

2024年2月18日

内蒙华电 (600863.SH)

——煤电一体化盈利稳定 股息率价值凸显

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **华能集团旗下煤电一体化公司，现有煤炭自供率超过 50%，未来将进一步提升至 60%，盈利稳定性增强。** 公司为华能集团旗下内蒙地区火电公司，截至 2023 年底控股在运装机容量为 1322.62 万千瓦，其中火电机组装机容量为 1140 万千瓦，新能源装机 182.62 万千瓦，拥有在运煤炭产能 1200 万吨。2023 年公司煤炭产量 1326.2 万吨，全年煤电发电量 572.5 亿千瓦时，按照 5000 大卡计算，公司煤炭自供率（煤炭产量/测算用煤量）达 53.7%，较 2022 年提高近 10 个百分点。2023 年 6 月，公司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，公司煤炭自供率将达到 60%，煤炭一体的盈利稳定性进一步增强。
- **火电机组均位于内蒙古，60%在蒙西消纳，40%外送华北，蒙西地区高耗能产业占比高，华北地区基准电价高，公司电价水平不低，且具备向上弹性。** 公司煤电机组均位于内蒙古地区，其中超过 40%的火电机组所发电量外送华北，外送电价按照批复电价和落地端的上涨进行倒推，由于华北地区基准电价较高，公司整体电价水平并不低，另一方面，2021 年深化电力体制改革方案提出，煤电市场化交易浮动范围提高为上下 20%，高耗能企业市场交易电价不受限制，内蒙古地区高耗能占比接近 50%，电价具备上涨弹性。
- **十四五末规划新能源装机 10GW，未来几年新能源装机有望持续扩张，为公司带来十足成长性。** 公司现有在运新能源装机 1.8GW，在建待建装机 1GW，新能源过去两年年均盈利 3-3.5 亿元。展望未来，公司坐拥内蒙古优质风光资源，有望同时受益于地方政策和集团的双重规划实现快速发展。一方面，内蒙古规划全区完成灵活性改造 2000 万千瓦，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持续获取新能源项目；另一方面，公司大股东北方联合电力规划十四五新增新能源装机 20GW 以上，内蒙华电占据北方公司资产规模 55%，有望贡献其新能源增量中的至少半壁江山（10GW），过去几年公司忙于煤炭产能核增等事宜，未来几年新能源装机有望持续扩张，为公司带来十足成长性。
- **公司承诺分红率 70%，预估 2023-2025 年股息率 5%-7%。** 公司自 1994 年上市以来分红持续性较高，除亏损年份外基本都给予股东现金红利，2018 年以来每股红利维持在 0.1 元/股及以上。2019 年公告提出三年分红规划，提出分红率不低于 70%，2021 年 4 月，公司再次发布公告明确 2022-2024 年现金分红率不低于 70%。2022 年公司现金分红 0.16 元/股，现金分红比例 70%（扣除永续债）。2023-2024 年我们预计公司分红率至少 70%，假设 2025 年分红率维持 70%，测算公司 2023-2025 年股息率分别为 5.2%、6.5%、7.3%（扣除永续债利息），股息率价值凸显。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 227.75、233.58、244.58 亿元，同比增长率分别为-1.3%、2.6%、4.7%，实现归母净利润分别为 21.46、26.24、29.37 亿元，同比增长率分别为 21.8%、22.3%、11.9%，当前股价对应的 PE 分别为 13、10、9 倍。考虑到公司煤电一体发展的业务特性，我们选取中国神华、京能电力、陕西煤业作为可比公司进行估值，公司估值低于可比公司估值，而且按照公司分红承诺，我们预计 2023-2024 年公司分红率 70%，假设 2025 年维持 70%，测算公司 2023-2025 年股息率分别为 5.2%、6.5%、7.3%（扣除永续债利息），股息率价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**电价下降幅度超预期，外送电量不及预期，新能源新增装机不及预期

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	18934	23066	22775	23358	24458
同比增长率 (%)	19.30%	21.8%	-1.3%	2.6%	4.7%
归母净利润 (百万元)	452	1762	2146	2624	2937
同比增长率 (%)	34.10%	289.8%	21.8%	22.3%	11.9%
每股收益 (元/股)	0.07	0.27	0.33	0.40	0.45
毛利率 (%)	10.0%	17.6%	23.2%	25.0%	26.4%
ROE (%)	0.6%	9.8%	11.4%	13.2%	14.0%
市盈率	59.8	15.3	12.6	10.3	9.2

证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年2月8日

收盘价 (元) 4.14
一年内最高/最低 (元) 4.22/3.09
总市值 (亿元) 270

基础数据: 2023年9月30日

总股本 (亿股) 65.27
总资产 (亿元) 408.4
净资产 (亿元) 223.0
每股净资产 (元) 2.42
市净率 PB 1.71

投资案件

投资评级与估值

公司为华能集团旗下煤电一体化公司，现有煤炭自供率超过 50%，未来将进一步提升至 60%，盈利稳定性较强。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 227.75、233.58、244.58 亿元，同比增长率分别为-1.3%、2.6%、4.7%，实现归母净利润分别为 21.46、26.24、29.37 亿元，同比增长率分别为 21.8%、22.3%、11.9%，当前股价对应的 PE 分别为 13、10、9 倍。考虑到公司煤电一体发展的业务特性，我们选取中国神华、京能电力、陕西煤业作为可比公司进行估值，公司估值低于可比公司估值，而且按照公司分红承诺，我们预计 2023-2024 年公司分红率 70%，假设 2025 年维持 70%，测算公司 2023-2025 年股息率分别为 5.2%、6.5%、7.3%（扣除永续债利息），股息率价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 假设新增 300 万吨煤炭产能陆续达产，2024-2025 年煤炭产能分别为 1350、1500 万吨，产能利用率分别为 110%、105%，煤炭产量分别为 1485、1575 万吨，而自供部分保持稳定，煤炭销售量分别为 778、868 万吨
- 2) 2024-2025 年新增风电装机分别为 60、50 万千瓦，新增光伏装机分别为 47、100 万千瓦，上网电价均为标杆电价 0.24 元/千瓦时（含税）

投资逻辑要点

公司为华能集团旗下内蒙地区煤电一体化公司，公司煤炭自供率（煤炭产量/测算用煤量）达 53.7%，较 2022 年提高近 10 个百分点，未来随着进一步核增 300 万吨煤炭产能达产，公司煤炭自供率将达到 60%，煤炭一体的盈利稳定性将进一步增强。

自上市以来公司分红持续性较高，除亏损年份外基本都给予股东现金红利，2018 年以来每股红利维持在 0.1 元/股及以上，2021 年公司发布公告明确 2022-2024 年现金分红率不低于 70%。2022 年公司现金分红 0.16 元/股，现金分红比例 70%（扣除永续债）。2023-2024 年我们预计公司分红率至少 70%，假设 2025 年分红率维持 70%，测算公司 2023-2025 年股息率分别为 5.2%、6.5%、7.3%（扣除永续债利息），股息率价值凸显。

核心风险提示

电价下降幅度超预期，外送电量不及预期，新能源新增装机不及预期

目录

1. 华能集团旗下内蒙电力平台 煤电一体快速发展	5
2. 煤电一体化经营盈利稳定 股息率价值凸显	7
3. 盈利预测及估值	9

图表目录

图	
图 1: 公司平均销售电价 (元/千瓦时, 不含税)	6
图 2: 公司新能源业务利润情况 (单位: 亿元)	7
图 3: 公司自上市以来的分红情况	8
表 1: 公司在运控股及参股火电厂主要情况	5
表 2: 公司控股在运新能源装机情况	6
表 3: 2023 年公司煤炭自供率测算	7
表 4: 公司近两次分红规划承诺	8
表 5: 公司核心假设	9
表 6: 可比公司估值 (单位: 亿元)	9
表 7: 内蒙华电预测利润表 (单位: 亿元)	10
表 8: 内蒙华电预测资产负债表 (单位: 亿元)	11
表 9: 内蒙华电预测现金流量表 (单位: 亿元)	12

1. 华能集团旗下内蒙电力平台 煤电一体快速发展

华能集团旗下内蒙地区火电公司，业务包括火电、新能源、煤炭。公司为华能集团旗下内蒙地区火电公司，公司第一大股东为北方联合电力（华能集团持股 70%），拥有公司 51.1% 的股权。截至 2023 年底，公司拥有控股在运装机容量为 1322.62 万千瓦，其中火电机组装机容量为 1140 万千瓦，新能源装机 182.62 万千瓦，自从 2022 年魏家峁煤炭核增完成之后，公司拥有在运煤炭产能 1200 万吨。

