

公用事业

2025 年 08 月 29 日

内蒙华电 (600863)

—— 成本控制增厚利润，风电注入保障盈利增长

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年度业绩：公司 2025 年上半年实现营业总收入 98.27 亿元，同比下降 8.75%，归母净利润 15.57 亿元，同比下降 11.91%。
- **电量下降电价上升，成本控制增厚毛利。**2025 年上半年，受区域内新能源发电量增加，公司火电机组利用小时下降的影响，公司发电量完成 243.23 亿千瓦时，较上年同期下降 14.59%，其中火电发电量完成 223.76 亿千瓦时，同比减少 15.61%。同时 2025 年上半年，公司实现平均售电单价 356.49 元/千千瓦时（不含税），同比增长 4.74%。区域内新能源发电量增加，公司火电机组调峰次数增加，导致火电利用小时数减少，但平均售电单价上升，火电辅助服务收益提升。公司通过分区域优化燃料采购策略，充分发挥长协议价优势，坚持“长协+自产+市场”采购模式，标煤单价控制在 517.17 元/吨（不含税），同比下降 10.73%。电力板块毛利实现 18.4 亿，同比增长 14.21%。
- **煤炭板块业绩受热值下降和价格下行双重影响。**2025 年上半年，公司煤炭产量实现 694.80 万吨，同比增长 1.74%；煤炭外销量实现 357.63 万吨，同比增长 1.60% 产销量均同比微增。煤炭销售平均单价完成 314.04 元/吨（不含税），同比下降 24.65%，主要是魏家峁煤矿原煤开采目前临近矿田边缘煤层，原煤热值阶段性下降，同时煤炭供需宽松，两重原因共同导致煤炭结算价格下降。
- **注入风电资产并承诺三年业绩。**公司提高拟注入风电资产收购比例并承诺三年盈利保障，看好增厚每股收益。公司于 7 月 9 日公布风电资产注入的方案，同时承诺 25-27 年注入的风电资产贡献不低于 8 亿元净利润，资产具备风力资源和电网外送优势，项目优质且盈利具备保障。本次交易完成及在建项目并网后，公司新能源装机将突破 550 万千瓦，占火电比例接近 50%，产业结构更合理，公司新能源收入和净利润将得到提升，增强核心竞争力。
- **盈利预测与评级：**考虑到煤炭价格下降和电价的下降，我们下调公司 2025-2026 年的预测分别为 23.48、26.40 亿元（原值为 28.15、32.02 亿元），并新增 2027 年预测为 29.36 亿元，公司当前股价对应 PE 为 11、10、9 倍，公司煤电一体化的盈利稳定性较强，承诺注入风电资产盈利更体现公司对自身资产质量的信心，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电价下行的风险、利用小时数不及预期的风险、在建项目进度不及预期。

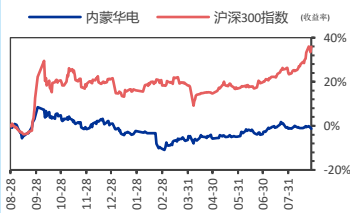
市场数据： 2025 年 08 月 28 日

收盘价(元)	4.03
一年内最高/最低(元)	5.25/3.70
市净率	1.6
股息率(分红/股价)	5.46
流通 A 股市值(百万元)	26,303
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产(元)	2.55
资产负债率%	40.28
总股本/流通 A 股(百万)	6,527/6,527
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22,294	9,827	19,908	20,235	20,744
同比增长率(%)	-1.0	-8.8	-10.7	1.6	2.5
归母净利润(百万元)	2,325	1,557	2,348	2,640	2,936
同比增长率(%)	16.0	-11.9	1.0	12.4	11.2
每股收益(元/股)	0.34	0.23	0.36	0.40	0.45
毛利率(%)	19.3	24.5	21.0	21.1	22.9
ROE(%)	13.0	8.6	12.8	13.5	14.1
市盈率	11		11	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,525	22,294	19,908	20,235	20,744
其中：营业收入	22,525	22,294	19,908	20,235	20,744
减：营业成本	17,797	17,999	15,733	15,958	15,995
减：税金及附加	900	884	796	728	747
主营业务利润	3,828	3,411	3,379	3,549	4,002
减：销售费用	0	0	0	0	0
减：管理费用	30	49	44	30	46
减：研发费用	46	35	32	10	10
减：财务费用	389	272	259	234	237
经营性利润	3,363	3,055	3,044	3,275	3,709
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	10	-9	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-618	-294	-300	-300	-300
加：投资收益及其他	245	418	401	401	401
营业利润	3,016	3,199	3,146	3,375	3,810
加：营业外净收入	-490	-323	-190	-40	-90
利润总额	2,526	2,876	2,956	3,335	3,720
减：所得税	515	517	573	657	741
净利润	2,011	2,359	2,382	2,678	2,978
少数股东损益	6	34	34	38	43
归属于母公司所有者的净利润	2,005	2,325	2,348	2,640	2,936

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。