

煤价上涨致业绩超预期，看好新能源发电未来发展

➤ **事件：**2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 132.09 亿元，同比减少 3.04%；实现归母净利润 25.83 亿元，同比增长 10.67%，基本每股收益为 1.23 元/股。业绩表现超预期，主要得益于煤炭售价同比增长、电力业务产销增加。

➤ **23Q2 盈利同比增长，环比下滑，主要受属地气候影响。**2023 年二季度，公司实现营业收入 63.65 亿元，同比减少 1.33%，环比减少 6.99%；实现归母净利润 9.66 亿元，同比增长 17.49%，环比下降 40.31%。据公司公开信息，由于公司为露天开采，属地气候导致二、三季度多进行土方剥离，一、四季度多进行煤层开采，故公司业绩多呈现一、四季度高，二、三季度低的特点。

➤ **煤炭量价齐升，毛利率抬升。**2023 年上半年，公司实现原煤产量 2336.22 万吨，同比增长 4.16%；原煤销量 2314.43 万吨，同比增长 3.67%。据我们测算，23H1 公司实现吨煤收入 191.9 元/吨，同比增长 5.92%；吨煤成本 85.2 元/吨，同比下降 4.92%；煤炭业务毛利率同比增长 5.06 个百分点至 55.63%。

➤ **电力产销双升，煤电业务盈利能力强，新能源发电成长可期。**2023 年上半年，公司完成发电量 44.51 亿千瓦时，同比增长 9.0%（含光伏、风电）；完成售电量 41.69 亿千瓦时，同比增长 13.3%；煤电业务毛利率 41.34%，同比增长 8.28 个百分点；新能源发电业务毛利率 57.26%，同比减少 2.45 个百分点。据公告，公司已投产运行新能源发电装机规模 312 万千瓦，到“十四五”末，公司规划新能源装机规模将达到 1000 万千瓦以上，成为企业利润增长的又一支撑点。

➤ **铝产品售价降低，电解铝业务毛利率有所下降。**2023 年上半年，公司电解铝产量 42.92 万吨，同比下降 0.15%；电解铝销量 43.07 万吨，同比增长 0.01%。吨铝收入为 16128.7 元/吨，同比下降 13.37%；吨铝成本为 13418.7 元/吨，同比减少 1.1%。公司电解铝业务毛利率为 16.8%，同比下降 10.32 个百分点。因市场变化铝产品销售价格同比降低，公司控股子公司霍煤鸿骏 2023 年半年度净利润为 3.80 亿元，同比减少 74.75%。

➤ **加快布局新能源，打造盈利新支点。**为贯彻落实“3060”目标，推动公司实现战略转型，公司拟投资建设多个新能源项目，包括国家电投兴安盟突泉县火电灵改 445MW 风电项目、赤峰市阿鲁科尔沁旗 40MW 户用分布式光伏项目、11 万千瓦风储绿色供电项目、扎鲁特旗道老杜苏木整村帮扶乡村振兴光伏项目和鄂尔多斯东胜区新能源内陆港 50MW 分散式风电项目。公司加快布局新能源，上述项目建成投产后，公司盈利能力有望进一步增强。

