

内蒙华电 (600863.SH)

高股息煤电一体化标的，股东增持彰显发展信心

买入

核心观点

煤炭业务带动利润大幅增长。2023年第三季度公司实现营业收入 58.85 亿元 (-6.08%)；实现归母净利润 7.00 亿元 (+78.23%)；实现扣非归母净利润 7.10 亿元 (+84.84%)；前三季度公司实现营业收入 169.84 亿元 (-1.47%)；实现归母净利润 21.80 亿元 (+39.64%)；实现扣非归母净利润 21.63 亿元 (+40.06%)。公司业绩大幅增长的主要原因是煤炭核增产量落地，煤炭产量、外销量同比明显增长。

煤炭产能产量及外销量同比增长，销售单价有所降低。2023年6月，公司所属魏家峁煤矿取得国家矿山安全监察局批复，同意魏家峁煤矿生产能力由 1200 万吨/年核增至 1500 万吨/年，截至 8 月，公司煤炭产能已达到 1500 万吨/年。前三季度，公司煤炭产量 1031.45 万吨，同比增长 68.61%；煤炭外销量 472.51 万吨，同比增长 92.22%；受国家政策要求、市场竞争和供求关系影响，公司煤炭销售平均单价完成 400.91 元/吨(不含税)，同比下降 75.12 元/吨或 15.78%。

控股股东增持，彰显未来发展信心。2023年10月20日，公司控股股东北方联合电力有限责任公司计划在未来3个月内增持公司股份，增持金额 1-2 亿元，增持价格不超过 3.90 元/股。以增持 2 亿元和 3.90 元/股价格上限计算，控股股东将增持 0.51 亿股，约占公司总股本的 0.8%。

未来三年做出高分红承诺，股息率水平较高。公司承诺 2022-2024 年每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元人民币(含税)。公司 2022 年年度每股派发现金红利 0.164 元(含税)，占公司合并报表可供分配利润的 70.2%，以除权(息)日收盘价 3.49 元/股计算，股息率达 4.7%。我们预计 2023 股息率有望达到 7.2%。

风险提示：煤价波动、煤炭供需形势变化、电价下调、风光项目建设不及预期、政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到煤炭外销量增长但销售价格下行、售电价格降低、新能源项目增长不及预期，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 28.1/29.3/32.9 亿元(原为 32.2/35.7/33.0 亿元)，同比增速 60/4/12%；每股收益 0.43/0.45/0.50 元，对应当前 PE 分别为 8.4/8.0/7.2x。给予 2023 年 10-11 倍 PE，对应合理价值为 4.31-4.74 元/股，较目前股价有 19%-31%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,934	23,066	23,084	23,671	24,823
(+/-%)	23.3%	21.8%	0.1%	2.5%	4.9%
净利润(百万元)	452	1762	2814	2933	3288
(+/-%)	-40.4%	289.6%	59.7%	4.2%	12.1%
每股收益(元)	0.07	0.27	0.43	0.45	0.50
EBIT Margin	6.7%	14.7%	16.5%	18.4%	21.1%
净资产收益率 (ROE)	2.8%	10.1%	15.4%	15.3%	16.4%
市盈率 (PE)	50.4	12.9	8.1	7.8	6.9
EV/EBITDA	11.1	6.7	7.0	7.6	7.7
市净率 (PB)	1.41	1.31	1.25	1.19	1.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

联系人：崔佳诚

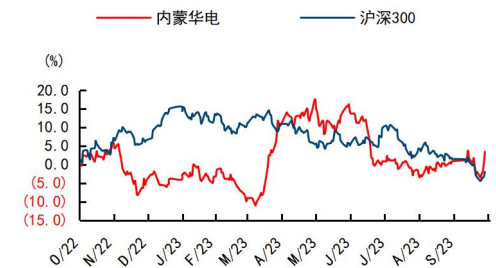
021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.31 - 4.74 元
收盘价	3.61 元
总市值/流通市值	23562/23562 百万元
52 周最高价/最低价	4.33/3.23 元
近 3 个月日均成交额	210.00 百万元