火电机组均位于内蒙古，60%在蒙西消纳，40%外送华北（按控股装机占比）。截至 2023 年底，公司全部火电发电资产位于内蒙古自治区境内，根据发电送出情况包括蒙西地区和华北地区。控股火电业务中，上都、上都第二发电有限责任公司、魏家峁电厂外送华北电网，总装机容量达 504 万千瓦，其中上都电厂为“点对网”，魏家峁为特高压交流直送；其余控股火电发电厂上蒙西电网，总装机容量达 636 万千瓦。此外，公司还参股了大唐集团、京能集团等部分位于内蒙古区域的电厂项目，主要外送京津唐区域。

表 1：公司在运控股及参股火电厂主要情况

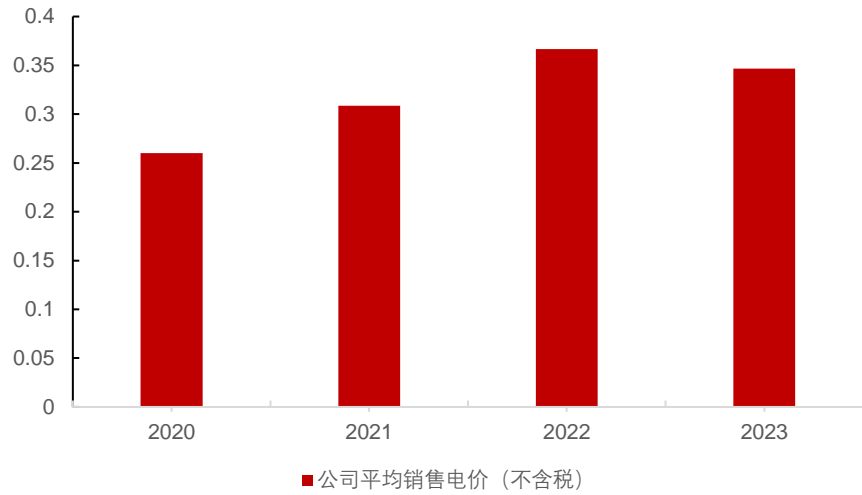
	电厂	装机容量 (万千瓦)	股权比例	消纳地点	状态
控股火电项目	内蒙古聚达发电有限责任公司	120	100%	蒙西	在运
	丰镇发电厂	80	100%	蒙西	在运
	乌海发电厂	66	100%	蒙西	在运
	内蒙古丰泰发电有限公司	40	45%	蒙西	在运
	内蒙古蒙达发电有限责任公司	132	53%	蒙西	在运
	内蒙古京达发电有限责任公司	66	40%	蒙西	在运
	和林发电厂	132	51%	蒙西	在运
	内蒙古上都发电有限责任公司	240	51%	外送华北	在运
	内蒙古上都第二发电有限责任公司	132	51%	外送华北	在运
	魏家峁电厂一期	132	100%	外送华北	在运
	合计	1140			
重大参股火电项目	托克托发电厂	360	15%	外送华北	在运
	托克托第二电厂	312	15%	外送华北	在运
	岱海电厂	243	49%	外送华北	在运
	国华准格尔	132	30%		在运
	华电包头东华热电	60	25%		在运

资料来源：公司公告，华源证券

蒙西地区高耗能产业占比高，华北地区基准电价高，公司电价水平不低，且具有较高的向上弹性。虽然公司煤电机组均位于内蒙古地区，但超过 40% 的火电机组所发电量外送华北，其电价按照批复电价和落地端的上涨进行倒推，由于华北地区基准电价较高，公司整体电价水平并不低，另一方面，2021 年深化电力体制改革方案提出，煤电市场化交易浮

动范围提高为上下 20%，高耗能企业市场交易电价不受限制，内蒙古地区高耗能占比接近 50%，电价上涨弹性较高。

图 1：公司平均销售电价（元/千瓦时，不含税）



资料来源：公司公告，华源证券

注：公司平均销售电价包含火电和新能源，但新能源占比较低

煤炭产能进一步核增至 1500 万吨，公司煤炭供应能力进一步提升。2021 年 10 月公司魏家峁煤矿二期 600 万吨产能得到核准，公司核准产能从 600 万吨增加至 1200 万吨，2022 年二期产能陆续落地，当年实现煤炭产量 872 万吨，2023 年实现煤炭产量 1326 万吨，煤炭产销率达 105%，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，若全部达产，公司煤炭供应能力将进一步提升，公司盈利能力持续增厚。

