

## 煤炭产能释放加快，营收利润持续增长

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报，全年公司实现营业收入231亿元，同比增长21.4%；归母净利润17.6亿元，同比增长256%。
- **上网电量增长显著，经营业绩向好。**2022年全年公司实现上网电量566亿千瓦时，较上年同期增长6.5%。受交易电价政策影响，市场化交易占比提升，带动电价上涨，2022年公司平均售电单价367元/兆瓦时，同比增长18.7%，同比增加57.8元/兆瓦时，市场化交易电量占上网电量的96.3%，较去年同期提高34.4pp，电力销售业绩保持增长。
- **煤炭生产高增，支撑公司维持高盈利。**公司所属魏家峁煤矿取得国家矿山安全监察局批复，同意煤矿生产能力由600万吨/年核增至1200万吨/年，产能进一步释放。全年魏家峁煤矿煤炭产量872万吨，同比增长22.8%；煤炭自用和内销209万吨，外销380万吨，自用内销比例低于外销比例，持续推进煤炭增产保供扩销。尽管电煤价格持续高位运行，公司持续发挥煤电协同优势，公司标煤单价完成673元/吨，同比增加8.7%，仍显著低于同行标煤单价水平，支撑归母净利润同比增长256%。魏家峁煤炭产能释放加快，煤炭自用率提升，“煤电一体化+特高压外送”的模式在高煤价预期下保障公司火电具有成本优势，为公司电力主营业务贡献充足现金流。
- **风光项目开发潜力大，有望实现快速发展。**截至年末，公司风电装机容量为137.6万千瓦，光伏发电装机容量7万千瓦，在建光伏项目38万千瓦，已获得备案或核准的新能源项目107万千瓦，新能源装机占比达11.3%。2022年公司风电发电量为33.3亿千瓦时，同比增长5.3%；光伏发电量为1.2亿千瓦时，同比增长2.4%。2022年公司全资子公司聚达公司灵活性改造促进市场化消纳38万千瓦新能源项目开工建设，推进新能源结构转型。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.47元、0.54元、0.63元，未来三年归母净利润将保持33.0%的复合增长率。鉴于火电成本优势，各业务协同效应显著，给予公司2023年2.3倍PB估值，对应目标价5.06元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价电价波动风险，新能源发展或不及预期等。

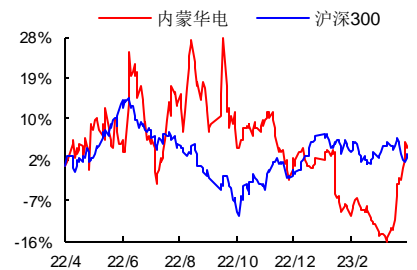
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23065.58	23960.14	24902.83	26795.67
增长率	21.82%	3.88%	3.93%	7.60%
归属母公司净利润(百万元)	1762.01	3095.68	3506.87	4144.09
增长率	289.61%	75.69%	13.28%	18.17%
每股收益EPS(元)	0.27	0.47	0.54	0.63
净资产收益率ROE	9.78%	14.81%	15.00%	15.77%
PE	14.9	8.5	7.5	6.3
PB	1.28	1.13	1.01	0.90

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：池天惠  
执业证号：S1250522100001  
电话：13003109597  
邮箱：cth@swsc.com.cn  
联系人：刘洋  
电话：18019200867  
邮箱：ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	65.27
流通A股(亿股)	65.27
52周内股价区间(元)	3.25-4.42
总市值(亿元)	263.03
总资产(亿元)	413.41
每股净资产(元)	2.12

### 相关研究

1. 内蒙华电(600863): 煤炭产能逐步释放，营收利润持续增长 (2022-10-28)
2. 内蒙华电(600863): 火电业绩大幅反弹，绿电回报初显效益 (2022-08-25)
3. 内蒙华电(600863): 煤电联营优势显著，业绩稳健行稳致远 (2022-07-22)
4. 内蒙华电(600863): 煤电联营盈利显著，绿电业务扬帆起航 (2022-07-12)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：对于火电机组，2023-2025 年装机量保持稳定，利用小时数分别为 5000/4800/4700 小时，售电均价分别为每千瓦时 0.34/0.32/0.30 元。2023-2025 年入炉标煤价格分别为每吨 610/615/630 元。

假设 2：对于风电机组，根据公司十四五规划，2025 年新能源装机比例达 50%，2023-2025 年装机量分别为 304/484/600 万千瓦，得益于海风投产和新能源消纳问题的改善，利用小时数逐年增加，分别为 2580/2600/2700 小时，售电均价分别为每千瓦时 0.39/0.38/0.38 元。

假设 3：对于光伏机组，2023-2025 年装机量分别为 127/247/369 万千瓦，得益于新能源消纳问题的改善，利用小时数逐年增加，分别为 1750/1760/1770 小时，由于平价项目占比提升，售电均价逐年下降，分别为每千瓦时 0.75/0.73/0.72 元。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
电力业务	营业收入	20767	21369	22068	23695
	增速	26.9%	2.9%	3.3%	7.4%
	毛利率	15.4%	21.7%	22.8%	25.6%
煤炭销售	收入	1748	1958	2154	2370
	增速	-12.4%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	62.5%	60.0%	60.0%	60.0%
热力业务	收入	494	568	614	663
	增速	8.0%	15.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	-53.6%	-30.0%	-10.0%	-10.0%
其他业务	收入	56	65	67	69
	增速	-50.5%	15.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	66.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	23066	23960	24903	26796
	增速	21.8%	3.9%	3.9%	7.6%
	毛利率	17.6%	23.6%	25.3%	27.7%

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

考虑到业内煤电联营企业较少，分部业务数据缺失，我们选取火电企业和煤炭企业对公司进行整体估值。华能国际、大唐发电、赣能股份电源结构皆以火电为主，近年来开始加大清洁能源比重，与公司业务构成及未来规划相似，作为公司电力板块可比公司，平均 PB 为 2.32 倍；山煤国际、兖矿能源、陕西煤业业务均以煤炭采掘销售为主，作为煤炭业务的可比

公司，平均 PB 为 1.95 倍。2022 年公司每股净资产为 2.2 元，考虑到公司拥有火电成本优势，各业务协同效应显著，且未来具有大规模风光装机规划，因此，我们给予公司 2023 年 2.3 倍 PB，对应目标价 5.06 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB(倍)
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	LF
600011.SH	华能国际	9.70	-0.47	0.61	0.77	0.90	-16.17	15.87	12.58	10.84	3.16
601991.SH	大唐发电	3.11	-0.02	0.19	0.26	0.33	-125.88	16.32	11.85	9.43	2.06
000899.SZ	赣能股份	8.29	0.01	-	-	-	895.20	-	-	-	1.73
平均值							251.05	16.09	12.22	10.13	2.32
600546.SH	山煤国际	17.30	3.52	3.66	3.82	3.93	4.11	4.73	4.53	4.40	2.04
600188.SH	兖矿能源	34.39	6.22	6.41	6.64	6.84	5.40	5.37	5.18	5.03	2.09
601225.SH	陕西煤业	19.57	3.62	3.14	3.24	3.38	5.13	6.24	6.05	5.79	1.72
平均值							4.88	5.45	5.25	5.07	1.95
600863.SH	内蒙华电	4.03	0.27	0.47	0.54	0.63	14.93	8.50	7.50	6.35	1.70

