎鲁特旗	10	7,852
2017.03	风电	山西省交口县	99.5	79,810
2015.09	风电（一期）	扎鲁特旗	10	9,786
2014.09	分布式光伏	霍林郭勒市	20.46	17,500

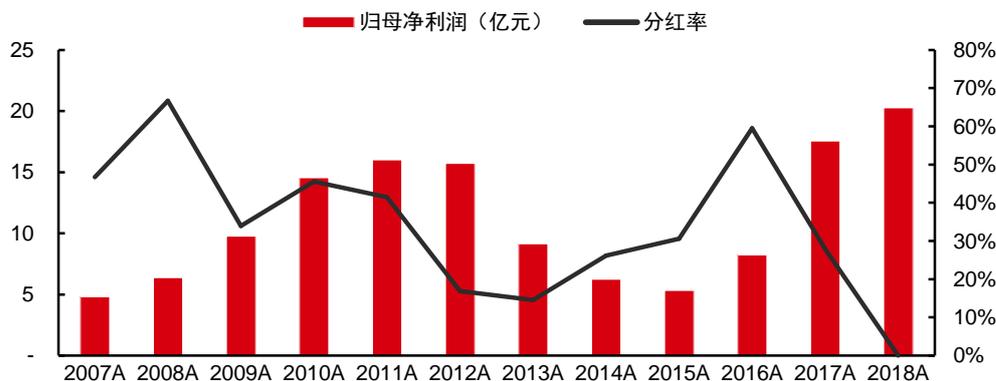
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 资本开支有望回归低位，分红率有望再次提升

从历史纵向对比来看，公司的分红率波动较大，但上市以来的累计分红率也达到 30%：

- 2007~2011 年：在煤价虽有所波动但整体向好的情况下，公司业绩持续增长，同时也采取了大额分红回报投资者，分红率基本在 40% 以上。
- 2012~2015 年：在行业煤价不断下跌的情况下，公司业绩不断下滑，分红水平也因此受到影响，分红率基本在 30% 以下的水平。
- 2016~2018 年：供给侧改革推动煤价再次上涨，公司业绩也有所恢复，2016 年分红率大幅提高至 60%。而 2018 年分红率为零，或因为公司需要融资收购电解铝资产而选择保留自有资金。

图 21：公司历年净利润水平及分红比率

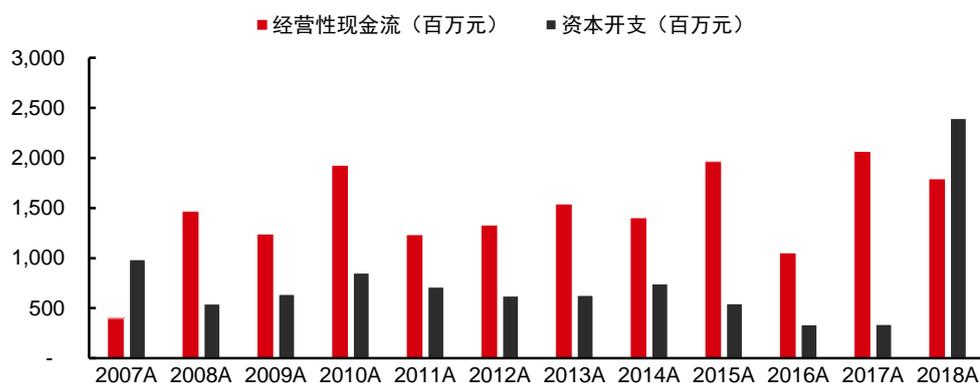


资料来源：公司公告，中信证券研究部

自上市以来露天煤业的经营性现金流一直较为充裕。即使是在煤价处于下行周期的2012~2015年，燃煤成本的下降推动了公司电力板块利润的上升，从而在一定程度上抵消了煤价下行带来的冲击，公司最低经营性现金流依然达到10亿元以上。

而资本开支方面，随着公司新建项目的逐步投产，公司资本开支自2015年以来逐年下降，2016~2017年稳定在3.4亿元左右。2018年公司资本开支大幅上升至24亿元，主要由于达拉特光伏项目的投入。我们预计公司未来的资本开支依然主要集中在部分新能源发电项目上，但是目前没有新的大型项目建设，近几年资本开支大概率将逐步下行，或回到2017年之前的水平。

图 22：公司历年经营活动现金流及资本开支情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

因此，我们认为在进一步完善“煤—电—铝”一体化的产业链后，公司未来业绩的稳定性将有所提升，而资本开支处于下滑的趋势，公司未来的分红率有望再次提升至40%以上的水平，或不排除公司将分红率提升至历史上60%的高位水平。

