

电投能源 (002128)

证券研究报告
2024年05月13日

“煤电铝一体化”稳定盈利，绿电转型持续提速

国电投集团旗下“煤-电-铝”一体化经营平台

公司原名露天煤业，为国电投集团旗下唯一煤炭资产上市平台，大股东为中电投蒙东能源集团有限责任公司，后历经多年发展，将业务延伸至电力及电解铝行业，从而形成“煤-电-铝”联动的一体化经营格局。2023年公司煤炭行业、煤电热力行业、新能源发电行业、有色金属冶炼行业营收占比分别为35.32%、6.78%、3.60%、54.30%。

蒙东和东北地区褐煤龙头，煤电一体化优势显著

区位优势+露天煤矿，煤炭业务盈利水平行业领先。公司拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，煤炭核准产能4800万吨/年，受益于东北及蒙东地区煤炭供需紧张的格局，公司多年来产能利用率接近100%，且整体价格达到长协价格上限。同时，公司旗下矿场均为“露天煤矿”，成本较低且安监压力较小，伴随后续产能扩增，公司煤炭业务盈利能力有望维持较优水平。

旗下火电“百分百”自供煤，一体化优势突出。截至2023年底，公司火电装机120万千瓦，煤炭产量对比电煤需求较为宽裕，“一体化”模式下成本优势显著，横向对比下，公司电力板块盈利水平与稳定性明显领先。同时，公司“煤电一体化”经营模式顺应政策导向与行业趋势，有望有效熨平煤、电周期性波动，持续增长整理盈利稳定性。

重点扩张新能源发电，绿色转型开启第二增长点

截至2023年底，公司已投产运行新能源发电装机规模达到455.2万千瓦，同比增长109.8%。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，按该目标值测算，公司2024-2025年新能源装机有望继续保持高速增长。

电解铝：自备电厂降低成本，盈利能力行业领先

公司目前电解铝产能为86万吨，近年来产能利用率均维持高位，贡献高体量营收规模，同时依托自备电厂，公司电解铝业务成本优势突出，明显低于当年行业平均成本水平，资产盈利能力优秀，有望为公司贡献持续现金流。

盈利预测与估值：我们预计公司2024-2026年可实现营业收入281.70、316.40和351.77亿元，同比分别增加4.93%、12.32%和11.18%；可实现归母净利润50.39、53.46和58.84亿元，同比分别增加10.52%、6.09%和10.06%。基于分部估值分析，给予公司2024年估值626.19亿元，对应目标股价为27.94元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，煤炭价格波动，电力价格波动，新能源装机规模扩张不及预期，电解铝价格波动，测算假设存在误差风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,792.90	26,845.53	28,170.04	31,639.92	35,176.69
增长率(%)	8.70	0.20	4.93	12.32	11.18
EBITDA(百万元)	8,342.27	8,367.05	9,619.48	10,322.20	11,358.77
归属母公司净利润(百万元)	3,986.81	4,559.65	5,039.17	5,346.10	5,884.00
增长率(%)	11.99	14.37	10.52	6.09	10.06
EPS(元/股)	1.78	2.03	2.25	2.38	2.62
市盈率(P/E)	12.17	10.64	9.63	9.07	8.24
市净率(P/B)	2.06	1.57	1.41	1.27	1.15
市销率(P/S)	1.81	1.81	1.72	1.53	1.38
EV/EBITDA	3.83	4.69	5.32	4.73	3.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	煤炭/煤炭开采
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	21.64元
目标价格	27.94元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,241.57
流通A股股本(百万股)	2,113.57
A股总市值(百万元)	48,507.65
流通A股市值(百万元)	45,737.73
每股净资产(元)	14.73
资产负债率(%)	29.30
一年内最高/最低(元)	21.88/12.76

作者

郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
张樾樾	分析师
SAC执业证书编号：S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《露天煤业-半年报点评:Q2业绩创新高，成本控制得力促各板块毛利齐升》2018-08-09
- 《露天煤业-季报点评:集团矿井离注入条件更近一步，积极布局新能源》2018-04-24
- 《露天煤业-季报点评:露天开采Q3季节性影响大，Q4有望量价齐增业绩可期》2017-10-26

内容目录

1. 国电投集团旗下“煤-电-铝”一体化经营平台	4
2. 蒙东和东北地区褐煤龙头，煤电一体化优势显著	6
2.1. 区位优势+露天煤矿，煤炭业务盈利水平行业领先	6
2.2. 旗下火电“百分百”自供煤，一体化优势突出	8
2.3. “煤电一体化”模式强化资产“公用事业”属性，有效熨平煤、电周期性波动	10
3. 重点扩张新能源发电，绿色转型开启第二增长点	12
4. 电解铝：自备电厂降低成本，盈利能力行业领先	14
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 盈利预测	17
5.2. 估值	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司历史发展沿革	4
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）	4
图 3：公司三大业务板块（截至 2023 年底）	5
图 4：公司业务营收结构（截至 2023 年底）	5
图 5：公司各业务板块及整体毛利率表现	5
图 6：公司 2019-2024Q1 归母净利润（亿元）	5
图 7：公司 2018-2023 年经营性现金流情况（亿元）	6
图 8：行业内各公司资产负债率对比	6
图 9：东北三省 2009-2023 年原煤产量（万吨）	6
图 10：公司 2018-2022 年煤炭产量及产能利用率	6
图 11：《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》政策内容	7
图 12：公司 2015-2023 年吨煤成本变动情况	7
图 13：行业内各公司煤炭业务毛利率水平对比	8
图 14：公司和控股股东、实际控制人在内蒙古范围内煤炭开采业务及销售运输线路示意图	8
图 15：公司火电厂煤炭消耗量测算及与自身煤炭产能对比	8
图 16：2023 年长协煤与秦皇岛港口煤（Q5500）价格对比（元/吨）	9
图 17：公司火电厂煤炭运输环节	9
图 18：2020-2024 年秦皇岛港 Q5500 煤价走势（元/吨）	9
图 19：煤电联营企业与火电企业 2021-2023 年电力业务毛利率水平对比	10
图 20：典型日风电出力曲线	10
图 21：典型日光伏出力曲线	10
图 22：2010-2023 年煤价走势与典型煤、电企业 ROE（摊薄）水平对比	10
图 23：我国每年火电新增装机容量（万千瓦）	11

图 24: 2022-2024 年 3 月核准火电项目经营模式 (GW) 11

图 25: 煤炭企业、火电企业、煤电联营企业 ROE (摊薄) 变化与煤价走势 (秦皇岛港 Q5500) 对比 (% , 元/吨) 12

图 26: 2018-2023 年全国风光装机规模 (亿千瓦) 12

图 27: 公司 2021-2025 年新能源装机规模及预测 (万千瓦) 13

图 28: 2022 年公司风光项目预测利用小时数 (h) 13

图 29: 2020-2023 年公司电解铝产量及产能利用率 14

图 30: 2020-2023 年公司电解铝板块营收及占比 14

图 31: 各行业典型公司 2019-2023 年 ROE (摊薄)、毛利率、经营利润现金含量对比 15

图 32: 2021-2023 年公司各板块毛利及占比 (亿元) 15

图 33: 2021-2023 年公司电解铝板块归母净利润及占比估算 (亿元) 15

图 34: 2020-2024E 中国电解铝建成及运行产能情况 16

图 35: Mysteel 历年铝锭现货价对比 (元/吨) 16

图 36: 2021-2023 年公司电解铝业务营业成本拆分 16

图 37: 2018-2023 年国内电解铝行业加权平均完全成本及理论盈亏 16

表 1: 国家电投集团旗下上市公司情况 4

表 2: 公司现有煤炭矿区类型、储量及产能情况 7

表 3: 除公司外, 国家电投、蒙东能源在内蒙古东部控股的煤炭生产企业情况 8

表 4: 各类型企业所选标的 11

表 5: 鼓励火电新能源互补的政策文件梳理 14

表 6: 电解铝板块可比公司估值表 18

表 7: 煤炭板块可比公司估值表 19

表 8: 电力 (火电) 板块可比公司估值表 19

表 9: 电力 (新能源) 板块可比公司估值表 19

1. 国电投集团旗下“煤-电-铝”一体化经营平台

由煤炭生产及销售起步，业务板块向电力与电解铝行业扩展。公司成立于 2001 年，原名为内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司（露天煤业），由原霍煤集团（后更名为中电投霍林河煤电集团）将旗下从事煤炭产供销业务及重要辅助生产设施等经营性资产及负债完整投入公司设立，之后经历多年发展，于 2007 年在深圳证券交易所挂牌上市。2014 年，公司通过非公开发行股份、募集资金方式，收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司 100% 股权，新增 120 万千瓦火电装机，成功将产业链向下游延伸。2019 年，公司再次通过该方式收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51% 股权，将业务范围进一步向电解铝行业拓展，至此，公司形成“煤-电-铝”联动的一体化经营格局。

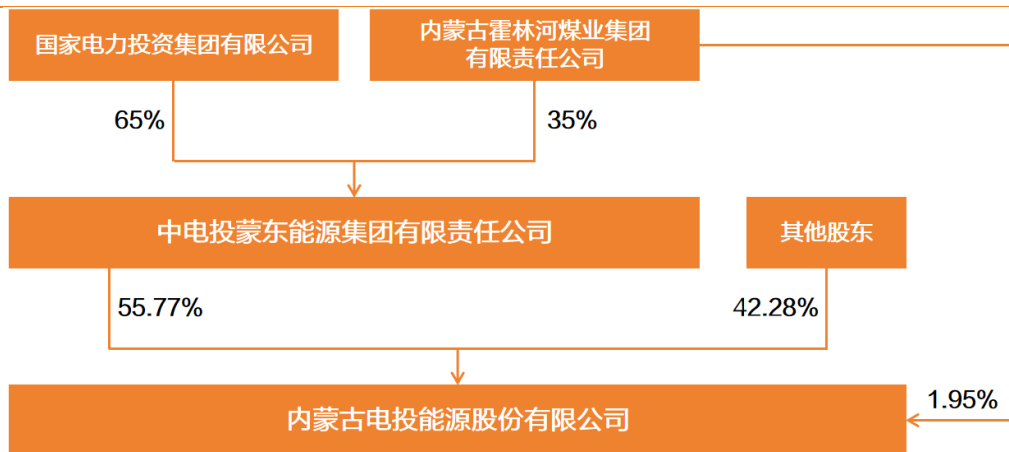
图 1：公司历史发展沿革



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国电投集团旗下唯一煤炭资产上市平台。截至 2024Q1，公司大股东为中电投蒙东能源集团有限责任公司，直接持有公司 55.77% 股份，国电投集团通过蒙东能源集团间接控股公司。国电投集团旗下共有 5 家 A 股上市公司、1 家香港红筹股公司和 2 家新三板挂牌交易公司，业务范围涵盖煤炭、发电、供热、环保、电解铝等多个行业，其中公司为集团旗下唯一的煤炭资产上市平台，战略地位突出。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：国家电投集团旗下上市公司情况