市场走势



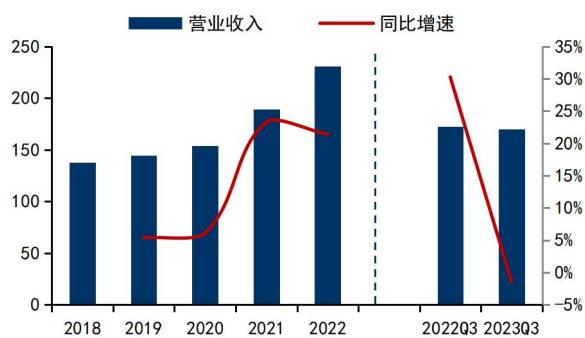
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《内蒙华电 (600863.SH) - 净利润大幅增长，火电盈利有望持续修复》——2022-11-06

煤炭业务带动利润大幅增长。2023 年第三季度公司实现营业收入 58.85 亿元，同比降低 6.08%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比提高 78.23%；实现扣非归母净利润 7.10 亿元，同比提高 84.84%；前三季度公司实现营业收入 169.84 亿元，同比降低 1.47%；实现归母净利润 21.80 亿元，同比提高 39.64%；实现扣非归母净利润 21.63 亿元，同比提高 40.06%。公司业绩大幅增长的主要原因是煤炭核增产量落地，煤炭产量、外销量同比明显增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



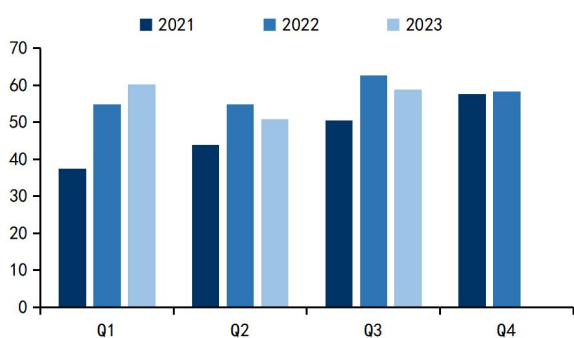
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



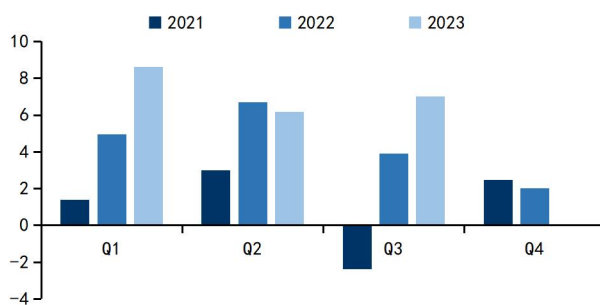
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

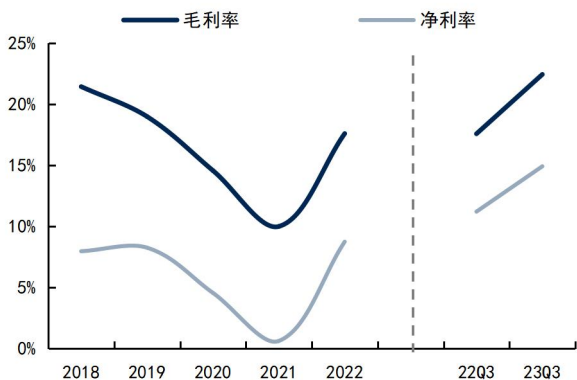


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率及净利率提高，费用率降低。2023 前三季度，公司毛利率为 22.43%，同比提高 4.86pct；净利率 14.91%，同比提高 3.71pct，公司盈利水平提高主要系毛利率较高的煤炭业务规模扩大，贡献利润增加，及费用率同比下降所致。公司管理费用率为 0.25%，同比提高 0.02pct；财务费用率为 1.79%，同比降低 0.90pct，主要系利息费用同比下降 32.5%所致；研发费用率为 0.09%，与上年同期持平；公司费用率合计 2.04%，同比降低 0.88pct。

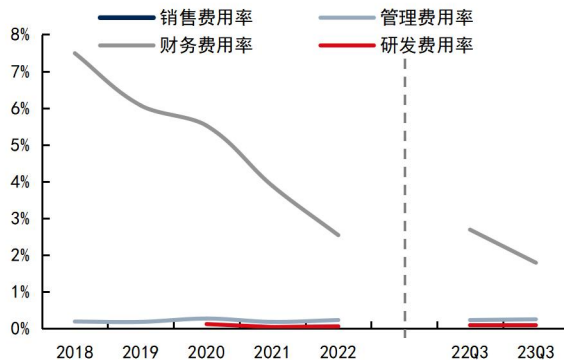
ROE 同比提高，投资性现金流大幅增加。2023 前三季度，公司 ROE 为 13.70%，同比提高 3.11pct，主要系净利率同比明显提高所致。公司经营性净现金流入 44.14 亿元，同比增加 0.18%，与上年同期基本持平；投资性净现金流出 19.24 亿元，同比增加 175.25%，主要系公司所属聚达新能源公司基建工程投资等购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致；融资性净现金流出 18.51 亿元，同比减少 44.88%，主要系子公司借款增加所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