■ 风险因素

宏观经济增速放缓，影响煤/电/铝产品需求。

增发推进存在不确定性。

■ 盈利预测、估值及投资评级

盈利预测

假设公司对大股东及市场定增价格均为9.05元，按照表12中的经营数据假设，我们维持公司2019~2021年EPS预测为1.32/1.39/1.42元（2019~21年采用增发后总股本计算），当前8.69元，对应2019年P/E 7倍。

表 12: 公司关键经营变量假设

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
煤炭产量 (万吨)	4,281	4,594	4,713	4,713	4,713	4,713
变化率	-8.25%	7.31%	2.59%	0.00%	0.00%	0.00%
商品煤销量 (万吨)	4,278	4,594	4,710	4,710	4,710	4,710
增加率	-8.20%	7.39%	2.53%	0.00%	0.00%	0.00%
商品煤综合价格 (元/吨)	100.23	133.51	139.04	150.17	153.17	156.24
增长率	9.57%	33.20%	4.14%	8.00%	2.00%	2.00%
商品煤单位生产成本 (元/吨)	65.28	75.59	77.31	79.63	82.01	82.83
增长率	-4.81%	15.79%	2.27%	3.00%	3.00%	1.00%
铝产品销量(万吨)	82.91	81.92	82.64	82	82	82
增长率		-1.19%	0.88%	-0.77%	0.00%	0.00%
铝产品单价(元/吨)	10727	12376	12190	12556	12807	12807
增长率		15.37%	-1.50%	3.00%	2.00%	0.00%
铝产品单位成本(元/吨)	8830	10826	11046	10697	10840	10972
增长率		22.60%	2.04%	-3.16%	1.34%	1.21%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

估值与评级

公司业务以煤炭为主, 即便考虑新收购的电解铝资产, 煤炭板块的业绩在公司中的占比也可达到 80% 以上。我们分别按照存量的煤电业务和铝业务两部分进行估值, 加总得出公司合理估值水平。

公司产煤属于动力煤, 由于公司长协比重高, 盈利能力较为稳定, 预计公司 2019 年存量的煤—电板块净利润可达到 22~23 亿元的水平, 目前市场动力煤平均估值水平 P/E 约为 9x 左右, 对应煤电业务的市值大约 200~220 亿元。

公司收购的电解铝资产对应的权益净利润约为 2.2 亿元, 目前市场上市盈率最低的铝业公司估值为 19x, 我们给予公司电解铝板块业务 20x 的估值, 对应市值约 44 亿。从 P/B 估值角度看, 目前市场铝业公司平均估值水平为 1.24x, 公司拟收购资产对应权益净资产金额 22.59 亿, 对应市值约为 27 亿元。综合两种方法, 保守起见, 我们取 30 亿元作为电解铝业务的合理估值。

综合分部估值分析, 预计公司合理目标市值为 230~250 亿元, 公司目前市值约为 155 亿元, 考虑增发会增加公司 27.25 亿元以上的市值, 预计增发后市值应在 182 亿元左右, 即公司目前市场对应约 50 亿元的增长空间, 对应幅度接近 30%。

给予公司目标价 11.7 元, 对应 2019~2021 年 P/E 约 9 倍, 维持“买入”评级。

表 13: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
			(元)	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	LF
金属铝行业												
000933.SZ	神火股份	CNY	4.32	0.13	0.2	0.31	0.41	33	22	14	11	1.34
000807.SZ	云铝股份	CNY	4.90	-0.56	0.14	0.27	0.36	-9	35	18	14	1.53
601600.SH	中国铝业	CNY	3.98	0.06	0.12	0.15	0.20	66	33	27	20	1.39
600219.SH	南山铝业	CNY	2.32	0.12	0.16	0.19	0.20	19	15	12	12	0.72
平均								28	26	18	14	1.24
煤炭行业												
002128.SZ	露天煤业	CNY	8.69	1.24	1.32	1.39	1.42	7	7	6	6	1.07
601088.SH	中国神华	CNY	20.12	2.26	2.40	2.47	2.57	9	8	8	8	1.17
601225.SH	陕西煤业	CNY	9.01	1.10	1.14	1.22	1.27	8	8	7	7	1.71
600188.SH	兖州煤业	CNY	10.48	1.61	1.73	1.99	2.24	7	6	5	5	0.85
平均								8	7	7	6	1.20