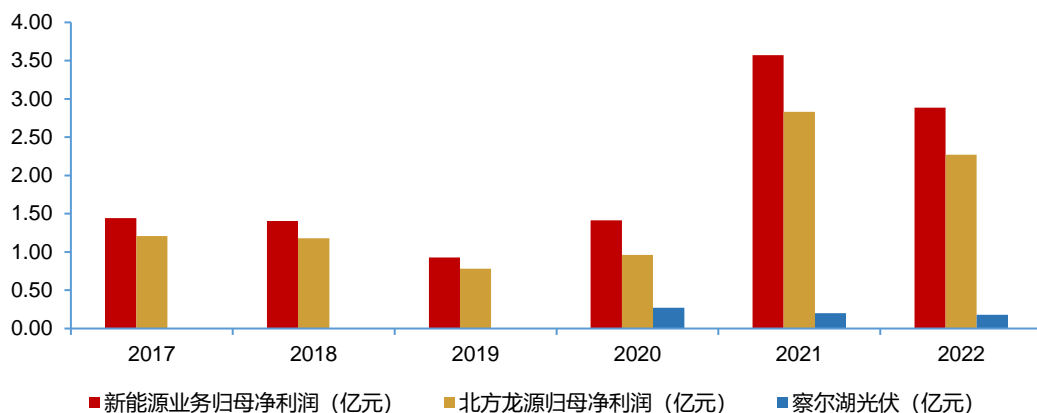
新能源在运装机 1.8GW，在建待建装机 1GW，当前年均盈利 3-3.5 亿元。截至 2023 年底，公司拥有新能源装机 183 万千瓦，均位于内蒙古自治区境内，除了乌达莱风电通过锡盟特高压外送华北外，其余风电项目主要在蒙东/蒙西进行消纳。另外，公司已获得备案或核准的新能源项目 107 万千瓦，预计未来几年陆续并网。从盈利端来看，公司新能源项目利润较为稳定，2021-2022 年新能源业务归母净利润维持在 3-3.5 亿元左右。

表 2：公司控股在运新能源装机情况

	持股比例	项目	装机容量 (万千瓦)	消纳地
风电	100%	乌达莱风电项目	47.5	送华北
风电	100%	内蒙古北方龙源 (不含乌达莱)	77.28	蒙西
风电	100%	乌力吉木仁风电场	4.95	蒙东
风电	100%	额尔格图风电场	4.95	蒙东
风电	100%	白云鄂博风电场	4.94	蒙西
风电	100%	聚达发电	38	蒙西电网
光伏		察尔湖光伏	5	内蒙古电网
总装机			182.62	

资料来源：公司公告，华源证券

图 2：公司新能源业务利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华源证券

注：公司公告披露北方龙源净利润，其他新能源资产按照装机比例简化测算

2. 煤电一体化经营盈利稳定 股息率价值凸显

公司现有煤炭产能 1200 万吨，2023 年公司煤炭自供率 53.7%，2024 年新增产能落地公司煤炭自供率将进一步提升。2023 年煤炭产量 1326.2 万吨，全年煤电发电量 572.5 亿千瓦时，按照 5000 大卡计算，公司煤炭自供率（煤炭产量/测算用煤量）达 53.7%，较 2022 年提高近 10 个百分点。据前述，2023 年 6 月，公司魏家峁露天煤矿生产能力由 1200 万吨/年核增至 1500 万吨/年，如果全部达产，公司煤炭自供率将达到 60%，煤炭一体的盈利稳定性进一步增强。

表 3：2023 年公司煤炭自供率测算

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023
火电发电量	135.64	131.08	167.72	572.5
用煤 (5000 大卡)	584.88	565.22	723.21	2468.62
煤炭产量	329.1	347.45	354.9	1326.2
外销量	157	155.46	160.05	622.8
自用	172.1	191.99	194.85	703.4
自供率	56.30%	61.50%	49.10%	53.70%

资料来源：公司公告，华源证券

十四五末规划新能源装机 10GW，未来几年新能源装机有望持续扩张，为公司带来十足成长性。公司坐拥内蒙古优质风光资源，有望同时受益于地方政策和集团的双重规划实现快速发展。一方面，内蒙古规划全区完成灵活性改造 2000 万千瓦，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持续获取新能源项目；另一方面，公司大股东北方联合电力规划十四五新增新能源装机 20GW 以上，内蒙

