

露天煤业 (002128.SZ) 煤电铝一体化龙头，布局新能源开启新篇章

2021年09月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2021/9/14
当前股价(元)	15.97
一年最高最低(元)	16.86/8.38
总市值(亿元)	306.88
流通市值(亿元)	282.26
总股本(亿股)	19.22
流通股本(亿股)	17.67
近3个月换手率(%)	136.55

● 煤电铝一体化龙头，布局新能源开启新篇章

露天煤业是蒙东及东北地区褐煤龙头，已发展成为“煤电铝”一体经营的综合能源企业。公司煤炭、电解铝两大主业均有望充分受益碳中和时代下紧供给基本面所带来的煤铝价格高景气，业绩释放弹性较大；同时公司积极布局的新能源有望在远期提供盈利增长。我们预计 2021-2023 年归母净利润 40.6/42.7/43.8 亿元，同比增长 96.2%/5.1%/2.5%；EPS 分别为 2.11/2.22/2.28 元，对应当前股价，PE 分别为 7.6/7.2/7.0 倍。看好公司未来业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 煤炭业务：露天矿稳定放量，成本优势领先全行业

公司煤炭主要集中在蒙东地区，是蒙东及东北地区最主要的煤炭生产基地，共计拥有 5 处矿井，均为露天开采，属于国内大型现代化露天煤矿，主产煤种为褐煤，核定产能达 4600 万吨。东北属煤炭净调入地区，主要依赖蒙东煤炭供应。伴随供改深化，东北加大去产能力度，煤炭需求缺口进一步加大，为公司煤炭稳产促销提供了良好契机。公司纯露天开采模式造就了远优于行业的开采成本优势，公司吨煤成本常年保持在 80 元/吨以内，远低于行业平均水平，奠定稳健盈利基础。

● 电解铝业务：自备电厂供电，低成本高盈利

公司 2019 年通过收购蒙东能源集团所持有的霍煤鸿骏 51% 股权开启电解铝业务布局，共拥有电解铝产能 86 万吨。自备电厂供电模式压低电力成本，打造公司电解铝高盈利能力，公司吨铝毛利及毛利率在行业内具有相对优势。2021 年以来，受益于电解铝紧供给，铝价持续上涨，公司电解铝板块业绩弹性显著放大。

● 电力业务：积极布局新能源，长期增长有看点

公司拥有 120 万千瓦坑口火电机组，是东北电网直调火电厂主力调峰机组，充分受益坑口煤炭自供所带来的稳价优势，在市场煤炭价格涨幅较大的情况下，发电成本仍得到有效控制，盈利相对稳健。同时，公司积极推动新能源发电布局，近两年内风光电机组陆续投产并网，公司新能源装机容量实现快速扩张。截至 2021 年 7 月，在运的新能源装机容量共计 74 万千瓦，另有大量机组项目处于规划中。公司顺应碳中和时代大方向，形成“风光火”多元互补，有望提供远期增长潜力。

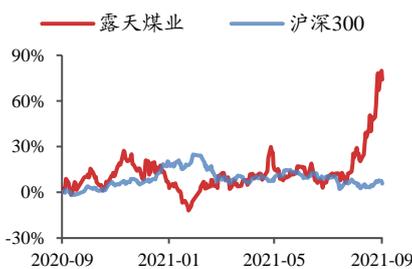
● 风险提示：经济增长放缓；煤铝价格下跌超预期；新能源机组利用率不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,155	20,074	23,819	24,230	24,466
YOY(%)	132.8	4.8	18.7	1.7	1.0
归母净利润(百万元)	2,466	2,071	4,063	4,269	4,375
YOY(%)	21.7	-16.0	96.2	5.1	2.5
毛利率(%)	27.3	31.2	39.1	39.9	40.4
净利率(%)	12.9	10.3	17.1	17.6	17.9
ROE(%)	14.4	12.5	21.7	18.6	16.0
EPS(摊薄/元)	1.28	1.08	2.11	2.22	2.28
P/E(倍)	12.4	14.8	7.6	7.2	7.0
P/B(倍)	1.9	1.7	1.5	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展	4
2、 煤炭业务：露天矿稳定放量，成本优势领先全行业	6
3、 电解铝业务：自备电厂供电，低成本高盈利	9
4、 电力业务：积极布局新能源，长期增长有看点	11
5、 盈利预测与投资建议	12
5.1、 关键假设	12
5.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	13
6、 风险提示	14
附： 财务预测摘要	15

图表目录

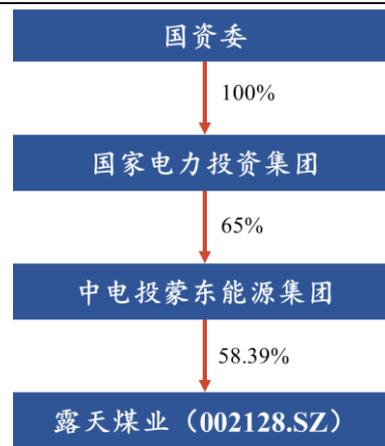
图 1： 公司系国电投集团旗下煤炭上市平台，控股股东为蒙东能源集团	4
图 2： 2021H1 公司总营收同比增长 19.3%	5
图 3： 2021H1 公司归母净利润同比增长 29.6%	5
图 4： 公司营业收入结构趋势：2019 年以后电解铝贡献营收占比达 50%以上（亿元）	5
图 5： 公司毛利结构趋势：2021H1 电解铝毛利贡献达 45%，超越煤炭业务（亿元）	5
图 6： 除 2016 年外，公司煤炭产量释放保持稳定	6
图 7： 除 2016 年外，公司煤炭销量保持稳定	6
图 8： 公司煤炭对东北地区形成有效辐射	6
图 9： 伴随东北煤炭产量下滑，净调入量持续攀升（万吨）	6
图 10： 公司吨煤成本常年保持在 80 元/吨以内	7
图 11： 公司吨煤成本显著低于行业水平（元/吨）	7
图 12： 2020 年公司煤炭吨煤成本中人工成本、外委剥离费占比最大（元/吨）	7
图 13： 公司吨煤价格平稳增长	8
图 14： 公司吨煤毛利呈平稳增长趋势	8
图 15： 2021 年以来产地褐煤车板价持续上涨（元/吨）	8
图 16： 2021 年环渤海与锦州港煤价持续上行（元/吨）	8
图 17： 2020 年公司吨铝成本中电力占比约 30%（元/吨）	9
图 18： 公司吨铝成本在行业内具备相对优势（元/吨）	9
图 19： 2020 年公司吨铝毛利具有相对优势（元/吨）	9
图 20： 2020 年公司电解铝毛利率具有相对优势（元/吨）	9
图 21： 2021 年以来，电解铝价格持续上涨	10
图 22： 2021 年电解铝产能已逼近 4500 万吨天花板	10
图 23： 2021H1 我国电解铝产量同比增长 9.5%	10
图 24： 2021H1 公司实现售电量 31.2 亿千瓦时，同比增长 24.3%	11
图 25： 2021H1 公司实现发电业务毛利率同比增长	11
图 26： 2021H1 公司度电价格与毛利均有提升（元/度）	11
表 1： 公司共有 5 处煤矿，核定产能合计达 4600 万吨	4
表 2： 截至 2021 年 7 月，公司共有在运新能源机组 74.45 万千瓦	12

