开源证券

电投能源（002128.SZ） 煤铝主业盈利高增，积极布局绿电转型

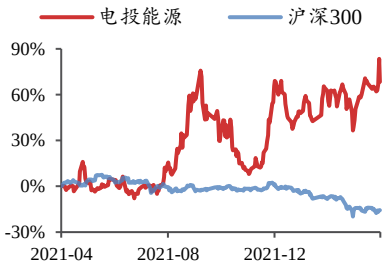
2022 年 04 月 17 日

——公司 2021 年报点评

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/15
当前股价(元)	17.28
一年最高最低(元)	19.32/9.70
总市值(亿元)	332.05
流通市值(亿元)	305.41
总股本(亿股)	19.22
流通股本(亿股)	17.67
近 3 个月换手率(%)	105.04

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《1-2 月经营数据报告-年初双月业绩开门红，绿电转型加速推进》-2022.3.15

《公司业绩预告点评-Q4 业绩不及预期，绿电布局迎来加速期》-2022.1.25

《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

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

薛磊（联系人） xuelei@kysec.cn 证书编号：S0790121120050

● 煤铝行业持续高景气，公司全年业绩充分释放。维持“买入”评级

公司发布 2021 年报，2021 年实现营业收入 246.5 亿元，同比增长 22.79%；归母净利润 35.6 亿元，同比增长 71.92%。受益于煤、铝价格上涨，公司各项主业产销平稳，全年业绩充分释放。我们维持 2022-2023 年盈利预测，并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 59.9/63.3/64.5 亿元，同比 68.1%/5.8%/1.8%；EPS 为 3.11/3.30/3.35 元，对应当前股价 PE 为 5.5/5.2/5.2 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。**

● 煤铝价格高位运行，双主业盈利高增

煤炭业务：2021 年实现营收 74.7 亿元，同比+13.5%。产销保持平稳，全年产量 4598 万吨，销量 4604 万吨，同比基本持平。根据年报，2021 年吨煤综合售价为 162.3 元/吨，同比+13%；吨煤综合成本为 85.2 元/吨，同比+14.8%；吨煤综合毛利为 77.1 元/吨，同比+11.1%。公司煤炭长协销售占比较高，参照下水煤长协基准价从 535 元/吨上调至 675 元/吨，将会催化公司业绩充分释放。**电解铝业务：**2021 年实现营收 144.4 亿元，同比+28.89%；电解铝产量 87.87 万吨，同比下降 3.82%；销量 88.03 万吨，同比下降 3.47%。根据年报，2021 年吨铝综合售价为 16400 元/吨，同比+33.5%；吨铝综合成本为 12124 元/吨，同比+22.8%；吨铝综合毛利为 4276 元/吨，同比+77.4%。公司电解铝定价机制灵活，充分受益铝价高弹性。成本端，由于公司自备煤电且煤炭自供，可有效避免能源价格上涨带来的成本压力。综合来看，公司电解铝业务盈利在价格与成本两端或同时受益。

● 新能源装机项目持续上马，绿电转型加速推进，开辟第三增长曲线

电力业务：2021 年实现营收 22.7 亿元，同比+16.73%。下游需求保持旺盛，发电量和售电量稳中有升。全年实现发电量 76.56 亿千瓦时，同比+10.6%；售电量 68.89 亿千瓦时，同比+10.62%。根据年报，度电售价为 0.33 元/度，同比+5.52%；度电成本为 0.23 元/度，同比+6.04%；度电毛利为 0.1 元/度，同比+4.4%。根据公司 3 月公告，公司拟投资建设三个新能源项目，合计装机容量 1.5GW：通辽 100 万千瓦风电外送项目、上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地 400MW 风电项目、晋中市榆次区 100MW 屋顶分布式光伏项目。根据此前公告，其中前两者已于 2019 年末获得核准批复。截至目前，公司共有约 1.55GW 新能源机组已并网，另有已获批的在建项目装机量 2.35GW，待核准的规划项目 2.08GW，合计达 5.98GW。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。双碳目标背景下，当前处于能源变革关键时期，传统能源企业谋划转型已是大势所趋。公司背靠新能源装机龙头央企国电投集团，转型方向明确，率先布局绿电转型且已具备先发规模优势，有望在中长期形成高壁垒的核心竞争力。看好公司绿电转型远期业绩动力。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20,074	24,649	30,016	30,403	30,960
YOY(%)	4.8	22.8	21.8	1.3	1.8
归母净利润(百万元)	2,071	3,560	5,985	6,333	6,446
YOY(%)	-16.0	71.9	68.1	5.8	1.8
毛利率(%)	31.2	34.0	43.5	39.5	39.3
净利率(%)	10.3	14.4	19.9	20.8	20.8
ROE(%)	12.5	20.3	26.4	19.6	16.6
EPS(摊薄/元)	1.08	1.85	3.11	3.30	3.35
P/E(倍)	16.0	9.3	5.5	5.2	5.2
P/B(倍)	1.9	1.6	1.3	1.0	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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,509	8,046	13,708	21,496	30,682
现金	1,052	1,608	5,372	15,001	22,199
应收票据及应收账款	2,137	2,854	4,684	2,568	4,723
其他应收款	447	403	697	419	705
预付账款	403	645	646	677	660
存货	1,270	1,467	1,346	1,794	1,378
其他流动资产	1,200	1,069	963	1,038	1,018
非流动资产	27,960	29,587	30,193	29,468	28,740
长期投资	535	622	625	628	645
固定资产	22,109	22,681	24,224	24,063	23,680
无形资产	2,043	2,185	2,119	2,053	1,987
其他非流动资产	3,273	4,099	3,225	2,723	2,427
资产总计	34,469	37,633	43,901	50,964	59,422
流动负债	7,783	8,026	7,638	7,061	7,925
短期借款	3,700	2,426	2,426	2,426	2,426
应付票据及应付账款	2,157	1,812	2,574	2,206	2,622
其他流动负债	1,925	3,789	2,638	2,429	2,878
非流动负债	6,112	6,118	5,646	5,836	5,846
长期借款	5,379	5,106	5,378	5,546	5,543
其他非流动负债	733	1,011	267	291	303
负债合计	13,894	14,144	13,284	12,897	13,771
少数股东权益	2,984	3,099	5,202	6,320	7,457
股本	1,922	1,922	1,922	1,922	1,922
资本公积	2,719	2,713	2,713	2,713	2,713
留存收益	12,953	15,745	21,002	25,845	30,774
归属母公司股东权益	17,591	20,390	25,415	31,747	38,193
负债和股东权益	34,469	37,633	43,901	50,964	59,422

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20,074	24,649	30,016	30,403	30,960
营业成本	13,812	16,262	16,954	18,385	18,801
营业税金及附加	1,360	1,481	1,801	1,824	1,858
营业费用	64	56	90	91	93
管理费用	514	612	750	760	774
研发费用	11	12	15	15	15
财务费用	445	394	390	394	398
资产减值损失	-263	-145	500	168	100
其他收益	6	6	- 0	- 0	- 0
公允价值变动收益	-0	0	- 0	- 0	- 0
投资净收益	79	93	- 0	- 0	- 0
资产处置收益	-0	-0	- 0	- 0	- 0
营业利润	3,334	5,746	9,516	8,765	8,921
营业外收入	46	14	- 0	- 0	- 0
营业外支出	82	139	- 0	- 0	- 0
利润总额	3,298	5,621	9,516	8,765	8,921
所得税	726	852	1,427	1,315	1,338
净利润	2,572	4,770	8,088	7,450	7,583
少数股东损益	502	1,210	2,103	1,118	1,137
归母净利润	2,071	3,560	5,985	6,333	6,446
EBITDA	5,911	8,192	11,723	11,017	11,110
EPS(元)	1.08	1.85	3.11	3.30	3.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	22.8	21.8	1.3	1.8
营业利润(%)	2.4	72.4	65.6	-7.9	1.8
归属于母公司净利润(%)	-16.0	71.9	68.1	5.8	1.8
获利能力					
毛利率(%)	31.2	34.0	43.5	39.5	39.3
净利率(%)	10.3	14.4	19.9	20.8	20.8
ROE(%)	12.5	20.3	26.4	19.6	16.6
ROIC(%)	10.8	16.6	24.1	18.3	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	37.6	30.3	25.3	23.2
净负债比率(%)	43.7	37.5	10.7	-16.0	-28.9
流动比率	0.8	1.0	1.8	3.0	3.9
速动比率	0.5	0.6	1.4	2.5	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	6.7	9.9	8.0	8.4	8.5
应付账款周转率	6.6	8.2	7.7	7.7	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.85	3.11	3.30	3.35
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	3.30	4.96	5.87	4.78
每股净资产(最新摊薄)	9.15	10.61	13.23	16.52	19.88
估值比率					
P/E	16.0	9.3	5.5	5.2	5.2
P/B	1.9	1.6	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.6	5.5	3.6	3.0	2.5

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,298	6,333	9,540	11,285	9,191
净利润	2,572	4,770	8,088	7,450	7,583
折旧摊销	2,094	2,159	2,055	2,262	2,409
财务费用	445	394	390	394	398
投资损失	-79	-93	- 0	- 0	- 0
营运资金变动	597	-1,146	-981	1,178	-1,199
其他经营现金流	668	249	-12	- 0	- 0
投资活动现金流	-2,604	-3,267	-2,661	-1,537	-1,681
资本支出	2,853	3,337	843	22,331	22,331
长期投资	20	- 0	-3	-10	-17
其他投资现金流	269	69	-1,821	20,783	20,633
筹资活动现金流	-3,961	-2,504	-3,115	-118	-313
短期借款	-2,194	-1,274	- 0	- 0	- 0
长期借款	775	-272	272	167	-3
普通股增加	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
资本公积增加	177	-6	- 0	- 0	- 0
其他筹资现金流	-2,719	-951	-3,388	-285	-310
现金净增加额	-267	562	3,763	9,629	7,197

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