华电占据北方公司资产规模 55%，有望贡献其新能源增量中的至少半壁江山（10GW），过去几年公司忙于煤炭产能核增等事宜，未来几年新能源装机有望持续扩张，为公司带来十足成长性。

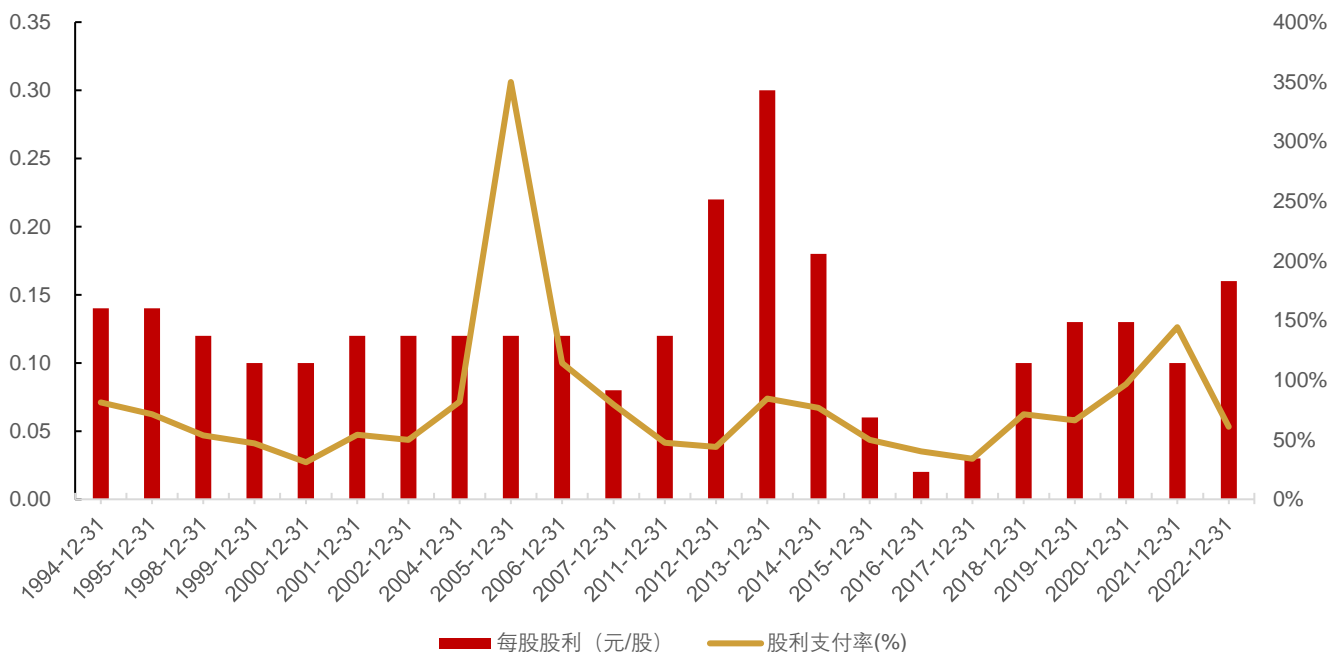
公司承诺分红率 70%，预估 2023-2024 年股息率超过 5%。公司自 1994 年上市以来分红持续性较高，除亏损年份外基本都给予股东现金红利，2018 年以来每股红利维持在 0.1 元/股及以上。2019 年公告提出三年分红规划，提出分红率不低于 70%，2021 年 4 月，公司再次发布公告明确 2022-2024 年现金分红率不低于 70%。2022 年公司现金分红 0.16 元/股，现金分红比例 70%（扣除永续债）。2023-2024 年我们预计公司分红率至少 70%，股息率超过 5%。

表 4：公司近两次分红规划承诺

时间	公告	主要内容
2019.4	《2019-2021 年股东回报规划》	公司在当年盈利及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，分红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分配利润 70%且每股派息不低于 0.09 元。
2021.4	《2022-2024 年股东回报规划》	公司在当年盈利及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，分红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分配利润 70%且每股派息不低于 0.10 元。

