

# 露天煤业 (002128.SZ)

上半年业绩平稳增长, 电解铝业务盈利显著改善

## 核心观点:

- 上半年业绩平稳增长, 2 季度受煤电淡季及电解铝价较低影响大。**公司 2020 年上半年实现营收 97 亿元, 同比+1.8%; 归母净利润 14.1 亿元, 同比+2.8%; 扣非净利润 14.4 亿元, 同比+5.0%。上半年业绩稳健增长主要由于公司煤炭综合售价及电解铝产品销量同比增加。分季度看, 20Q1 和 Q2 归母净利分别为 9.8 和 4.3 亿元, 同比分别为 +25.1% 和 -27.0%, 2 季度业绩同比和环比降幅较大主要由于公司煤炭和电力业务淡旺季较明显, 同时电解铝 2 季度均价处于低位。
- 煤炭业务: 上半年吨煤售价同比+7.8%, 所得税率提升导致吨煤净利略有下滑。**公司上半年原煤产量和销量分别为 2364 万吨和 2343 万吨, 同比分别为 -3.6% 和 -4.9%; 测算吨煤收入和成本分别为 152 元/吨和 69 元/吨, 同比分别为 +7.8% 和 -1.1%; 吨煤净利约 44 元, 同比-6.6%, 盈利小幅下滑主要由于公司及扎矿的所得税税率由 15% 调整至 25%。
- 电解铝业务: 上半年电解铝产销量小幅增长, 电解铝业务盈利显著提升。**公司上半年电解铝产量和销量分别为 46.0 万吨和 45.5 万吨, 同比分别为 +5.1% 和 +5.6%; 吨电解铝收入和成本分别为 1.14 万元/吨、0.94 万元/吨, 同比分别为 -3.2% 和 -12%; 上半年子公司霍煤鸿骏净利润 5.1 亿元, 同比+401%, 测算吨电解铝净利约 1132 元/吨, 同比+374.6%。
- 电力业务: 上半年收入和利润占比分别为 9% 和 7%, 发售电量下降以及成本上升致使盈利下滑。**公司上半年发电量和售电量分别为 28.0 亿千瓦时和 25.1 亿千瓦时, 同比分别-9.6% 和 -7.3%; 测算度电收入和成本分别为 0.35 元/千瓦时和 0.21 元/千瓦时, 同比分别为 +5.5% 和 +11.7%; 度电净利约 0.047 元, 同比-19.8%。由于收入和盈利占比小, 对公司整体业绩影响不大。
- 盈利预测和投资建议。**公司地处蒙东, 露天矿开采条件好, 公司吨煤生产成本基本为行业最低。同时, 公司长协煤占比 80% 左右, 煤炭业务盈利稳健性高。公司完成收购霍煤鸿骏 51% 股权后, 实现煤电铝一体化运营。由于公司拥有自备电厂, 电解铝业务成本优势突出, 电解铝价上涨带来的盈利弹性也较大。此外, 公司还积极布局新能源业务, 中长期也有望拓展公司发展空间。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.52、1.61、1.65 元/股, 综合考虑可比公司估值以及公司业绩增速, 给予公司 21 年 10 倍 PE, 合理价值 16.1 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**煤价和铝价超预期下跌, 新能源业务发展不及预期等。

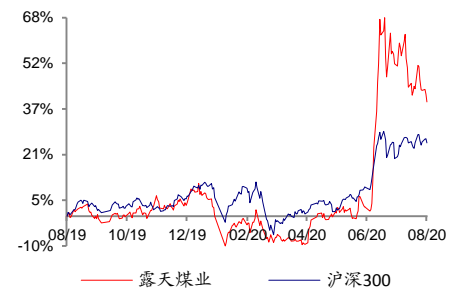
## 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	17,768	19,155	19,386	19,565	19,620
增长率 (%)	134.1	7.8	1.2	0.9	0.3
EBITDA (百万元)	4,946	5,576	5,673	5,775	5,816
归母净利润 (百万元)	2,029	2,466	2,927	3,090	3,172
增长率 (%)	15.7	21.5	18.7	5.5	2.7
EPS (元/股)	1.24	1.28	1.52	1.61	1.65
市盈率 (P/E)	5.77	6.75	6.91	6.54	6.37
ROE (%)	13.8	15.3	16.0	15.0	13.8
EV/EBITDA	4.18	4.72	4.75	4.11	3.48

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.52 元
合理价值	16.1 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-27

## 相对市场表现



分析师:	沈涛
	SAC 执证号: S0260512030003
	SFC CE No. AUS961
	010-59136693
	shentao@gf.com.cn
分析师:	安鹏
	SAC 执证号: S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-60750610
	anpeng@gf.com.cn
分析师:	宋炜
	SAC 执证号: S0260518050002
	SFC CE No. BMV636
	021-60750610
	songwei@gf.com.cn

## 相关研究:

露天煤业 (002128.SZ): 蒙	2020-08-04
东龙头煤企成本优势突出,	
电解铝业务具备高弹性	

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>7,466</b>	<b>7,876</b>	<b>7,925</b>	<b>8,243</b>	<b>11,734</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3,729</b>	<b>3,462</b>	<b>5,018</b>	<b>5,134</b>	<b>5,197</b>
货币资金	1,878	1,463	1,500	1,765	5,239	净利润	2,189	2,706	3,211	3,389	3,480
应收及预付	3,850	4,441	4,476	4,516	4,529	折旧摊销	1,829	1,958	1,558	1,588	1,614
存货	1,412	1,401	1,372	1,381	1,385	营运资金变动	-813	-1,672	-73	-27	-8
其他流动资产	326	571	576	580	581	其它	525	471	323	185	110
<b>非流动资产</b>	<b>24,436</b>	<b>25,945</b>	<b>25,375</b>	<b>24,678</b>	<b>23,857</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,514</b>	<b>-3,820</b>	<b>-901</b>	<b>-794</b>	<b>-687</b>
长期股权投资	618	696	696	696	696	资本支出	-2,629	-2,507	-1,024	-918	-811
固定资产	18,939	20,335	19,515	18,574	17,515	投资变动	-9	-1,344	0	0	0
在建工程	2,384	2,166	2,455	2,746	3,039	其他	124	31	122	123	124
无形资产	1,051	1,121	1,083	1,037	981	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,431</b>	<b>-141</b>	<b>-4,080</b>	<b>-4,075</b>	<b>-1,036</b>
其他长期资产	1,444	1,627	1,626	1,626	1,626	银行借款	7,191	10,220	-2,900	-2,993	0
<b>资产总计</b>	<b>31,902</b>	<b>33,821</b>	<b>33,300</b>	<b>32,921</b>	<b>35,591</b>	股权融资	0	1,019	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>11,313</b>	<b>10,252</b>	<b>7,290</b>	<b>4,322</b>	<b>4,332</b>	其他	-8,622	-11,380	-1,180	-1,081	-1,036
短期借款	4,513	5,894	2,993	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-217</b>	<b>-498</b>	<b>37</b>	<b>265</b>	<b>3,473</b>
应付及预收	2,152	2,287	2,248	2,263	2,270	<b>期初现金余额</b>	<b>2,029</b>	<b>1,812</b>	<b>1,463</b>	<b>1,500</b>	<b>1,765</b>
其他流动负债	4,648	2,071	2,049	2,059	2,062	<b>期末现金余额</b>	<b>1,812</b>	<b>1,314</b>	<b>1,500</b>	<b>1,765</b>	<b>5,239</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3,493</b>	<b>4,826</b>	<b>4,826</b>	<b>4,826</b>	<b>4,826</b>						
长期借款	3,043	4,604	4,604	4,604	4,604						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	450	222	222	222	222						
<b>负债合计</b>	<b>14,806</b>	<b>15,077</b>	<b>12,115</b>	<b>9,148</b>	<b>9,158</b>						
股本	1,634	1,922	1,922	1,922	1,922						
资本公积	3,120	2,543	2,543	2,543	2,543						
留存收益	9,945	11,651	13,808	16,098	18,450						
归属母公司股东权益	14,732	16,148	18,306	20,595	22,947						
少数股东权益	2,363	2,595	2,879	3,178	3,486						
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,902</b>	<b>33,821</b>	<b>33,300</b>	<b>32,921</b>	<b>35,591</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>17,768</b>	<b>19,155</b>	<b>19,386</b>	<b>19,565</b>	<b>19,620</b>
营业成本	13,112	13,930	13,643	13,735	13,772
营业税金及附加	1,046	1,137	1,150	1,161	1,164
销售费用	73	60	61	62	62
管理费用	419	402	407	411	412
研发费用	0	9	9	9	9
财务费用	476	492	395	265	181
资产减值损失	-137	-13	-11	-9	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	157	121	122	123	124
<b>营业利润</b>	<b>2,668</b>	<b>3,255</b>	<b>3,848</b>	<b>4,053</b>	<b>4,154</b>
营业外收支	-79	-38	-30	-23	-16
<b>利润总额</b>	<b>2,589</b>	<b>3,217</b>	<b>3,818</b>	<b>4,030</b>	<b>4,138</b>
所得税	400	512	607	641	658
<b>净利润</b>	<b>2,189</b>	<b>2,706</b>	<b>3,211</b>	<b>3,389</b>	<b>3,480</b>
少数股东损益	159	239	284	299	307
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,029</b>	<b>2,466</b>	<b>2,927</b>	<b>3,090</b>	<b>3,172</b>
EBITDA	4,946	5,576	5,673	5,775	5,816
EPS (元)	1.24	1.28	1.52	1.61	1.65

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	134.1%	7.8%	1.2%	0.9%	0.3%
营业利润增长	28.9%	22.0%	18.2%	5.3%	2.5%
归母净利润增长	15.7%	21.5%	18.7%	5.5%	2.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.2%	27.3%	29.6%	29.8%	29.8%
净利率	12.3%	14.1%	16.6%	17.3%	17.7%
ROE	13.8%	15.3%	16.0%	15.0%	13.8%
ROIC	9.4%	10.2%	11.8%	12.1%	11.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.4%	44.6%	36.4%	27.8%	25.7%
净负债比率	86.6%	80.4%	57.2%	38.5%	34.6%
流动比率	0.66	0.77	1.09	1.91	2.71
速动比率	0.51	0.58	0.82	1.46	2.26
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.57	0.58	0.59	0.55
应收账款周转率	8.39	10.33	10.33	10.33	10.33
存货周转率	12.58	13.68	14.13	14.17	14.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.24	1.28	1.52	1.61	1.65
每股经营现金流	2.28	1.80	2.61	2.67	2.70
每股净资产	9.01	8.40	9.53	10.72	11.94
<b>估值比率</b>					
P/E	5.77	6.75	6.91	6.54	6.37
P/B	0.79	1.03	1.10	0.98	0.88
EV/EBITDA	4.18	4.72	4.75	4.11	3.48

## 广发煤炭行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。  
安鹏：联席首席分析师，上海交通大学金融学硕士。  
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。