

2024年04月27日

内蒙华电 (600863.SH)

——减值拖累 2023 年业绩 2024Q1 利润略超预期

买入 (维持)

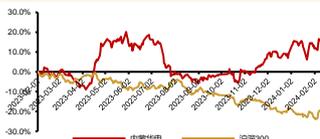
证券分析师

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

投资要点:

- 事件: 1) 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 225.3 亿元, 同比下降 2.34%, 实现归母净利润 20.1 亿元, 同比增长 13.4%, 主因 2023 年公司计提资产减值 6.2 亿元, 如将减值加回, 公司归母净利润约 25 亿元, 符合我们的预期。2) 公司发布 2024 年一季度报告, 2024 年一季度公司实现营业收入 56 亿元, 同比下降 7.4%, 实现归母净利润 8.9 亿元, 同比增长 3%, 略超我们的预期。3) 公司发布 2023 年利润分配公告, 2023 年公司计划分配现金红利 0.185 元/股 (含税)。
- 2023 年煤炭产量高增, 煤电度电盈利提升, 公司利润大幅增长。在电力方面, 2023 年公司实现发电量 607.15 亿千瓦时, 同比下降 0.59%, 其中华北火电发电量 216.2 亿千瓦时, 同比下滑 8.4%, 蒙西火电发电量 356.3 亿千瓦时, 同比增长 4.7%, 新能源发电量 34.7 亿千瓦时, 同比增长 0.5%。2023 年公司实现销售电价 0.344 元/千瓦时 (不含税), 同比下降 6.23% (0.023 元/千瓦时), 其中蒙西地区售电均价 0.3414 元/千瓦时, 同比下降 9.85%, 外送华北火电电价预估基本稳定。在煤炭方面, 2023 年公司完成煤炭产量 1326.2 万吨, 同比增长 52.1%, 完成煤炭销售单价 401.5 元/吨 (不含税), 同比下降 12.84% (59.16 元/吨)。可以看出, 公司利润增长主要来源于两个原因, 一个煤炭产量大幅增长, 二是煤炭采购成本下降幅度高于电价下降幅度, 根据公司公告, 2023 年公司煤炭采购标煤单价为 594.6 元/吨, 同比降低 77.92 元/吨, 在售电单价同比下降 22.87 元/千瓦时的情况下, 公司度电边际贡献同比增加 2.52%。
- 2024 年一季度利润超预期, 预计主因成本下降明显。2024 年一季度公司实现火电发电量 134.3 亿千瓦时, 同比下降 1%, 其中蒙西火电发电量 87.3 亿千瓦时, 同比增长 4.7%, 外送华北火电发电量 47 亿千瓦时, 同比下降 10%, 新能源电量 10.1 亿 kwh, 同比下降 0.1%。公司一季度电价 0.3506 元/千瓦时, 同比下降 0.028 元/千瓦时 (不含税), 主要由蒙西电价下降带来, 根据蒙西市场化交易结果, 预计蒙西电价下降超过 10%, 此外, 公司一季度标煤采购成本 587.81 元/吨, 同比下降 43.14 元/吨, 由此测算单位外购燃料成本下降约 0.013 元/千瓦时, 低于电价下降幅度, 受此影响, 市场普遍预期一季度盈利不够理想。我们分析公司一季度利润超出市场预期可能主要因为除燃料以外的其他成本下降明显。2024 年 Q1, 在电价电量均下降明显的情况公司毛利率反而同比略有提升, 从 24.5%提升至 25%, 我们分析可能主要因为公司火电机组投产时间较早, 部分机组可能折旧已经计提完毕, 使得公司营业成本下降明显, 除此之外, 公司一季度延续 2023 年财务费用下降趋势, 2024Q1 财务费用同比下降 0.4 亿元, 两大成本的下降抵消了电价下降带来的不利影响, 使得公司盈利小幅提升。
- 煤电一体化经营盈利稳定性高, 核增 300 万吨产能落地后盈利稳定性进一步增厚。2023 年公司煤炭产量 1326.2 万吨, 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。公司规划 2022-2024 年现金分红率不低于 70%, 2023 年公司计划分配现金红利 0.185 元/股 (含税), 占公司可供分配利润 70.1%, 对应 2023 年股息率 4.2%。2024 年公司盈利稳定性高, 在分红率 70%的情况下股息率 5.2%。
- 盈利预测与评级: 考虑到电价表现, 我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测分别为 24.8、28.1 亿元 (调整前分别为 26.24、29.37 亿元), 新增 2026 年归母净利润预测 30.1 亿元, 同比增长率分别为 23.5%、13.5%、7.1%, 当前股价对应的 PE 分别为 12、10、10 倍, 当前估值水平较低, 假设 2024-2026 年分红率维持 70%, 公司股息率分别为 5.2%、6%、6.5% (股息率= (归母净利润-提取盈余公积-永续债务利息) *70%/当前市值), 股息率价值凸显, 继续维持“买入”评级。
- 风险提示: 公司电价下降幅度超出预期, 新增煤炭产能投产进度不及预期

股价数据: 2024年4月26日

收盘价 (元) 4.49
年内最高/最低 (元) 4.98/3.22
总市值 (亿元) 293

基础数据: 2023年12月31日

总股本 (亿股) 65.27
总资产 (亿元) 395
净资产 (亿元) 233
每股净资产 (元) 2.5
市净率 PB 1.8

盈利预测与估值

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 23066 | 22525 | 22365 | 23340 | 23957 |
| 同比增长率 (%) | 21.82% | -2.34% | -0.71% | 4.36% | 2.64% |
| 归母净利润 (百万元) | 1762 | 2005 | 2476 | 2812 | 3010 |
| 同比增长率 (%) | 289.82% | 13.79% | 23.52% | 13.54% | 7.07% |
| 每股收益 (元/股) | 0.27 | 0.31 | 0.38 | 0.43 | 0.46 |
| 毛利率 (%) | 17.6% | 21.0% | 22.9% | 24.4% | 24.9% |
| ROE (%) | 10.1% | 10.9% | 12.8% | 13.8% | 13.9% |
| 市盈率 | 16.5 | 14.5 | 11.8 | 10.4 | 9.7 |

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