公司	申万三级行业	公司简介
上海电力	火力发电	公司是上海市主要的综合能源供应商和服务商之一，是上海市最大的热能供应商，主营业务包括发电、供热、综合智慧能源等。
远达环保	大气治理	公司聚焦大气治理产业链，主要业务集中于脱硫脱硝除尘工程总承包、脱硫脱硝特许经营、脱硝催化剂制造及再生、除尘器设备制造及安装、以及水务工程及运营等。
吉电股份	电能综合服务	公司主要业务涉及新能源、综合智慧能源、氢能、储能充换电及火电、供热、生物质能、电站服务等领域。公司以清洁能源为主线，打造了东北、西北、华东、江西、华北 5

		个区域新能源基地，发展项目遍及 30 个省市自治区，并积极拓展海外业务。
电投产融	火力发电	公司主营业务涉及电力行业和金融行业，电力方面主要包括热电及新能源，金融业务覆盖保险经纪、信托、期货等多个金融领域。
电投能源	动力煤	公司业务主要包括煤炭和铝、电业务等。其中煤炭产品主要销售给内蒙古、吉林、辽宁等地区燃煤企业，用于火力发电、煤化工、地方供热等方面。
中国电力	火力发电	公司业务涵盖火电、水电、风电、光伏发电、天然气发电、储能、绿电交通及综合能源服务等

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

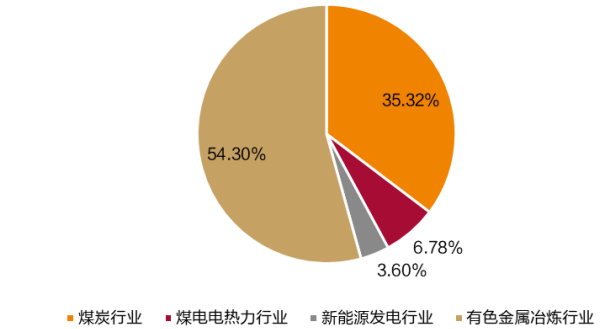
公司“煤-电-铝”三大业务并行，2023 年营收占比分别为 35.32%、10.38%、54.30%。截至 2023 年底：煤炭方面，公司拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，煤炭核准产能 4800 万吨；电力方面，公司火电上网发电机组容量 120 万千瓦，新能源上网发电机组容量 455.2 万千瓦；电解铝方面，公司控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司拥年产 86 万吨电解铝生产线。从营收结构来看，2023 年公司煤炭行业、煤电热力行业、新能源发电行业、有色金属冶炼行业分别实现营业收入 94.82、18.20、9.66、145.78 亿元，占比分别为 35.32%、6.78%、3.60%、54.30%。

图 3：公司三大业务板块（截至 2023 年底）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

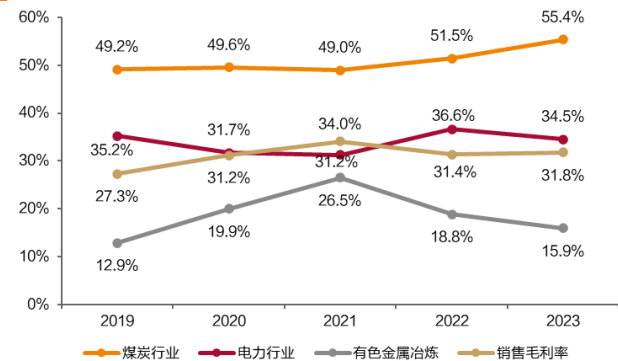
图 4：公司业务营收结构（截至 2023 年底）



资料来源：Wind，天风证券研究所

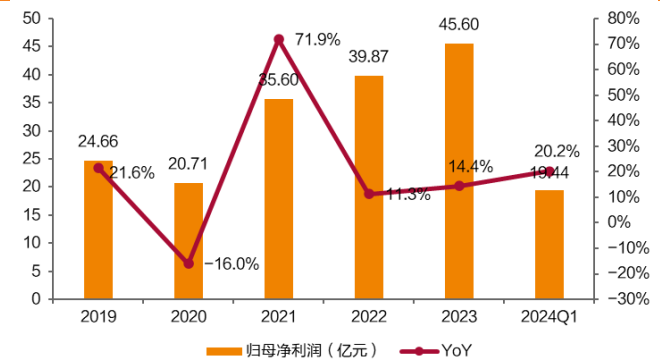
多业务板块布局保障稳定性，业绩水平稳步提升。受益于公司的全产业链布局，公司整体盈利水平相对稳定，同时，由于煤炭与电力分属产业链上下游，或存在一定对冲效应，因此公司整体毛利率与电解铝板块相关度较高。公司整体业绩表现保持上升趋势，2023 年公司实现营业收入 268.46 亿元，同比增长 0.20%，实现归母净利润 45.60 亿元，同比增长 14.39%；2024Q1 实现营业收入 73.45 亿元，同比增长 7.32%，实现归母净利润 19.44 亿元，同比增长 20.21%。

图 5：公司各业务板块及整体毛利率表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司 2019-2024Q1 归母净利润（亿元）

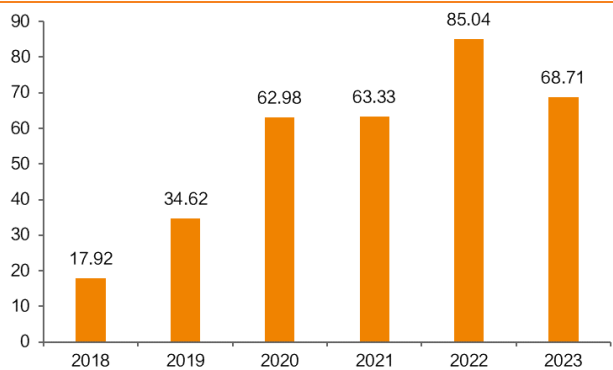


资料来源：Wind，天风证券研究所

资本支出快速增长，较优的财务状况保障未来良性健康发展。为加速绿电转型进程，公司资本支出水平快速提高，2023 年购买资产支出现金达到 77.97 亿元，同比增长 15.89%；从财务状况来看，较高的资本支出下公司现金压力有所提高，2023 年公司经营性现金流为 68.71 亿元，低于投资性现金支出，截至 2023 年底，公司期末现金余额为 16.47 亿元，同比降低 8.04%，但公司资产负债率下降至 29.27%，低于行业平均水平，健康的财务状况

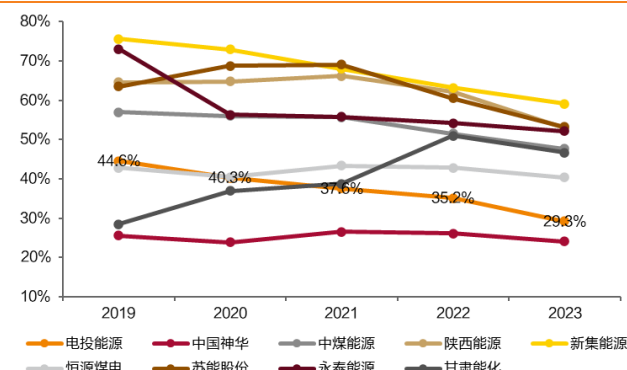
有望保障公司未来持续快速发展。

图 7：公司 2018-2023 年经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：行业内各公司资产负债率对比



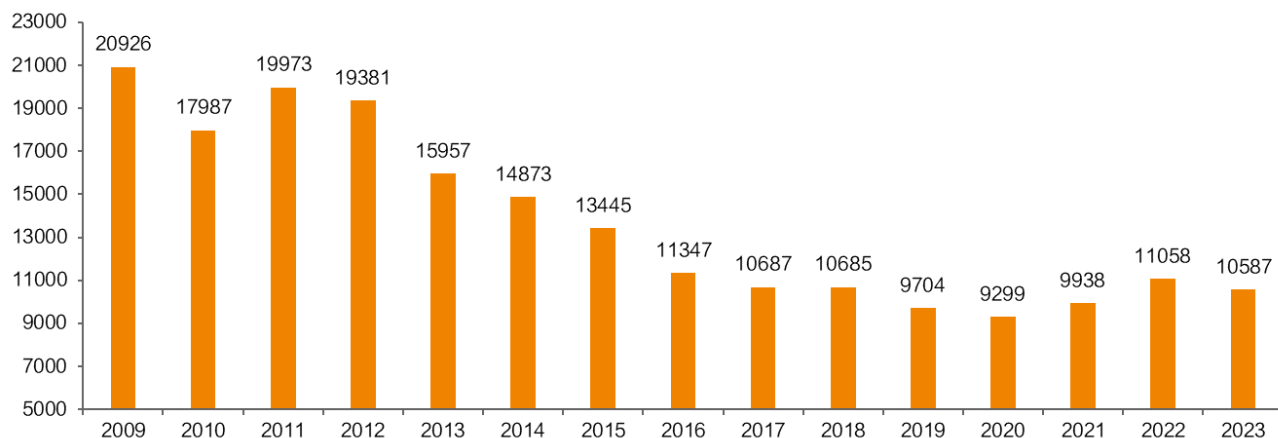
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 蒙东和东北地区褐煤龙头，煤电一体化优势显著

2.1. 区位优势+露天煤矿，煤炭业务盈利水平行业领先

东北及蒙东区域煤炭供需紧张。公司为蒙东和东北地区褐煤龙头企业，随着东北三省煤炭落后产能的退出，区域内煤炭需求缺口进一步加大，从而保障公司煤炭量价稳固。

图 9：东北三省 2009-2023 年原煤产量（万吨）

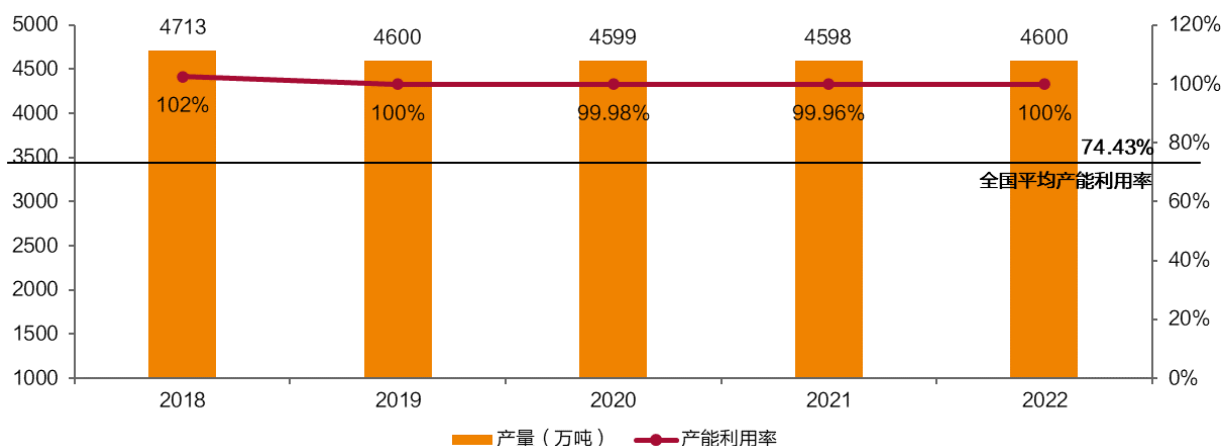


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2011 年 12 月辽宁产量数据缺失，本图根据前 11 月数据估算

