

煤、铝业绩稳定释放，新能源转型步伐不断迈进

2022 年 03 月 14 日

➤ **事件：**2022 年 3 月 14 日，公司发布公告，2022 年 1 至 2 月生产经营开局良好，取得了较好的经营成果。经公司初步核算，2022 年 1 至 2 月，公司实现营业收入 47.37 亿元左右，同比增长 25.79% 左右；实现归属于上市公司股东的净利润 10.26 亿元左右，同比增长 80.19% 左右。

➤ **煤价、铝价升高，促进业绩大幅抬升。**公司绝大部分煤炭为长协销售，2022 年 1-2 月长协价执行 2021 年长协价，大幅高于去年同时期。而据 Wind 数据显示，2022 年 1-2 月长江有色市场铝均价较去年同时期上涨 40%，受此影响公司 2022 年 1-2 月归母净利润大幅增长 80.19% 至 10.26 亿元左右。

➤ **持续投资新能源发电，未来有望成为新的盈利增长点。**自公司 2014 年开始投资新能源发电业务以来，公司新能源版图不断扩张，2022 年 3 月 11 日，公司公告拟建设 3 个新能源项目，合计装机容量 1500MW（权益装机 960MW），其中风电权益装机 910MW（上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地 400MW 风电项目 100% 权益、通辽 1000MW 风电外送项目 51% 权益），光伏权益装机 50MW（晋中榆次屋顶光伏 100MW 项目公司权益为 50%）。公司新能源装机规模不断扩张，未来并网发电后新能源业务有望成为公司新的盈利增长点，同时公司逐步由传统能源供应商向综合能源供应商转型

➤ **煤炭、电解铝主业有望提供稳定现金流支持公司新能源业务发展。**公司下属矿井产能 4600 万吨/年，均为露天开采，生产成本在目前 A 股动力煤公司中优势显著。2022 年秦皇岛 Q5500 长协基准价有望从 535 元/吨提升至 675 元/吨，涨幅 26%，公司长协占比较高，虽然涨幅不能完全相同，但售价中枢有望稳步提升。电解铝方面，公司旗下霍煤鸿骏（51% 权益）拥有电解铝权益产能 86 万吨/年（对应公司权益产能 43.86 万吨/年），拥有自备电厂，盈利能力行业领先。电解铝产能受到产能天花板约束，供应难有增加，而稳增长背景下国内需求渐起，利好电解铝价格走高，预计公司电解铝业务盈利能力有望提升。未来公司煤炭、电解铝业务产生的稳定现金流将持续投入新能源电站建设。

➤ **投资建议：**根据业绩预告以及近期煤炭、电解铝市场运行情况，调整盈利预测，预计 2021-2023 年有望实现归属于母公司股东的净利润 35.60 亿元/49.16 亿元/53.15 亿元，对应 PE 倍数分别为 8 倍、6 倍、6 倍（基于 2022 年 3 月 14 日股价）。综合考虑公司近年来积极向新能源转型，有望获得高于纯动力煤业务的估值，因此，我们认为公司估值有望回升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 区域市场需求变化或导致煤价下跌；2) 火电利润或因电力市场放开下降，以及成本增加风险；3) 新能源在建项目多，存在政策变化风险；4) 电解铝价格大幅下跌。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	20074	23792	27036	27693
增长率（%）	4.8	18.5	13.6	2.4
归属母公司股东净利润（百万元）	2071	3560	4916	5315
增长率（%）	-16.0	71.9	38.1	8.1
每股收益（元）	1.08	1.85	2.56	2.77
PE	14	8	6	6
PB	1.7	1.5	1.2	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.25 元



分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师：李航

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

相关研究

1. 电投能源业绩预告点评：盈利稳健，转型新能源运营商
2. 电投能源公司点评：新能源项目再下一城，转型综合能源供应商更进一步
3. 电投能源(002128)公司深度研究：煤提供稳定现金流，新能源发展加速

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	20074	23792	27036	27693
营业成本	13812	15044	15939	15988
营业税金及附加	1360	1461	1660	1700
销售费用	64	50	62	58
管理费用	514	447	511	521
研发费用	11	11	14	14
EBIT	3535	6779	8851	9413
财务费用	445	350	263	177
资产减值损失	-263	-206	-206	-206
投资收益	79	88	97	102
营业利润	3334	6014	8182	8835
营业外收支	-36	-157	-91	-91
利润总额	3298	5857	8091	8745
所得税	726	919	1270	1373
净利润	2572	4937	6821	7372
归属于母公司净利润	2071	3560	4916	5315
EBITDA	5629	8706	9201	9763

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1052	1000	1400	2878
应收账款及票据	2137	2638	4048	4149
预付款项	403	451	478	480
存货	1270	1279	1361	1365
其他流动资产	1647	1710	1611	1736
流动资产合计	6509	7077	8898	10607
长期股权投资	535	593	653	713
固定资产	22098	23230	25939	28648
无形资产	2042	2777	3412	3947
非流动资产合计	27960	30077	33707	37205
资产合计	34469	37154	42605	47812
短期借款	3700	2608	2026	900
应付账款及票据	2157	2358	2498	2505
其他流动负债	1925	2857	3249	3263
流动负债合计	7783	7823	7773	6668
长期借款	5379	4307	3307	2607
其他长期负债	733	733	733	733
非流动负债合计	6112	5040	4040	3340
负债合计	13894	12863	11813	10008
股本	1922	1922	1922	1922
少数股东权益	2984	4362	6266	8323
股东权益合计	20575	24291	30792	37804
负债和股东权益合计	34469	37154	42605	47812

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.80	18.52	13.64	2.43
EBIT 增长率	12.38	91.74	30.56	6.35
净利润增长率	-16.04	71.90	38.11	8.11
盈利能力 (%)				
毛利率	31.20	36.77	41.05	42.27
净利润率	12.81	20.75	25.23	26.62
总资产收益率 ROA	6.01	9.58	11.54	11.12
净资产收益率 ROE	11.77	17.86	20.05	18.03
偿债能力				
流动比率	0.84	0.90	1.14	1.59
速动比率	0.60	0.66	0.88	1.28
现金比率	0.14	0.13	0.18	0.43
资产负债率 (%)	40.31	34.62	27.73	20.93
经营效率				
应收账款周转天数	34.32	29.00	43.00	43.00
存货周转天数	33.57	33.45	33.45	33.45
总资产周转率	0.58	0.64	0.63	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	1.08	1.85	2.56	2.77
每股净资产	9.15	10.37	12.76	15.34
每股经营现金流	3.28	4.17	3.52	4.11
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
估值分析				
PE	14	8	6	6
PB	1.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.67	4.07	3.64	3.09
股息收益率 (%)	2.62	2.62	2.62	2.62

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2572	4937	6821	7372
折旧和摊销	2094	1927	350	350
营运资金变动	598	212	-1189	-510
经营活动现金流	6298	8012	6757	7905
资本开支	-2794	-4252	-4021	-3891
投资	20	-57	-159	-157
投资活动现金流	-2604	-4218	-4079	-3942
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1815	-2164	-1582	-1826
筹资活动现金流	-3961	-3846	-2278	-2486
现金净流量	-267	-52	400	1478

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001