开源证券

电投能源（002128.SZ） Q4 业绩或受减值拖累，绿电布局迎来加速期

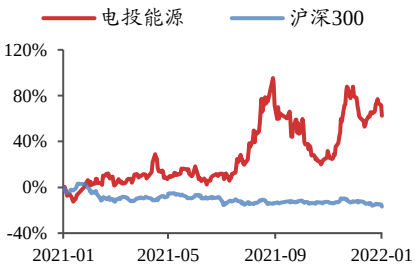
2022 年 01 月 25 日

——公司业绩预告点评

投资评级：买入（维持）

日期	2022/1/25
当前股价(元)	14.99
一年最高最低(元)	18.48/8.38
总市值(亿元)	288.04
流通市值(亿元)	264.93
总股本(亿股)	19.22
流通股本(亿股)	17.67
近 3 个月换手率(%)	143.0

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司深度报告-深度系列二：能源转型开启，煤价高涨&绿电高成长》-2022.1.6

《公司三季报点评报告-煤铝双主业向好，拟更名电投能源发力转型》-2021.10.26

《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

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

● Q4 业绩或受减值拖累，绿电布局迎来加速期。维持“买入”评级

公司发布业绩预告，2021 年预计实现归母净利润 35.6 亿元，同比增长 71.9%；扣非后归母净利润 35.2 亿元，同比增长 77.8%。全年业绩同比高增主要受益：煤炭及电解铝价格上涨；风电平均装机规模增长，风电售电量同比增加；西部大开发税收优惠政策下调所得税率。单季来看，预计 2021Q4 归母净利润 6.85 亿元，环比下降 34.3%，单季业绩表现低于预期，或主因计提大额资产减值及生产成本提升。根据业绩预告，我们下调 2021 年盈利预测，维持 2022-2023 年预测，预计 2021-2023 年归母净利润 35.6（前值 42.5）/59.9/63.3 亿元，同比 71.9%/68.1%/5.8%；EPS 为 1.85（前值 2.21）/3.11/3.30 元，对应当前股价 PE 为 8.1/4.8/4.5 倍。公司煤铝主业未来业绩有望稳健释放，新能源装机进入加速布局阶段，看好转型增长潜力。**维持“买入”评级。**

● Q4 单季煤价高增，电解铝或成本承压

煤炭业务：Q4 长协煤价或维持增长。Q4 在保供背景下，公司煤炭产量或平稳释放。价格方面，公司长协价主要挂钩环渤海动力煤价格指数与锦州港煤价指数，根据 Wind 数据，两大指数 Q4 均价分别为 782、641 元/吨，环比 Q3 上涨 12.3%、44.6%。根据公司长协定价机制测算，Q4 年度长协价或环比上涨 25%。

电解铝业务：Q4 铝价高位运行，成本或有所增高。2021 年全年铝价同比大涨，长江有色 A00 铝均价 18898 元/吨，同比上涨 33%，2021Q4 铝价虽有所回落，但单季均价 20075 元/吨，环比 Q3 仍基本持平（环比-2.1%），保持高位运行。公司电解铝定价机制灵活，充分受益高铝价红利。成本方面，Q4 氧化铝成本或有所承压，Q4 氧化铝市场价环比上涨 27.4%；电力成本方面尽管高耗能电价上涨抬高行业整体能源成本，但由于公司自备煤电，整体业绩或受影响较小。

● 新能源装机加速增长，绿电转型打开成长空间

2021 年内，公司风光电项目布局整体加速，在建及规划新能源装机容量快速增长，且布局区域已不局限于内蒙古主阵地，开始涉足山西、陕西、吉林、辽宁、山东等省份。截至目前，公司合计共有约 155 万千瓦新能源机组已并网（包含 40 万千瓦电解铝自备机组），另有已获批的在建项目装机量 225 万千瓦，待核准的规划项目 208 万千瓦，合计达 588 万千瓦。考虑到绿电装机建设周期较短，2022 年并网容量有望集中增长。公司背靠新能源装机龙头央企国电投集团，在新能源项目资源获取与核准、装机建设并网等多方面具备得天独厚的资源优势。看好绿电转型远期增长潜力。