表 3: 公司盈利预测关键假设	13
表 4: 可比公司盈利预测与相对估值	13

1、蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

国电投旗下煤炭上市平台。内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司（以下简称“露天煤业”或“公司”）是蒙东地区的煤炭龙头，目前已发展成为煤炭、电力、电解铝多主业一体经营的综合能源企业。公司前身为霍林河矿务局，系中央国有背景的上市煤企，于2007年4月在深圳证券交易所上市。公司控股股东为中电投蒙东能源集团（以下简称“蒙东能源集团”），截至2021H1持股比例为58.39%，实际控制人为国家电力投资集团（以下简称“国电投集团”），公司系国电投集团旗下唯一煤炭资产上市平台。

图1：公司系国电投集团旗下煤炭上市平台，控股股东为蒙东能源集团



资料来源：公司公告、开源证券研究所

蒙东及东北地区褐煤龙头，坐拥4600万吨露天产能。公司煤炭主要集中在蒙东地区，是中国13个大型煤炭基地之一，也是蒙东及东北地区最主要的煤炭生产基地。公司煤矿地处蒙东霍林河煤田，共计拥有5处矿井，均为露天开采，属于国内大型现代化露天煤矿，主产煤种为褐煤，具有低硫、低磷、高挥发份、高灰熔点优势，是火电、煤化工、供热等下游的优质用煤。截至2020年末，公司煤矿探明储量总计达26.04亿吨，剩余储量达18.69亿吨，核定产能达4600万吨。

表1：公司共有5处煤矿，核定产能合计达4600万吨

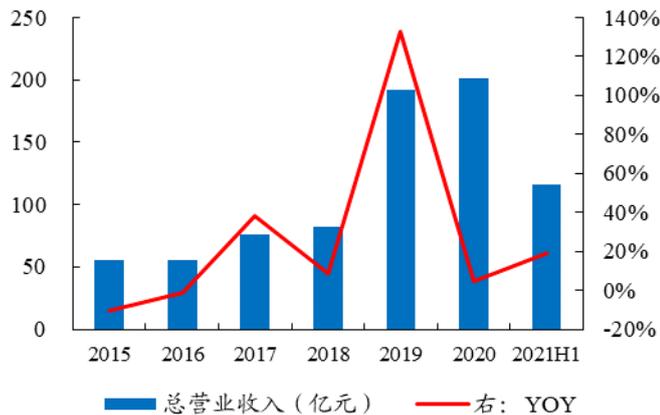
所处煤田	煤矿	煤种	探明储量 (亿吨)	剩余储量(亿吨) 截至2020年末	权益比例	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
霍林河矿区一号露天矿田	霍林河南露天矿	褐煤	13.87	8.79	100%	1800	1800
	霍林河北露天矿一采区	褐煤			100%	300	300
	霍林河北露天矿二采区	褐煤			100%	300	300
	霍林河北露天矿三采区	褐煤			100%	400	400
扎哈淖尔露天矿田	扎哈淖尔露天矿	褐煤	12.17	9.9	98%	1800	1764
合计			26.04	18.69		4600	4564

资料来源：公司公告、内蒙古能源局、开源证券研究所

铝电多元布局。铝业务方面，公司 2019 年通过收购蒙东能源集团所持有的霍煤鸿骏 51% 股权开启电解铝业务布局。霍煤鸿骏共拥有电解铝产能 86 万吨，主要生产铝液、铝锭和多品种铝产品。电力业务方面，公司主要通过全资子公司霍林河坑口发电公司运营 120 万千瓦坑口火电机组，该机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组。同时，公司积极推动风光电新能源装机的扩张，截至 2021 年 7 月，在运的新能源装机容量共计 74 万千瓦。总体来看，公司已发展形成煤电铝一体化的经营模式，有效对冲煤炭业务周期波动的同时也拓展了业绩增长空间。

电解铝业绩大幅释放，成为主要盈利板块。从历史趋势来看，公司自 2019 年完成电解铝资产收购后，营收规模及归母净利润均有较大幅度增长，成为煤炭主业以外最主要的盈利板块。2019-2020 年期间，电解铝营收贡献占比达到 50% 以上，毛利贡献占比达 30% 左右。进入 2021 年以来，铝价的大幅上涨致使电解铝板块业绩大幅释放，带动公司营收及归母净利润实现大幅增长。2021H1 公司实现总营收 116 亿元，同比增长 19.3%，实现归母净利润 18.3 亿元，同比增长 29.6%。其中电解铝营收占比达 58%，毛利占比达 45%，首次超越煤炭业务，成为公司主要盈利板块。

图2：2021H1 公司总营收同比增长 19.3%



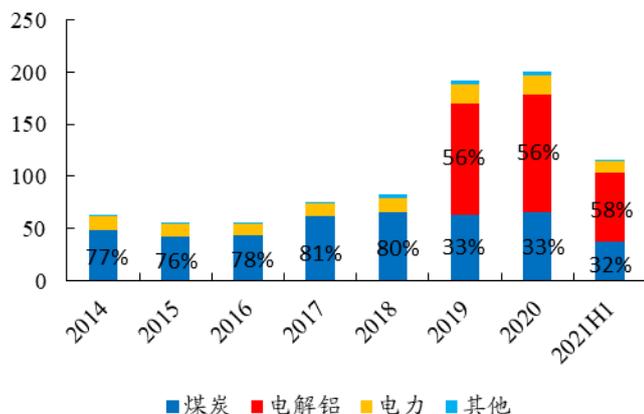
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021H1 公司归母净利润同比增长 29.6%



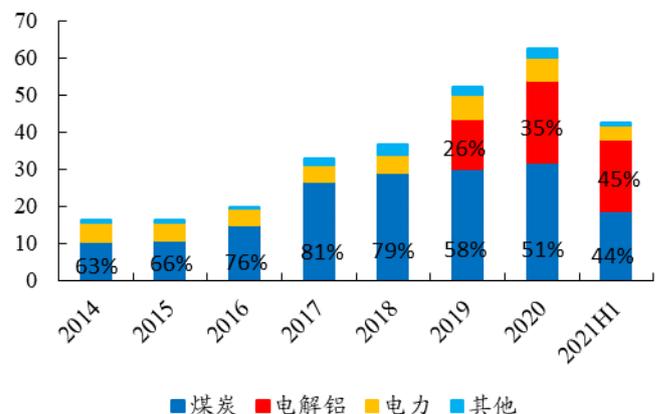
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司营业收入结构趋势：2019 年以后电解铝贡献营收占比达 50% 以上（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司毛利结构趋势：2021H1 电解铝毛利贡献达 45%，超越煤炭业务（亿元）

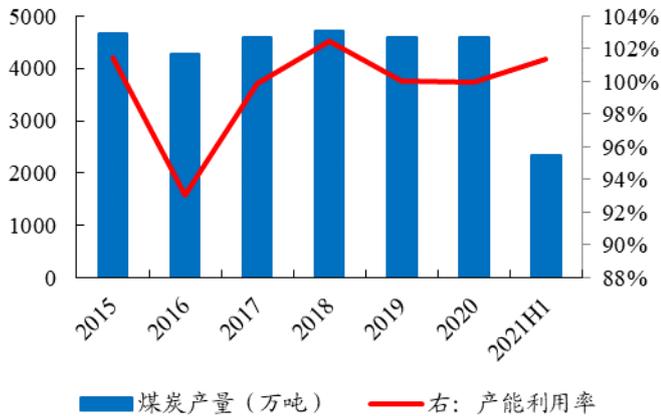


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、煤炭业务：露天矿稳定放量，成本优势领先全行业

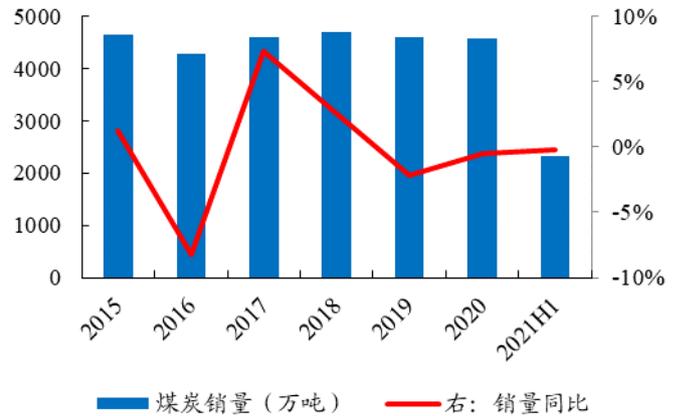
公司产能满负荷运转，产量释放稳定。由于公司矿井均为露天矿，且单矿产能规模大，霍林河南露天矿及扎哈淖尔露天矿单矿产能均达1800万吨，开采效率高，常年保持稳定的满负荷运转，产能释放保持稳定。常年以来，公司煤炭产销量均稳定在核定产能4600万吨左右。其中2016年由于煤炭行业供给侧改革实行政策性停限产，公司产能释放短暂受到扰动，产能利用率降至93%，其余年份公司产能利用率均保持在100%以上。2021H1公司实现煤炭产销量分别为2332、2339万吨，同比下降1.4%、0.2%，整体依然保持稳定。

图6：除2016年外，公司煤炭产量释放保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：除2016年外，公司煤炭销量保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

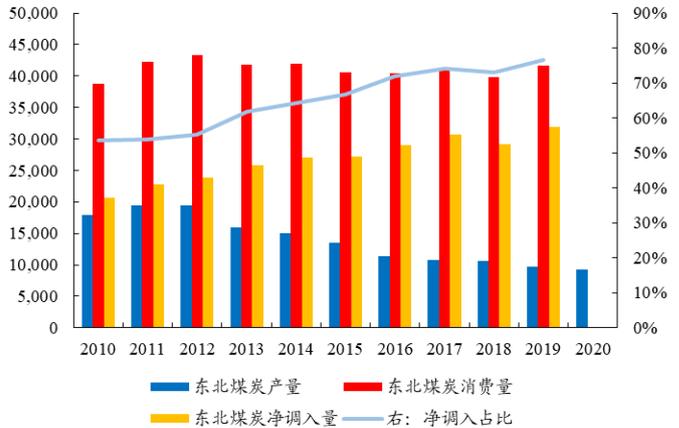
辐射东北缺煤地区，区位优势明显。公司地处的霍林河煤田位于内蒙古东部通辽市，对蒙东及东北地区形成有效辐射，煤炭主要销往内蒙古、吉林、辽宁等地区燃煤企业，特别是公司煤炭经通霍线进入吉林市场及辽宁中南部市场具有明显的运距优势。东北地区常年以来煤炭消费量保持在4亿吨左右，但区域内煤炭产能有限，属煤炭净调入地区，主要依赖蒙东地区的煤炭供应。2016年以来伴随供给侧改革持续深化，东北地区加大去产能力度，煤炭产量持续下滑，进一步加剧了对区域外煤炭供给的依赖，煤炭需求缺口进一步加大，为公司煤炭稳产促销提供了良好契机。

图8：公司煤炭对东北地区形成有效辐射



资料来源：公司公告、开源证券研究所

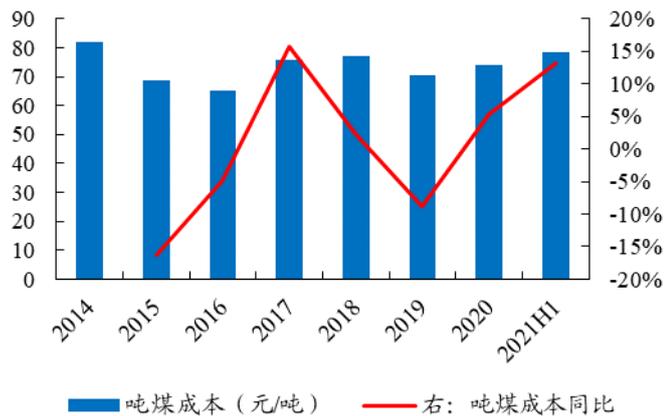
图9：伴随东北煤炭产量下滑，净调入量持续攀升(万吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