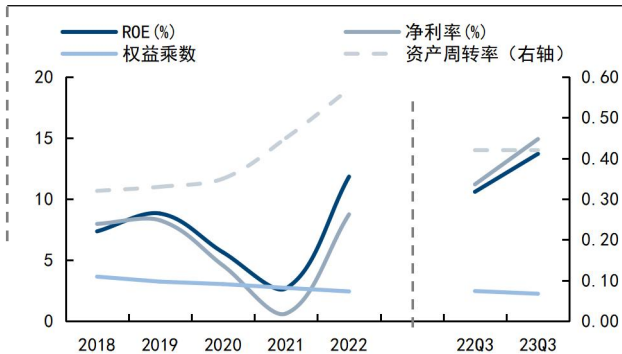
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



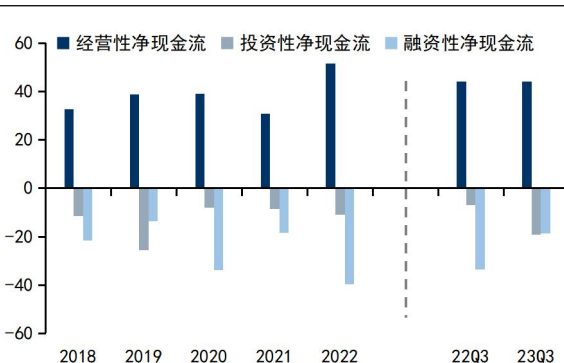
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤炭产能产量及外销量同比增长, 销售单价有所降低。2023年6月, 公司所属魏家峁煤矿取得国家矿山安全监察局批复, 同意魏家峁煤矿生产能力由1200万吨/年核增至1500万吨/年, 截至8月, 公司煤炭产能已达到1500万吨/年。前三季度, 公司煤炭产量1031.45万吨, 同比增长68.61%; 煤炭外销量472.51万吨, 同比增长92.22%; 受国家政策要求、市场竞争和供求关系影响, 公司煤炭销售平均单价完成400.91元/吨(不含税), 同比下降75.12元/吨或15.78%。

发电业务运行相对稳健, 售电单价同比有所降低。2023年前三季度, 公司完成发电量459.14亿千瓦时, 同比降低0.58%; 完成上网电量425.68亿千瓦时, 较上年同期降低0.53%; 市场化交易电量413.49亿千瓦时, 占上网电量比例为97.14%; 受蒙西电力市场交易情况影响, 公司平均售电单价346.71元/兆瓦时(不含税), 同比下降21.20元/兆瓦时或5.76%。截至2023年8月, 公司合并范围内在运发电厂17家, 装机容量1284.62万千瓦, 其中燃煤发电机组1140万千瓦, 占比88.74%; 新能源装机容量144.62万千瓦, 占比11.26%。

控股股东增持, 彰显未来发展信心。2023年10月20日, 公司控股股东北方联合电力有限责任公司计划在未来3个月内增持公司股份, 增持金额1-2亿元, 增持价格不超过3.90元/股。以增持2亿元和3.90元/股价格上限计算, 控股股东将增持0.51亿股, 约占公司总股本的0.8%。

