

## 22Q3 业绩环比提升，期待绿电转型落地

- **事件：**2022 年 10 月 25 日公司发布前三季度报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润 32.6 亿元，同比增长 12.7%；营业收入 198.68 亿元，同比增长 10.28%。
- **三季度业绩环比增长，同比下滑。**2022 年三季度公司实现归属于母公司股东的净利润 9.29 亿元，同比下滑 10.69%，环比增长 13.34%。
- **三季度煤炭剥离量或同比下滑。**据 Wind 数据显示，2022 年三季度锦州港褐煤平仓价 (Q3200) 以及蒙东褐煤车板价 (Q3200) 均价分别为 635 元/吨与 285.14 元/吨，分别同比上涨 42.29% 与 8.58%，环比二季度变化幅度分别为 0% 与 -1.94%。电解铝方面，据 Wind 数据，2022 年三季度全国铝锭均价为 18411.03 元/吨，同比下降 10.80%，环比下滑 10.96%。基于煤炭与电解铝价格表现，我们认为公司三季度业绩同比下滑主要原因在于 1) 煤炭剥离量增加，销量同比下滑；2) 电解铝价格下滑导致盈利下滑。
- **四季度公司业绩有望释放。**公司煤炭采用露天开采方式，二、三季度多做土方剥离，一、四季度主要进行原煤开采，因此我们预计四季度公司煤炭产量有望环比提升。另一方面，四季度供暖期到来，需求的提升也将保障动力煤价格，四季度公司煤炭业务有望量价齐升，业绩有望释放。
- **新能源版图不断扩张，有望成为企业利润增长新支点。**据公告，截至 2022 年上半年公司已投产运行新能源发电装机规模 161.7 万千瓦。9 月以来，公司陆续公告拟投资建设北露天煤矿排土场 4MW 分散式风电项目、南露天煤矿排土场 4MW 分散式风电项目、霍煤鸿骏电力分公司火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点 300MW 风电项目、内蒙古北方重工业集团 3.1MW 综合智慧能源项目以及别力古台 500MW 风力发电项目，以上项目投产后可增加新能源装机 811.3MW。到“十四五”末，公司规划新能源装机规模将达到 700 万千瓦以上，成为企业利润增长的又一支撑点。
- **投资建议：**我们预计 2022-2024 年有望实现归属于母公司股东的净利润 47.78 亿元 / 49.72 亿元 / 50.95 亿元，对应 EPS 分别为 2.49 / 2.59 / 2.65 元 / 股，2022 年 10 月 25 日股价的 PE 倍数分别为 5 倍、5 倍、5 倍。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。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**12.24 元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 李航**

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

### 相关研究

1. 电投能源 (002128.SH) 2022 年半年报点评：新能源版图不断扩张，有望成为利润增长新支点-2022/08/29

2. 电投能源 (002128.SZ) 事件点评：募资建设风电项目，新能源有望成为利润新支点-2022/05/12

3. 电投能源 (002128.SZ) 2022 年一季报点评：煤、铝延续高景气，新能源规模持续扩张-2022/04/26

4. 电投能源 (002128.SZ) 2021 年年报点评：煤、铝保持高盈利，绿电或成为新盈利支撑-2022/04/15

5. 电投能源 (002128) 经营数据点评：煤、铝业绩稳定释放，新能源转型步伐不断迈进-2022/03/14

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	24649	27973	28648	29057
增长率 (%)	22.8	13.5	2.4	1.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3560	4778	4972	5095
增长率 (%)	71.9	34.2	4.1	2.5
每股收益 (元)	1.85	2.49	2.59	2.65
PE	7	5	5	5
PB	1.2	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>24649</b>	<b>27973</b>	<b>28648</b>	<b>29057</b>
营业成本	16262	17926	17972	18224
营业税金及附加	1481	1432	1467	1488
销售费用	56	59	66	61
管理费用	612	504	716	726
研发费用	12	13	14	15
EBIT	6173	8095	8462	8593
财务费用	394	421	412	353
资产减值损失	-145	-147	-147	-148
投资收益	93	103	103	108
<b>营业利润</b>	<b>5746</b>	<b>7537</b>	<b>7913</b>	<b>8106</b>
营业外收支	-125	-20	-91	-91
<b>利润总额</b>	<b>5621</b>	<b>7517</b>	<b>7822</b>	<b>8016</b>
所得税	852	1206	1255	1286
<b>净利润</b>	<b>4770</b>	<b>6311</b>	<b>6567</b>	<b>6730</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3560</b>	<b>4778</b>	<b>4972</b>	<b>5095</b>
EBITDA	8390	10457	10970	11254