资料来源：公司公告，华源证券

图 3：公司自上市以来的分红情况



资料来源：wind，华源证券

3. 盈利预测及估值

根据公司煤炭核增进度和新能源在手项目，我们对公司 2024-2025 年的经营数据假设如下：

- 1) 假设新增 300 万吨煤炭产能陆续达产，2024-2025 年煤炭产能分别为 1350、1500 万吨，产能利用率分别为 110%、105%，算出煤炭产量分别为 1485、1575 万吨，而自供部分保持稳定，由此煤炭销售量分别为 778、868 万吨
- 2) 2024-2025 年新增风电装机分别为 60、50 万千瓦，新增光伏装机分别为 47、100 万千瓦，上网电价均为标杆电价 0.24 元/千瓦时（含税）

表 5：公司核心假设

	2023	2024E	2025E
煤炭产能（万吨）	1200	1350	1500
产能利用率	110.8%	110%	105%
煤炭产量（万吨）	1326	1485	1575
煤炭外销量（万吨）	623	778	868
风电新增装机（万千瓦）	0	60	50
光伏新增装机（万千瓦）	38	47	100
新能源上网电价（元/千瓦时，含税）	0.24	0.24	0.24

资料来源：华源证券

注：2023 年经营数据为实际数据

在上述假设下，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 227.75、233.58、244.58 亿元，同比增长率分别为-1.3%、2.6%、4.7%，实现归母净利润分别为 21.46、26.24、29.37 亿元，同比增长率分别为 21.8%、22.3%、11.9%，当前股价对应的 PE 分别为 13、10、9 倍。考虑到公司煤电一体发展的业务特性，我们选取中国神华、京能电力、陕西煤业作为可比公司进行估值，公司估值低于可比公司估值，而且按照公司分红承诺，我们预计 2023-2024 年公司分红率 70%，假设 2025 年维持 70%，测算公司 2023-2025 年股息率分别为 5.2%、6.5%、7.3%（扣除永续债利息），股息率价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（单位：亿元）

证券简称	当前市值（亿元）		归母净利润（亿元）			PE		
	2024/2/8	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
中国神华	788.33	115.8	85.3	98.7	6.8	9.2	8.0	
京能电力	7563.95	614.7	636.1	646.3	12.3	11.9	11.7	
陕西煤业	1310.93	73.46	95.2	111.5	17.8	13.8	11.8	
平均值					12.3	11.6	10.5	
内蒙华电	270.21	21.5	26.2	29.4	12.6	10.3	9.2	

资料来源：wind，华源证券

注：可比公司估值均来源于 wind 一致预期

风险提示：

- 1) **电价下降幅度超预期。**公司自有煤源能够保障一部分煤炭供应，同时煤炭外销抵消了成本端波动的风险，但在蒙西地区市场化交易电价可能受到市场供需的影响发生波动，如果电价下降超预期可能影响公司盈利表现。
- 2) **外送电量不及预期。**如果华北地区用电需求不及预期，或新能源装机过快增长，都有可能影响外送电量。
- 3) **新能源新增装机不及预期。**公司现在在建、拟建新能源装机 1GW，但装机投产时间存在不确定性，尤其是三北地区施工期较短，可能导致新能源新增装机不及预期。

表 7：内蒙华电预测利润表（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	144.77	153.61	189.34	230.66	227.75	233.58	244.58
营业收入	144.77	153.61	189.34	230.66	227.75	233.58	244.58
营业总成本	130.38	144.41	184.92	203.49	188	190	196
营业成本	117.29	131.24	170.41	190.08	174.93	175.21	180.12
税金及附加	4.03	4.28	6.81	7.01	6.92	7.10	7.43
管理费用	0.26	0.24	0.27	0.39	0.39	0.39	0.41
研发费用		0.18	0.07	0.14	0.00	0.00	0.00
财务费用	8.79	8.48	7.35	5.87	6.21	7.27	8.25
其中：利息费用	8.73	8.58	7.47	5.85	6.31	7.37	8.35
减：利息收入	0.11	0.07	0.10	0.13	0.10	0.10	0.10
加：其他收益	0.39	0.40	0.62	0.63	0.63	0.63	0.63
投资净收益	3.22	3.30	-0.48	1.80	1.80	1.80	1.80
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.88	1.21	-2.09	1.80	1.80	1.80	1.80
资产减值损失	-2.78	-3.56		-4.13	-8	-5	-5
信用减值损失	0.05	-0.30	0.03	-1.69	-2	-2	-2
资产处置收益	0.01	0.00	-0.07	-0.08	0	0	0
营业利润	15.28	9.04	4.50	23.69	32.04	39.34	44.10
加：营业外收入	0.12	0.23	0.83	0.12	0.12	0.12	0.12
减：营业外支出	0.12	0.10	0.55	0.04	0.04	0.04	0.04
其中：非流动资产处置净损失							
利润总额	15.28	9.17	4.78	23.76	32.12	39.42	44.18
减：所得税	3.34	2.17	3.60	3.61	7.58	9.40	10.59
净利润	11.94	7.00	1.18	20.15	24.54	30.01	33.58
持续经营净利润	11.94	7.00	1.18	20.15	24.54	30.01	33.58
减：少数股东损益	0.90	-0.60	-3.34	2.53	3	4	4
归属于母公司所有者的净利润	11.04	7.59	4.52	17.62	21.46	26.24	29.37

