开源证券

电投能源（002128.SZ）

2023 年 11 月 02 日

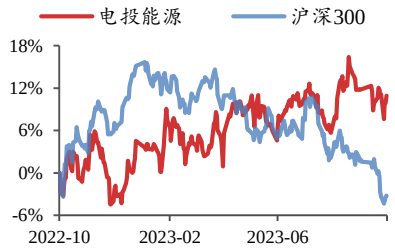
铝价上涨致业绩改善，关注绿电转型

——公司三季报点评报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/1
当前股价(元)	13.55
一年最高最低(元)	14.37/12.02
总市值(亿元)	303.73
流通市值(亿元)	286.39
总股本(亿股)	22.42
流通股本(亿股)	21.14
近 3 个月换手率(%)	28.92

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤&电改善带动业绩向好，关注铝价企稳和绿电转型—公司半年报点评报告》-2023.8.25

《业绩稳健增长，关注铝价弹性和绿电转型—公司信息更新报告》-2023.4.28

张绪成（分析师）
zhangxucheng@kysec.cn
证书编号：S0790520020003

汤悦（联系人）
tangyue@kysec.cn
证书编号：S0790123030035

● **铝价上涨致业绩改善，关注绿电转型。维持“买入”评级**

公司发布三季报，2023 前三季度实现营业收入 197.3 亿元，同比-0.7%；实现归母净利润 35.85 亿元，同比+10.06%。单 Q3 来看，公司实现营业收入 65.2 亿元，同比+4.4%，环比+2.4%；实现归母净利润 10.0 亿元，同比+8.5%，环比+3.8%。公司煤炭盈利改善，发电业务持续增长以及稳增长政策下铝价有望稳中有升，我们维持盈利预测不变，预计 2023-2025 年归母净利润 47.0/50.3/53.2 亿元，同比+17.9%/7.0%/5.7%；EPS 为 2.10/2.24/2.37 元，对应当前股价 PE 为 6.4/6.0/5.7 倍。公司在煤铝主业稳健经营的基础上，积极推进新能源业务，装机规模有望持续放量，看好转型增长潜力。**维持“买入”评级。**

● **铝价上升带动毛利率改善**

煤炭业务：公司是蒙东和东北地区褐煤龙头企业，近几年产销量均为 4600 万吨附近，产销比较稳定。价格方面，公司煤炭业务中 90%为长协结算，价格受市场影响较小，预计三季度公司煤炭业务环比较为平稳。**电解铝业务：**公司控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司拥有 86 万吨电解铝生产线。2023 年 3 季度公司综合毛利率为 30.12%，环比提升 1.03 个百分点，我们预计主要是电解铝价格上涨所致。2023 年 3 季度铝锭市场均价从 2023 年 2 季度的 18519 元/吨提升至 18839 元/吨，增幅为 1.7%。**电力业务：**公司目前拥有 2×600MW 火电机组，新能源业务发展顺利，阿右旗 200MW 风储一体化项目、霍林河循环经济示范工程续建（第五期）200MW 风电项目、南露天煤矿排土场 4MW 和北露天煤矿排土场 4MW 分散式风电示范项目、花吐古拉镇综合智慧能源项目实现全容量并网发电，截至 2023 年 6 月底新能源装机规模为 312 万千瓦，相较于 2022 年年底新增 95 万千瓦。

● **煤铝产销稳定，铝价有望稳中有升，绿电转型渐入佳境**

公司煤炭与电解铝业务产销稳定，扮演业绩“压舱石”作用。价格方面，2023Q1、2023Q2、2023Q3 及 2023Q4 截至 2023 年 10 月 26 日的铝锭价格分别为 18459、18519、18839 和 19121 元/吨，呈现稳中逐步提升态势，随着稳增长持续发力铝价或将延续上升。绿电转型方面公司渐入佳境，多个项目齐头并进，通辽百万新能源基地外送项目、阿巴嘎旗别力古台 500MW 风电项目、阿拉善 40 万风电项目进展顺利、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光伏和风电项目工程建设进度取得显著进展，计划 2023 年全部并网发电。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（2022 年年报预计为 700 万千瓦以上）。

