

公用事业

2023 年 07 月 17 日

内蒙华电 (600863)

——需求偏弱电价有所下行 新核增 300 万吨煤炭进一步增强盈利稳定性

报告原因：有业绩公布需要点评

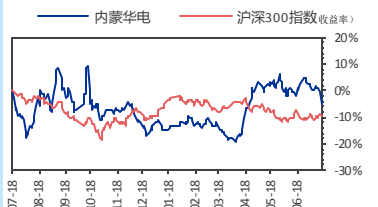
买入 (维持)

市场数据：	2023 年 07 月 17 日
收盘价 (元)	3.85
一年内最高/最低 (元)	4.57/3.23
市净率	1.4
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	25129
上证指数/深证成指	3209.63/11010.36

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2023 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	2.83
资产负债率%	45.93
总股本/流通 A 股 (百万)	6527/6527
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com
邹佩轩 A0230520110002
zoupux@swsresearch.com

研究支持

蔡思 A0230121090006
caisi@swsresearch.com

联系人

蔡思
(8621)23297818×
caisi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 2023 年上半年业绩预告，2023 年上半年，公司预计完成归母净利润 14.34-15.34 亿元，较上年同期（追溯调整后）同比增长 22.78%-31.34%，略低于我们的预期。
- **蒙西电价下滑拖累公司业绩，公司业绩略低于预期。**根据公司公告，2023 年上半年公司实现上网电量 264.7 亿千瓦时，同比下滑 1.49%，其中火电/风电/光伏分别实现 131.9/17.89/0.18 亿千瓦时，同比增长率分别为-4.5%/7.5%/5.9%，火电上网电量下滑主因去年华北用电量高增，基数较高。在电价方面，由于蒙西部分电力需求偏弱，叠加二季度煤价下降，预计蒙西火电企业电价有所下行，导致 2023 年上半年公司平均销售电价 359.15 元/兆瓦时，较上年同期下降 12.76 元/兆瓦时。在煤炭方面，公司 2023 年上半年实现煤炭产量 676.55 万吨，同比增长 88.41%，其中 Q1/Q2 分别为 329.1/347.5 万吨，实现煤炭销售价格 415.25 元/吨，倒算二季度煤炭销售价格 402.92 元/吨，较 2023 年 Q1 下降约 5.9%，煤炭产量的提升抵消了价格下降带来的影响，公司煤炭业务稳中有升。
- **煤炭产能进一步核增至 1500 万吨，公司煤电一体业绩稳定性进一步提升。**2023 年 6 月，公司发布公告称经国家矿山安全监察局研究决定，同意魏家峁露天煤矿生产能力由 1200 万吨/年核增至 1500 万吨/年，如果核增完成，公司煤炭自供率将超过 60%（按照 2022 年公司煤电发电量 575 亿千瓦时，煤耗 308g/kwh 进行计算），煤炭一体的盈利稳定性进一步增强。从盈利的角度来看，魏家峁煤矿的吨煤成本维持在 200-220 元/吨，按照 2023 年上半年煤炭销售价格 415.25 元/吨进行计算，年产量 1500 万吨的煤矿将给公司带来近 22 亿元的年均利润。
- **新能源未来几年有望加速，给公司带来十足成长性。**公司坐拥内蒙古优质风光资源，获得新能源项目的能力较强，内蒙古规划全区完成灵活性改造 2000 千瓦，同时提出进行灵活性改造换取新能源指标，公司火电机组均位于内蒙古，有望充分受益于该政策。十四五期间，公司大股东规划十四五新增新能源装机 20GW 以上，内蒙华电有望贡献其新能源增量中的至少半壁江山（10GW），2022 年以来公司获得新能源指标 145 万千瓦，其中 38 万千瓦光伏在建，预计未来几年公司新能源有望快速增长，给公司带来十足成长性。
- **盈利预测与估值：**考虑到上半年业绩表现，我们下调公司 2023 归母净利润预测为 29.1 亿元，下调 2024-2025 归母净利润预测分别为 33.1 亿元（假设新核增 300 万吨煤炭产能年中投产）、35.1 亿元（下调前 2023-2025 年归母净利润预测分别为 35.1、38.2、40.1 亿元），当前股价对应 PE（扣除永续债利息）分别为 9、8 和 7 倍。公司公告 2022 年发放现金红利 0.164 元/股，对应 2022 年股息率 4.07%，未来两年，由于公司计划分红比例不低于 70%，预计公司 23-24 年股息率将分别达 7.8%和 8.9%（注：股息率=（归母净利润-永续债利息）*分红比例/市值），市值采用 7 月 17 日），继续维持买入评级。
- **风险提示：**新能源装机开发进展不及预期，煤价电价变动不及预期

财务数据及盈利预测

	2022	2023Q1	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	23,066	6,019	23,487	23,961	24,486
同比增长率 (%)	21.4	9.7	1.8	2.0	2.2
归母净利润 (百万元)	1,762	861	2,914	3,313	3,511
同比增长率 (%)	255.9	73.2	65.4	13.7	6.0
每股收益 (元/股)	0.27	0.13	0.45	0.51	0.54
毛利率 (%)	17.6	24.5	23.9	26.3	29.2
ROE (%)	10.1	4.7	14.4	14.0	12.9
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,001	23,066	23,487	23,961	24,486
其中: 营业收入	19,001	23,066	23,487	23,961	24,486
减: 营业成本	17,044	19,008	17,873	17,649	17,344
减: 税金及附加	681	701	714	728	744
主营业务利润	1,277	3,357	4,900	5,584	6,398
减: 销售费用	0	0	0	0	0
减: 管理费用	27	39	40	41	42
减: 研发费用	7	14	15	15	15
减: 财务费用	735	587	656	788	1,296
经营性利润	507	2,717	4,189	4,740	5,045
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	3	-169	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-413	0	0	0
加: 投资收益及其他	6	235	243	243	240
营业利润	516	2,369	4,433	4,984	5,286
加: 营业外净收入	28	7	7	7	7
利润总额	544	2,376	4,440	4,991	5,293
减: 所得税	360	361	1,108	1,203	1,278
净利润	183	2,015	3,332	3,788	4,015
少数股东损益	-312	253	418	475	504
归属于母公司所有者的净利润	495	1,762	2,914	3,313	3,511
全面摊薄总股本	6,527	6,527	6,527	6,527	6,527
每股收益 (元)	0.06	0.25	0.45	0.51	0.54

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。