

电投能源 (002128.SZ) 煤铝贡献主要盈利，新能源转型持续推荐

2022 年 09 月 01 日

——公司 2022 中报点评报告

投资评级：买入（维持）
张绪成（分析师）
陈晨（分析师）
薛磊（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

chenchen1@kysec.cn

xuelel@kysec.cn

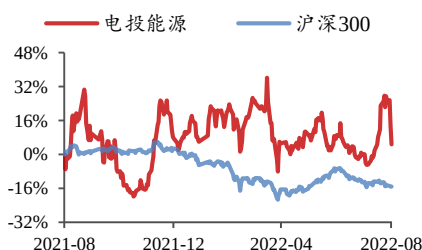
证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790522040001

证书编号：S0790121120050

日期	2022/8/31
当前股价(元)	13.96
一年最高最低(元)	19.32/11.00
总市值(亿元)	268.25
流通市值(亿元)	246.73
总股本(亿股)	19.22
流通股本(亿股)	17.67
近 3 个月换手率(%)	139.15

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《启动兆瓦级铁铬液流电池项目，新能源转型再加码——公司信息更新报告》-2022.8.21

《定增绿电项目，新能源转型加速——公司信息更新报告》-2022.5.16

《煤铝价格高位运行，公司 Q1 业绩充分释放——公司 2022 年一季报点评》-2022.4.27

● 煤铝贡献主要盈利，新能源转型持续推荐。维持“买入”评级

公司发布中报，2022 年 H1 实现归母净利润 23.32 亿元，同比+25.82%；扣非后归母净利润 22.86 亿元，同比+19.49%；其中 Q2 归母净利润 8.19 亿元，环比-45.8%。受益煤铝价格同比大涨，公司 H1 盈利实现高增。Q2 业绩环比下降主要系公司露天矿需在 Q2、Q3 进行土石方剥离，剥离量同比增加导致成本抬升影响业绩释放。结合中报，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 51.1/54.1/55.9（前值 59.9/63.3/64.5）亿元，同比+43.5%/5.9%/3.3%；EPS 为 2.66/2.82/2.91 元，对应当前股价 PE 为 5.2/5.0/4.8 倍。公司煤铝主业未来业绩有望稳健释放，新能源装机加速布局，看好转型增长潜力。维持“买入”评级。

● 煤炭业务：长协基准价上调，煤炭盈利稳步提升

产销量：2022H1 实现原煤产/销量 2242.73/2232.51 万吨，同比-3.81%/-4.53%。售价：上半年吨煤综合售价 181.2 元，同比+14.5%。毛利及毛利率：报告期内公司吨煤综合成本 89.6 元，同比+14.3%；吨毛利 91.6 元，同比+14.8%。煤炭业务实现毛利 20.5 亿元，同比+9.6%；毛利率 50.6%，同比+0.1pct。公司煤炭长协销售占比较高，参照长协基准价从 535 元/吨上调至 675 元/吨，盈利能力稳步提升。

● 电解铝业务：铝价企稳反弹，成本优势显著或将放大业绩弹性

产销量：2022 年 H1 实现电解铝产/销量 42.99/42.8 万吨，同比-3.35%/-3.78%。售价：上半年公司电解铝产品综合售价 18732 元/吨，同比+24.6%。毛利及毛利率：2022 年 H1 公司电解铝综合成本为 13652 元/吨，同比+27.64%；吨铝综合毛利 5080 元，同比+16.95%。电解铝业务实现毛利 21.7 亿元，同比+12.53%；毛利率为 27.1%，同比-1.76pct。受疫情影响，二季度需求羸弱，铝价持续下行。7 月中旬以来，铝价止跌反弹，进入一轮上行通道。欧洲能源危机持续发酵，电价高位抑制金属冶炼厂开工率，同时“金九银十”作为电解铝需求的传统旺季，需求回升将催化铝价上涨。在成本端，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，在铝价上行周期，公司有望充分享受价格高弹性。