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测。注: 股价为 2019 年 6 月 20 日收盘价; 铝板块公司采用 Wind 一致预期; 煤炭行业公司为中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,589	8,230	8,835	9,041	9,223
营业成本	4,294	4,564	4,717	4,874	4,961
毛利率	43.41%	44.54%	46.62%	46.09%	46.21%
营业税金及附加	894	946	1,016	1,040	1,060
销售费用	23	29	30	30	31
营业费用率	0.30%	0.35%	0.34%	0.33%	0.34%
管理费用	215	333	380	337	341
管理费用率	2.84%	4.04%	4.30%	3.73%	3.70%
财务费用	94	77	96	40	1
财务费用率	1.23%	0.93%	1.09%	0.44%	0.02%
投资收益	33	157	95	95	116
营业利润	2,069	2,421	2,678	2,808	2,940
营业利润率	27.27%	29.42%	30.31%	31.06%	31.88%
营业外收入	1	3	3	2	3
营业外支出	2	40	22	22	28
利润总额	2,068	2,384	2,659	2,789	2,915
所得税	305	347	378	404	420
所得税率	14.74%	14.53%	14.21%	14.50%	14.41%
少数股东损益	8	11	10	11	12
归属于母公司股东的净利润	1,755	2,027	2,553	2,685	2,751
净利率	23.12%	24.63%	28.90%	29.70%	29.83%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,822	1,760	2,209	3,264	4,723
存货	323	341	392	379	390
应收账款	3,078	4,042	3,942	4,047	4,258
其他流动资产	444	464	495	521	518
流动资产	5,667	6,607	7,038	8,211	9,888
固定资产	6,798	6,588	6,289	6,150	5,971
长期股权投资	486	618	3,218	3,218	3,218
无形资产	642	621	601	581	561
其他长期资产	1,124	3,282	3,331	3,181	3,031
非流动资产	9,051	11,109	13,440	13,131	12,782
资产总计	14,717	17,716	20,478	21,342	22,671
短期借款	2,181	1,749	455	0	0
应付账款	711	1,175	1,034	1,044	1,142
其他流动负债	630	673	772	765	741
流动负债	3,522	3,596	2,261	1,808	1,883
长期借款	310	1,734	1,734	1,734	1,734
其他长期负债	26	24	24	24	24
非流动性负债	336	1,758	1,758	1,758	1,758
负债合计	3,858	5,354	4,019	3,566	3,641
股本	1,634	1,634	1,935	1,935	1,935
资本公积	1,251	1,251	3,675	3,675	3,675
归属于母公司所有者权益合计	10,799	12,294	16,382	17,687	18,929
少数股东权益	61	67	77	89	101
股东权益合计	10,859	12,361	16,459	17,776	19,029
负债股东权益总计	14,717	17,716	20,478	21,342	22,671

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,068	2,384	2,659	2,789	2,915
所得税支出	-305	-347	-378	-404	-420
折旧和摊销	793	766	719	759	799
营运资金的变化	-638	-926	-31	-114	-142
其他经营现金流	151	-86	8	-57	-116
经营现金流合计	2,068	1,792	2,977	2,972	3,036
资本支出	-341	-2,398	-450	-450	-450
投资收益	33	157	95	95	116
其他投资现金流	-9	-42	-2,600	0	0
投资现金流合计	-316	-2,283	-2,955	-355	-334
发行股票	0	0	2,725	0	0
负债变化	5,684	6,603	-1,294	-455	0
股息支出	-490	-490	0	-908	-1,068
其他融资现金流	-6,467	-5,703	-1,005	-199	-175
融资现金流合计	-1,273	409	427	-1,562	-1,243
现金及现金等价物净增加额	478	-81	448	1,055	1,459

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	37.96%	8.44%	7.36%	2.33%	2.01%
营业利润增长率	112.42%	16.99%	10.63%	4.84%	4.72%
净利润增长率	112.95%	15.53%	12.03%	4.50%	4.64%
毛利率	43.41%	44.54%	46.62%	46.09%	46.21%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	39.20%	39.55%	40.16%
净利率	23.12%	24.63%	28.90%	29.70%	29.83%
净资产收益率	16.25%	16.49%	15.59%	15.18%	14.53%
总资产收益率	11.92%	11.44%	12.47%	12.58%	12.13%
资产负债率	26.22%	30.22%	19.63%	16.71%	16.06%
所得税率	14.74%	14.53%	14.21%	14.50%	14.41%
股利支付率	27.94%	0.00%	40.00%	45.00%	50.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。