2023 年 08 月 24 日
证券研究报告•2023 年半年报点评
内蒙华电（600863）公用事业

买入（维持）
当前价：3.39 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

电价下滑压缩火电盈利空间，新能源转型步伐加快

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，实现营收 111 亿元，同比增长 1.2%；实现归母净利润 14.8 亿元，同比增长 26.7%；23Q2 实现归母净利润 6.2 亿元，环比下降 28.2%。
- **平均电价下滑 3%，压缩盈利空间。**截至 2023H1，公司已投运装机容量 13GW，其中煤电装机容量为 11.4GW，在内蒙古电力市场份额较高，规模优势进一步凸显；2023H1，公司电力产品销售实现收入 95.1 亿元，实现发电量 286 亿千瓦时，蒙东/蒙西/华北发电量同比分别-8%/+1%/-6%；平均上网电价为 0.359 元/千瓦时，同比下降 3%，标煤单价 601 元/吨，同比下降 6%，电量电价下滑压缩利润空间。据中电联预测，下半年国民经济恢复向好叠加今年夏季全国大部地区气温接近常年到偏高，预计电力供需总体紧平衡，公司将是内蒙古自治区重要的电源支撑点。另外，公司上都发电厂“点对网”直送华北电源项目和蒙西至天津南特高压输变电工程外送项目具有跨区域送电的市场优势。
- **煤电协同优势突出，强力推进煤炭增产保供。**2023H1，煤炭销售实现收入 13.0 亿元，同比增长 88.9%。2023 年 6 月，魏家峁煤矿取得国家矿山安全监察局批复，煤矿生产能力由 1200 万吨 / 年核增至 1500 万吨 / 年，其中部分煤炭自用和公司合并范围内销售，其余全部外销，煤电协同效应进一步增强。2023H1 魏家峁实现产量 677 万吨，同比增长 88.4%，其中对外销量 312 万吨，同比增长 119%，平均销售价格为 415 元/吨，同比下滑 14%。魏家峁产能核增释放增厚公司业绩，亦能减少成本端上行风险，增加公司自用/外销灵活度。
- **新能源转型步伐加快，项目储备丰富。**公司顺应绿色低碳转型，不断推进新能源产业发展。截至 2023H1，公司在运新能源装机容量为 1.5GW，占已投运机组装机容量的 11.3%，其中风电/光伏装机容量分别为 1.4/0.1GW，在建光伏项目 0.4GW，已获得备案或核准的新能源项目 1.1GW；受益于内蒙地区新能源政策陆续出台，公司新能源转型步伐不断加快。
- **降本增效拓市场，大力开展效益调电。**公司进一步突出营销龙头作用，全力增发抢发效益电。2023H1 公司市场化交易电量 256 亿千瓦时，占上网电量比例为 96.5%；蒙西地区火电利用小时 2549 小时，较去年同期增加 27 个小时；魏家峁公司利用小时 2305 小时，高于蒙西地区特高压外送平均利用小时。 同时，公司积极落实财税优惠政策，财务费用同比减少 1.0 亿元（-31.7%），公司争取到 3 年期能源保供专项贷款 5000 万元，利率 1.75%，较同期 LPR 利率下浮 190 个基点，再创融资利率水平新优。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 23-25 年归母净利润分别为 32 亿元/36 亿元/42 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 7.0/6.2/5.3 倍，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	24012.59	25020.85	26925.49
增长率	21.82%	4.11%	4.20%	7.61%
归属母公司净利润（百万元）	1762.01	3179.74	3553.27	4193.86
增长率	289.61%	80.46%	11.75%	18.03%
每股收益 EPS（元）	0.27	0.49	0.54	0.64
净资产收益率 ROE	9.78%	15.15%	15.13%	15.88%
PE	12.6	7.0	6.2	5.3
PB	1.07	0.95	0.85	0.75

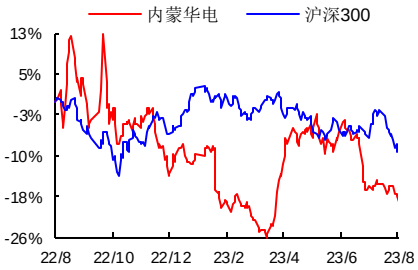
数据来源：Wind，西南证券

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

分析师：刘洋
执业证号：S1250523070005
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)	3.25-4.41
总市值(亿元)	221.26
总资产(亿元)	411.07
每股净资产(元)	2.31

相关研究

1. 内蒙华电(600863):煤炭产能释放加快，营收利润持续增长 (2023-05-05)
2. 内蒙华电（600863）：煤炭产能逐步释放，营收利润持续增长 (2022-10-28)