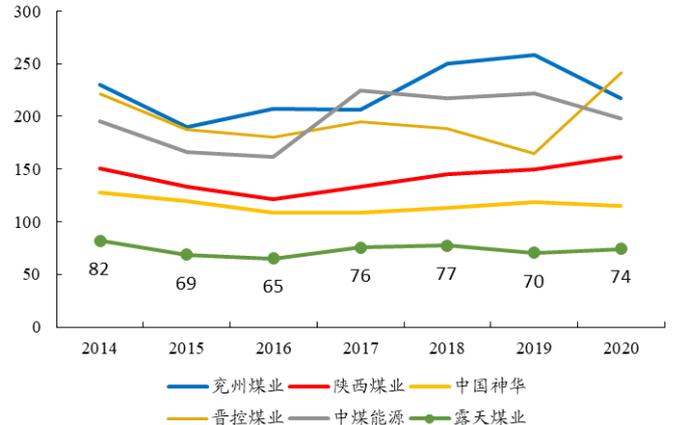
开采成本显著低于行业，奠定稳健盈利基础。公司纯露天开采模式造就了远优于行业的开采成本优势，公司吨煤成本常年保持在 80 元/吨以内。2021H1 公司吨煤成本 78 元/吨，同比增长 13.2%。相较于行业内其他主要上市煤企，公司吨煤成本具备显著优势，且常年保持稳定，为公司煤炭业务稳健业绩表现奠定了基础。从结构上来看，人工成本、外委剥离费是公司开采成本最主要来源，2020 年均约 23 元/吨，成本占比均约 30%，其中人工成本有较大增长，同比增长 22.8%，但绝对值仅增长 4 元/吨，影响较小。

图10: 公司吨煤成本常年保持在 80 元/吨以内



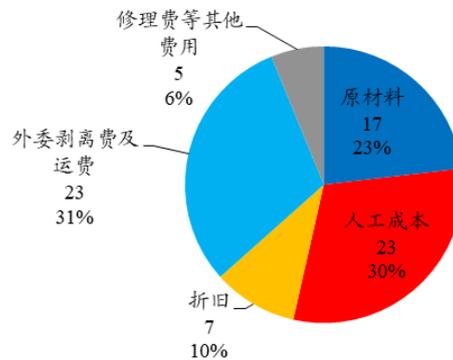
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11: 公司吨煤成本显著低于行业水平 (元/吨)



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图12: 2020 年公司煤炭吨煤成本中人工成本、外委剥离费占比最大 (元/吨)

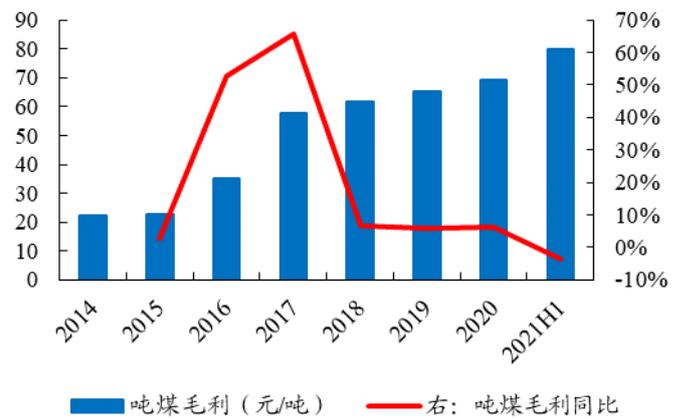


数据来源：公司公告、开源证券研究所

长协机制稳价，吨煤毛利稳健增长。公司下游销售客户主要为五大发电集团、大型供热企业及上市公司等终端用户，合作关系长期稳定，保障了公司煤炭销售，因此长协煤销售占比较高。公司长协合同煤价主要按照环渤海动力煤价格指数与锦州港煤价指数联动执行，相较于通辽煤炭坑口价格波动幅度较小，有助于业绩稳定释放。总体来看，近年来随着产地价格平稳上移，公司吨煤毛利实现稳健增长。2021H1 公司吨煤价格（不含税）为 158 元/吨，同比上涨 4%，吨煤毛利 80 元/吨，同比下降 3.7%，主因吨煤成本同比增幅较大。总体来看公司近年来吨煤毛利表现稳健，呈平稳增长趋势。

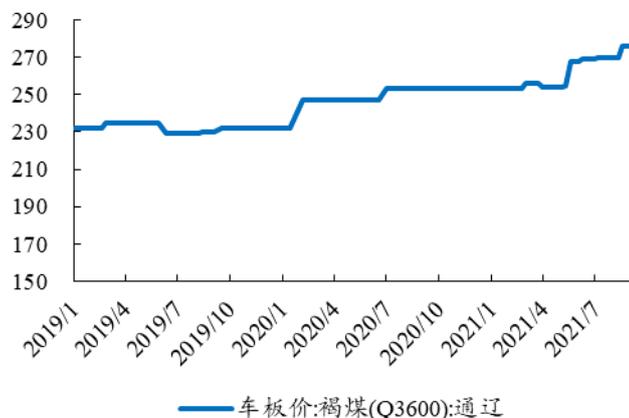
图13: 公司吨煤价格平稳增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

