2020 年 04 月 28 日

露天煤业一季报归母净利+25%，业绩超预期

露天煤业(002128)年报及一季报点评

事件概述

根据露天煤业 2019 年年报，公司实现营业收入 192 亿元，同比+8%，归母净利 24.7 亿元，同比+22%，扣非后归母净利 23.5 亿元，同比+29%。**此前公司业绩快报预计公司归母净利 24.7 亿元，年报业绩符合市场预期。**

根据公司 2020 年一季报，公司实现营业收入 49 亿元，同比+5%，归母净利 9.8 亿元，同比+25%，扣非后归母净利 10.1 亿元，同比+27%。**公司一季度未受疫情影响，业绩超预期。**

▸ **2019 年业绩上涨主要由于煤价上行、发电量增长、电解铝的原料氧化铝及预焙阳极价格下行。**

公司的业务主要分为煤炭、电力、电解铝三大板块。2019 年霍煤鸿骏完成并表后，**煤、电、铝全年收入占比分别为 36%/9%/53%**（另有 1%其他），**毛利占比分别为 66%/14%/18%**（另有 2%其他），**毛利率分别为 48%/35%/13%。**

煤炭板块：2019 年完成煤炭产量 4600 万吨，与公司的核定产能保持一致；煤炭销量 4607 万吨，同比-2.2%；煤炭收入 63 亿元，同比+11.9%，由于 19 年初煤价上调，全年煤价同比+14.4%；由于人力成本、外委剥离费、环境治理支出等增加，煤炭成本 32 亿元，同比+13.2%。

电力板块：由于光伏、风电等新能源机组投产，2019 年公司发电量 68 亿千瓦时，同比+21%，售电量 65 亿千瓦时，同比+30%。电力收入 19 亿元，同比+30%，成本 12 亿元，同比+30%，单位收入及成本同比基本持平。

电解铝板块：2019 年铝产销量 89 亿元，同比+3.3%；铝收入 107 亿元，同比+3.2%，不含税售价 12035 元/吨，同比基本持平；铝成本 94 亿元，同比+0.8%；吨铝毛利 1514 元/吨，同比+20%，主要由于原材料氧化铝及预焙阳极的成本下行。

公司 2019 年业绩上涨主要由于煤价上行、发电量增长、电解铝的原料氧化铝及预焙阳极价格下行。

▸ **一季度业绩增长主要源自收入端煤价同比上涨、成本端氧化铝价格下跌。**

2020 年 Q1，公司煤价同比上行，主要由于 2019 年 3 月 12 日发布重大经营环境变化公告上调煤炭价格，该事项在一季度仍有同比影响。同时，**根据市场价格，2020 年 Q1 铝价下行 2%，而原材料氧化铝及预焙阳极价格降幅接近 10%，吨铝毛利同比增长。**与此同时，公司的煤炭产量保供东北，一季度未受疫情影响，因此公司一季度归母净利实现了 25%的同比增长。

▸ **上调 2020-22 年盈利预测至 24.8/26.8/28.1 亿元，对应 EPS1.29/1.39/1.46 元，同比+0.5%/+8.1%/+4.9%，给予 2021**

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	9.96
最新收盘价：	7.61
股票代码：	002128
52 周最高价/最低价：	9.42/7.16
总市值(亿)	146.23
自由流通市值(亿)	124.38
自由流通股数(百万)	1,634.38

