

## 露天煤业 (002128.SZ) 煤铝双主业向好, 拟更名电投能源发力转型

2021年10月26日

——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2021/10/26
当前股价(元)	14.75
一年最高最低(元)	18.48/8.38
总市值(亿元)	283.43
流通市值(亿元)	260.69
总股本(亿股)	19.22
流通股本(亿股)	17.67
近3个月换手率(%)	168.01

### ● 煤铝双主业向好, 拟更名电投能源发力转型。维持“买入”评级

公司发布三季报, 2021年前三季度实现总营业收入 180 亿元 (同比+22.8%); 归母净利润 28.7 亿元 (同比+39.6%)。Q3 单季实现归母净利润 10.4 亿元 (环比+27.4%), 业绩增长符合预期, 主要受益于煤铝价格上涨。伴随煤铝行业持续高景气, 预计 Q4 业绩有望持续改善。同时, 公司提出更名计划, 煤电铝主业稳健经营基础上, 积极推进新能源业务转型, 看好公司中长期发展潜力。我们维持盈利预测, 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 7.0/6.6/6.5 倍。维持“买入”评级。

### ● 煤铝价格齐升, 高景气有望持续

**煤炭业务:** 以公司所在煤炭产地数据来看, Q3 煤价平稳上涨。根据 Wind 数据, 通过 Q3600 褐煤车板价 Q2、Q3 均价为 261、273 元/吨, 环比上涨 2.6%、4.6%。Q4 公司吨煤价有望弹性放大。公司煤炭长协定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, 进入 Q4 后两大指数均快速上涨, 10 月以来均价相较 Q3 已分别上涨 22%、41%, 利好 Q4 煤炭业绩增长。

**电解铝业务:** Q3 铝价环比持续上涨。根据 Wind 数据, Q3 长江有色 A00 铝均价为 20502 元/吨, 环比上涨 10.6%。氧化铝涨价或部分抬高成本。Q3 内蒙氧化铝均价为 2724 元/吨, 环比上涨 15.2%。但考虑到公司自供电模式, 在同行业电力成本上涨环境下公司成本或整体可控。Q4 紧供给或支撑铝价高位。10 月至今点解铝均价已突破 21000 元, 较 Q3 上涨 5.6%。9 月以来能耗双控趋严, 行业内部分电解铝产能限电停产加剧了供给收紧, 公司自备电厂供电受限电影响较小, 可充分受益紧供给支撑下的铝价上涨。

### ● 拟更名“电投能源”, 多元化转型未来可期

公司发布公告, 拟更名为“内蒙古电投能源股份有限公司”, 简称更名为“电投能源”。更名顺应了公司多元化转型的发展趋势, 突出了中长期内超越煤炭的增长潜力。一方面, 伴随近年内的发力布局, 公司业务已不局限于煤炭, 已形成“煤电铝”三大主业一体发展的业务格局。截至 2021H1, 煤、电、铝业务毛利占比分别为 44%、9%、45%。另一方面, 公司积极推动新能源发电布局, 大量收购和投资建设风光电项目, 近两年新能源机组陆续投产并网, 公司新能源装机量实现快速扩张。截至 2021 年 9 月, 在运的新能源装机容量达 80 万千瓦以上, 另有大量机组项目处于规划建设中。双碳背景下, 新能源转型为中长期发展提供动力。

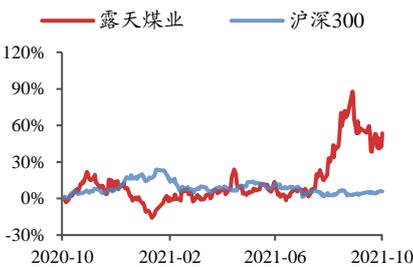
● **风险提示:** 需求增长不及预期; 煤价下跌超预期; 安检力度加大引发停减产

### 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)	11.5	13.7	7.0	6.6	6.5
P/B(倍)	1.8	1.6	1.4	1.1	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

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-煤电铝一体化龙头, 布局新能源开启新篇章》  
-2021.9.15

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	33,821	34,469	40,810	45,972	53,026
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-498	-267	-1,994	8,308	244

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	3,217	3,298	6,536	6,867	7,038
所得税	512	726	1,046	1,099	1,126
<b>净利润</b>	2,706	2,572	5,490	5,768	5,912
少数股东损益	239	502	1,428	1,500	1,537
<b>归母净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	11.5	13.7	7.0	6.6	6.5
P/B	1.8	1.6	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.1	6.8	4.9	3.9	3.9

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（underperform）	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（underperform）	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