

2025 年 02 月 17 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 02 月 10 日
收盘价 (元)	4.13
一年内最高/最低 (元)	5.25/3.96
总市值 (百万元)	26,956.05
流通市值 (百万元)	26,956.05
总股本 (百万股)	6,526.89
资产负债率 (%)	37.85
每股净资产 (元/股)	2.55

资料来源：聚源数据

内蒙华电 (600863. SH)

——收购大股东风电资产停牌 兼具盈利稳定和风电成长

投资要点：

- **事件：**近日，公司发布关于筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项停牌公告。公司正在筹划通过发行股份及支付现金相结合的方式向北方联合电力有限责任公司购买其分别持有的北方上都正蓝旗新能源有限责任公司 60%股权与北方多伦新能源有限责任公司 75.51%股权，同时拟发行股份募集配套资金，并且于 2025 年 2 月 11 日（星期二）开市起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。
- **收购大股东风电资产，总装机规模 1.6GW，外送华北消纳预估收益率水平较高。**根据北方公司的发债公告，收购资产属于北方上都百万千瓦级风电基地项目，总装机 160 万千瓦，属于“风火储”沙戈荒新能源基地项目，与火电机组共用 500 千伏送出线路送至华北电网，项目年均发电量约 52 亿千瓦时，**倒算年均利用小时数 3250 小时，资源禀赋较好。**更重要的是，该风电项目依托上都电厂 372 万千瓦火电外送华北消纳，预计电价水平高于省内消纳项目，收益率水平较高。
- **具体而言，1）北方上都正蓝旗新能源有限责任公司：**在正蓝旗境内建设 3 个风电场，装机容量为 110 万千瓦，项目于 2023 年 6 月底并网发电；**2）北方多伦新能源有限责任公司：**在多伦县境内建设 2 个风电场，装机容量为 50 万千瓦，项目于 2023 年 6 月底全容量并网。
- **公司在手新能源指标 215 万千瓦，其中风电 189 万千瓦，差价合约机制下有助于稳定回报率。**2024 年公司新增核准 144 万千瓦新能源，其中风电 129 万千瓦，光伏 15 万千瓦，加上公司之前在手指标，核准完成后公司在手新能源指标超 2GW，**且以风电为主。**我们认为，风电相比光伏拥有更高的壁垒和更低的全社会综合成本，光伏为风电收益率提供支撑，风电的长期收益率更高。此外，近日国家发改委发布《关于深化新能源上网电价市场化改革，促进新能源高质量发展的通知》，意味着全国性政府差价合约机制落地，明确以差价合约模式稳定新增新能源项目回报率，为绿电价值重估奠定基础。
- **煤电一体化奠定盈利护城河，公司兼具确定性和风电成长。**当前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，煤炭自供率达到 60%，煤炭一体的盈利稳定性进一步增强，而且公司一定程度上可以调整自用和外销的比例实现盈利最大化，为分红奠定基础。2021 年 4 月，公司发布公告明确 2022-2024 年现金分红率不低于 70%。2022-2023 年均维持 70%的分红率，假设 2024 年分红率维持 70%，测算公司股息率达到 6.1%。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 24.76、28.12、30.1 亿元，同比增长率分别为 23.5%、13.5%、7.0%，当前股价对应的 PE 分别为 11、10、9 倍，继续维持“买入”评级。
- **风险提示。**蒙西地区电价下降，外送华北电量下降，新能源回报率不及预期

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23,066	22,525	22,234	22,556	23,160
同比增长率（%）	21.82%	-2.34%	-1.29%	1.45%	2.67%
归母净利润（百万元）	1,767	2,005	2,476	2,812	3,008
同比增长率（%）	289.19%	13.44%	23.52%	13.54%	6.99%
每股收益（元/股）	0.27	0.31	0.38	0.43	0.46
ROE（%）	10.14%	10.94%	12.83%	13.77%	13.91%
市盈率（P/E）	15.25	13.45	10.89	9.59	8.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,595	2,223	2,256	2,316
应收票据及账款	4,369	4,312	4,375	4,492
预付账款	100	98	100	102
其他应收款	380	375	381	391
存货	304	293	293	298
其他流动资产	242	239	243	249
流动资产总计	6,990	7,542	7,647	7,848
长期股权投资	1,897	2,016	2,135	2,254
固定资产	21,969	24,255	25,803	27,215
在建工程	1,954	651	651	651
无形资产	4,298	4,194	4,091	3,987
长期待摊费用	478	382	287	191
其他非流动资产	1,893	1,887	1,880	1,874
非流动资产合计	32,489	33,386	34,848	36,173
资产总计	39,479	40,928	42,494	44,021
短期借款	475	1,047	673	9
应付票据及账款	2,069	1,994	1,992	2,024
其他流动负债	3,624	3,492	3,490	3,547
流动负债合计	6,168	6,534	6,156	5,580
长期借款	9,614	9,705	10,522	11,419
其他非流动负债	392	392	392	392
非流动负债合计	10,006	10,097	10,914	11,812
负债合计	16,174	16,631	17,070	17,392
股本	6,527	6,527	6,527	6,527
资本公积	1,574	1,574	1,574	1,574
留存收益	10,222	11,207	12,325	13,521
归属母公司权益	18,322	19,307	20,426	21,622
少数股东权益	4,982	4,990	4,998	5,007
股东权益合计	23,305	24,297	25,424	26,629
负债和股东权益合计	39,479	40,928	42,494	44,021

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,011	2,350	2,686	2,883
折旧与摊销	2,984	2,522	2,657	2,793
财务费用	389	485	510	528
投资损失	-185	-269	-269	-269
营运资金变动	-496	-130	-77	-52
其他经营现金流	629	179	179	179
经营性现金净流量	5,332	5,137	5,687	6,062
投资性现金净流量	-2,355	-3,194	-3,894	-3,894
筹资性现金净流量	-2,329	-1,314	-1,760	-2,107
现金流量净额	648	628	32	60

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,525	22,234	22,556	23,160
营业成本	17,797	17,156	17,140	17,414
税金及附加	900	796	751	811
销售费用	0	0	0	0
管理费用	30	22	23	24
研发费用	46	23	23	24
财务费用	389	485	510	528
资产减值损失	-618	-569	-478	-463
信用减值损失	10	-50	-51	-52
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	185	269	269	269
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	17	0	0	0
其他收益	60	62	62	62
营业利润	3,016	3,463	3,912	4,175
营业外收入	85	60	60	60
营业外支出	575	212	212	212
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,526	3,312	3,760	4,023
所得税	515	828	940	1,006
净利润	2,011	2,484	2,820	3,017
少数股东损益	6	7	8	9
归属母公司股东净利润	2,005	2,476	2,812	3,008
EPS(元)	0.31	0.38	0.43	0.46

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-2.34%	-1.29%	1.45%	2.67%
营业利润增长率	27.04%	14.82%	12.95%	6.72%
归母净利润增长率	13.44%	23.52%	13.54%	6.99%
经营现金流增长率	3.45%	-3.67%	10.71%	6.60%
盈利能力				
毛利率	20.99%	22.84%	24.01%	24.81%
净利率	8.93%	11.17%	12.50%	13.03%
ROE	10.94%	12.83%	13.77%	13.91%
ROA	5.08%	6.05%	6.62%	6.83%
ROIC	7.14%	9.32%	9.92%	10.07%
估值倍数				
P/E	13.45	10.89	9.59	8.96
P/S	1.20	1.21	1.20	1.16
P/B	1.76	1.65	1.55	1.45
股息率	4.48%	5.53%	6.28%	6.72%
EV/EBITDA	7	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。