资料来源: wind, 华源证券

表 8: 内蒙华电预测资产负债表 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产:							
货币资金	4.92	2.95	7.78	9.74	38	60	83
应收票据及应收账款	24.36	27.34	37.62	41.89	41.89	41.89	41.89
应收票据	2.21	0.56	0.02	0.11			
应收账款	22.16	26.78	37.60	41.78			
预付款项	0.14	0.10	0.44	0.63	0.63	0.63	0.63
其他应收款(合计)	2.33	1.15	2.10	2.74	2.74	2.74	2.74
应收股利	1.40	0.28	0.38	0.53	0.53	0.53	0.53
其他应收款	0.92	0.87	1.72	2.22	2.22	2.22	2.22
存货	3.59	3.72	5.90	5.23	5.23	5.23	5.23
其他流动资产	3.68	4.16	3.44	6.26	6	6	6
流动资产合计	39.02	39.42	57.29	66.49	95.16	117.17	139.28
非流动资产:							
可供出售金融资产							
其他权益工具投资	11.23	10.86	8.33	9.73	9.73	9.73	9.73
长期股权投资	18.82	19.77	17.53	18.82	19.72	20.62	21.52
投资性房地产	0.81	0.76	0.72	0.55	0.55	0.55	0.55
固定资产(合计)	286.91	264.66	269.35	244.31	233.57	255.66	288.38
固定资产	285.80	264.30	269.35	244.00			
固定资产清理	1.11	0.36		0.31			
在建工程(合计)	30.33	33.05	5.72	5.78	5.78	5.78	5.78
在建工程	23.63	32.96	5.72	5.27			
工程物资	6.70	0.09		0.51			
使用权资产			0.51	1.24	1.24	1.24	1.24
无形资产	44.53	43.97	42.08	43.84	43.84	43.84	43.84
商誉	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
长期待摊费用	8.32	9.50	8.45	7.57	7.57	7.57	7.57
递延所得税资产	1.27	1.38	1.08	1.23	1.23	1.23	1.23
其他非流动资产	4.11	4.45	3.04	1.23	1.23	1.23	1.23
非流动资产合计	407.08	389.15	357.56	335.05	325	348	382
资产总计	446.09	428.57	414.85	401.54	420	465	521
流动负债:							
短期借款	37.90	25.83	21.97	16.73	16.73	16.73	16.73
应付票据及应付账款	15.28	22.33	23.20	26.81	26.81	26.81	26.81
应付票据	0.07	0.26	0.03				
应付账款	15.21	22.08	23.16	26.81			
预收款项	0.55				0.00	0.00	0.00
合同负债		0.65	0.69	0.45	0.45	0.45	0.45

应付职工薪酬	0.80	1.21	1.03	0.78	0.78	0.78	0.78
应交税费	2.25	1.33	8.50	4.35	4.35	4.35	4.35
其他应付款(合计)	33.10	26.76	15.60	13.07	13.07	13.07	13.07
应付利息	0.69	0.00		0.00			
应付股利	3.23	1.47	1.27	0.93			
其他应付款	29.18	25.30	14.33	12.14			
一年内到期的非流动负债	32.73	26.86	30.80	25.69	25.69	25.69	25.69
其他流动负债	5.30	0.67	0.37	0.42	0.42	0.42	0.42
流动负债合计	127.91	105.65	102.16	88.29	88.30	88.30	88.30
非流动负债:							
长期借款	114.60	121.87	119.19	104.78	114	147	190
应付债券	26.71	17.49			0.00	0.00	0.00
租赁负债			0.23	0.04	0.04	0.04	0.04
长期应付款(合计)					0.00	0.00	0.00
长期应付款							
专项应付款							
预计负债	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
递延所得税负债			0.07	0.78	0.78	0.78	0.78
递延收益-非流动负债	1.80	1.63	1.42	1.52	1.52	1.52	1.52
其他非流动负债		0.21	0.20	0.18	0.18	0.18	0.18
非流动负债合计	143.13	141.22	121.11	107.31	116.62	149.98	192.68
负债合计	271.03	246.87	223.27	195.60	204.92	238.28	280.98
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	58.08	58.09	65.27	65.27	65.27	65.27	65.27
其它权益工具	23.44	33.50	30.03	30.12	30.12	30.12	30.12
永续债	20.03	30.09	30.03	30.12			
资本公积金	1.74	1.75	15.81	15.72	15.72	15.72	15.72
其它综合收益	4.11	3.74	1.21	2.06	2.06	2.06	2.06
专项储备	0.50	0.46	2.19	3.41	3.41	3.41	3.41
盈余公积金	16.24	17.41	17.50	18.66	18.66	18.66	18.66
未分配利润	35.81	33.76	29.53	38.69	45.13	53.00	61.81
归属于母公司所有者权益合计	139.92	148.69	161.54	173.94	180	188	197
少数股东权益	35.13	33.02	30.04	32.00	35	39	43
所有者权益合计	175.06	181.70	191.58	205.94	215	227	240

资料来源: wind, 华源证券

表 9: 内蒙华电预测现金流量表 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量:							
销售商品、提供劳务收到的现金	128.48	132.10	186.12	244.31	218.06	226.89	237.89
收到的税费返还	0.14	0.21	0.38	3.07			
收到其他与经营活动有关的现金	1.94	2.56	1.64	2.19	0.75	0.75	0.75

经营活动现金流入小计	130.57	134.86	188.13	249.57	218.81	227.64	238.64
购买商品、接受劳务支付的现金	53.85	61.22	122.45	142.98	150.89	149.65	151.84
支付给职工以及为职工支付的现金	16.33	17.12	20.07	21.49	0.39	0.39	0.41
支付的各项税费	18.26	15.43	11.89	26.87	14.50	16.50	18.03
支付其他与经营活动有关的现金	3.31	1.97	2.78	6.68	0.04	0.04	0.04
经营活动现金流出小计	91.75	95.73	157.19	198.03	165.82	166.58	170.33
经营活动产生的现金流量净额	38.82	39.13	30.94	51.54	52.99	61.05	68.31
投资活动产生的现金流量:							
收回投资收到的现金	0.18	0.02		0.18			
取得投资收益收到的现金	2.67	3.50	1.65	0.47	0.90	0.90	0.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.08	0.15	0.39			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			0.00				
收到其他与投资活动有关的现金			0.00				
投资活动现金流入小计	2.86	3.60	1.81	1.03	0.90	0.90	0.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	27.43	11.59	10.23	11.84	13.30	47.65	61.00
投资支付的现金		0.02		0.20	0.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.87						
支付其他与投资活动有关的现金	0.01	0.01	0.01	0.01			
投资活动现金流出小计	28.31	11.62	10.24	12.04	13.30	47.65	61.00
投资活动产生的现金流量净额	(25.45)	(8.02)	(8.43)	(11.01)	(12.40)	(46.75)	(60.10)
筹资活动产生的现金流量:							
吸收投资收到的现金	4.62	11.12	16.59				
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	4.62	1.13	1.63				
取得借款收到的现金	96.86	88.21	106.73	49.26	9.31	33.36	42.70
收到其他与筹资活动有关的现金							
筹资活动现金流入小计	101.48	99.33	123.32	49.26	9.31	33.36	42.70
偿还债务支付的现金	93.46	114.12	124.66	74.12			
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	18.49	18.89	17.17	14.69	21.23	25.65	28.81
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润	2.41	1.97	1.46	1.08			
支付其他与筹资活动有关的现金	2.97	0.10	0.00	0.21			
筹资活动现金流出小计	114.92	133.11	141.83	89.03	21.23	25.65	28.81
筹资活动产生的现金流量净额	(13.45)	(33.79)	(18.50)	(39.77)	(11.92)	7.71	13.89

资料来源: wind, 华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.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。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数