- 一方面，公司产能利用率维持高位，2023 年国内煤炭开采和洗选业产能利用率为 74.43%，对比之下，公司多年来产能利用率均接近 100%，具备明显优势。

图 10：公司 2018-2022 年煤炭产量及产能利用率



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

- 另一方面，公司煤炭销售以长协为主，紧供需格局下价格稳中有增。根据发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，蒙东地区 3500 大卡褐煤长协价格区间为 200-300 元/吨（含税），对应至公司煤炭平均热值（3150 大卡）价格上限约为 270 元/吨（含税）。截至 2023 年 6 月末，公司煤炭销售中长协煤和市场煤的比例约为 85%、15%，其中，长协煤含税均价约 270 元/吨，达到价格上限水平，且同比有一定增幅，市场煤含税均价约 390 元/吨，同比略有下降。

图 11:《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》政策内容

地区	山西	陕西	蒙西	蒙东
热值	5500大卡	5500大卡	5500大卡	3500大卡
价格合理区间 (元/吨) (含税)	370-570	320-520	260-460	200-300

注：1. 上述价格均为含税价格。

2. 其他热值煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间按热值比相应折算。

3. 其他地区可根据当地实际情况，按照自产煤炭与外调煤炭到燃煤电厂价格相近的原则，提出当地自产煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

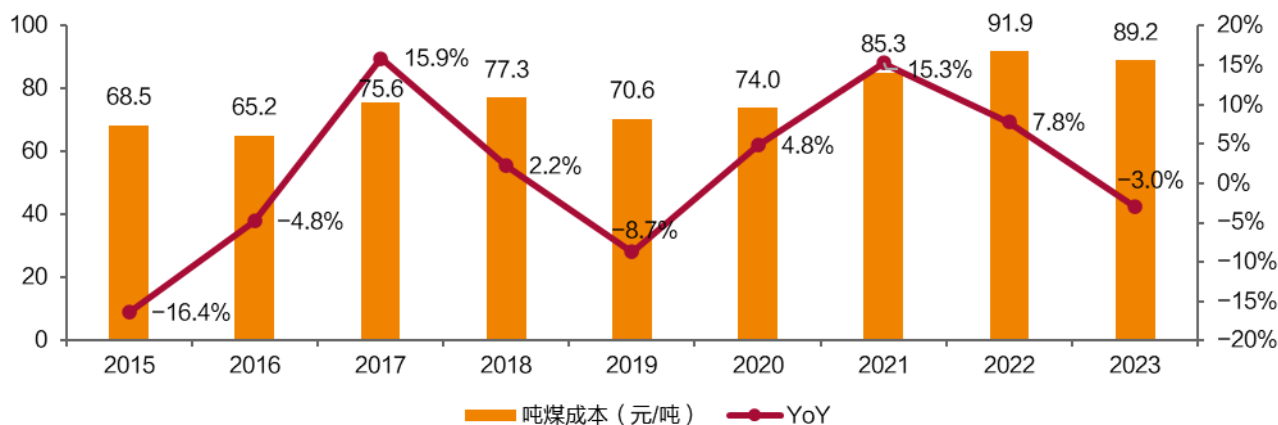
旗下矿场为露天煤矿，成本较低且安监压力较小。煤炭类型可分为井工煤矿和露天煤矿两类，和井工开采方式相比，露天开采基本不存在瓦斯和煤尘爆炸、煤与瓦斯突出等地质灾害，安全生产状况明显好于井工开采，安监压力较小，生产成本较低，根据《世界露天煤矿发展综述》（于海旭等），世界露天煤矿开采成本约为井工开采的 50%，劳动生产率约为井工开采的 5-25 倍，平均产量是井工煤矿的 3 倍以上。公司旗下霍林河露天煤矿为中国第一个现代化露天煤矿，2023 年公司整体吨煤成本为 89.2 元/吨，同比降低 3.0%。

表 2: 公司现有煤炭矿区类型、储量及产能情况

矿区	煤矿种类	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	采区	核准产能 (万吨/年)
霍林河矿区一号露天矿田	露天煤矿	13.87	9.38	南露天矿	1800
				北露天矿一采区	300
				北露天矿二采区	300
				北露天矿三采区	400
扎哈淖尔露天矿田	露天煤矿	12.17	9.49	扎哈淖尔露天矿	1800
合计	-	26.04	18.87	-	4600

资料来源：公司公告，Global Energy Monitor，中国网，天风证券研究所

图 12: 公司 2015-2023 年吨煤成本变动情况

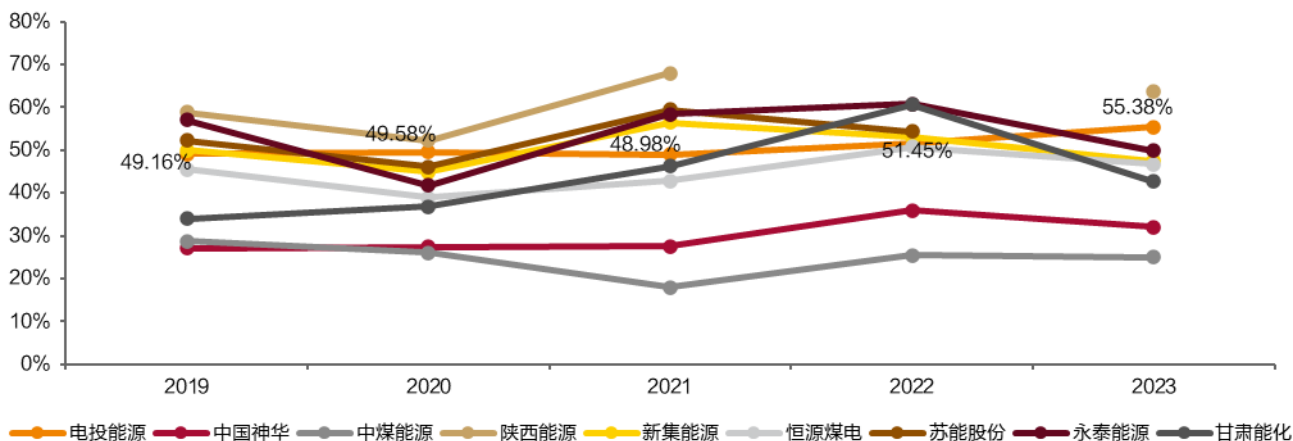


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从盈利能力来看，2023 年公司煤炭业务毛利率为 55.38%，同比提高 3.93pct，处于行业中

上游位置并保持稳中有升趋势。

图 13：行业内各公司煤炭业务毛利率水平对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

新增产能+资产注入，公司煤炭产能扩张空间显著。一方面，公司积极获取煤炭资源储备，根据 2023 年报显示，南露天煤矿 200 万吨产能核增相关手续已办理完成，公司煤炭产能顺利扩增至 4800 万吨/年；另一方面，国电投集团承诺公司是国家电投集团在内蒙古区域内煤炭、火力发电及电解铝资源整合的唯一平台和投资载体，另外，2014 年 8 月，蒙东能源出具《关于避免内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司同业竞争的总体规划》，承诺待白音华二号矿和三号矿满足特定条件后需注入上市公司。

表 3：除公司外，国家电投、蒙东能源在内蒙古东部控股的煤炭生产企业情况

煤炭资产	公司名称	产能（万吨/年）	所在地
国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司	白音华二号露天矿	1500	锡林郭勒
内蒙古白音华蒙东露天煤业有限公司	白音华三号露天矿	1400	锡林郭勒
内蒙古宝泰仑矿业有限公司	西乌旗巴其北煤矿	-	锡林郭勒

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：公司和控股股东、实际控制人在内蒙古范围内煤炭开采业务及销售运输线路示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 旗下火电“百分百”自供煤，一体化优势突出

公司旗下火电厂“百分百”自供煤。截至 2023 年底，公司火电装机 120 万千瓦，假设年利用小时为 5000 小时，则公司火电年发电量约 60 亿千瓦时，按照供电煤耗 290 元/千瓦小时计算，对应标煤耗约 174 万吨，折算至公司煤炭平均热值（3150 大卡），其年耗煤量约 387 万吨，即使考虑公司电解铝自备电厂用煤，其煤炭消耗也远低于公司年煤炭产量。

图 15：公司火电厂煤炭消耗量测算及与自身煤炭产能对比

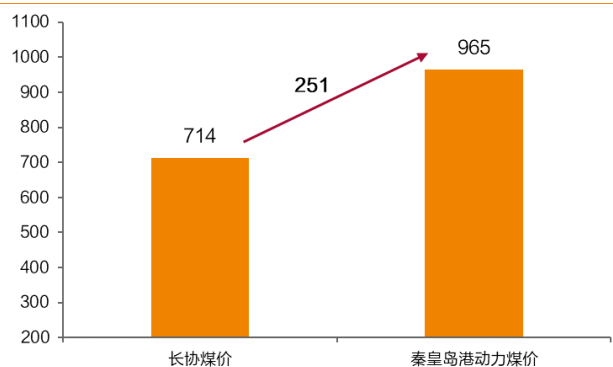


截至2023年底，公司煤炭产能为4800万吨，控股火电厂与电解铝自备电厂煤炭消耗量占煤炭产能比例分别约为8%、16%

资料来源：公司公告，Wind，安泰科官网，国家能源局，天风证券研究所

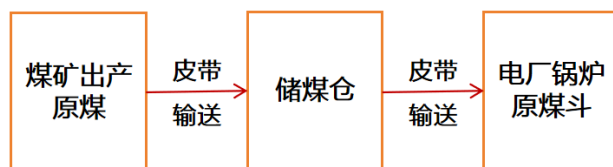
“一体化”模式下公司火电成本优势显著。一方面，长协煤与市场煤价格相比在稳定性和绝对水平上均有明显优势，根据中能传媒研究院，2023 年我国长协煤 5500 大卡均价 713.83 元/吨，较 2022 年均价 721.67 元/吨回落 7.84 元/吨，其中最高价为 1 月的 728 元/吨，最低价为 9 月的 699 元/吨，整体呈窄幅波动；而秦皇岛港动力煤年内均价 965 元/吨，较 2022 年全年均价下降 304 元。另一方面，公司旗下火电厂为就地消纳低热值煤，实现“煤在空中走”的坑口发电厂，原煤出厂后直接经储煤仓，通过皮带输送至电厂锅炉原煤斗，因此电厂燃煤运输成本较为低廉。

图 16：2023 年长协煤与秦皇岛港口煤（Q5500）价格对比（元/吨）



资料来源：中能传媒研究院，中国能源新闻网，天风证券研究所

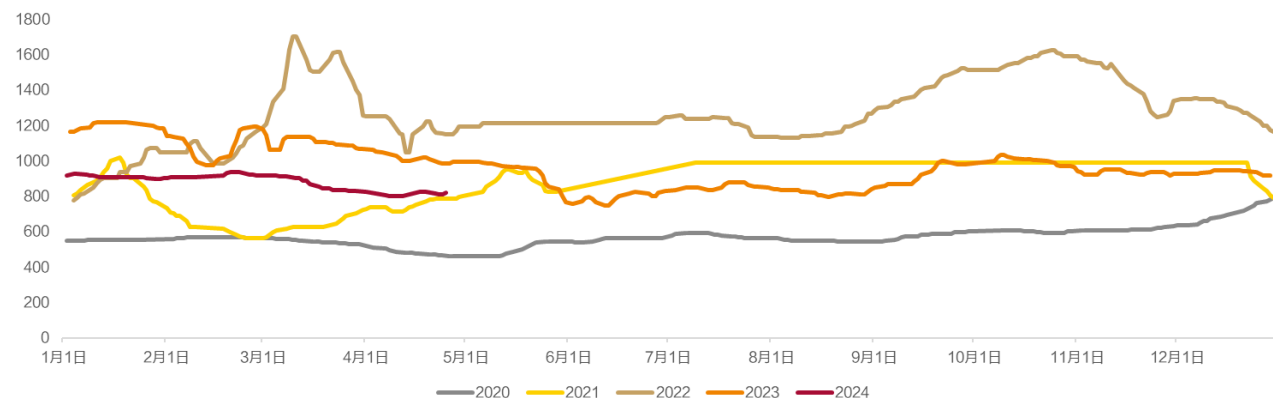
图 17：公司火电厂煤炭运输环节



资料来源：公司公告，天风证券研究所

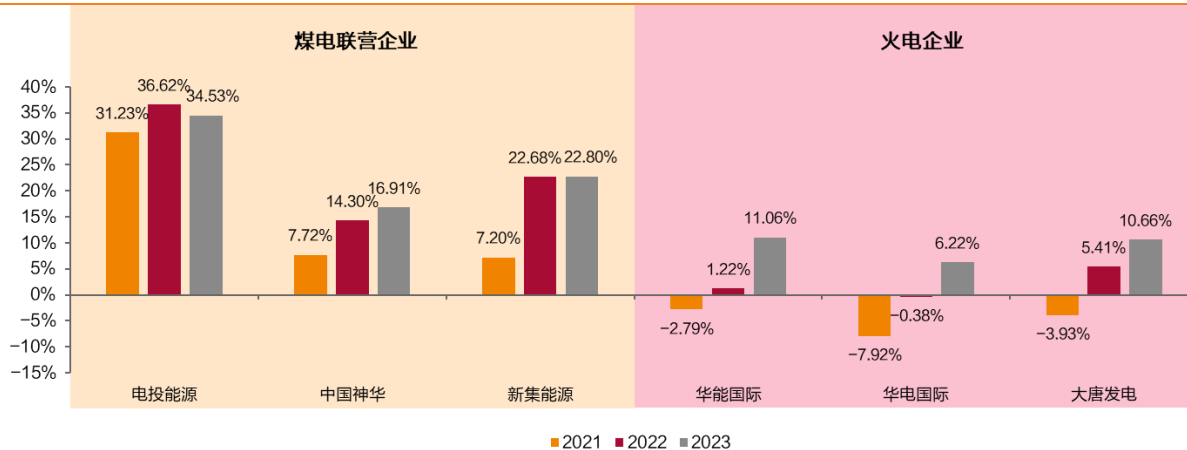
横向对比下，公司电力板块盈利水平与稳定性明显领先。在 2022 年国内煤价维持较高水平的情况下，公司 22H1 煤电（热）板块毛利率为 33.39%，2023 年伴随煤价逐渐下滑，其盈利能力进一步改善，23H1 煤电（热）板块毛利率达到 41.15%，相比提高 7.76pct。从电力板块整体来看，2021-2023 年公司电力板块毛利率分别为 31.23%、36.62%、34.53%，远优于火电企业盈利水平。

图 18：2020-2024 年秦皇岛港 Q5500 煤价走势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：煤电联营企业与火电企业 2021-2023 年电力业务毛利率水平对比

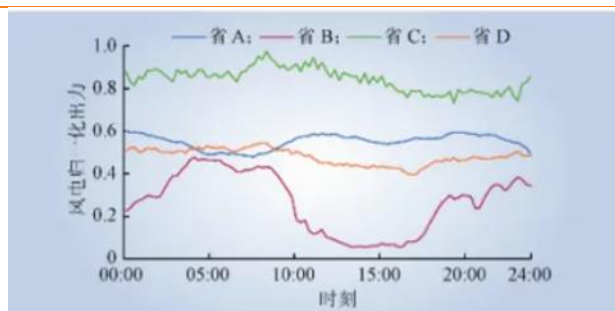


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. “煤电一体化”模式强化资产“公用事业”属性，有效熨平煤、电周期性波动

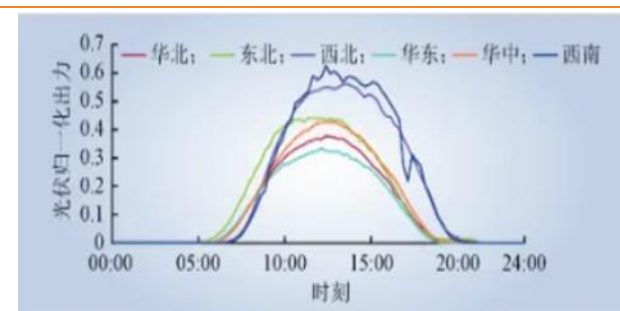
电力系统改革持续推进，煤电资产调节性与支撑性价值凸显。新型电力系统建设下，新能源装机规模不断提高，占比持续提升，但风光发电受地域环境限制较大，风电日波动最大幅度可达装机容量的 80%，且呈现一定的反调峰特性；光伏发电受昼夜、天气、移动云层变化的影响，同样存在间歇性和波动性。而火电采用同步发电机技术，可以根据电网的频率、电压情况瞬时调整其有功和无功功率输出，在维持电力系统稳定性以及故障穿越能力方面，较风电和光伏具有显著的优势。因此，保持合理容量的火电机组对保障供电可靠性具有重要意义。

图 20：典型日风电出力曲线



资料来源：《考虑新能源资源及出力特性的全局备用容量优化方法》蔡乾等，天风证券研究所

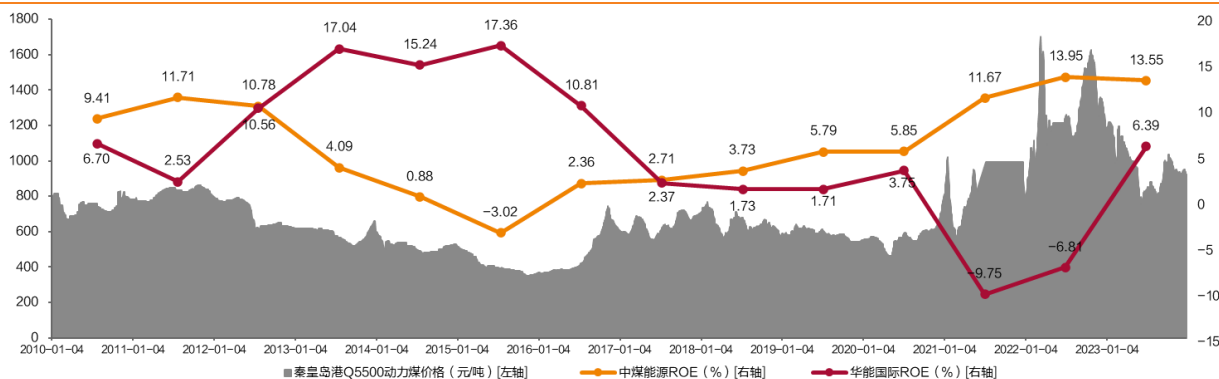
图 21：典型日光伏出力曲线



资料来源：《考虑新能源资源及出力特性的全局备用容量优化方法》蔡乾等，天风证券研究所

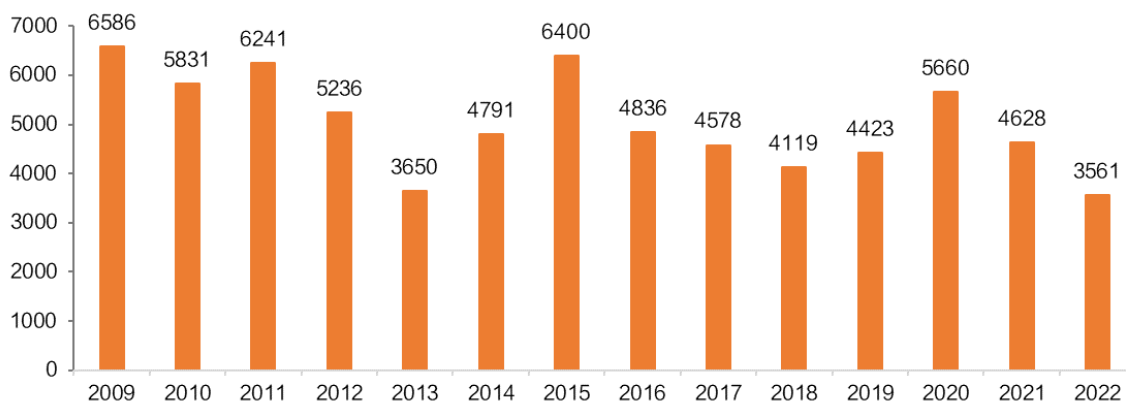
受煤、电行业周期性波动与机组利用率下滑影响，煤电资产经营未来或面临一定压力。一方面，煤炭企业与电力企业分别位于煤电产业链的上、下游，伴随煤价波动，其盈利水平通常呈反向波动，煤价上升则直接导致煤电企业盈利能力下滑，业绩面临压力；煤价下降则可能降低煤企收益，影响保供。另一方面，伴随新能源装机的持续扩张，未来火电机组容量利用率或将不断下降，从而可能导致机组收益下滑，影响企业投资积极性。

图 22：2010-2023 年煤价走势与典型煤、电企业 ROE（摊薄）水平对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：我国每年火电新增装机容量（万千瓦）

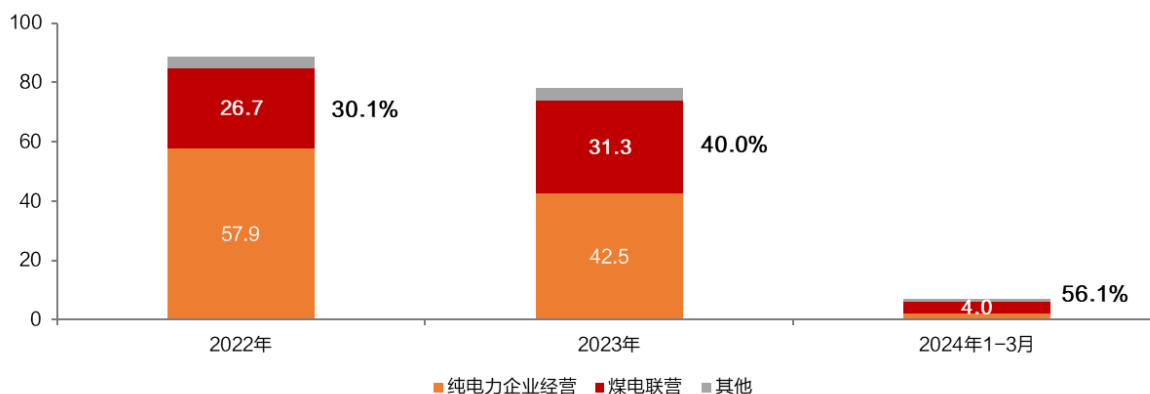


资料来源：Wind，国家能源局公众号，福建节能公众号，天风证券研究所

政策端强调能源保供安全，保障机组合理盈利，促使煤电资产回归“公用事业”属性。**装机方面**，2022年8月，电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》，提出在保证安全的前提下，加快推进明确煤电建设，同时尽快新增规划煤电项目落实，适时新增规划一批电源储备项目，夯实托底保供基础，压实电力供应保障的基本盘；**收益方面**，2023年11月，两部委发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，明确表明煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型的新形势，并提出从2024年开始，将煤电单一制电价调整为两部制电价，其中容量电价水平根据转型进度等实际情况合理确定并逐步调整，充分体现煤电对电力系统的支撑调节价值，确保煤电行业持续健康运行。

在上述背景下，“煤电联营”渐成趋势，多家传统煤炭企业布局电力板块。根据北极星电力网统计，2022-2023年国内火电新增核准火电机组约1.67亿千瓦，其中煤电联营机组占比约34.8%。其中，国家能源集团、中煤能源集团、陕煤集团等多家大型煤炭企业均有煤电装机新增。

图 24：2022-2024年3月核准火电项目经营模式（GW）



资料来源：北极星电力新闻网，Wind，华润集团官网，国投电力官网，国际电投集团官网，华能国际官网，华电国际官网，华银电力官网等，天风证券研究所

“煤电一体化”经营模式顺应政策导向与行业趋势，盈利稳定性突出。我们选取几家典型公司，以其作为代表将煤炭企业、火电企业和煤电联营企业2019-2023年盈利水平进行对比：

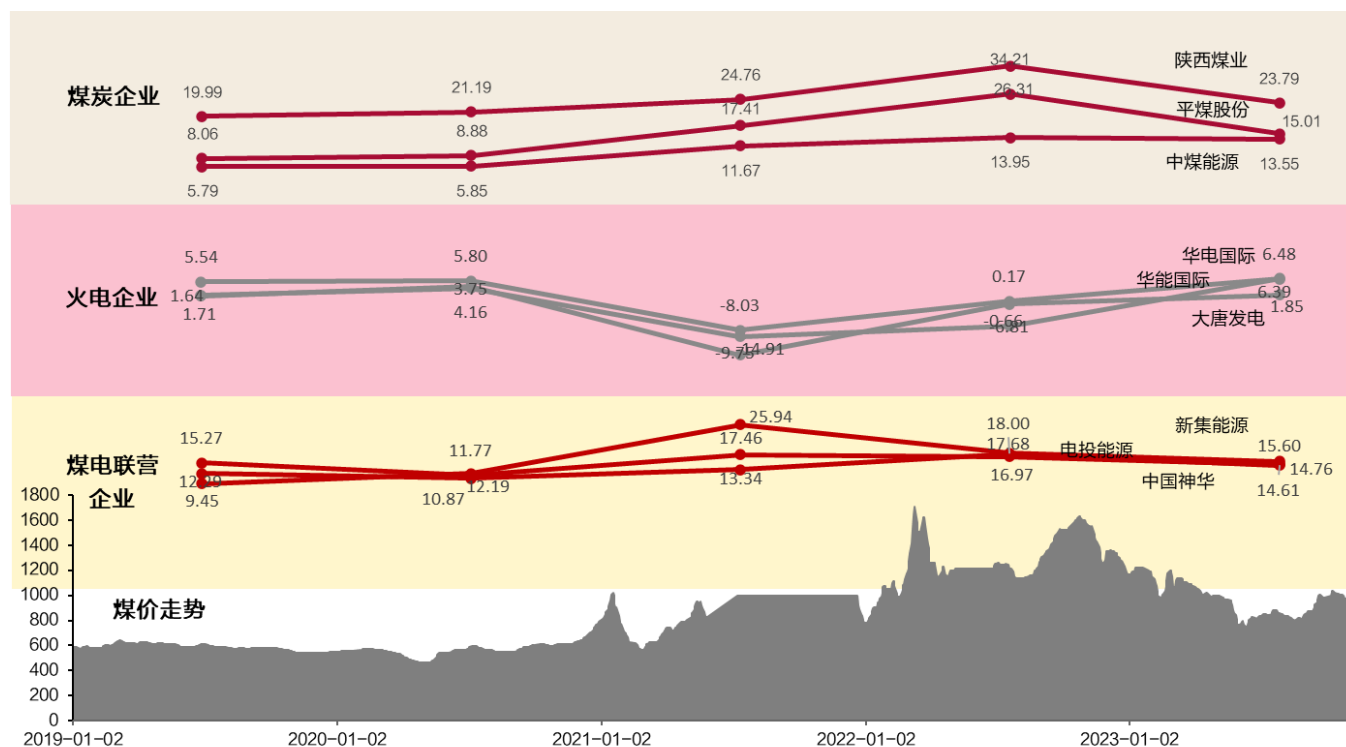
表 4：各类型企业所选标的

企业类型	选取公司
煤炭企业	中煤能源、陕西煤业、平煤股份
火电企业	华能国际、华电国际、大唐发电
煤电联营企业	中国神华、电投能源、新集能源

资料来源：Wind，天风证券研究所

对比上述公司 ROE 水平，由于 2021-2022 年煤价大幅上涨，煤炭企业 ROE 水平显著提高，火电企业 ROE 则显著下滑，甚至出现亏损，而对比煤电联营企业，其 ROE 水平较为平稳，盈利稳定性相对较强。测算上述三类企业 19-23 年 ROE 的平均标准差，煤炭企业、火电企业、煤电联营企业分别为 5.09%、6.19%、3.33%，**煤电联营企业盈利能力受煤价的边际影响明显较弱，“煤电一体化”模式有望有效熨平煤、电周期性波动。**

图 25：煤炭企业、火电企业、煤电联营企业 ROE（摊薄）变化与煤价走势（秦皇岛港 Q5500）对比（%，元/吨）

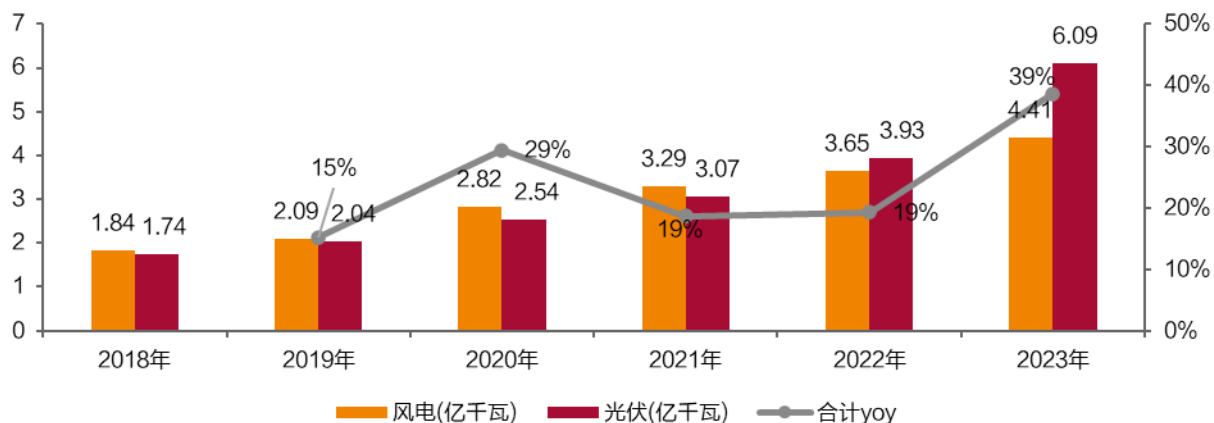


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 重点扩张新能源发电，绿色转型开启第二增长点

碳中和承诺驱动能源加速转型，风、光装机容量持续快速扩张，发展空间广阔。在一次能源消费和碳排放的双重约束下，风光装机规模快速扩张，截至 2023 年底，国内风电装机规模达到 4.41 亿千瓦，同比增长 20.7%，光伏装机规模达到 6.09 亿千瓦，同比增长 55.2%，2018-2023 年风光合计装机 CAGR 达 24.0%。**展望未来，根据中国电力企业联合会预测，到 24 年底，新能源发电装机规模将达到 13 亿千瓦左右，首次超过煤电装机规模，占总装机比重上升至 40%左右。**

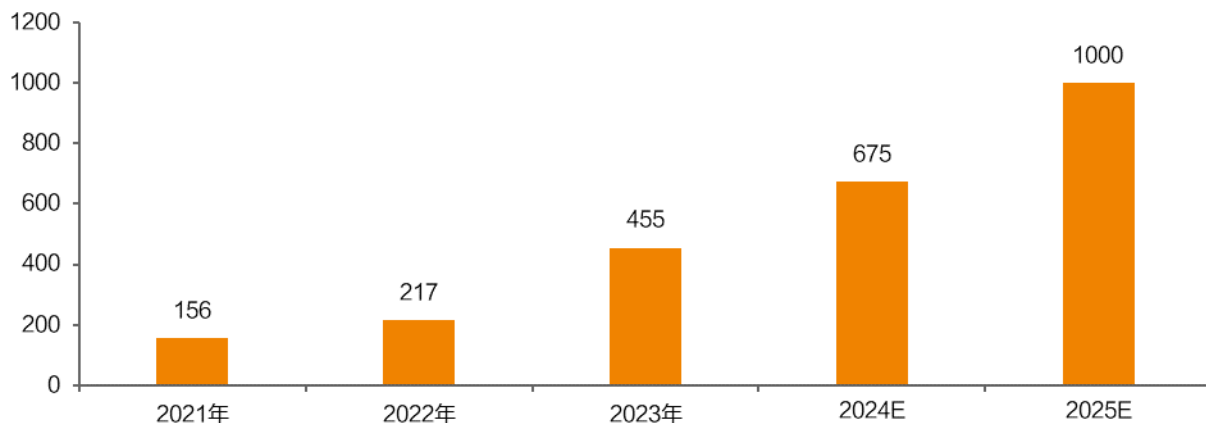
图 26：2018-2023 年全国风光装机规模（亿千瓦）



资料来源：国家能源局公众号，中国电力企业联合会，中国电力报公众号，天风证券研究所

“双碳”背景下，公司加快推进绿色转型升级，新能源装机规模迅速扩张，发电水平处于高位。截至 2023 年底，通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目、上海庙外送新能源基地阿拉善 40 万千瓦风电项目、锡盟外送新能源基地锡盟阿巴嘎旗别力古台 50 万千瓦风电项目公司均已完成全容量投产，公司已投运新能源发电装机规模达到 455.2 万千瓦，同比增长 109.8%，新能源装机规模达到现有总装机规模的 79.1%。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，按该目标值预计，公司 2024-2025 年新能源装机有望继续保持高速增长。

图 27：公司 2021-2025 年新能源装机规模及预测 (万千瓦)

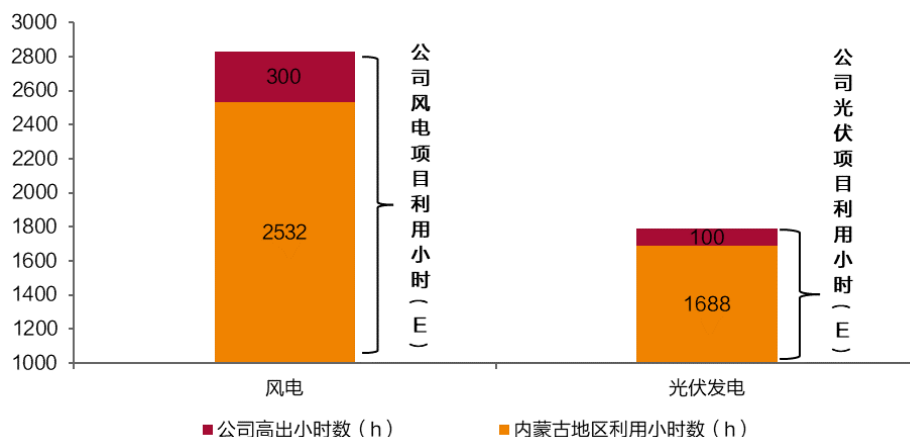


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：24-25 年数据根据平均增速假设

从区域分布来看，截止 23 年底，公司新能源装机分别分布在内蒙古地区、山西、山东等地区，其中以内蒙古地区为主，所在内蒙古区域新能源装机 428.8 万千瓦，占比达到 94.2%，依托区域良好的风、光资源优势，公司发电水平维持高位，2022 年风电、光伏利用小时数分别高于区域平均水平 300、100 小时，拥有较强的盈利能力。

图 28：2022 年公司风光项目预测利用小时数 (h)



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

火电项目有望与新能源项目形成协同，有助于公司获批新能源项目。公司作为电力转型企业，新能源业务的发展有望充分利用公司现有的煤炭电源、输电线路以及火电机组的调峰能力优势，实现火电和新能源的协同发展。另外，出于方便新能源消纳以及调峰调频等方面的考虑，政策上对于火电企业参与新能源项目开发较为鼓励，在火新协同政策的支持下，公司有望获批更多新能源项目。

表 5：鼓励火电新能源互补的政策文件梳理

政策文件	颁布主体	颁布时间	相关内容
《全国煤电机组改造升级实施方案》	国家发改委、国家能源局	2021 年 10 月	统筹考虑大型风电光伏基地项目外送和就近消纳调峰需要，以区域电网为基本单元，在相关地区妥善安排配套煤电调峰电源改造升级，提升煤电机组运行水平和调峰能力。
《能源领域深化“放管服”改革优化营商环境实施意见》	国家能源局	2021 年 12 月	支持煤炭、油气等企业利用现有资源建设光伏等清洁能源发电项目，推动天然气发电与可再生能源融合发展项目落地，促进化石能源与可再生能源协同发展。适应新型电力系统建设，促进煤电、气电与新能源发展更好协同。
《上海市能源电力领域碳达峰实施方案》	上海市发改委	2022 年 8 月	“三改联动”改造和升级替代机组调峰深度要达到 70%以上，推动煤电成为支撑大规模可再生能源接入的可靠调峰电源。鼓励煤电企业参与新能源项目开发，在新能源指标分配、纳入项目建设库、列入年度开发方案时给予倾斜；支持煤电企业开展多能互补和源网荷储一体化项目试点建设及符合条件的风电、光伏项目建设。
《关于促进煤电行业持续健康发展的通知》	河南省政府办公厅	2022 年 8 月	原则上优先通过多能互补模式配置风光资源；在新能源项目开展前期工作、资源配置、优选项目业主时，要优先选择现有煤电企业；在年度建设规模项目申报时，要优先上报多能互补项目，优先纳入年度建设规模。
《关于推动煤电新能源一体化发展的工作措施（征求意见稿）》	贵州省人民政府	2022 年 11 月	

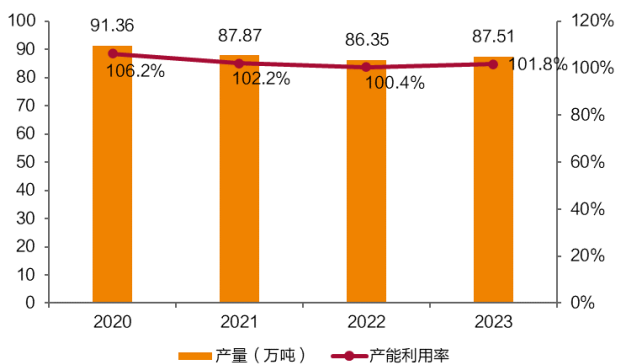
资料来源：国家发改委，国家能源局，上海市发改委，河南省政府办公厅，贵州省人民政府，天风证券研究所

4. 电解铝：自备电厂降低成本，盈利能力行业领先

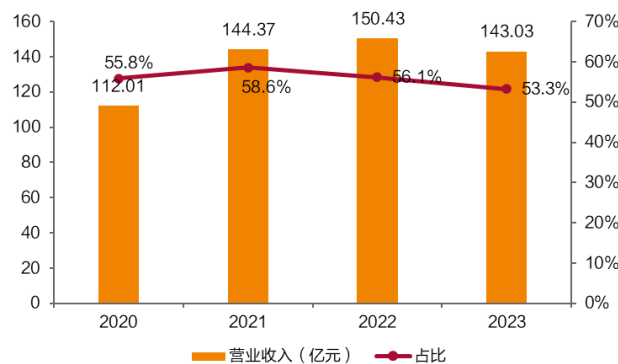
公司 2019 年通过收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51%股权进军电解铝行业，电解铝产能为 86 万吨，近年来产能利用率均维持高位，贡献高体量营收规模。公司 2020-2023 年电解铝产量分比为 91.36、87.87、86.35、87.51 万吨，产能利用率分别为 106.2%、102.2%、100.4%、101.8%，总体维持高位。在此情况下，电解铝板块持续为公司贡献高体量的营收规模，2020-2023 年公司电解铝板块营收规模分别为 112.01、144.37、150.43、143.03 亿元，占比均在 50%以上。

图 29：2020-2023 年公司电解铝产量及产能利用率

图 30：2020-2023 年公司电解铝板块营收及占比



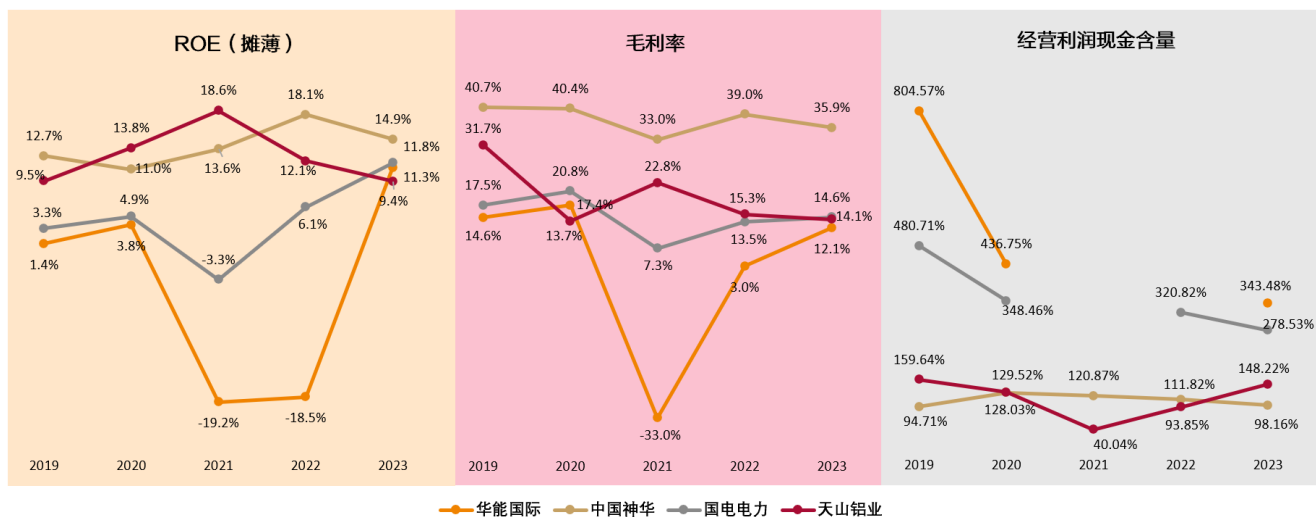
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

电解铝板块对公司整体经营及业绩影响如何？

- **电解铝资产盈利稳定性相对更强，现金流质量与煤炭资产互有高低。**我们对电力公司、煤炭公司、煤电联营公司与电解铝公司的 ROE（摊薄）、毛利率及经营利润现金含量。可以看出，电解铝资产的盈利能力表现优于电力资产，ROE 水平与煤炭资产接近，且具备较强的稳定性；现金流方面，电解铝资产与煤炭资产互有高低，总体表现相对平稳。（电力资产受高折旧影响该指标水平较高）

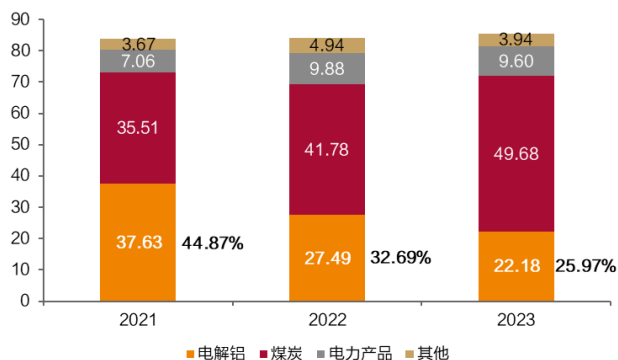
图 31：各行业典型公司 2019-2023 年 ROE（摊薄）、毛利率、经营利润现金含量对比


资料来源：Wind，天风证券研究所

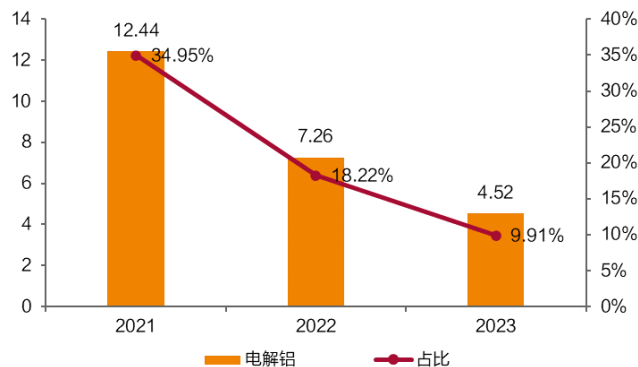
注：华能国际 2021-2022 年、国电电力 2021 年业绩为负，导致“经营利润现金含量”指标失真，故剔除

- **受铝价下滑影响，板块利润占比有所降低。**从毛利来看，2021-2023 年公司电解铝板块分别实现毛利 37.63、27.49、22.18 亿元，占比分别为 44.87%、32.69%、25.97%。而归母净利方面，受持股比例较低影响占比有所降低，2021-2023 年内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司净利润分别为 24.40、14.24、8.86 亿元，按持股比例 51%计算，对应归母净利润分别为 12.44、7.26、4.52 元，占比分别为 34.95%、18.22%、9.91%，三年平均占比为 21.03%。

图 32：2021-2023 年公司各板块毛利及占比（亿元）
图 33：2021-2023 年公司电解铝板块归母净利润及占比估算（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

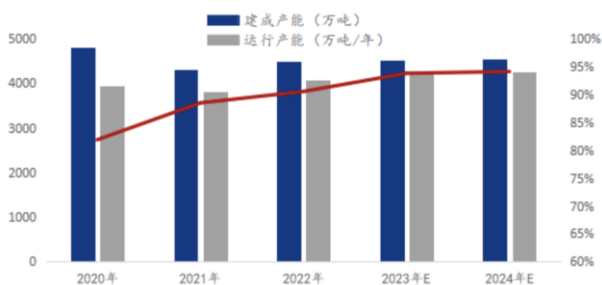


资料来源: Wind, 天风证券研究所

看好公司电解铝板块后续业绩表现，有望为公司贡献持续现金流：

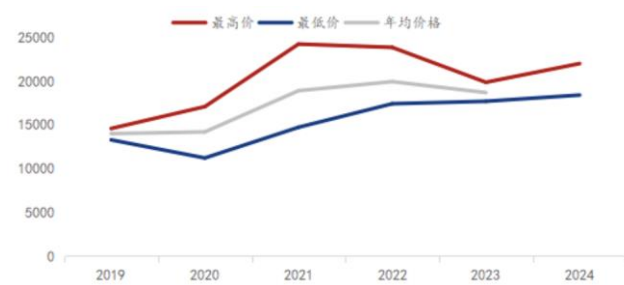
- **短期来看，23 年下半年以来电解铝平均利润水平有所增厚，公司板块盈利有望修复。**根据 Mysteel 数据及分析，2023 年钢联 A00 铝锭全年月均价同比去年整体表现为上半年同比下跌，跌幅在 10 至 20 个百分点左右，下半年同比上涨，涨幅在 5 个百分点以内。展望 24 年，预计国内电解铝产量增速较低，小于需求增长，产业供需平衡表现为大幅短缺 47 万吨，供需缺口或带动产品库存出现下降，电解铝价格及行业利润水平有望同比提升。

图 34：2020-2024E 中国电解铝建成及运行产能情况



资料来源: 特种铸造公众号, 天风证券研究所

图 35：Mysteel 历年铝锭现货价对比 (元/吨)

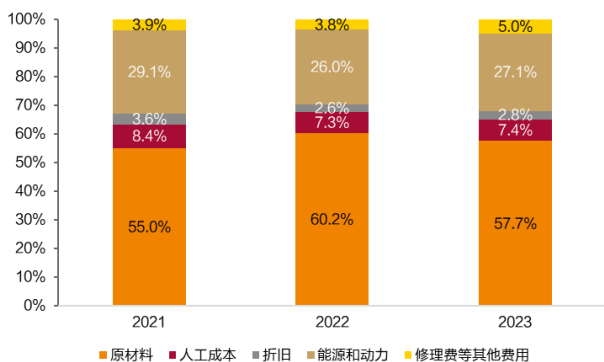


资料来源: 特种铸造公众号, 天风证券研究所

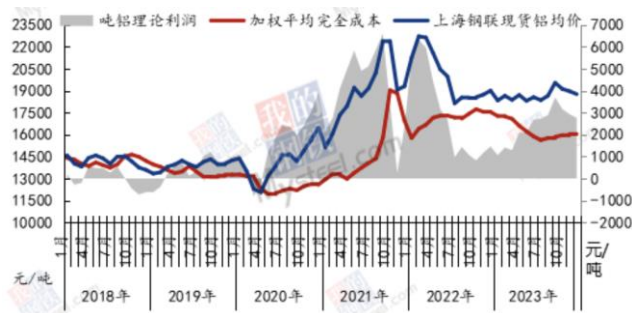
- **长期来看，一方面，依托自备电厂，公司电解铝业务成本优势突出。**根据公司经营数据，电解铝业务成本中“能源和动力”项占比约 26%-30%，对整体成本影响显著，霍煤鸿骏铝电公司包含火电装机 180 万千瓦，新能源装机 105 万千瓦，依托自备电厂，公司电解铝业务成本优势突出，经测算，公司 2021-2023 年电解铝板块单吨成本分别为 12146.89、14320.36、14002.56 元/吨，均明显低于当年行业平均成本水平。同时，公司作为国有大型铝企，与客户建立了良好的战略合作伙伴关系，有稳定的中高端市场及客户，且铝后加工企业围绕公司周边建厂，铝水运行距离相对较近，安全性高，公司铝水需求稳定，回款周期短。另一方面，截至 24 年 5 月，公司扎铝二期仍剩余电解铝建设指标 35 万吨/年，目前正处于推进过程中，未来板块业绩规模有望进一步增长，从而为公司发展持续提供更稳定持续的现金流。

图 36：2021-2023 年公司电解铝业务营业成本拆分

图 37：2018-2023 年国内电解铝行业加权平均完全成本及理论盈亏



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：特种铸造公众号，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们将公司业务分为电解铝、煤炭、电力三部分进行预测：

电解铝业务：一方面，公司电解铝产能利用率维持高位，且 23 年下半年以来，电解铝价格水平有所提升；另一方面，公司扎铝二期 35 万吨/年电解铝建设指标正在推进，未来产能有望增长。预计 2024-2026 年公司电解铝业务营业收入分别为 146.65、172.07、196.82 亿元；毛利率分别为 19.14%、18.73%、19.00%。

煤炭业务：考虑煤价中枢整体下移及公司煤炭产能核增的双重影响，预计公司该板块整体营收及毛利相对稳定，预计 2024-2026 年公司煤炭业务营业收入分别为 90.65、90.79、90.82 亿元，毛利率分别为 52.82%、52.70%、52.71%。

煤电业务：截至 2023 年底，公司火电装机规模为 120 万千瓦，且暂未见到有后续新增装机计划披露，考虑 24 年后整体电价水平有所下滑，预计 2024-2026 年公司煤电业务营业收入分别为 17.00、17.08、17.01 亿元，毛利率分别为 20.67%、21.03%、20.50%。

新能源发电业务：截止 2023 年底，公司新能源发电装机规模达 455.2 万千瓦，考虑公司“十四五”装机规划，预计 2024-2026 年底新能源合并装机容量分别为 675 万千瓦、1000 千瓦、1100 万千瓦，有望持续为公司贡献业绩增量。预计 2024-2026 年公司新能源发电业务营业收入分别为 20.83、29.89、40.55 亿元；毛利率分别为 53.52%、51.97%、51.65%。

表 6：经营数据预测

	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝业务				
产能	86	86	121	121
产量	87.51	87.24	101.20	115.67
销售价格（元/吨）	16312.48	16800	17000	17000
营业收入（亿元）	143.03	146.65	172.07	196.82
YoY	-4.92%	2.53%	17.33%	14.38%
毛利率	15.51%	19.14%	18.73%	19.00%
煤炭业务				
产能	4800	4800	4800	4800
产量	4654.74	4784.40	4806.51	4808.73
销售价格（元/吨）	196.22	189.49	189.00	189.00
营业收入（亿元）	91.19	90.65	90.79	90.82
YoY	8.48%	-0.60%	0.16%	0.03%
毛利率	54.48%	52.82%	52.70%	52.71%
煤电业务				
装机容量（万千瓦）	120	120	120	120
发电量（亿千瓦时）	56.05	57.83	57.83	57.24

营业收入（亿元）	18.05	17.00	17.08	17.01
YoY	-5.05%	-5.81%	0.46%	-0.41%
毛利率	24.26%	20.67%	21.03%	20.50%

新能源发电业务

装机容量（万千瓦）	455.2	675	1000	1100
发电量（亿千瓦时）	30.95	68.08	100.94	137.86
营业收入（亿元）	9.62	20.83	29.89	40.55
YoY	16.93%	116.62%	43.48%	35.67%
毛利率	54.22%	53.52%	51.97%	51.65%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

结合以上核心经营数据假设，我们预计公司 2024-2026 年可实现营业收入 281.70、316.40 和 351.77 亿元，同比分别增加 4.93%、12.32%和 11.18%；可实现归母净利润 50.39、53.46 和 58.84 亿元，同比分别增加 10.52%、6.09%和 10.06%。

5.2. 估值

考虑公司具有多个业务板块，因此分部对公司进行估值分析：

电解铝板块采用 PE 估值：内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 2021-2023 年净利润分别为 24.40、14.24、8.86 亿元，对应净利率分别为 16.60%、9.29%、6.04%，根据前文经营数据分析，预计 2024 年公司电解铝业务毛利率为 19.14%，将两指标进行对比，预计 2024 年公司电解铝业务净利率为 9.79%，对应板块净利润为 14.56 亿元，公司对内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司持股比例为 51%，则对应归母净利润为 7.43 亿元。

我们选取神火股份（000933.SZ）、天山铝业（002532.SZ）、云铝股份（000807.SZ）作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 10.35，考虑公司自备电厂优势，给予公司电解铝板块 12 倍 PE，对应估值 89.11 亿元。

煤炭板块采用 PE 估值：扎鲁特旗扎哈淖尔煤业有限公司 2021-2023 年净利润分别为 6.88、10.68、13.12 亿元，对应净利率分别为 16.86%、22.76%、26.74%，根据前文经营数据分析，预计 2024 年公司煤炭业务毛利率为 52.82%，将两指标进行对比，预计 2024 年公司煤炭业务净利率为 22.95%，对应板块净利润为 21.67 亿元，少数股东损益水平较低。

我们选取中国神华（601088.SH）、中煤能源（601898.SH）、陕西煤业（601225.SH）作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 10.70，考虑公司露天煤矿成本优势及区位优势，给予公司煤炭板块 12 倍 PE，对应估值 257.41 亿元。

电力板块采用 PE 估值：综合上述分析，2024 年公司电力板块预计归母净利润为 21.51 亿元，我们选取华能国际（600011.SH）、华电国际（600027.SH）、国电电力（600795.SH）作为火电可比公司，选取三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、金开新能（600821.SH）作为新能源可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 分别为 11.11、15.67 倍，考虑公司当前电力资产结构及后续装机规划，给予公司电力板块 13 倍 PE，对应估值 279.67 亿元。

综上，公司 2024 年合计估值为 626.19 亿元，对应目标股价为 27.94 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：电解铝板块可比公司估值表

代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2023A	2024E	2023	2024
000933.SZ	神火股份	534.98	59.05	62.98	9.06	8.49
002532.SZ	天山铝业	371.69	22.05	33.22	16.85	11.19
000807.SZ	云铝股份	523.66	39.56	46.08	13.24	11.36

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2024 年 5 月 10 日

表 7：煤炭板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2023A	2024E	2023	2024
601088.SH	中国神华	8140.13	596.94	615.25	13.64	13.23
601898.SH	中煤能源	1640.10	195.34	204.29	8.40	8.03
601225.SH	陕西煤业	2419.87	212.39	223.18	11.39	10.84

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2024 年 5 月 10 日

表 8：电力（火电）板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2023A	2024E	2023	2024
600011.SH	华能国际	1453.64	84.46	131.95	17.21	11.02
600027.SH	华电国际	704.68	45.22	66.00	15.58	10.68
600795.SH	国电电力	947.07	56.09	81.32	16.89	11.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2024 年 5 月 10 日

表 9：电力（新能源）板块可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2023A	2024E	2023	2024
600905.SH	三峡能源	1356.65	71.81	87.67	18.89	15.47
001289.SZ	龙源电力	1552.42	62.49	77.02	24.84	20.16
600821.SH	金开新能	118.64	8.02	10.43	14.79	11.37

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2024 年 5 月 10 日

6. 风险提示

宏观经济下行风险：如果未来经济增长放慢，全社会用电量增长速度将放缓，有可能造成弃水、弃风、弃光情况，对公司发电水平产生不利影响。

煤炭价格波动风险：公司煤炭与电力业务占比较高，煤价波动可能对公司盈利造成影响。

电力价格波动风险：随着电力体制改革推进，市场化交易电量比例持续提高，跨省区交易比例大幅增长，现货交易加快推进，交易品种日趋完善，电力市场竞争异常激烈，市场化交易电价面临一定的下行压力。

新能源装机规模扩张不及预期：公司“十四五”期间计划装机增长量相对于其当前规模弹性较大，为公司业绩主要增长点之一，但项目的核准、建设及并网投产仍存在一定不确定性，若项目推进情况不及预期，则可能对公司未来业绩造成一定冲击。

电解铝价格波动风险：公司电解铝业务占比较高，对整体业绩影响显著，若电解铝价格出现下滑，则可能对公司业绩产生不利影响。

测算假设存在误差风险：测算相关假设具有一定主观性，可能存在误差，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,859.03	1,693.36	7,020.59	10,528.50	14,908.24
应收票据及应收账款	1,528.07	1,888.37	1,696.63	2,329.95	2,146.72
预付账款	833.51	652.73	750.54	927.89	937.11
存货	1,798.23	1,445.57	1,802.87	1,946.13	2,235.23
其他	1,099.24	978.32	1,352.71	1,722.52	1,525.94
流动资产合计	7,118.08	6,658.34	12,623.33	17,455.00	21,753.24
长期股权投资	685.60	775.98	775.98	775.98	775.98
固定资产	21,826.75	24,427.00	24,325.26	26,434.92	30,718.23
在建工程	5,636.47	8,596.77	6,672.58	7,003.55	1,800.71
无形资产	3,446.81	4,784.78	4,642.68	4,500.59	4,358.49
其他	3,098.46	2,773.68	2,878.87	2,709.49	2,677.39
非流动资产合计	34,694.08	41,358.21	39,295.38	41,424.52	40,330.81
资产总计	42,120.92	48,501.18	51,918.71	58,879.52	62,084.05
短期借款	502.50	271.17	300.00	500.00	400.00
应付票据及应付账款	2,775.64	2,938.52	2,065.23	3,817.00	2,974.24
其他	1,914.21	2,330.73	2,939.22	3,613.80	3,167.93
流动负债合计	5,192.34	5,540.42	5,304.45	7,930.80	6,542.17
长期借款	8,275.47	7,474.19	7,400.00	7,500.00	7,400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,018.61	906.45	962.53	934.49	948.51
非流动负债合计	9,294.08	8,380.65	8,362.53	8,434.49	8,348.51
负债合计	14,805.38	14,196.95	13,666.98	16,365.29	14,890.68
少数股东权益	3,823.85	3,416.73	3,852.70	4,363.01	4,924.67
股本	1,921.57	2,241.57	2,241.57	2,241.57	2,241.57
资本公积	2,715.33	6,351.00	6,351.00	6,351.00	6,351.00
留存收益	18,800.33	22,238.44	25,765.86	29,508.13	33,626.93
其他	54.45	56.49	40.60	50.51	49.20
股东权益合计	27,315.53	34,304.23	38,251.73	42,514.22	47,193.37
负债和股东权益总计	42,120.92	48,501.18	51,918.71	58,879.52	62,084.05

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,706.41	5,020.70	5,039.17	5,346.10	5,884.00
折旧摊销	2,182.91	2,294.25	2,468.02	2,701.47	3,061.62
财务费用	328.73	169.70	177.68	212.08	193.65
投资损失	(89.90)	(138.90)	(107.18)	(111.99)	(119.36)
营运资金变动	997.34	(271.73)	(1,200.02)	1,040.42	(874.97)
其它	378.64	(202.73)	623.82	730.01	803.36
经营活动现金流	8,504.13	6,871.29	7,001.49	9,918.09	8,948.29
资本支出	7,310.93	9,320.13	243.92	5,028.04	1,985.98
长期投资	63.81	90.39	0.00	0.00	0.00
其他	(14,071.33)	(17,151.03)	(436.74)	(9,916.05)	(3,866.62)
投资活动现金流	(6,696.59)	(7,740.52)	(192.82)	(4,888.01)	(1,880.64)
债权融资	(590.25)	(1,169.61)	233.04	290.45	(680.69)
股权融资	(1,074.92)	3,957.70	(1,714.49)	(1,812.62)	(2,007.22)
其他	40.24	(2,062.69)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,624.93)	725.40	(1,481.44)	(1,522.17)	(2,687.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	182.61	(143.82)	5,327.23	3,507.92	4,379.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,792.90	26,845.53	28,170.04	31,639.92	35,176.69
营业成本	18,384.36	18,307.15	18,629.93	21,254.64	23,760.46
营业税金及附加	1,570.71	1,631.29	1,685.29	1,890.12	2,114.47
销售费用	55.97	61.39	62.53	69.56	78.62
管理费用	740.67	882.78	801.63	938.49	1,067.06
研发费用	60.58	31.69	36.73	50.05	47.68
财务费用	308.00	145.39	177.68	212.08	193.65
资产/信用减值损失	(98.23)	(104.83)	(128.91)	(110.66)	(114.80)
公允价值变动收益	2.15	1.01	1.00	1.00	1.00
投资净收益	89.90	138.90	107.18	111.99	119.36
其他	2.97	(161.89)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	5,675.84	5,912.65	6,755.52	7,227.32	7,920.33
营业外收入	12.71	28.48	18.34	19.84	22.22
营业外支出	104.80	88.91	110.90	101.54	100.45
利润总额	5,583.74	5,852.22	6,662.96	7,145.62	7,842.10
所得税	877.33	831.52	1,000.97	1,070.50	1,155.74
净利润	4,706.41	5,020.70	5,661.99	6,075.12	6,686.36
少数股东损益	719.60	461.05	622.82	729.01	802.36
归属于母公司净利润	3,986.81	4,559.65	5,039.17	5,346.10	5,884.00
每股收益(元)	1.78	2.03	2.25	2.38	2.62

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.70%	0.20%	4.93%	12.32%	11.18%
营业利润	-1.23%	4.17%	14.26%	6.98%	9.59%
归属于母公司净利润	11.99%	14.37%	10.52%	6.09%	10.06%
获利能力					
毛利率	31.38%	31.81%	33.87%	32.82%	32.45%
净利率	14.88%	16.98%	17.89%	16.90%	16.73%
ROE	16.97%	14.76%	14.65%	14.01%	13.92%
ROIC	17.81%	16.40%	15.44%	17.06%	17.97%
偿债能力					
资产负债率	35.15%	29.27%	26.32%	27.79%	23.98%
净负债率	26.70%	18.76%	3.97%	-3.50%	-13.46%
流动比率	1.35	1.23	2.38	2.20	3.33
速动比率	1.02	0.98	2.04	1.96	2.98
营运能力					
应收账款周转率	12.23	15.72	15.72	15.72	15.72
存货周转率	16.41	16.55	17.34	16.88	16.83
总资产周转率	0.67	0.59	0.56	0.57	0.58
每股指标(元)					
每股收益	1.78	2.03	2.25	2.38	2.62
每股经营现金流	3.79	3.07	3.12	4.42	3.99
每股净资产	10.48	13.78	15.35	17.02	18.86
估值比率					
市盈率	12.17	10.64	9.63	9.07	8.24
市净率	2.06	1.57	1.41	1.27	1.15
EV/EBITDA	3.83	4.69	5.32	4.73	3.93
EV/EBIT	5.14	6.38	7.16	6.41	5.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com