未来三年做出高分红承诺，股息率水平较高。2021年4月28日，公司发布《未来三年（2022-2024年）股东回报计划》，承诺2022-2024年每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的70%且每股派息不低于0.1元人民币（含税）。公司2022年年度每股派发现金红利0.164元（含税），共计派发现金红利10.7亿元，占公司合并报表可供分配利润的70.2%，以除权（息）日（2023年7月27日）收盘价3.49元/股计算，股息率达4.7%。我们预计公司2023年实现归母净利润28.14亿元，按照2022年相同比例计算可供分配利润，并以公司最新收盘价3.61元/股计算，按照70%比例分配现金红利，预计股息率将有望达到7.2%。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到煤炭外销量增长但销售价格下行、售电价格降低、新能源项目增长不及预期，预计2023-2025年公司营收231/237/248亿元（原为238/251/258亿元，下调幅度3/6/4%）；归母净利润分别为28.1/29.3/32.9亿元（原为32.2/35.7/33.0亿元，下调幅度13/18/0%），同比增速60/4/12%；每股收益0.43/0.45/0.50元，对应当前PE分别为8.4/8.0/7.2x。给予2023年10-11倍PE，对应合理价值为4.31-4.74元/股，较目前股价有19%-31%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG 23E	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
000539.SZ	粤电力A	5.47	260	-0.57	0.50	0.65	0.82	-9.7	10.9	8.4	6.7	0.23	买入
600483.SH	福能股份	8.72	222	1.02	1.08	1.20	1.31	8.0	8.1	7.2	6.7	0.93	买入
600021.SH	上海电力	8.78	247	0.11	0.81	1.14	1.37	87.9	10.8	7.7	6.4	0.05	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	778	974	683	812	823	营业收入	18934	23066	23084	23671	24823
应收款项	3934	4410	4483	4681	4825	营业成本	17041	19008	18578	18615	18847
存货净额	590	523	567	550	506	营业税金及附加	681	701	701	719	754
其他流动资产	426	741	648	653	727	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	5729	6649	6381	6695	6881	管理费用	234	281	277	315	341
固定资产	28352	25766	33260	46923	62685	财务费用	735	587	486	755	1138
无形资产及其他	4208	4384	4353	4325	4301	投资收益	(48)	180	154	95	143
投资性房地产	1443	1473	1473	1473	1473	资产减值及公允价值变动	0	(413)	(346)	(482)	(645)
长期股权投资	1753	1882	1882	1850	1883	其他收入	256	113	227	326	355
资产总计	41485	40154	47349	61267	77222	营业利润	450	2369	3076	3206	3595
短期借款及交易性金融负债	5277	4242	7559	15865	25003	营业外净收支	28	7	7	7	7
应付款项	2320	2681	2814	2545	2480	利润总额	478	2376	3083	3213	3602
其他流动负债	2619	1907	1843	1776	1704	所得税费用	360	361	469	489	548
流动负债合计	10216	8829	12216	20186	29187	少数股东损益	(334)	253	(200)	(209)	(234)
长期借款及应付债券	11919	10478	13478	18578	24578	归属于母公司净利润	452	1762	2814	2933	3288
其他长期负债	192	253	276	307	345						
长期负债合计	12111	10731	13755	18885	24923	现金流量表 (百万元)					
负债合计	22327	19560	25971	39071	54110	净利润	452	1762	2814	2933	3288
少数股东权益	3004	3200	3140	3077	3007	资产减值准备	(356)	413	(68)	136	163
股东权益	16154	17394	18238	19118	20105	折旧摊销	2801	2964	3096	3789	4727
负债和股东权益总计	41485	40154	47349	61267	77222	公允价值变动损失	(356)	413	(68)	136	163
						财务费用	735	587	486	755	1138
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1625)	(1107)	78	(522)	(312)
每股收益	0.07	0.27	0.43	0.45	0.50	其它	2178	709	340	461	761
每股红利	0.10	0.16	0.30	0.31	0.35	经营活动现金流	3094	5154	6192	6934	8791
每股净资产	2.48	2.66	2.79	2.93	3.08	资本开支	(1023)	(1184)	(10522)	(17560)	(20628)
ROIC	0.84%	8.29%	9%	8%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	2.80%	10.13%	15.43%	15.34%	16.36%	投资活动现金流	(843)	(1101)	(10522)	(17528)	(20660)
毛利率	10%	18%	20%	21%	24%	权益性融资	1659	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	15%	17%	18%	21%	负债净变化	(269)	(1440)	3000	5100	6000
EBITDA Margin	21%	28%	30%	34%	40%	支付股利、利息	(653)	(1070)	(1970)	(2053)	(2302)
收入增长	23%	22%	0%	3%	5%	其它融资现金流	(62)	(1120)	3317	8306	9139
净利润增长率	-40%	290%	60%	4%	12%	融资活动现金流	(1850)	(3977)	4038	10723	11880
资产负债率	61%	57%	61%	69%	74%	现金净变动	483	196	(292)	129	11
股息率	2.9%	4.7%	8.6%	9.0%	10.1%	货币资金的期初余额	295	778	974	683	812
P/E	50.4	12.9	8.1	7.8	6.9	货币资金的期末余额	778	974	683	812	823
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	0	3546	(4110)	(10604)	(11772)
EV/EBITDA	11.1	6.7	7.0	7.6	7.7	权益自由现金流	0	986	1794	2162	2402

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032