● 电力业务：绿电规模仍将放量，盈利或将持续提升

煤电：2022H1 实现煤电发/售量 27.76/23.89 亿千瓦时，同比+11.3%/10.2%。煤电业务实现毛利 3.1 亿元，同比+72%；毛利率为 33.06%，同比+7.27pct。绿电：2022H1 实现发/售量 13.07/12.90 亿千瓦时，同比+34.08%/34.24%。绿电业务实现毛利 2.6 亿元，同比+18.9%；毛利率为 59.68%，同比+0.21pct。目前公司共有约 1.55GW 新能源机组并网，另有已获批的在建项目装机量 2.35GW，待核准的规划项目 3.33GW，合计达 7.23GW。此外，公司还负责实施内蒙霍林河首个兆瓦级铁-铬液流电池储能（1MW）示范项目，截至 8 月 20 日 该项目已完成土建施工，预计 2022 年底投产。

● 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	29,594	30,537	31,136
YOY(%)	4.8	22.8	20.1	3.2	2.0
归母净利润(百万元)	2,071	3,560	5,110	5,413	5,591
YOY(%)	-16.0	71.9	43.5	5.9	3.3
毛利率(%)	31.2	34.0	35.0	35.6	36.0
净利率(%)	10.3	14.4	17.3	17.7	18.0
ROE(%)	12.5	20.3	22.1	19.0	16.4
EPS(摊薄/元)	1.08	1.85	2.66	2.82	2.91
P/E(倍)	13.0	7.5	5.2	5.0	4.8
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8

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	12,809	18,753	28,452
现金	1,052	1,608	4,233	12,238	19,741
应收票据及应收账款	2,137	2,854	4,578	2,706	4,626
其他应收款	447	403	681	439	691
预付账款	403	645	628	701	643
存货	1,270	1,467	1,726	1,630	1,733
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	43,002	48,221	57,192
流动负债	7,783	8,026	8,441	6,702	8,675
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	3,166	1,944	3,175
其他流动负债	1,925	3,789	2,849	2,332	3,074
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	14,086	12,538	14,521
少数股东权益	2,984	3,099	4,377	5,730	7,128
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	19,896	24,295	28,837
归属母公司股东权益	17,591	20,390	24,539	29,952	35,543
负债和股东权益	34,469	37,633	43,002	48,221	57,192

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,298	6,333	8,402	9,660	9,497
净利润	2,572	4,770	6,388	6,766	6,989
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	-419	237	-298
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	2,625	8,005	7,503

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20,074	24,649	29,594	30,537	31,136
营业成本	13,812	16,262	19,241	19,652	19,933
营业税金及附加	1,360	1,481	1,776	1,832	1,868
营业费用	64	56	68	70	71
管理费用	514	612	735	759	773
研发费用	11	12	15	15	16
财务费用	445	394	390	394	398
资产减值损失	-263	-145	-145	-145	-145
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	7,515	7,960	8,222
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	7,515	7,960	8,222
所得税	726	852	1,127	1,194	1,233
净利润	2,572	4,770	6,388	6,766	6,989
少数股东损益	502	1,210	1,278	1,353	1,398
归属母公司净利润	2,071	3,560	5,110	5,413	5,591
EBITDA	5,911	8,192	9,737	10,260	10,476
EPS(元)	1.08	1.85	2.66	2.82	2.91

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.8	22.8	20.1	3.2	2.0
营业利润(%)	2.4	72.4	30.8	5.9	3.3
归属于母公司净利润(%)	-16.0	71.9	43.5	5.9	3.3
获利能力					
毛利率(%)	31.2	34.0	35.0	35.6	36.0
净利率(%)	10.3	14.4	17.3	17.7	18.0
ROE(%)	12.5	20.3	22.1	19.0	16.4
ROIC(%)	10.8	16.6	19.7	17.5	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	37.6	32.8	26.0	25.4
净负债比率(%)	43.7	37.5	15.3	-9.3	-25.1
流动比率	0.8	1.0	1.5	2.8	3.3
速动比率	0.5	0.6	1.1	2.3	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	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	2.66	2.82	2.91
每股经营现金流(最新摊薄)	3.28	3.30	4.37	5.03	4.94
每股净资产(最新摊薄)	9.15	10.61	12.77	15.59	18.50
估值比率					
P/E	13.0	7.5	5.2	5.0	4.8
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.6	4.7	3.7	2.9	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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（underperform）	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（underperform）	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