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 605/615/630 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%	22.1%	22.8%	25.6%
煤炭销售	收入	1748	2011	2272	2499
	增速	-12.4%	15.0%	13.0%	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	24013	25021	26925
	增速	21.8%	4.1%	4.2%	7.6%
	毛利率	17.6%	24.1%	25.4%	27.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23065.58	24012.59	25020.85	26925.49
营业成本	19007.88	18233.46	18658.78	19413.02
营业税金及附加	700.72	720.38	750.63	807.76
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.18	38.78	41.10	43.98
财务费用	586.64	569.25	545.23	585.93
资产减值损失	-413.45	-189.21	-247.42	-241.25
投资收益	180.13	147.69	150.30	133.51
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2369.21	4409.20	4928.00	5967.05
其他非经营损益	7.11	7.11	7.11	7.11
利润总额	2376.31	4416.31	4935.10	5974.16
所得税	361.41	883.26	987.02	1314.31
净利润	2014.90	3533.05	3948.08	4659.84
少数股东损益	252.89	353.30	394.81	465.98
归属母公司股东净利润	1762.01	3179.74	3553.27	4193.86

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2014.90	3533.05	3948.08	4659.84
折旧与摊销	2963.70	3160.74	3271.07	3421.23
财务费用	586.64	569.25	545.23	585.93
资产减值损失	-413.45	-189.21	-247.42	-241.25
经营营运资本变动	-1155.69	-481.68	-115.79	-271.43
其他	1158.16	-14.28	114.80	131.28
经营活动现金流净额	5154.27	6577.86	7515.97	8285.61
资本支出	2721.37	-3100.00	-4100.00	-4100.00
其他	-3822.08	-249.57	-247.10	-264.01
投资活动现金流净额	-1100.70	-3349.57	-4347.10	-4364.01
短期借款	-524.02	-1673.12	0.00	0.00
长期借款	-1440.04	500.00	500.00	500.00
股权融资	-8.96	0.00	0.00	0.00
支付股利	-652.69	-801.23	-1175.93	-1414.63
其他	-1351.00	-359.99	-514.53	-676.15
筹资活动现金流净额	-3976.70	-2334.34	-1190.46	-1590.78
现金流量净额	76.87	893.95	1978.42	2330.81

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	974.37	1868.32	3846.74	6177.55
应收和预付款项	4472.98	4959.38	5157.31	5538.54
存货	522.58	544.61	542.68	570.44
其他流动资产	678.92	630.70	658.19	721.97
长期股权投资	1881.85	1881.85	1881.85	1881.85
投资性房地产	54.80	52.06	49.46	46.98
固定资产和在建工程	24926.91	24934.42	25831.60	26578.62
无形资产和开发支出	4459.87	4467.34	4474.81	4482.28
其他非流动资产	2181.96	2506.24	2830.52	3154.80
资产总计	40154.24	41844.92	45273.16	49153.04
短期借款	1673.12	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3192.83	3215.97	3311.18	3482.54
长期借款	10478.46	10978.46	11478.46	11978.46
其他负债	4216.07	4324.92	4385.80	4349.10
负债合计	19560.49	18519.36	19175.44	19810.11
股本	6526.89	6526.89	6526.89	6526.89
资本公积	1572.30	1572.30	1572.30	1572.30
留存收益	5734.80	8113.31	10490.66	13269.88
归属母公司股东权益	17393.86	19772.37	22149.71	24928.94
少数股东权益	3199.89	3553.20	3948.01	4413.99
股东权益合计	20593.75	23325.57	26097.72	29342.93
负债和股东权益合计	40154.24	41844.92	45273.16	49153.04

财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
销售收入增长率	21.82%	4.11%	4.20%	7.61%
营业利润增长率	426.14%	86.10%	11.77%	21.08%
净利润增长率	1608.05%	75.35%	11.75%	18.03%
EBITDA 增长率	48.47%	37.50%	7.43%	14.07%
获利能力				
毛利率	17.59%	24.07%	25.43%	27.90%
三费率	2.71%	2.53%	2.34%	2.34%
净利率	8.74%	14.71%	15.78%	17.31%
ROE	9.78%	15.15%	15.13%	15.88%
ROA	5.02%	8.44%	8.72%	9.48%
ROIC	7.70%	12.37%	13.26%	15.00%
EBITDA/销售收入	25.66%	33.90%	34.95%	37.04%
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.59	0.57	0.57
固定资产周转率	0.90	1.01	1.09	1.17
应收账款周转率	5.65	5.23	5.10	5.18
存货周转率	33.24	33.21	33.38	33.94
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.92%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	48.71%	44.26%	42.35%	40.30%
带息债务/总负债	62.12%	59.28%	59.86%	60.47%
流动比率	0.75	1.10	1.37	1.72
速动比率	0.69	1.02	1.30	1.64
股利支付率	37.04%	25.20%	33.09%	33.73%
每股指标				
每股收益	0.27	0.49	0.54	0.64
每股净资产	3.16	3.57	4.00	4.50
每股经营现金	0.79	1.01	1.15	1.27
每股股利	0.10	0.12	0.18	0.22

业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	5919.55	8139.20	8744.29	9974.22
PE	12.56	6.96	6.23	5.28
PB	1.07	0.95	0.85	0.75
PS	0.96	0.92	0.88	0.82
EV/EBITDA	5.79	3.94	3.45	2.80
股息率	2.95%	3.62%	5.31%	6.39%

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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10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：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	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
	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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn