

# 内蒙华电 (600863.SH)

优于大市

煤价下行带动业绩增长，新能源业务稳健发展

## 核心观点

**电价下降致营业收入有所下降，煤价下行提高带动归母净利润提高。**2024H1公司实现营业收入107.69亿元，同比减少2.97%，主要系公司上半年发电量及售电单价同比下降所致；实现归母净利润17.68亿元，同比增长19.17%；实现扣非后归母净利润17.10亿元，同比增长17.45%，主要系上半年公司燃料采购成本下降，煤电企业经营效益向好，以及投资收益实现2.83亿元，较去年同期大幅增长等原因所致。

**电量电价同比小幅下降，煤价走弱增厚煤电收益。**2024年上半年，公司合并口径累计完成发电量284.76亿千瓦时，同比下降0.28%；上网电量263.66亿千瓦时，同比下降0.41%；市场化交易电量255.73亿千瓦时，占上网电量比例为96.99%。公司售电单价0.34037元/千瓦时（不含税），同比降低0.01879元/千瓦时；完成标煤单价579.32元/吨（含魏家峁煤电公司自产自），较上年同期下降21.53元/吨。

**煤炭售价上升，供热量稳步增长。**2024年上半年，公司煤炭产量实现682.90万吨，同比增长0.94%；煤炭外销量实现352.01万吨，同比增长12.66%；煤炭销售平均单价完成416.79元/吨（不含税），同比增长1.54元/吨或0.37%。公司供热量累计完成1114.62万吉焦，同比增长5.78%。

**新能源业务持续发展，装机容量持续提升。**截至2024年6月末，公司已投运机组装机1324.69万千瓦，其中煤电1140万千瓦，新能源184.69万千瓦。公司新能源业务持续获取建设指标和投产，2024年上半年陆续并网2.07万千瓦分布式光伏；7月3日获批复察右中旗灵改配置新能源项目，总装机容量为96万千瓦，其中风电81万千瓦、光伏15万千瓦。8月24日，库布齐沙漠基地鄂尔多斯新能源风电项目（二期暖水60万千瓦风电项目）与金桥和林火力发电灵活性改造配套消纳新能源480兆瓦项目获核准。

**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：**调整盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司平均上网电价有所下降、煤炭价格下降、新能源项目持续投产、投资收益增加等因素的综合影响，预计2024-2026年公司归母净利润分别为25.3/27.3/29.6亿元（2024-2025年原为29.3/32.9亿元，新增2026年预测结果），同比增速26%/8%/8%；每股收益0.39/0.42/0.45元，对应当前PE分别为10.5/9.7/8.9x，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,066	22,525	23,624	24,204	24,414
(+/-%)	21.8%	-2.3%	4.9%	2.5%	0.9%
净利润(百万元)	1767	2005	2528	2728	2955
(+/-%)	289.2%	13.4%	26.1%	7.9%	8.3%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.39	0.42	0.45
EBIT Margin	14.8%	17.2%	18.2%	19.9%	21.3%
净资产收益率(ROE)	10.1%	10.9%	13.1%	13.4%	13.7%
市盈率(PE)	15.0	13.2	10.5	9.7	8.9
EV/EBITDA	7.2	6.2	6.2	5.7	5.5
市净率(PB)	1.52	1.44	1.37	1.29	1.22

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：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 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 4.05元  
总市值/流通市值 26434/26434百万元  
52周最高价/最低价 4.98/3.36元  
近3个月日均成交额 304.06百万元

### 市场走势



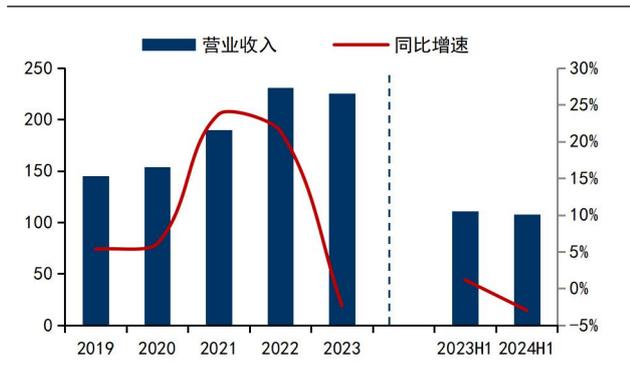
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《内蒙华电(600863.SH)-高股息煤电一体化标的，股东增持彰显发展信心》——2023-10-30  
《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

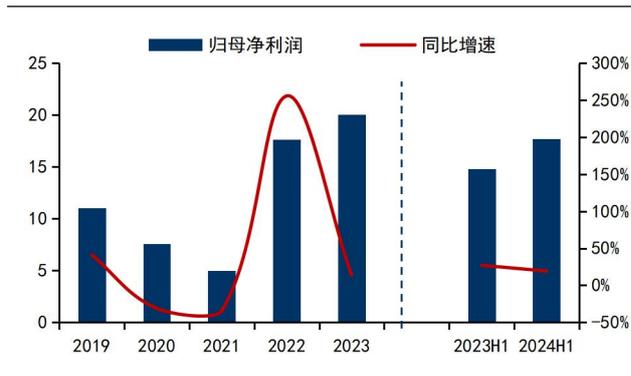
**电价下降致营业收入有所下降，煤价下行提高带动归母净利润提高。**2024H1 公司实现营业收入 107.69 亿元，同比减少 2.97%，主要系公司上半年发电量及售电单价同比下降所致；实现归母净利润 17.68 亿元，同比增长 19.17%；实现扣非后归母净利润 17.10 亿元，同比增长 17.45%，主要系上半年公司燃料采购成本下降，煤电企业经营效益向好，以及投资收益实现 2.83 亿元，较去年同期大幅增长等原因所致。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



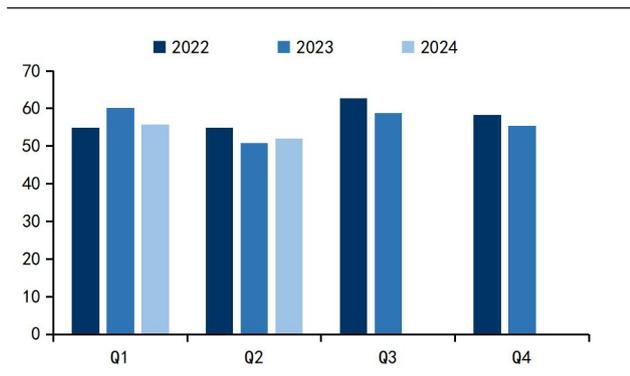
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



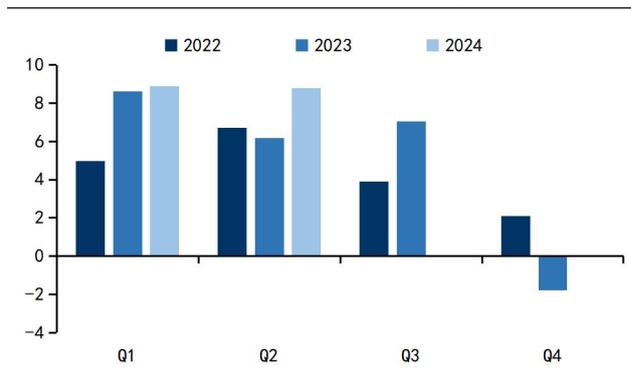
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)



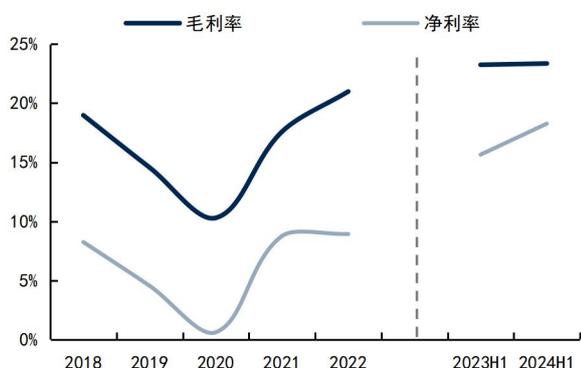
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率与净利率提高，费用率有所下降。**2024 年上半年毛利率为 23.36%，同比上升 0.11pct；净利率为 18.27%，同比增加 2.62pct，上半年煤价整体下降，煤电企业经营效益向好，盈利能力提升。上半年公司管理费用率为 0.16%，同比上升 0.04pct，主要系公司管理人员增加所致；财务费用率 1.37%，同比下降 0.58pct，主要系公司有息债务及融资成本下降所致；公司经营期间费用率合计 1.54%，同比下降 0.66pct。

**净利率上升致 ROE 同比提高，融资性现金流明显上升。**得益于净利率的明显提高，2024 年上半年公司 ROE 为 10.59%，同比提高 1.25pct。公司现金及现金等价物净减少 1.40 亿元，其中经营性现金净流入 25.19 亿元，同比下降 5.09%，主要系公司发电量及平均电价下降，售电收入减少所致；投资性现金净流出 12.2 亿元，同比下降 19.37%，主要系公司基建投资支出减少所致，报告期内公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 12.55 亿元，同比减少 23.15%；融资性现金净流出 14.39 亿元，同比增长 91.87%，主要系公司偿还有息债务增加所致。公

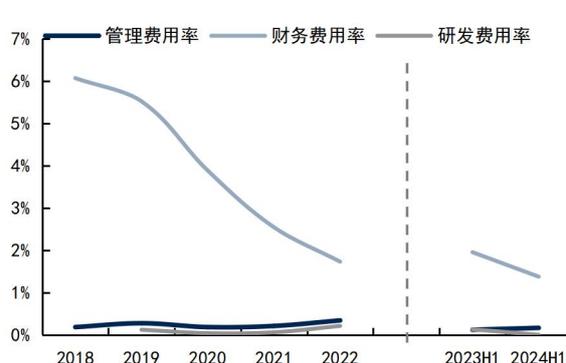
司资产负债率明显下降，截至报告期末为 39.82%，同比降低 7.94pct。

图5: 公司毛利率、净利率情况



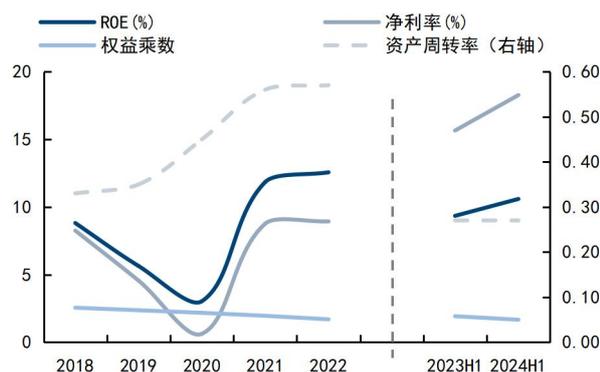
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



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

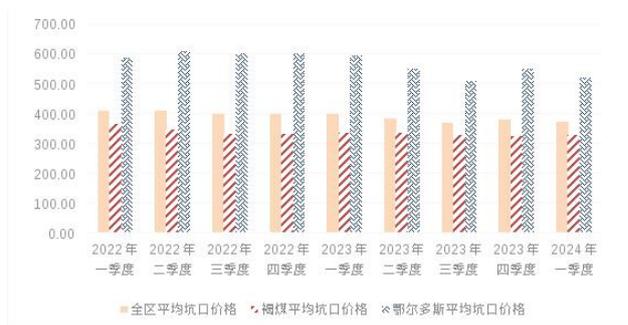
**电量电价同比小幅下降，煤价走弱增厚煤电收益。**2024 年上半年，受蒙西地区风电场发电量不稳定与华北电网发电量下降影响，公司合并口径累计完成发电量 284.76 亿千瓦时，同比下降 0.28%；上网电量 263.66 亿千瓦时，同比下降 0.41%；市场化交易电量 255.73 亿千瓦时，占上网电量比例为 96.99%。报告期内，蒙西电网平均售电单价为 0.32760 元/千瓦时，同比下降 10.39%，受此影响，公司售电单价 0.34037 元/千瓦时（不含税），同比降低 0.01879 元/千瓦时或 5.23%。2024 年国内煤炭供需格局偏宽松，原煤产量和进口量维持高位，同时电厂库存高位，市场需求增长有限，国内煤价同比下降。内蒙古动力煤价格呈现先降后涨趋势，整体价格水平低于去年同期，2024 年上半年内蒙古全区动力煤平均价格为 363.33 元/吨，同比下降 7.28%。上半年公司完成标煤单价 579.32 元/吨（含魏家峁煤电公司自产自用），较上年同期下降 21.53 元/吨或 3.58%。

图9: 内蒙古动力煤平均坑口价格 (元/吨)



资料来源: 内蒙古发改委、国信证券经济研究所整理

图10: 内蒙古动力煤季度坑口价格 (元/吨)



资料来源: 内蒙古发改委、国信证券经济研究所整理

**煤炭售价上升, 供热量稳步增长。**2024年上半年, 公司煤炭产量实现 682.90 万吨, 同比增长 0.94%; 煤炭外销量实现 352.01 万吨, 同比增长 12.66%; 煤炭销售平均单价完成 416.79 元/吨 (不含税), 同比增长 1.54 元/吨或 0.37%。公司供热量累计完成 1114.62 万吉焦, 同比增长 5.78%。

**新能源业务持续发展, 装机容量持续提升。**截至 2024 年 6 月末, 公司已投运机组装机 1324.69 万千瓦, 其中煤电 1140 万千瓦, 新能源 184.69 万千瓦; 参股电厂权益装机容量 291.49 万千瓦。公司煤电一体化和新能源业务双管齐下, 新能源业务持续获取建设指标和投产, 2024 年上半年陆续并网 2.07 万千瓦分布式光伏。2024 年 7 月 3 日, 公司察右中旗灵改配置新能源项目获批, 总装机容量为 96 万千瓦, 其中风电 81 万千瓦、光伏 15 万千瓦, 总投资为 41.93 亿元。8 月 24 日, 库布齐沙漠基地鄂尔多斯新能源风电项目 (二期暖水 60 万千瓦风电项目) 与金桥和林火力发电灵活性改造配套消纳新能源 480 兆瓦项目获核准。鄂尔多斯新能源风电项目动态总投资 31.26 亿元, 配置 60 兆瓦/120 兆瓦时 (10%/2 小时) 储能装置; 金和新能源项目总投资 19.86 亿元。

**投资建议:** 调整盈利预测, 维持“优于大市”评级。

考虑到公司平均上网电价有所下降、煤炭价格下降、新能源项目持续投产、投资收益增加等因素的综合影响, 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 25.3/27.3/29.6 亿元 (2024-2025 年原为 29.3/32.9 亿元, 新增 2026 年预测结果), 同比增速 26%/8%/8%; 每股收益 0.39/0.42/0.45 元, 对应当前 PE 分别为 10.5/9.7/8.9x, 维持“优于大市”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	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
000539.SZ	粤电力 A	4.16	199	0.19	0.32	0.44	0.56	26.3	13.0	9.4	7.4	0.18	优于大市
600483.SH	福能股份	9.96	262	1.03	1.12	1.20	1.32	8.0	8.9	8.3	7.5	1.12	优于大市
600021.SH	上海电力	8.78	247	0.57	0.78	0.89	0.97	15.0	10.8	9.6	8.7	0.28	优于大市

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	974	1595	2362	3402	4727	营业收入	23066	22525	23624	24204	24414
应收款项	4189	4711	4642	4738	4894	营业成本	19008	17797	18398	18422	18253
存货净额	523	304	497	440	406	营业税金及附加	701	900	943	967	975
其他流动资产	995	380	732	734	636	销售费用	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>6681</b>	<b>6990</b>	<b>8233</b>	<b>9314</b>	<b>10663</b>	管理费用	276	480	418	453	465
固定资产	25766	24301	26048	27457	28650	财务费用	587	389	422	447	466
无形资产及其他	4384	4298	4221	4150	4085	投资收益	180	185	350	106	106
投资性房地产	1473	1993	1993	1993	1993	资产减值及公允价值变动	(413)	(618)	(538)	(572)	(602)
长期股权投资	1882	1897	1871	1910	1920	其他收入	113	491	376	471	487
<b>资产总计</b>	<b>40186</b>	<b>39479</b>	<b>42366</b>	<b>44824</b>	<b>47311</b>	营业利润	2375	3016	3632	3919	4246
短期借款及交易性金融负债	4242	2518	2518	2518	2518	营业外净收支	7	(490)	0	0	0
应付款项	2681	2069	2464	2401	2272	利润总额	2382	2526	3632	3919	4246
其他流动负债	1907	1581	1646	1630	1593	<b>所得税费用</b>	<b>361</b>	<b>515</b>	<b>741</b>	<b>799</b>	<b>866</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8829</b>	<b>6168</b>	<b>6629</b>	<b>6549</b>	<b>6384</b>	少数股东损益	253	6	363	392	425
长期借款及应付债券	10478	9612	10812	12012	13212	归属于母公司净利润	1767	2005	2528	2728	2955
其他长期负债	253	394	463	553	653						
<b>长期负债合计</b>	<b>10731</b>	<b>10006</b>	<b>11275</b>	<b>12566</b>	<b>13866</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>19560</b>	<b>16174</b>	<b>17904</b>	<b>19114</b>	<b>20250</b>	净利润	1767	2005	2528	2728	2955
少数股东权益	3200	4982	5128	5284	5454	资产减值准备	413	205	(81)	35	29
股东权益	17426	18322	19334	20425	21607	折旧摊销	2964	2964	2882	3132	3359
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40186</b>	<b>39479</b>	<b>42366</b>	<b>44824</b>	<b>47311</b>	公允价值变动损失	413	205	(81)	35	29
						财务费用	587	389	422	447	466
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1112)	(616)	6	(121)	(190)
每股收益	0.27	0.31	0.39	0.42	0.45	其它	709	571	298	464	501
每股红利	0.16	0.18	0.23	0.25	0.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>5154</b>	<b>5332</b>	<b>5552</b>	<b>6273</b>	<b>6684</b>
每股净资产	2.67	2.81	2.96	3.13	3.31	资本开支	(1184)	(2390)	(4492)	(4505)	(4516)
ROIC	8.30%	9.05%	10%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10.14%	10.94%	13.08%	13.36%	13.68%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1101)</b>	<b>(2355)</b>	<b>(4466)</b>	<b>(4544)</b>	<b>(4526)</b>
毛利率	18%	21%	22%	24%	25%	权益性融资	0	3500	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	18%	20%	21%	负债净变化	(1440)	(866)	1200	1200	1200
EBITDA Margin	28%	30%	30%	33%	35%	支付股利、利息	(1070)	(1207)	(1517)	(1637)	(1773)
收入增长	22%	-2%	5%	2%	1%	其它融资现金流	(1120)	(3692)	0	0	0
净利润增长率	289%	13%	26%	8%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3977)</b>	<b>(2329)</b>	<b>(319)</b>	<b>(689)</b>	<b>(833)</b>
资产负债率	57%	54%	54%	54%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>196</b>	<b>621</b>	<b>767</b>	<b>1041</b>	<b>1325</b>
股息率	4.0%	4.6%	5.7%	6.2%	6.7%	货币资金的期初余额	778	974	1595	2362	3402
P/E	15.0	13.2	10.5	9.7	8.9	货币资金的期末余额	974	1595	2362	3402	4727
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	3035	1813	2348	2792
EV/EBITDA	7.2	6.2	6.2	5.7	5.5	权益自由现金流	0	(1523)	2677	3192	3622

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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