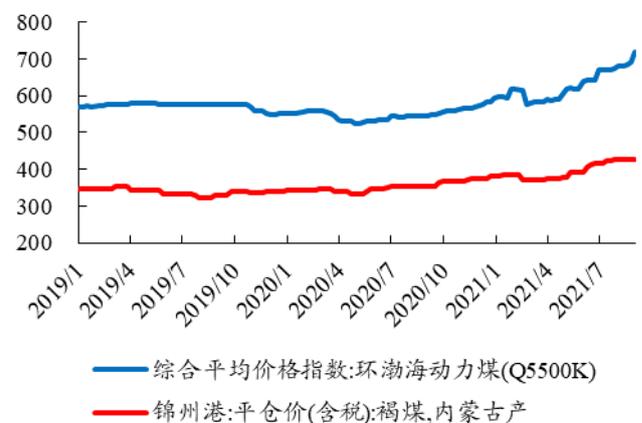
图14: 公司吨煤毛利呈平稳增长趋势


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

煤炭紧供给支撑煤价强势，公司煤价趋势向好。2021年上半年在疫情后期经济快速复苏背景下，全社会用煤需求大幅增长，供给端则在产地严控超产、安检力度加大、进口收紧等因素影响下明显收紧，基本面表现为供紧需旺。基本面来看，尽管进入9月后伴随气温下降，耗煤需求有所回落，但中下游低库存所带来的补库需求不容忽视，现货采购力度仍然较强；而供给端保供增产短期内在安检发力情况下增量有限。总体来看，紧供给局面尚未得到缓解，为煤价高位提供强支撑。后期判断，需求方面，电厂日耗回落预期下需求有所承压，但淡季内的集中补库或将提供下一阶段需求支撑，同时北方冬储也陆续开启，工业用电及非电耗煤需求因错峰生产仍有韧性，因此有望出现“淡季不淡”；供给方面，发改委保供增产政策力度加大，主要从产能核增及露天矿复产等多方面挖掘增产潜力，近期国家能源局赴内蒙开展保供调研，加大力度解决保供流程手续等务实性问题，或将加速产能增量释放，但增产落地仍需时间，短期供给端较难实现实质性宽松。总体来看，我们认为动力煤价短期内或回归理性，但难见深跌，有望在较高位置过渡至冬季旺季，2021年全年动力煤价格中枢将明显高于2020年。中长期来看，在碳中和背景下，供改以来新增产能的集中投放已经接近尾声，供给弹性整体收缩，而需求端仍有增长空间，煤炭市场或将在较长时间内维持紧平衡，驱动煤价中枢上移，利好公司煤炭业绩释放。

图15: 2021年以来产地褐煤车板价持续上涨 (元/吨)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 2021年环渤海与锦州港煤价持续上行 (元/吨)


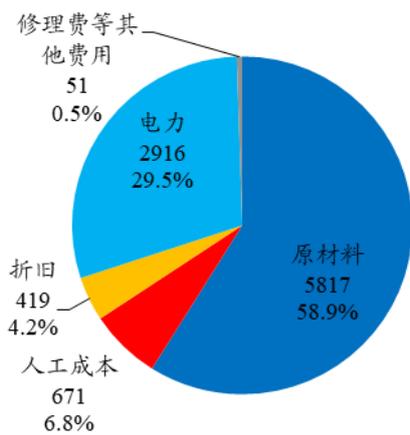
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、电解铝业务：自备电厂供电，低成本高盈利

公司 2019 年通过重大资产重组收购蒙东能源集团控股的霍煤鸿骏，进军电解铝领域。霍煤鸿骏拥有年产能 86 万吨的电解铝生产线，配套装机容量 180 万千瓦的自备火电机组、30 万千瓦风电机组，自备电厂发电均用于电解铝生产使用。自并表以来，公司电解铝产能充分释放，2019/2020 年分别实现铝产品产量 89/91 万吨，产能利用率均在 100% 以上；2021H1 实现产量 44.5 万吨。各时期销量与产量基本持平。

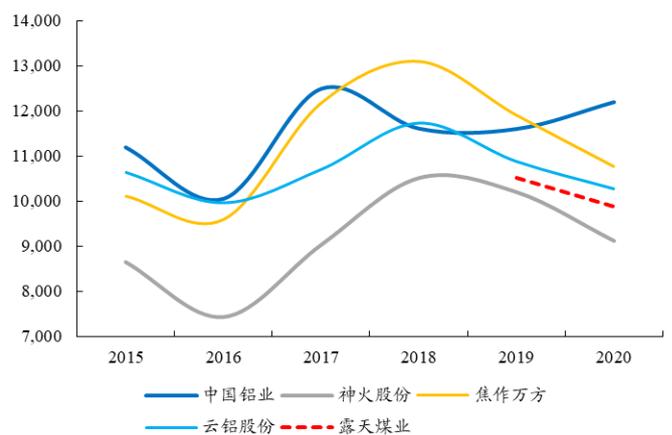
自供电电压低电力成本，打造电解铝高盈利。 自备电厂每年发电量约 130 亿千瓦时，可完全保障 86 万吨电解铝产能所需的约 120 亿千瓦时电力消耗。电解铝生产成本中，约 60% 为氧化铝、阳极碳块等原材料，约 30% 为电力成本。一般而言，行业内铝企在原材料成本方面不具较大差异，能源成本方面根据电力来源的不同会有一定差距。霍煤鸿骏自备电厂所需煤炭主要来自于公司自供，选址靠近煤炭主产地，可充分享受低价坑口煤炭带来的成本优势。2020 年公司电解铝吨铝成本 9873 元/吨，其中能源动力成本 2916 元/吨，占比 29.5%。以每吨铝耗电 13500 度电测算，公司实际电力成本约为 0.22 元/度，明显低于行业平均 0.3 元/度水平。低成本带来了电解铝的高盈利性，公司 2020 年吨铝毛利 2410 元/吨，电解铝毛利率 19.6%，在行业内具有相对优势。

图17：2020 年公司吨铝成本中电力占比约 30%（元/吨）



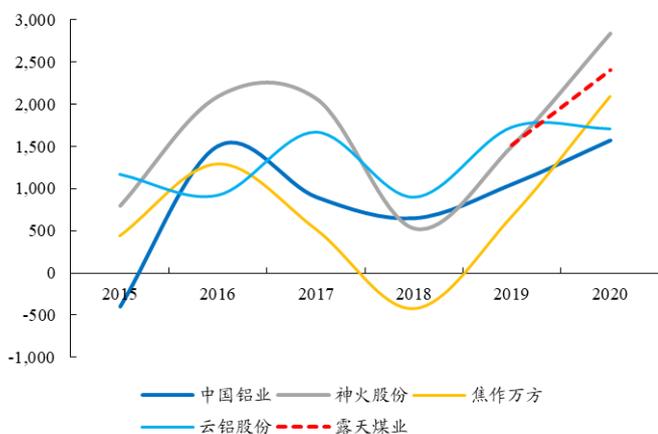
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司吨铝成本在行业内具备相对优势（元/吨）



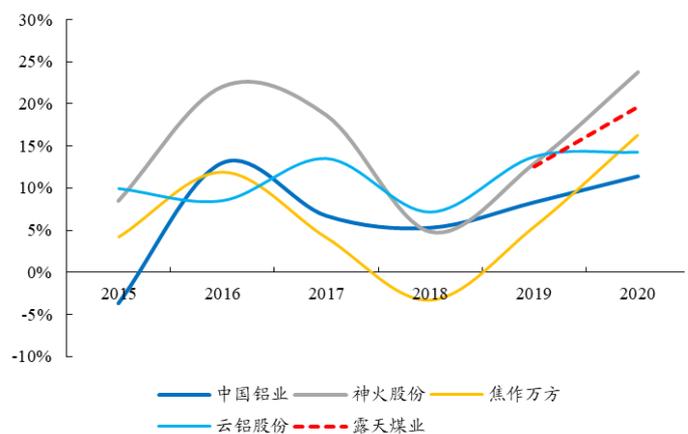
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图19：2020 年公司吨铝毛利具有相对优势（元/吨）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图20：2020 年公司电解铝毛利率具有相对优势（元/吨）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