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1608	6286	8337	10938
应收账款及票据	2854	2491	2551	2588
预付款项	645	1613	1618	1640
存货	1467	1717	1721	1745
其他流动资产	1472	1690	1727	1835
<b>流动资产合计</b>	<b>8046</b>	<b>13797</b>	<b>15954</b>	<b>18746</b>
长期股权投资	622	725	828	936
固定资产	22631	22790	22838	22883
无形资产	2181	2178	2171	2164
<b>非流动资产合计</b>	<b>29587</b>	<b>31705</b>	<b>33662</b>	<b>35617</b>
<b>资产合计</b>	<b>37633</b>	<b>45503</b>	<b>49616</b>	<b>54363</b>
短期借款	2426	2426	2426	2426
应付账款及票据	1812	2210	2216	2247
其他流动负债	3789	3062	2891	2920
<b>流动负债合计</b>	<b>8026</b>	<b>7698</b>	<b>7533</b>	<b>7592</b>
长期借款	5106	7806	6806	6106
其他长期负债	1011	952	948	944
<b>非流动负债合计</b>	<b>6118</b>	<b>8759</b>	<b>7755</b>	<b>7050</b>
<b>负债合计</b>	<b>14144</b>	<b>16456</b>	<b>15287</b>	<b>14643</b>
股本	1922	1922	1922	1922
少数股东权益	3099	4633	6229	7864
<b>股东权益合计</b>	<b>23489</b>	<b>29046</b>	<b>34329</b>	<b>39721</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>37633</b>	<b>45503</b>	<b>49616</b>	<b>54363</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	22.79	13.48	2.41	1.43
EBIT 增长率	55.75	31.14	4.53	1.55
净利润增长率	71.92	34.20	4.06	2.48
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	34.03	35.92	37.26	37.28
净利润率	14.44	17.08	17.35	17.53
总资产收益率 ROA	9.46	10.50	10.02	9.37
净资产收益率 ROE	17.46	19.57	17.69	15.99
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.00	1.79	2.12	2.47
速动比率	0.70	1.30	1.62	1.95
现金比率	0.20	0.82	1.11	1.44
资产负债率 (%)	37.58	36.17	30.81	26.93
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	42.26	33.00	33.00	33.00
存货周转天数	32.92	38.00	38.00	38.00
总资产周转率	0.68	0.67	0.60	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.85	2.49	2.59	2.65
每股净资产	10.61	12.70	14.62	16.58
每股经营现金流	3.30	4.87	4.92	5.04
每股股利	0.50	0.67	0.70	0.72
<b>估值分析</b>				
PE	7	5	5	5
PB	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.77	2.67	2.25	1.90
股息收益率 (%)	4.08	5.48	5.70	5.85
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>净利润</b>	<b>4770</b>	<b>6311</b>	<b>6567</b>	<b>6730</b>
折旧和摊销	2217	2362	2508	2661
营运资金变动	-1146	127	-274	-322
<b>经营活动现金流</b>	<b>6333</b>	<b>9353</b>	<b>9458</b>	<b>9683</b>
资本开支	-3335	-4360	-4452	-4598
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3267</b>	<b>-4398</b>	<b>-4452</b>	<b>-4598</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	78	942	-1190	-704
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2504</b>	<b>-278</b>	<b>-2955</b>	<b>-2483</b>
<b>现金净流量</b>	<b>562</b>	<b>4678</b>	<b>2051</b>	<b>2602</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026