分析师：丁一洪
邮箱：dingyh@hx168.com.cn
SAC NO： S1120519070001
联系电话：(0755) 2394 5082

分析师：洪奕昕
邮箱：hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080004
联系电话：

相关研究

1. 露天煤业首次覆盖报告：被低估的蒙东龙头煤企，煤+电作稳定器，铝提供向上弹性 2019.10.23

年预测 EPS 1.39 元以全行业中位数的 7.17 倍 PE，目标价 9.96 元，维持并重申“买入”评级。

上调 2020-22 年盈利预测至 24.8/26.8/28.1 亿元（2020-21 年原预测为 23.2/22.6 亿元），同比+0.5%/+8.1%/+4.9%，对应 EPS 为 1.29/1.39/1.46 元（2020-21 年原预测为 1.21/1.17 元），2020 年业绩及预期的方差较大，我们以 2021 年为基准，给予公司 2021 年预测 EPS 1.39 元以全行业中位数的 7.17 倍 PE，目标价 9.96 元（原目标价为 10.66 元，由于行业平均 PE 下降而略有下调），维持并重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统性风险；电解铝、氧化铝或预焙阳极价格波动导致铝板块业绩不达预期；电价下调风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,768	19,155	18,546	19,510	19,890
YoY（%）	134.1%	7.8%	-3.2%	5.2%	2.0%
归母净利润(百万元)	2,029	2,466	2,478	2,679	2,810
YoY（%）	15.7%	21.5%	0.5%	8.1%	4.9%
毛利率（%）	26.2%	27.3%	27.9%	28.4%	28.9%
每股收益（元）	1.06	1.28	1.29	1.39	1.46
ROE	13.8%	15.3%	13.3%	12.6%	11.7%
市盈率	7.21	5.93	5.90	5.46	5.20

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	19,155	18,546	19,510	19,890
YoY(%)	7.8%	-3.2%	5.2%	2.0%
营业成本	13,930	13,367	13,966	14,146
营业税金及附加	1,137	1,101	1,158	1,180
销售费用	60	58	61	63
管理费用	402	389	409	417
财务费用	492	512	540	540
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	121	117	123	125
营业利润	3,255	3,238	3,501	3,672
营业外收支	-38	0	0	0
利润总额	3,217	3,238	3,501	3,672
所得税	512	515	557	584
净利润	2,706	2,723	2,944	3,088
归属于母公司净利润	2,466	2,478	2,679	2,810
YoY(%)	21.5%	0.5%	8.1%	4.9%
每股收益	1.28	1.29	1.39	1.46

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,463	4,762	6,432	8,922
预付款项	551	529	552	560
存货	1,401	1,344	1,404	1,422
其他流动资产	4,461	4,325	4,541	4,626
流动资产合计	7,876	10,960	12,929	15,530
长期股权投资	696	766	836	906
固定资产	20,335	21,005	22,114	22,624
无形资产	1,121	1,076	1,033	992
非流动资产合计	25,945	26,639	27,775	28,314
资产合计	33,821	37,599	40,705	43,844
短期借款	5,894	6,394	6,394	6,394
应付账款及票据	2,044	1,962	2,049	2,076
其他流动负债	2,314	2,251	2,325	2,350
流动负债合计	10,252	10,606	10,768	10,819
长期借款	4,604	5,304	5,304	5,304
其他长期负债	222	222	222	222
非流动负债合计	4,826	5,526	5,526	5,526
负债合计	15,077	16,132	16,294	16,345
股本	1,922	1,922	1,922	1,922
少数股东权益	2,595	2,840	3,105	3,383
股东权益合计	18,744	21,467	24,411	27,499
负债和股东权益合计	33,821	37,599	40,705	43,844

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,706	2,723	2,944	3,088
折旧和摊销	1,958	1,875	1,933	2,032
营运资金变动	-1,672	70	-138	-60
经营活动现金流	3,462	5,063	5,156	5,474
资本开支	-2,507	-2,499	-3,000	-2,500
投资	-1,344	-70	-70	-70
投资活动现金流	-3,820	-2,452	-2,947	-2,445
股权募资	1,019	0	0	0
债务募资	10,220	1,200	0	0
筹资活动现金流	-141	688	-540	-540
现金净流量	-498	3,299	1,670	2,490

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力（%）				
营业收入增长率	7.8%	-3.2%	5.2%	2.0%
净利润增长率	21.5%	0.5%	8.1%	4.9%
盈利能力（%）				
毛利率	27.3%	27.9%	28.4%	28.9%
净利润率	14.1%	14.7%	15.1%	15.5%
总资产收益率 ROA	7.3%	6.6%	6.6%	6.4%
净资产收益率 ROE	15.3%	13.3%	12.6%	11.7%
偿债能力（%）				
流动比率	0.77	1.03	1.20	1.44
速动比率	0.58	0.86	1.02	1.25
现金比率	0.14	0.45	0.60	0.82
资产负债率	44.6%	42.9%	40.0%	37.3%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.57	0.49	0.48	0.45
每股指标（元）				
每股收益	1.28	1.29	1.39	1.46
每股净资产	8.40	9.69	11.09	12.55
每股经营现金流	1.80	2.63	2.68	2.85
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	5.93	5.90	5.46	5.20
PB	1.03	0.75	0.65	0.58

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。