➤ **投资建议：**公司 23H1 业绩表现超出预期，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 46.14/49.31/52.89 亿元，对应 EPS 分别为 2.06/2.20/2.36 元/股，2023 年 8 月 24 日股价的 PE 倍数分别为 6/6/6 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤价大幅下跌；电解铝价格大幅下跌；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	26,793	27,511	28,386	29,216
增长率（%）	8.6	2.7	3.2	2.9
归属母公司股东净利润（百万元）	3,987	4,614	4,931	5,289
增长率（%）	11.3	15.7	6.9	7.3
每股收益（元）	1.78	2.06	2.20	2.36
PE	7	6	6	6
PB	1.2	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
13.04 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.SZ) 事件点评：加快布局新能源，打造盈利新支点-2023/07/19
2. 电投能源 (002128.SZ) 2023 年一季报点评：业绩稳健增长，新能源发电或成未来亮点 -2023/04/29
3. 电投能源 (002128.SZ) 2022 年年报点评：煤、电助力业绩增长，新能源板块未来盈利可期-2023/04/26
4. 电投能源 (002128.SZ) 2022 年三季报点评：22Q3 业绩环比提升，期待绿电转型落地 -2022/10/25
5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,793	27,511	28,386	29,216
营业成本	18,384	18,121	18,440	18,703
营业税金及附加	1,571	1,613	1,664	1,713
销售费用	56	57	59	61
管理费用	741	761	785	808
研发费用	61	62	64	66
EBIT	5,967	6,875	7,353	7,846
财务费用	308	399	365	358
资产减值损失	-78	-87	-87	-87
投资收益	90	92	95	98
营业利润	5,676	6,482	6,996	7,498
营业外收支	-92	-20	-91	-91
利润总额	5,584	6,462	6,906	7,408
所得税	877	1,015	1,085	1,164
净利润	4,706	5,447	5,821	6,244
归属于母公司净利润	3,987	4,614	4,931	5,289
EBITDA	8,213	9,222	10,033	10,861

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,859	6,671	7,383	8,340
应收账款及票据	1,528	1,548	1,597	1,644
预付款项	834	822	836	848
存货	1,798	1,684	1,713	1,738
其他流动资产	1,408	1,435	1,468	1,585
流动资产合计	7,427	12,159	12,997	14,154
长期股权投资	686	778	873	971
固定资产	21,827	24,224	25,950	27,683
无形资产	3,447	4,394	5,283	6,165
非流动资产合计	34,694	39,029	42,791	46,553
资产合计	42,121	51,188	55,789	60,707
短期借款	502	602	602	602
应付账款及票据	2,776	2,736	2,784	2,824
其他流动负债	2,233	2,211	2,238	2,261
流动负债合计	5,511	5,549	5,625	5,687
长期借款	8,275	8,775	8,775	8,775
其他长期负债	1,019	1,005	1,001	996
非流动负债合计	9,294	9,781	9,777	9,772
负债合计	14,805	15,330	15,402	15,459
股本	1,922	2,242	2,242	2,242
少数股东权益	3,824	4,657	5,547	6,501
股东权益合计	27,316	35,858	40,387	45,248
负债和股东权益合计	42,121	51,188	55,789	60,707

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.59	2.68	3.18	2.92
EBIT 增长率	-3.69	15.22	6.95	6.70
净利润增长率	11.29	15.74	6.86	7.27
盈利能力 (%)				
毛利率	31.38	34.13	35.04	35.98
净利润率	14.88	16.77	17.37	18.10
总资产收益率 ROA	9.47	9.01	8.84	8.71
净资产收益率 ROE	16.97	14.79	14.15	13.65
偿债能力				
流动比率	1.35	2.19	2.31	2.49
速动比率	0.74	1.61	1.73	1.89
现金比率	0.34	1.20	1.31	1.47
资产负债率 (%)	35.15	29.95	27.61	25.47
经营效率				
应收账款周转天数	20.82	20.82	20.82	20.82
存货周转天数	35.70	35.70	35.70	35.70
总资产周转率	0.67	0.59	0.53	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.78	2.06	2.20	2.36
每股净资产	10.48	13.92	15.54	17.29
每股经营现金流	3.79	3.70	3.96	4.26
每股股利	0.50	0.58	0.62	0.66
估值分析				
PE	7	6	6	6
PB	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.21	3.75	3.45	3.19
股息收益率 (%)	3.83	4.44	4.74	5.09
现金流量表 (百万元)				
净利润	4,706	5,447	5,821	6,244
折旧和摊销	2,245	2,346	2,679	3,015
营运资金变动	1,120	32	-163	-251
经营活动现金流	8,504	8,288	8,882	9,549
资本开支	-6,720	-6,766	-6,436	-6,770
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-6,697	-6,607	-6,436	-6,770
股权募资	10	3,953	0	0
债务募资	-278	486	-4	-5
筹资活动现金流	-1,625	3,131	-1,733	-1,823
现金净流量	183	4,812	712	957

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