● **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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,673	26,793	26,578	27,713	28,095
YOY(%)	22.9	8.6	-0.8	4.3	1.4
归母净利润(百万元)	3,582	3,987	4,702	5,032	5,320
YOY(%)	73.0	11.3	17.9	7.0	5.7
毛利率(%)	34.1	31.4	34.1	34.6	34.9
净利率(%)	14.5	14.9	17.7	18.2	18.9
ROE(%)	20.4	17.2	17.2	16.1	14.6
EPS(摊薄/元)	1.60	1.78	2.10	2.24	2.37
P/E(倍)	8.4	7.6	6.4	6.0	5.7
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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8046	7427	13305	18603	22387
现金	1608	1859	6591	12035	15910
应收票据及应收账款	2854	1528	3707	2124	3502
其他应收款	403	380	461	381	489
预付账款	645	834	441	981	413
存货	1467	1798	1228	1948	1236
其他流动资产	1069	1028	877	1135	836
非流动资产	29617	34694	33486	33534	32661
长期投资	622	686	852	1012	1176
固定资产	22711	21841	21048	21285	20481
无形资产	2185	3447	3888	4341	4878
其他非流动资产	4099	8721	7698	6895	6125
资产总计	37663	42121	46791	52137	55047
流动负债	8026	5511	6417	7684	6112
短期借款	2426	502	1464	983	1224
应付票据及应付账款	1812	2776	1618	3070	1575
其他流动负债	3789	2233	3335	3631	3313
非流动负债	6118	9294	7378	5701	3834
长期借款	5106	8275	6363	4684	2818
其他非流动负债	1011	1019	1015	1017	1016
负债合计	14144	14805	13795	13385	9946
少数股东权益	3099	3824	4802	6006	7276
股本	1922	1922	1922	1922	1922
资本公积	2713	2715	2715	2715	2715
留存收益	15774	18800	23719	29537	35464
归属母公司股东权益	20420	23492	28194	32746	37825
负债和股东权益	37663	42121	46791	52137	55047

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6333	8504	5127	9970	6656
净利润	4792	4706	5681	6236	6590
折旧摊销	2160	2183	1948	2087	2238
财务费用	394	308	82	-158	-357
投资损失	-93	-90	-91	-91	-91
营运资金变动	-1170	1082	-2378	2025	-1558
其他经营现金流	249	315	-115	-130	-166
投资活动现金流	-3267	-6697	-642	-2045	-1271
资本支出	3337	6728	591	1965	1206
长期投资	0	0	-167	-160	-163
其他投资现金流	69	31	116	81	98
筹资活动现金流	-2504	-1625	247	-2482	-1509
短期借款	-1274	-1923	962	-481	240
长期借款	-272	3169	-1913	-1679	-1866
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	2	0	0	0
其他筹资现金流	-951	-2873	1199	-322	116
现金净增加额	562	183	4732	5444	3875

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24673	26793	26578	27713	28095
营业成本	16263	18384	17510	18127	18299
营业税金及附加	1481	1571	1577	1634	1662
营业费用	56	56	58	59	61
管理费用	612	741	697	747	747
研发费用	12	61	36	50	45
财务费用	394	308	82	-158	-357
资产减值损失	-145	-78	0	0	0
其他收益	6	9	7	8	8
公允价值变动收益	0	2	1	2	1
投资净收益	93	90	91	91	91
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	5769	5676	6823	7486	7901
营业外收入	14	13	13	13	13
营业外支出	139	105	122	113	118
利润总额	5644	5584	6715	7385	7796
所得税	852	877	1034	1149	1207
净利润	4792	4706	5681	6236	6590
少数股东损益	1210	720	978	1205	1270
归属母公司净利润	3582	3987	4702	5032	5320
EBITDA	8239	8288	8840	9452	9809
EPS(元)	1.60	1.78	2.10	2.24	2.37

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	22.9	8.6	-0.8	4.3	1.4
营业利润(%)	73.0	-1.6	20.2	9.7	5.5
归属于母公司净利润(%)	73.0	11.3	17.9	7.0	5.7
获利能力					
毛利率(%)	34.1	31.4	34.1	34.6	34.9
净利率(%)	14.5	14.9	17.7	18.2	18.9
ROE(%)	20.4	17.2	17.2	16.1	14.6
ROIC(%)	16.9	15.5	15.2	15.3	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	37.6	35.1	29.5	25.7	18.1
净负债比率(%)	36.2	29.1	10.8	-10.4	-21.2
流动比率	1.0	1.3	2.1	2.4	3.7
速动比率	0.7	0.8	1.8	2.0	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	10.4	12.2	11.3	11.8	11.5
应付账款周转率	8.3	8.0	8.2	8.1	8.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.78	2.10	2.24	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	2.83	3.79	2.29	4.45	2.97
每股净资产(最新摊薄)	9.11	10.48	12.58	14.61	16.87
估值比率					
P/E	8.4	7.6	6.4	6.0	5.7
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.5	4.5	3.9	2.9	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于商业秘密材料，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9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