

## 火电业绩大幅反弹, 绿电回报初显效益

### 投资要点

- 业绩总结:** 2022年上半年, 公司实现营业收入109.7亿元, 同比增长33.9%; 归母净利润11.7亿元, 同比增长142%。上半年公司业绩大增, 主要系售电量增加、市场化交易占比提升以及新能源投资回报增加所致。
- 量价齐升, 火电业绩大增。** 22H1公司以火电为主的电力产品营收99.9亿元(+42.6%), 营收大增主要系售电量和电价增加所致。22H1公司售电量269亿千瓦时(+7.2%), 电量市场化交易占比由去年同期的56.8%增至22H1的95.2%, 增长38.4pp。市场化交易占比提升带动电价上涨, 22H1平均上网结算电价为371.9元/千千瓦时(+33.9%)。
- 煤炭产能扩张, 煤电协同优势加固。** 22H1魏家峁煤矿煤炭产量359.09万吨(+9.74%), 自用和内销216.5万吨, 占比高达60.3%。煤电协同优势促使公司22H1标煤单价完成638.29元/吨, 虽同比增长20.8%, 但显著低于同行标煤单价水平。22年4月, 魏家峁煤矿获批将产能增至1200万吨/年, 同期煤炭销售价418.8元/吨(+9.6%)。双利好刺激, 魏家峁在22H1实现6.3亿元净利润, 为公司净利润贡献53.7%。魏家峁支撑公司煤电协同效应发挥作用, 同时为公司电力主营业务贡献充足现金流。
- 加大风光资产投入, 新能源业绩回报渐显。** 22H1公司新能源装机容量144.6万千瓦, 占比11.3%。其中, 风电装机容量为137.6万千瓦, 光伏装机容量为7万千瓦。22H1聚达公司38万千瓦新能源项目开工建设, 打造风光火一体化, 促进新能源消纳。同期乌达莱风电项目获公司0.33亿元新增投资, 在重要在建工程新增投资额中占比97.6%。22H1聚达和龙源风电新能源子公司实现营收27.6亿元, 贡献比例达25.2%; 实现净利润4.4亿元, 贡献比例达38.1%
- 盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.45元、0.55元、0.62元, 未来三年归母净利润将保持107.3%的复合增长率。鉴于火电成本优势, 各业务协同效应显著, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 政策风险, 煤价电价波动风险, 新能源发展不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18933.57	23751.34	24875.13	25688.16
增长率	23.26%	25.45%	4.73%	3.27%
归属母公司净利润(百万元)	452.25	2960.23	3597.19	4029.52
增长率	-40.42%	554.56%	21.52%	12.02%
每股收益EPS(元)	0.07	0.45	0.55	0.62
净资产收益率ROE	0.62%	14.76%	15.74%	15.59%
PE	56.3	8.6	7.1	6.3
PB	1.33	1.14	1.00	0.89

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn  
联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@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)	2.33-4.67
总市值(亿元)	254.55
总资产(亿元)	416.54
每股净资产(元)	1.92

### 相关研究

- 内蒙华电(600863): 煤电联营优势显著, 业绩稳健行稳致远 (2022-07-22)
- 内蒙华电(600863): 煤电联营盈利显著, 绿电业务扬帆起航 (2022-07-12)

### 关键假设：

假设 1：对于火电机组，2022-2024 年装机量保持稳定，利用小时数逐年下降，分别为 4700/4550/4200 小时，售电均价逐年下降，分别为每千瓦时 0.3600/0.3500/0.3300 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%，2022-2024 年装机量分别为 184/304/484 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 2550/2580/2600 小时，售电均价分别为每千瓦时 0.4000/0.3900/0.3800 元；

假设 3：对于光伏机组，2022-2024 年装机量分别为 47/127/247 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 1700/1750/1760 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 0.7400/0.7000/0.6800 元；

假设 4：对于煤炭燃料成本，考虑到国家控煤价决心强，2022-2024 年入炉标煤价格分别为每吨 650/610/580 元。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电力业务	收入	16366	19683	20205	20574
	增速	17.6%	20.3%	2.7%	1.8%
	毛利率	4.5%	17.1%	20.8%	23.7%
煤炭业务	收入	1,996	3394	3903	4293
	增速	105.6%	70.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	66.3%	67.0%	64.0%	62.0%
热力业务	收入	458	549	631	682
	增速	24.3%	20.0%	15.0%	8.0%
	毛利率	-46.5%	-30.0%	-15.0%	-5.0%
其他	收入	114	125	135	139
	增速	14.9%	10.0%	8.0%	3.0%
	毛利率	34.7%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	18934	23751	24875	25688
	增速	23.3%	25.4%	4.7%	3.3%
	毛利率	10.0%	23.2%	26.7%	29.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18933.57	23751.34	24875.13	25688.16	净利润	117.96	3289.14	3996.88	4477.24
营业成本	17041.41	18243.68	18235.79	18141.14	折旧与摊销	2801.29	3191.92	3427.73	3842.51
营业税金及附加	680.56	712.54	746.25	770.64	财务费用	735.44	653.52	762.35	986.94
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	-105.76	-127.67	-173.57
管理费用	27.40	35.10	36.51	37.79	经营营运资本变动	-1554.75	-1325.08	-194.94	-161.19
财务费用	735.44	653.52	762.35	986.94	其他	994.52	-137.14	-68.58	-34.99
资产减值损失	0.00	-105.76	-127.67	-173.57	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3094.46</b>	<b>5566.61</b>	<b>7795.79</b>	<b>8936.94</b>
投资收益	-48.26	242.91	196.24	208.57	资本支出	2201.63	-6100.00	-10100.00	-15100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3045.05	-153.51	-200.36	-188.20
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>-843.42</b>	<b>-6253.51</b>	<b>-10300.36</b>	<b>-15288.20</b>
<b>营业利润</b>	<b>450.30</b>	<b>4243.65</b>	<b>5162.80</b>	<b>5786.64</b>	短期借款	-385.40	539.08	1295.10	2441.84
其他非经营损益	27.96	27.96	27.96	27.96	长期借款	-268.83	1200.00	3000.00	6000.00
<b>利润总额</b>	<b>478.26</b>	<b>4271.61</b>	<b>5190.76</b>	<b>5814.60</b>	股权融资	2125.10	0.00	0.00	0.00
所得税	360.29	982.47	1193.87	1337.36	支付股利	-731.88	-160.23	-896.55	-1151.14
净利润	117.96	3289.14	3996.88	4477.24	其他	-2589.40	-720.24	-849.03	-906.92
少数股东损益	-334.29	328.91	399.69	447.72	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1850.40</b>	<b>858.61</b>	<b>2549.52</b>	<b>6383.78</b>
归属母公司股东净利润	452.25	2960.23	3597.19	4029.52	<b>现金流量净额</b>	<b>400.64</b>	<b>171.71</b>	<b>44.95</b>	<b>32.52</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	778.35	950.05	995.01	1027.53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3978.25	5043.71	5270.28	5444.13	销售收入增长率	23.26%	25.45%	4.73%	3.27%
存货	590.16	596.33	608.25	600.97	营业利润增长率	-50.17%	842.41%	21.66%	12.08%
其他流动资产	381.87	607.82	605.55	618.15	净利润增长率	-83.14%	2688.25%	21.52%	12.02%
长期股权投资	1753.40	1753.40	1753.40	1753.40	EBITDA 增长率	-10.97%	102.89%	15.62%	13.51%
投资性房地产	71.65	68.06	64.66	61.43	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	27506.95	30487.20	37231.63	48561.29	毛利率	9.99%	23.19%	26.69%	29.38%
无形资产和开发支出	4283.40	4295.72	4308.04	4320.36	三费率	4.03%	2.90%	3.21%	3.99%
其他非流动资产	2140.92	2456.44	2771.96	3087.47	净利率	0.62%	13.85%	16.07%	17.43%
<b>资产总计</b>	<b>41484.95</b>	<b>46258.73</b>	<b>53608.77</b>	<b>65474.72</b>	ROE	0.62%	14.76%	15.74%	15.59%
短期借款	2197.13	2736.21	4031.31	6473.15	ROA	0.28%	7.11%	7.46%	6.84%
应付和预收款项	3272.88	3202.16	3244.18	3271.03	ROIC	0.87%	10.63%	11.07%	10.33%
长期借款	11918.50	13118.50	16118.50	22118.50	EBITDA/销售收入	21.06%	34.06%	37.60%	41.33%
其他负债	4938.03	4914.54	4827.13	4898.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>22326.54</b>	<b>23971.41</b>	<b>28221.12</b>	<b>36760.96</b>	总资产周转率	0.45	0.54	0.50	0.43
股本	6526.89	6526.89	6526.89	6526.89	固定资产周转率	0.71	0.88	0.86	0.75
资本公积	1581.26	1581.26	1581.26	1581.26	应收账款周转率	5.88	5.58	5.12	5.08
留存收益	4703.24	7503.23	10203.88	13082.26	存货周转率	34.32	29.97	29.52	29.26
归属母公司股东权益	16154.16	18954.16	21654.80	24533.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.30%	—	—	—
少数股东权益	3004.25	3333.16	3732.85	4180.58	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>19158.41</b>	<b>22287.32</b>	<b>25387.65</b>	<b>28713.76</b>	资产负债率	53.82%	51.82%	52.64%	56.15%
负债和股东权益合计	41484.95	46258.73	53608.77	65474.72	带息债务/总负债	63.22%	66.14%	71.40%	77.78%
					流动比率	0.56	0.68	0.63	0.53
					速动比率	0.50	0.62	0.58	0.49
					股利支付率	161.83%	5.41%	24.92%	28.57%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	3987.03	8089.10	9352.88	10616.10	每股收益	0.07	0.45	0.55	0.62
PE	56.28	8.60	7.08	6.32	每股净资产	2.94	3.41	3.89	4.40
PB	1.33	1.14	1.00	0.89	每股经营现金	0.47	0.85	1.19	1.37
PS	1.34	1.07	1.02	0.99	每股股利	0.11	0.02	0.14	0.18
EV/EBITDA	10.12	5.13	4.84	5.02					
股息率	2.88%	0.63%	3.52%	4.52%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，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。

## 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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@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