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 4 月 28 日收盘数据）

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23065.58	23960.14	24902.83	26795.67	净利润	2014.90	3439.65	3896.52	4604.54
营业成本	19007.88	18300.69	18611.57	19361.09	折旧与摊销	2963.70	3160.74	3271.07	3421.23
营业税金及附加	700.72	718.80	747.08	803.87	财务费用	586.64	567.98	542.60	583.04
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-413.45	-189.21	-247.42	-241.25
管理费用	39.18	38.69	40.91	43.77	经营营运资本变动	-1315.47	-400.99	-141.80	-268.64
财务费用	586.64	567.98	542.60	583.04	其他	1317.95	-67.93	132.03	125.23
资产减值损失	-413.45	-189.21	-247.42	-241.25	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5154.27</b>	<b>6510.24</b>	<b>7452.99</b>	<b>8224.16</b>
投资收益	180.13	147.69	150.30	133.51	资本支出	2721.37	-3100.00	-4100.00	-4100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3822.08	-249.57	-247.10	-264.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1100.70</b>	<b>-3349.57</b>	<b>-4347.10</b>	<b>-4364.01</b>
<b>营业利润</b>	<b>2369.21</b>	<b>4292.45</b>	<b>4863.55</b>	<b>5896.15</b>	短期借款	-524.02	-1673.12	0.00	0.00
其他非经营损益	7.11	7.11	7.11	7.11	长期借款	-1440.04	500.00	500.00	500.00
<b>利润总额</b>	<b>2376.31</b>	<b>4299.56</b>	<b>4870.65</b>	<b>5903.26</b>	股权融资	-8.96	0.00	0.00	0.00
所得税	361.41	859.91	974.13	1298.72	支付股利	-652.69	-801.23	-1144.84	-1396.16
净利润	2014.90	3439.65	3896.52	4604.54	其他	-1351.00	-358.72	-511.90	-673.26
少数股东损益	252.89	343.96	389.65	460.45	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3976.70</b>	<b>-2333.08</b>	<b>-1156.74</b>	<b>-1569.42</b>
归属母公司股东净利润	1762.01	3095.68	3506.87	4144.09	<b>现金流量净额</b>	<b>76.87</b>	<b>827.59</b>	<b>1949.16</b>	<b>2290.72</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	974.37	1801.96	3751.12	6041.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4472.98	4948.90	5133.12	5511.98	销售收入增长率	21.82%	3.88%	3.93%	7.60%
存货	522.58	542.72	538.68	571.08	营业利润增长率	426.14%	81.18%	13.30%	21.23%
其他流动资产	678.92	629.32	655.08	718.49	净利润增长率	1608.05%	70.71%	13.28%	18.17%
长期股权投资	1881.85	1881.85	1881.85	1881.85	EBITDA 增长率	48.47%	35.50%	8.18%	14.10%
投资性房地产	54.80	52.06	49.46	46.98	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	24926.91	24934.42	25831.60	26578.62	毛利率	17.59%	23.62%	25.26%	27.75%
无形资产和开发支出	4459.87	4467.34	4474.81	4482.28	三费率	2.71%	2.53%	2.34%	2.34%
其他非流动资产	2181.96	2506.24	2830.52	3154.80	净利率	8.74%	14.36%	15.65%	17.18%
<b>资产总计</b>	<b>40154.24</b>	<b>41764.81</b>	<b>45146.24</b>	<b>48987.91</b>	ROE	9.78%	14.81%	15.00%	15.77%
短期借款	1673.12	0.00	0.00	0.00	ROA	5.02%	8.24%	8.63%	9.40%
应付和预收款项	3192.83	3224.49	3301.48	3471.80	ROIC	7.70%	12.08%	13.11%	14.84%
长期借款	10478.46	10978.46	11478.46	11978.46	EBITDA/销售收入	25.66%	33.48%	34.84%	36.95%
其他负债	4216.07	4329.69	4382.45	4345.42	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>19560.49</b>	<b>18532.64</b>	<b>19162.39</b>	<b>19795.68</b>	总资产周转率	0.57	0.58	0.57	0.57
股本	6526.89	6526.89	6526.89	6526.89	固定资产周转率	0.90	1.01	1.08	1.16
资本公积	1572.30	1572.30	1572.30	1572.30	应收账款周转率	5.65	5.23	5.10	5.18
留存收益	5734.80	8029.25	10391.28	13139.21	存货周转率	29.17	26.87	27.72	28.00
归属母公司股东权益	17393.86	19688.31	22050.34	24798.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.92%	—	—	—
少数股东权益	3199.89	3543.86	3933.51	4393.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>20593.75</b>	<b>23232.16</b>	<b>25983.85</b>	<b>29192.23</b>	资产负债率	48.71%	44.37%	42.45%	40.41%
负债和股东权益合计	40154.24	41764.81	45146.24	48987.91	带息债务/总负债	62.12%	59.24%	59.90%	60.51%
					流动比率	0.75	1.09	1.36	1.70
					速动比率	0.69	1.01	1.28	1.62
					股利支付率	37.04%	25.88%	32.65%	33.69%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.27	0.47	0.54	0.63
					每股净资产	3.16	3.56	3.98	4.47
					每股经营现金	0.79	1.00	1.14	1.26
					每股股利	0.10	0.12	0.18	0.21
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	5919.55	8021.18	8677.21	9900.43					
PE	14.93	8.50	7.50	6.35					
PB	1.28	1.13	1.01	0.90					
PS	1.14	1.10	1.06	0.98					
EV/EBITDA	6.50	4.52	3.97	3.25					
股息率	2.48%	3.05%	4.35%	5.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn