

## 内蒙华电 (600863.SH)

电力业务有所承压，煤炭业务稳健增长

优于大市

## 核心观点

**电价下降致营业收入有所降低，煤炭业务和投资收益带动归母净利润提高。**

2024 年前三季度公司实现营业收入 165.83 亿元，同比降低 2.36%，主要系公司前三季度发电量及售电单价同比下降所致；实现归母净利润 24.69 亿元，同比提高 13.08%；实现扣非归母净利润 24.05 亿元，同比提高 11.04%，主要系前三季度煤炭外销量同比增长，煤炭产量和平均销售单价稳中有升，以及投资净收益实现 3.40 亿元所致。

**电力业务量价承压。**2024 年前三季度，公司合并口径累计完成发电量 451.03 亿千瓦时，同比下降 1.77%；完成上网电量 417.82 亿千瓦时，较上年同期下降 1.85%，发、售电量同比下降主要系外送华北电网减少所致；市场化交易电量 407.82 亿千瓦时，占上网电量比例为 97.61%，较上半年提高 0.62pct，较上年同期提高 0.47pct。电价方面，公司前三季度实现平均售电单价 334.78 元/兆瓦时（不含税），同比降低 11.93 元/兆瓦时或 3.44%，降幅较上半年的 18.78 元/兆瓦时有所收窄。

**煤炭业务稳健发展。**2024 年前三季度，公司煤炭产量实现 1055.60 万吨，同比增长 2.34%，增速较上半年的 0.94%有所提高；煤炭外销量实现 522.93 万吨，同比增长 10.67%，外销量占比 49.5%，同比提高但较上半年有所下降。公司煤炭销售平均单价完成 413.29 元/吨（不含税），同比增长 12.38 元/吨或 3.09%，较上半年平均单价下降 3.50 元/吨，但涨幅较上半年的 1.54 元/吨有所扩大。

**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。综合考虑公司电力业务量价承压、煤炭平均售价提高和基建投资支出减少等因素的影响，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 25.2/28.7/31.7 亿元（原为 25.3/27.3/29.6 亿元），同比增速 26%/14%/10%；每股收益 0.39/0.44/0.49 元，对应当前 PE 分别为 11.6/10.2/9.2x，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	23,590	24,245	24,450
(+/-%)	21.8%	-2.3%	4.7%	2.8%	0.8%
净利润(百万元)	1767	2005	2524	2870	3167
(+/-%)	289.2%	13.4%	25.9%	13.7%	10.3%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.39	0.44	0.49
EBIT Margin	14.8%	17.2%	18.1%	20.0%	21.4%
净资产收益率(ROE)	10.1%	10.9%	13.1%	14.0%	14.6%
市盈率(PE)	16.5	14.6	11.6	10.2	9.2
EV/EBITDA	7.7	6.6	6.6	6.1	5.9
市净率(PB)	1.68	1.60	1.51	1.43	1.34

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

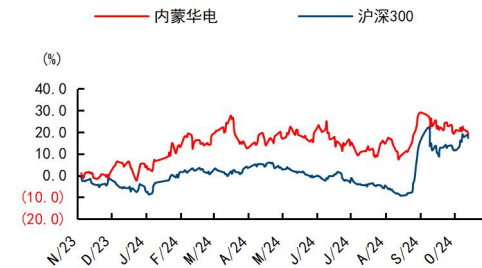
证券分析师：郑汉林 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

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 4.42 元  
总市值/流通市值 28849/28849 百万元  
52 周最高价/最低价 5.25/3.51 元  
近 3 个月日均成交额 331.45 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

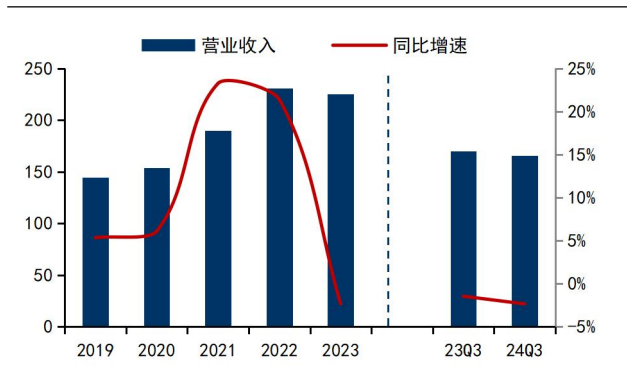
## 相关研究报告

《内蒙华电(600863.SH)-煤价下行带动业绩增长，新能源业务稳健发展》——2024-08-26

《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

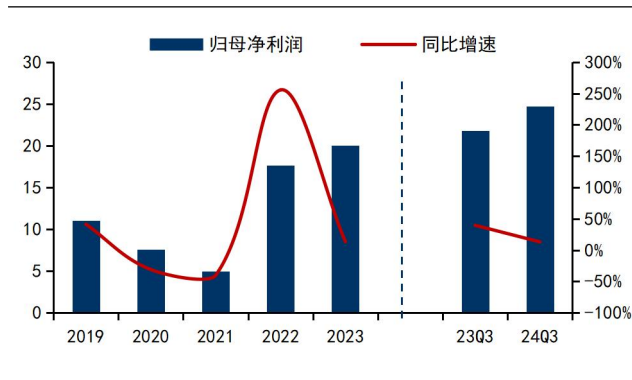
**电价下降致营业收入有所降低，煤炭业务和投资收益带动归母净利润提高。**2024年前三季度公司实现营业收入165.83亿元，同比降低2.36%，主要系公司前三季度发电量及售电单价同比下降所致；实现归母净利润24.69亿元，同比提高13.08%；实现扣非归母净利润24.05亿元，同比提高11.04%，主要系前三季度煤炭外销量同比增长，煤炭产量和平均销售单价稳中有升，以及投资净收益实现3.40亿元所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



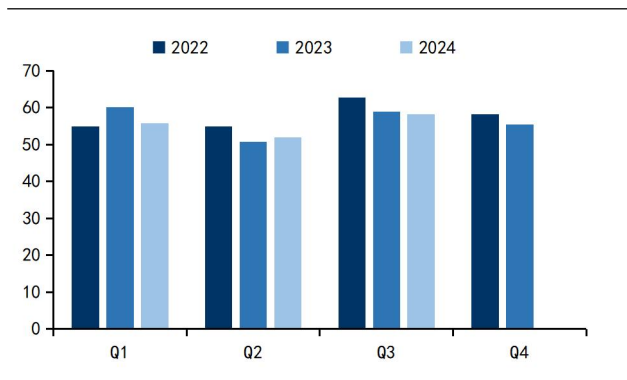
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



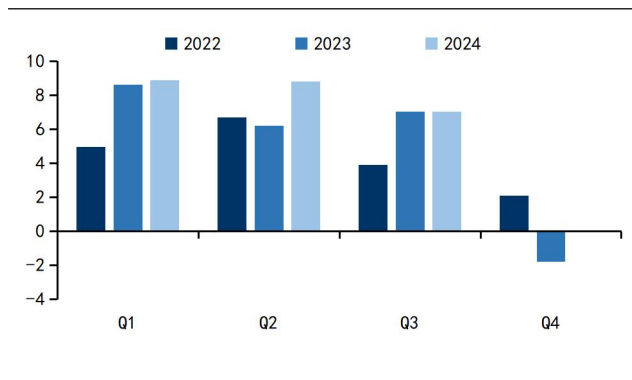
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



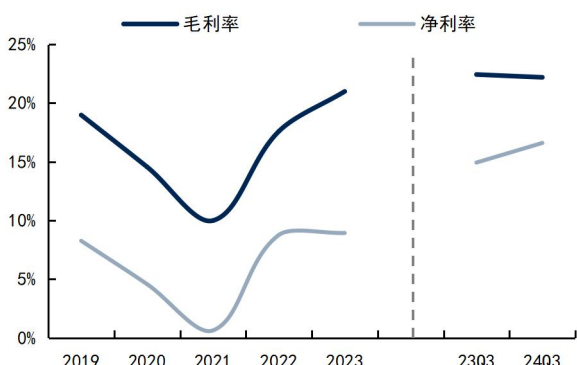
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率和费用率有所降低，净利率提高。**2024年前三季度，公司毛利率为22.19%，同比略降0.24pct；净利率为16.60%，同比增加1.67pct，主要系财务费用率降低及参股企业经营向好，投资净收益增加所致。公司管理费用率为0.16%，同比略增0.02pct；财务费用率1.27%，同比下降0.52%；研发费用率0.05%，同比下降0.04pct；公司销售期间费用率为1.48%，同比降低0.54pct。

**ROE 同比提高，融资性现金流大幅增加。**公司前三季度ROE为14.77%，同比提高1.07pct，主要系净利率同比提高所致；资产周转率为0.42次，同比持平；权益乘数为2.24，同比下降0.15，公司财务结构优化，资产负债率同比降低7.49pct至37.85%。报告期内公司经营性现金净流入44.68亿元，同比增加1.22%；投资性现金净流出13.54亿元，同比减少29.63%，主要系公司基建投资支出减少所致，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15.00亿元，同比减少24.92%；融资性现金净流出30.12亿元，同比增长62.72%，主要系公司取得借款收到的现金同比明显减少30.00亿元及偿还债务支付的现金同比减少18.84亿

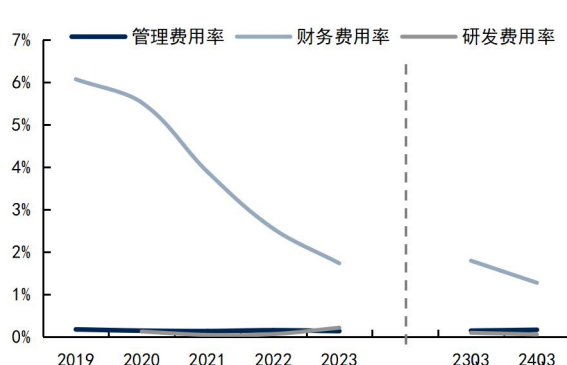
元的综合影响所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



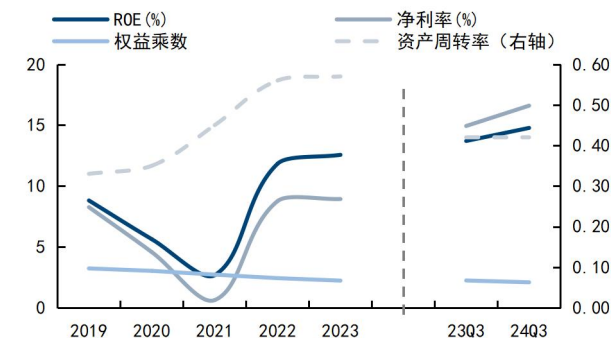
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



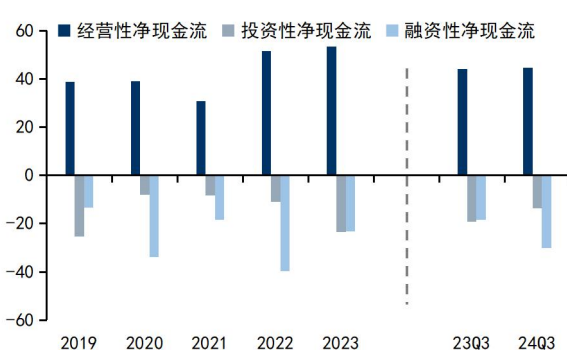
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**电力业务量价承压。**2024年前三季度,公司合并口径累计完成发电量451.03亿千瓦时,同比下降1.77%;完成上网电量417.82亿千瓦时,较上年同期下降1.85%,发、售电量同比下降主要系外送华北电网减少所致;市场化交易电量407.82亿千瓦时,占上网电量比例为97.61%,较上半年提高0.62pct,较上年同期提高0.47pct。电价方面,公司前三季度实现平均售电单价334.78元/兆瓦时(不含税),同比降低11.93元/兆瓦时或3.44%,降幅较上半年的18.78元/兆瓦时有所收窄。

**煤炭业务稳健发展。**2024年前三季度,公司煤炭产量实现1055.60万吨,同比增长2.34%,增速较上半年的0.94%有所提高;煤炭外销量实现522.93万吨,同比增长10.67%,外销量占比49.5%,同比提高但较上半年有所下降。公司煤炭销售平均单价完成413.29元/吨(不含税),同比增长12.38元/吨或3.09%,较上半年平均单价下降3.50元/吨,但涨幅较上半年的1.54元/吨有所扩大。

**投资建议:**调整盈利预测,维持“优于大市”评级。综合考虑公司电力业务量价承压、煤炭平均售价提高和基建投资支出减少等因素的影响,预计2024-2026年公司归母净利润分别为25.2/28.7/31.7亿元(原为25.3/27.3/29.6亿元),同比增速26%/14%/10%;每股收益0.39/0.44/0.49元,对应当前PE分别为11.6/10.2/9.2x,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	24E	
600021.SH	上海电力	10.39	293	0.57	0.96	1.04	1.09	15.0	10.8	10.0	9.5	0.3	优于大市
600483.SH	福能股份	9.70	260	1.03	1.06	1.14	1.23	8.0	9.2	8.5	7.9	1.8	优于大市
000539.SZ	粤电力A	4.92	258	0.19	0.29	0.39	0.47	26.3	17.1	12.8	10.4	0.4	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 粤电力A为Wind一致预期

## 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	4438	7510	10806	营业收入	23066	22525	23590	24245	24450
应收款项	4189	4711	4635	4746	4901	营业成本	19008	17797	18396	18434	18265
存货净额	523	304	499	444	413	营业税金及附加	701	900	942	968	976
其他流动资产	995	380	731	735	637	销售费用	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>6681</b>	<b>6990</b>	<b>10303</b>	<b>13436</b>	<b>16758</b>	管理费用	276	480	418	453	465
固定资产	25766	24301	23748	22962	22067	财务费用	587	389	391	356	315
无形资产及其他	4384	4298	4221	4150	4085	投资收益	180	185	300	100	100
投资性房地产	1473	1993	1993	1993	1993	资产减值及公允价值变动	(413)	(618)	(493)	(482)	(467)
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>42137</b>	<b>44451</b>	<b>46822</b>	营业利润	2375	3016	3626	4123	4550
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	2472	2427	2314	利润总额	2382	2526	3626	4123	4550
其他流动负债	1907	1581	1651	1648	1623	<b>所得税费用</b>	<b>361</b>	<b>515</b>	<b>739</b>	<b>841</b>	<b>928</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8829</b>	<b>6168</b>	<b>6642</b>	<b>6593</b>	<b>6455</b>	少数股东损益	253	6	363	412	455
长期借款及应付债券	10478	9612	10572	11532	12492	归属于母公司净利润	1767	2005	2524	2870	3167
其他长期负债	253	394	463	553	653	现金流量表 (百万元)					
<b>长期负债合计</b>	<b>10731</b>	<b>10006</b>	<b>11035</b>	<b>12086</b>	<b>13146</b>	<b>净利润</b>	1767	2005	2524	2870	3167
<b>负债合计</b>	<b>19560</b>	<b>16174</b>	<b>17677</b>	<b>18679</b>	<b>19601</b>	资产减值准备	413	205	(125)	(11)	(15)
少数股东权益	3200	4982	5127	5292	5474	折旧摊销	2964	2964	2826	2962	3070
股东权益	17426	18322	19332	20480	21747	公允价值变动损失	413	205	(125)	(11)	(15)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40186</b>	<b>39479</b>	<b>42137</b>	<b>44451</b>	<b>46822</b>	财务费用	587	389	391	356	315
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1112)	(616)	25	(109)	(164)
每股收益	0.27	0.31	0.39	0.44	0.49	其它	709	571	362	432	412
每股红利	0.16	0.18	0.23	0.26	0.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>5154</b>	<b>5332</b>	<b>5486</b>	<b>6132</b>	<b>6454</b>
每股净资产	2.67	2.81	2.96	3.14	3.33	资本开支	(1184)	(2390)	(2092)	(2094)	(2094)
ROIC	8.30%	9.05%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10.14%	10.94%	13.06%	14.01%	14.56%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1101)</b>	<b>(2355)</b>	<b>(2066)</b>	<b>(2133)</b>	<b>(2104)</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)	960	960	960
EBITDA Margin	28%	30%	30%	32%	34%	支付股利、利息	(1070)	(1207)	(1514)	(1722)	(1900)
收入增长	22%	-2%	5%	3%	1%	其它融资现金流	(1120)	(3692)	0	0	0
净利润增长率	289%	13%	26%	14%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3977)</b>	<b>(2329)</b>	<b>(576)</b>	<b>(928)</b>	<b>(1055)</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>2844</b>	<b>3072</b>	<b>3296</b>
股息率	3.7%	4.1%	5.2%	5.9%	6.5%	货币资金的期初余额	778	974	1595	4438	7510
P/E	16.5	14.6	11.6	10.2	9.2	货币资金的期末余额	974	1595	4438	7510	10806
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	3556	3035	4151	4622	4969
EV/EBITDA	7.7	6.6	6.6	6.1	5.9	权益自由现金流	996	(1523)	4800	5298	5679

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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