● 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	25,408	29,079	29,906
YOY(%)	132.8	4.8	26.6	14.5	2.8
归母净利润(百万元)	2,466	2,071	3,560	5,985	6,333
YOY(%)	21.7	-16.0	71.9	68.1	5.8
毛利率(%)	27.3	31.2	34.8	39.2	40.0
净利率(%)	12.9	10.3	14.0	20.6	21.2
ROE(%)	14.4	12.5	19.5	22.2	19.1
EPS(摊薄/元)	1.28	1.08	1.85	3.11	3.30
P/E(倍)	11.7	13.9	8.1	4.8	4.5
P/B(倍)	1.8	1.6	1.4	1.1	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	10,657	13,025	20,567
现金	1,463	1,052	- 0	6,793	9,348
应收票据及应收账款	3,890	2,137	7,404	2,820	7,619
其他应收款	402	447	598	567	652
预付账款	551	403	671	576	721
存货	1,401	1,270	1,319	1,507	1,424
其他流动资产	169	1,200	665	761	802
非流动资产	25,945	27,960	31,217	33,960	35,582
长期投资	696	535	503	446	380
固定资产	20,341	22,109	26,375	29,845	31,955
无形资产	1,122	2,043	1,978	1,914	1,850
其他非流动资产	3,786	3,273	2,360	1,756	1,398
资产总计	33,821	34,469	41,874	46,985	56,149
流动负债	10,252	7,783	11,174	8,657	9,886
短期借款	5,894	3,700	5,531	3,700	3,700
应付票据及应付账款	2,044	2,157	2,588	2,375	2,764
其他流动负债	2,314	1,925	3,055	2,582	3,422
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	17,257	15,327	17,040
少数股东权益	2,595	2,984	4,235	5,291	6,409
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	16,080	20,657	25,500
归属母公司股东权益	16,148	17,591	20,382	26,367	32,700
负债和股东权益	33,821	34,469	41,874	46,985	56,149

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,155	20,074	25,408	29,079	29,906
营业成本	13,930	13,812	16,559	17,677	17,945
营业税金及附加	1,137	1,360	1,524	1,745	1,794
营业费用	60	64	76	87	90
管理费用	402	514	635	727	748
研发费用	9	11	13	15	15
财务费用	492	445	441	445	449
资产减值损失	-13	-263	500	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	5,659	8,284	8,766
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	5,659	8,284	8,766
所得税	512	726	849	1,243	1,315
净利润	2,706	2,572	4,810	7,042	7,451
少数股东损益	239	502	1,251	1,056	1,118
归母净利润	2,466	2,071	3,560	5,985	6,333
EBITDA	5,769	5,911	8,140	11,169	11,904
EPS(元)	1.28	1.08	1.85	3.11	3.30

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,462	6,298	3,290	13,667	6,995
净利润	2,706	2,572	4,810	7,042	7,451
折旧摊销	1,958	2,094	2,114	2,580	2,996
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	-4,073	3,601	-3,901
其他经营现金流	108	668	-2	- 0	- 0
投资活动现金流	-3,820	-2,604	-5,371	-5,323	-4,618
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	-4,509	17,062	17,776
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	-2,883	8,624	2,555

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	132.8	4.8	26.6	14.5	2.8
营业利润(%)	34.5	2.4	69.7	46.4	5.8
归属于母公司净利润(%)	21.7	-16.0	71.9	68.1	5.8
获利能力					
毛利率(%)	27.3	31.2	34.8	39.2	40.0
净利率(%)	12.9	10.3	14.0	20.6	21.2
ROE(%)	14.4	12.5	19.5	22.2	19.1
ROIC(%)	11.6	10.8	15.7	19.5	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	44.6	40.3	41.2	32.6	30.3
净负债比率(%)	52.9	43.7	49.9	13.8	6.3
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.5	2.1
速动比率	0.6	0.5	0.7	1.2	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
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	1.85	3.11	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	3.28	1.71	7.11	3.64
每股净资产(最新摊薄)	8.40	9.15	10.61	13.72	17.02
估值比率					
P/E	11.7	13.9	8.1	4.8	4.5
P/B	1.8	1.6	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.2	6.9	5.6	3.4	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	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