铝价高景气，电解铝业绩弹性放大。2021年以来，受益于电解铝紧供给，铝价持续上涨，公司电解铝板块业绩弹性显著放大。2021年上半年，长江有色A00铝价格均价为17427元/吨，同比上涨32.7%。公司电解铝吨铝价格15040元/吨，同比上涨31.4%，充分受益市场铝价上涨，吨铝毛利4344元/吨，同比增长117%。2021H1霍煤鸿骏实现净利润13亿元，同比大幅增长153%，对应51%权益比例，贡献归母净利润6.63亿元。

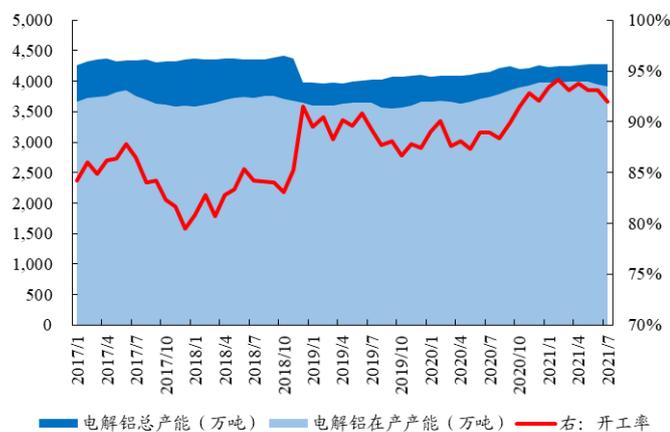
图21: 2021年以来，电解铝价格持续上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

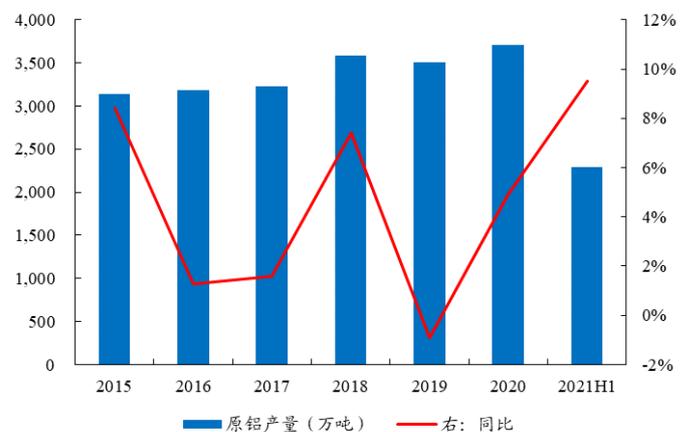
“供改+碳中和”加剧电解铝紧供给，电解铝进入高盈利时代。一方面，2017年以来，电解铝行业供给侧改革持续深化，4500万吨产能天花板的确定使行业供给弹性逐渐弱化。另一方面，双碳背景下，国家对于电解铝产能的控制趋于严格。电解铝行业属于高能耗产业，全行业年度用电量超过5000亿千瓦时，约占全社会用电总量6.8%，是能耗双控的重点调控行业。火电铝的产能释放受到压制，而水电铝则由于云南主产地限电政策的限产扰动。截至2021年7月，我国共有电解铝产能4283万吨，在产产能共计3917万吨，开工率92%。以总产能来看，距离4500万吨产能天花板仅有217万吨差距，对应增幅仅5%，未来增长空间十分有限。而碳中和时代下，新能源汽车及清洁能源装机的增长会为电解铝需求带来强劲增长动力。电解铝紧供给格局有望持续支撑铝价高位，行业进入高盈利时代。

图22: 2021年电解铝产能已逼近4500万吨天花板



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2021H1我国电解铝产量同比增长9.5%

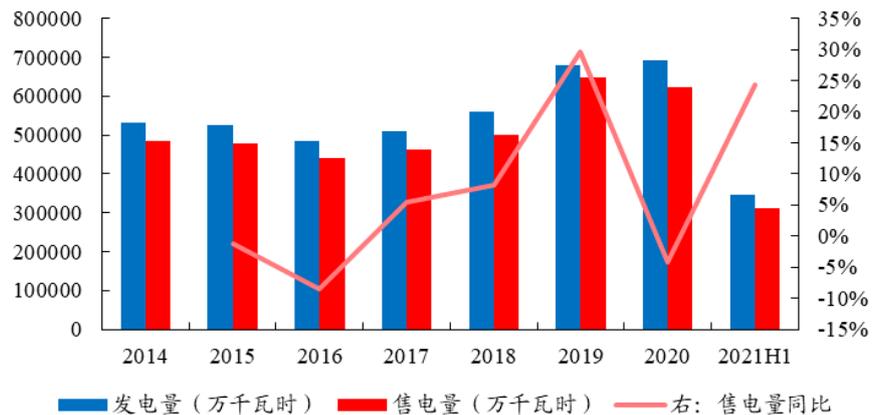


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、电力业务：积极布局新能源，长期增长有看点

公司近年来发电量保持平稳增长趋势。2021年以来，伴随疫情后期国内经济快速复苏，电力需求表现强劲，公司发售电量也实现大幅增长。2021H1实现发电量34.7亿千瓦时（包含风光电），同比增长23.9%，实现售电量31.2亿千瓦时，同比增长24.3%。

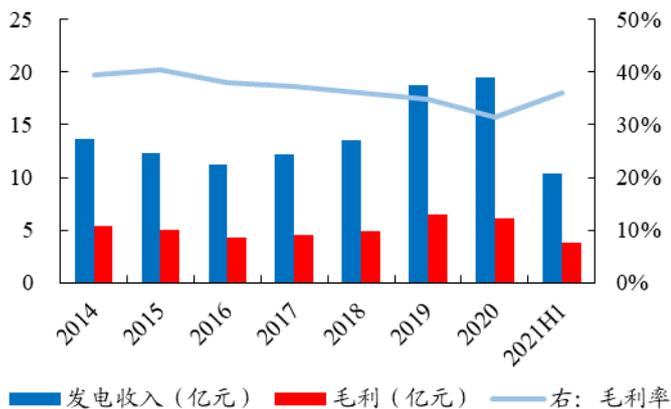
图24：2021H1公司实现售电量31.2亿千瓦时，同比增长24.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

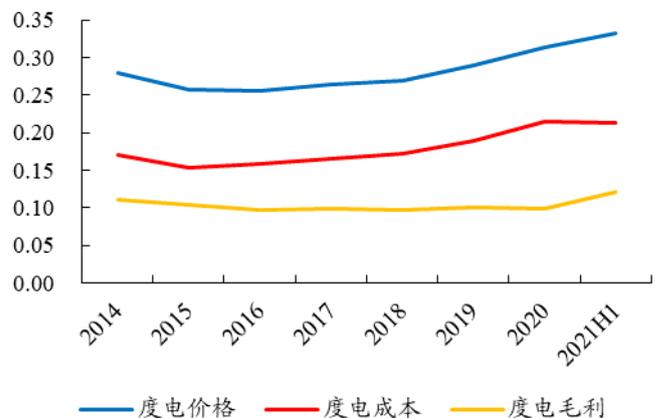
发电成本稳定，电力盈利能力相对稳健。公司火电机组属于坑口电厂，充分受益坑口煤炭自供所带来的稳价优势，在市场煤炭价格涨幅较大的情况下，发电成本仍得到有效控制。2021H1公司实现发电收入10.4亿元，同比增长19.1%，实现毛利3.8亿元，同比增长12.6%。具体来看，在2021年上半年国内动力煤价格大幅上涨的背景下，公司实现度电成本0.21元/千瓦时，同比下降0.1%，基本持平；度电毛利0.12元/千瓦时，毛利率36.1%，相较于2020年提升4.7pct。主营发电的全资子公司霍林河坑口发电公司2021H1实现净利润1.27亿元，同比增长7.67%。

图25：2021H1公司实现发电业务毛利率同比增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2021H1公司度电价格与毛利均有提升（元/度）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

着眼风光电，积极布局新能源发电。自2014年以来，公司持续积极拓展新能源业务，在风电及光电领域均规划布局有装机增量。近两年内部分风光电机组陆续投产并网，公司新能源装机量实现快速扩张。截至2021年7月，公司合计共有约74万千瓦新能源机组处于在运状态。除此之外，公司仍规划有700余万千瓦新能源项目。

表2: 截至 2021 年 7 月, 公司共有在运新能源机组 74.45 万千瓦

项目	经营子公司	地点	类型	装机容量 (万千瓦)	状态	并网时间
20MWp 分布式光伏发电项目	-	内蒙古霍林郭勒	光伏	2	已投产	2015 年 6 月
扎鲁特旗阿日昆都楞风电场一期 10MWp 光伏发电项目	扎鲁特旗扎哈淖尔煤业	内蒙古扎鲁特旗	光伏	1	已投产	2016 年 2 月
交口县棋盘山 99.5MW 风电工程项目	交口县棋盘山新能源	山西省交口县	风电	9.95	已投产	2019 年 1 月
通辽发电总厂贮灰场生态环境综合治理 150MWp 光伏发电项目	通辽通发新能源	内蒙古通辽市	光伏	15	已投产	2020 年 8 月
阿拉善左旗 40MWp 光伏发电项目	巴音新能源	内蒙古阿拉善左旗	光伏	4	已投产	2020 年 8 月
右玉高家堡 100MW 风电项目	右玉县高家堡新能源	山西省右玉县	风电	10	已投产	2020 年 12 月
阿巴嘎旗一期 225MW 风电项目	阿巴嘎旗绿能新能源	内蒙古阿巴嘎旗	风电	22.5	已投产	2020 年 12 月
达拉特光伏发电领跑奖励激励基地 100MWp 项目	达拉特旗那仁太新能源	内蒙古达拉特旗	光伏	10	已投产	2021 年 7 月
并网合计				74.45		
国家电投天骄绿能 100MWp 采煤沉陷区生态治理光伏发电示范项目	伊金霍洛旗那仁太能源	内蒙古伊金霍洛旗	光伏	10	在建	-
扎鲁特旗阿日昆都楞风电场二期 10MWp 光伏发电项目	扎鲁特旗扎哈淖尔煤业	内蒙古扎鲁特旗	光伏	1	在建	-
通辽扎哈淖尔多能互补集成优化示范工程 50MWp 光伏发电项目一期	-	内蒙古通辽市	光伏	5	在建	-
国家电投上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地 400MW 风电项目	内蒙古巴音新能源	内蒙古阿拉善左旗	风电	40	规划中	-
通辽市青格洱新能源有限公司 100 万千瓦风电外送项目	通辽市青格洱新能源	内蒙古扎鲁特旗	风电	100	规划中	-
淳化新能源为中核淳化 10 万千瓦风力发电项目	陕西中核光伏发电	陕西省淳化县	风电	10	规划中	-
乌兰察布风电基地一期 600 万千瓦示范项目	内蒙古察哈尔新能源	内蒙古四子王旗	风电	600	规划中	-
在建及规划合计				766		

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

公司目前煤铝两大主业产能规模相对稳定, 且产能利用率均保持 100%, 我们预计煤炭及电解铝产销量均以核定产能为基准稳定释放。基于前文中对于煤炭及电解铝价格趋势判断, 我们认为 2021 年全年煤炭售价及电解铝价格同比均大幅增长, 在紧供给基本面支撑下其后将保持高位稳定。

表3: 公司盈利预测关键假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
煤炭业务					
煤炭产量 (万吨)	4600	4599	4600	4600	4600
煤炭销量 (万吨)	4607	4585	4600	4600	4600
吨煤价格 (元/吨)	136	144	160	160	160
吨煤成本 (元/吨)	70	74	78	78	78
电力业务					
发电量 (万千瓦时)	678384	692229	700000	720000	740000
售电量 (万千瓦时)	649352	622772	630000	648000	666000
度电价格 (元/千瓦时)	0.289	0.313	0.33	0.33	0.33
度电成本 (元/千瓦时)	0.189	0.215	0.21	0.21	0.21
铝业务					
产量 (万吨)	89.26	91.36	88	88	88
销量 (万吨)	89.26	91.19	88	88	88
单位价格 (元/吨)	12035	12283	16000	16400	16600
单位成本 (元/吨)	10522	9873	10800	10800	10800

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5.2、投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预计 2021-2023 年归母净利润 40.6/42.7/43.8 亿元, 同比增长 96.2%/5.1%/2.5%; EPS 分别为 2.11/2.22/2.28 元, 对应当前股价, PE 分别为 7.6/7.2/7.0 倍。相对估值方面, 我们选取两组可比公司: (1) 动力煤上市公司: 中国神华、陕西煤业; (2) 电解铝上市公司: 神火股份、中国铝业、云铝股份。公司 2021 年预测业绩对应 PE 为 7.6 倍, 低于煤炭可比公司 9.3 倍平均 PE, 远低于电解铝可比公司 24.9 倍平均 PE; 公司 PB 为 1.6 倍, 略低于煤炭可比公司平均 PB, 低于电解铝可比公司 4.1 倍的平均 PB。公司煤炭、电解铝两大主业均有望充分受益碳中和时代下紧供给基本面所带来的煤铝价格高景气, 业绩释放弹性较大; 同时公司积极布局的新能源有望在远期提供盈利增长。看好公司未来业绩增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 可比公司盈利预测与相对估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2021/9/14	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	
煤炭可比公司									
601088.SH	中国神华	4,602	497.0	502.9	506.6	9.3	9.2	9.1	1.4
601225.SH	陕西煤业	1,522	163.8	166.8	173.8	9.3	9.1	8.8	2.2
平均						9.3	9.1	8.9	1.8
电解铝可比公司									
601600.SH	中国铝业	1,644	51.4	57.5	72.1	32.0	28.6	22.8	3.1
000807.SZ	云铝股份	694	38.9	51.0	57.1	17.8	13.6	12.2	5.0
000933.SZ	神火股份	379	29.8	37.1	39.9	12.7	10.2	9.5	4.6
平均						24.9	21.1	17.5	4.1
002128.SZ	露天煤业	307	40.6	42.7	43.8	7.6	7.2	7.0	1.6

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 陕西煤业、中国铝业、云铝股份盈利预测来自于 Wind 一致预期, 其余公司来自于开源证券研究所预测

6、风险提示

宏观经济增长不及预期；

煤炭、电解铝价格下跌超预期；

新能源机组利用率不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,876	6,509	9,608	12,040	17,481
现金	1,463	1,052	-0	7,366	7,609
应收票据及应收账款	3,890	2,137	6,807	1,712	6,828
其他应收款	402	447	533	438	559
预付账款	551	403	604	435	626
存货	1,401	1,270	999	1,328	1,056
其他流动资产	169	1,200	665	761	802
非流动资产	25,945	27,960	31,201	33,933	35,545
长期投资	696	535	503	446	380
固定资产	20,335	22,098	26,331	29,779	31,874
无形资产	1,122	2,043	1,978	1,914	1,850
其他非流动资产	3,792	3,284	2,389	1,794	1,442
资产总计	33,821	34,469	40,810	45,972	53,026
流动负债	10,252	7,783	9,430	8,237	8,895
短期借款	5,894	3,700	4,642	3,700	3,700
应付票据及应付账款	2,044	2,157	2,002	2,084	2,095
其他流动负债	2,314	1,925	2,786	2,454	3,100
非流动负债	4,826	6,112	6,083	6,670	7,154
长期借款	4,604	5,379	5,984	6,564	7,050
其他非流动负债	222	733	99	106	104
负债合计	15,077	13,894	15,513	14,907	16,049
少数股东权益	2,595	2,984	4,412	5,911	7,449
股本	1,922	1,922	1,922	1,922	1,922
资本公积	2,543	2,719	2,719	2,719	2,719
留存收益	11,651	12,953	16,522	20,271	24,114
归属母公司股东权益	16,148	17,591	20,885	25,154	29,528
负债和股东权益	33,821	34,469	40,810	45,972	53,026

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,462	6,298	4,163	13,335	4,668
净利润	2,706	2,572	5,490	5,768	5,912
折旧摊销	1,958	2,094	2,113	2,576	2,991
财务费用	492	445	441	445	449
投资损失	-121	-79	-0	-0	-0
营运资金变动	-1,681	597	-3,880	4,545	-4,684
其他经营现金流	108	668	-2	-0	-0
投资活动现金流	-3,820	-2,604	-5,354	-5,307	-4,603
资本支出	2,530	2,853	829	22,328	22,328
长期投资	-34	20	32	57	66
其他投资现金流	-1,324	269	-4,492	17,078	17,791
筹资活动现金流	-141	-3,961	-803	280	178
短期借款	4,145	-2,194	-0	-0	-0
长期借款	2,870	775	605	580	486
普通股增加	287	-0	-0	-0	-0
资本公积增加	1,291	177	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-8,734	-2,719	-1,408	-300	-308
现金净增加额	-498	-267	-1,994	8,308	244

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,155	20,074	23,819	24,230	24,466
营业成本	13,930	13,812	14,515	14,553	14,591
营业税金及附加	1,137	1,360	1,548	1,575	1,590
营业费用	60	64	71	73	73
管理费用	402	514	595	606	612
研发费用	9	11	12	12	12
财务费用	492	445	441	445	449
资产减值损失	-13	-263	100	100	100
其他收益	11	6	-0	-0	-0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	121	79	-0	-0	-0
资产处置收益	5	-0	-0	-0	-0
营业利润	3,255	3,334	6,536	6,867	7,038
营业外收入	17	46	-0	-0	-0
营业外支出	55	82	-0	-0	-0
利润总额	3,217	3,298	6,536	6,867	7,038
所得税	512	726	1,046	1,099	1,126
净利润	2,706	2,572	5,490	5,768	5,912
少数股东损益	239	502	1,428	1,500	1,537
归母净利润	2,466	2,071	4,063	4,269	4,375
EBITDA	5,769	5,911	8,988	9,714	10,186
EPS(元)	1.28	1.08	2.11	2.22	2.28

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	132.8	4.8	18.7	1.7	1.0
营业利润(%)	34.5	2.4	96.0	5.1	2.5
归属于母公司净利润(%)	21.7	-16.0	96.2	5.1	2.5
获利能力					
毛利率(%)	27.3	31.2	39.1	39.9	40.4
净利率(%)	12.9	10.3	17.1	17.6	17.9
ROE(%)	14.4	12.5	21.7	18.6	16.0
ROIC(%)	11.6	10.8	17.9	16.5	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	40.3	38.0	32.4	30.3
净负债比率(%)	52.9	43.7	45.0	12.2	11.3
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.5	2.0
速动比率	0.6	0.5	0.8	1.2	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	4.8	6.7	5.3	5.7	5.7
应付账款周转率	8.7	6.6	7.0	7.1	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.28	1.08	2.11	2.22	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	3.28	2.17	6.94	2.43
每股净资产(最新摊薄)	8.40	9.15	10.87	13.09	15.37
估值比率					
P/E	12.4	14.8	7.6	7.2	7.0
P/B	1.9	1.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.5	7.2	5.2	4.2	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn