

电投能源 (002128.SZ) 业绩稳健增长，关注铝价弹性和绿电转型

2023年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2023/4/27
当前股价(元)	12.88
一年最高最低(元)	17.41/12.01
总市值(亿元)	288.71
流通市值(亿元)	247.50
总股本(亿股)	22.42
流通股本(亿股)	19.22
近3个月换手率(%)	43.45

● 业绩稳健增长，看好转型增长潜力。维持“买入”评级

公司发布年报及一季报，2022年实现归母净利润39.87亿元，同比+11.29%；扣非归母净利润38.60亿元，同比+8.98%。2023年Q1实现归母净利润16.17亿元，同比+6.96%，环比+122.64%；扣非归母净利润15.84亿元，同比+4.61%，环比+134.94%。考虑到2023年Q1铝价同环比出现一定程度下滑，我们下调2023-2024年盈利预测同时新增2025年预测，预计2023-2025年归母净利润44.4/47.6/50.4（2023-2024前值为49.6/51.3）亿元，同比+11.3%/7.2%/5.9%；EPS为1.98/2.12/2.25元，对应当前股价PE为6.8/6.3/6.0倍。公司在煤铝主业稳健经营的基础上，积极推进新能源业务，装机规模有望持续放量，看好转型增长潜力。维持“买入”评级。

● 煤电铝一体化发展，业绩稳健

煤炭业务：公司是蒙东和东北地区褐煤龙头企业，2022年生产原煤4599.88万吨，销售原煤4599.80万吨，均与2021年基本持平。2022年煤炭单吨售价183元，同比增长12.5%，单吨成本则提升7.8%至92元，煤炭业务毛利率提升2.2个百分点至49.7%。公司煤炭长协销售占比较高，长协售价与NCEI指数挂钩，2023Q1NCEI指数为785.7，同比+1.8%，环比-1.1%。**电解铝业务：**公司控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司拥有86万吨电解铝生产线。2022年公司电解铝产销分别为86.4和86.2万吨，相较于2021年略有下降。2022年公司电解铝单吨售价17457元，同比+6.4%；单吨成本14267元，同比+17.7%，主要因为原材料成本上涨所致，电解铝毛利率下降7.8个百分点至18.3%。价格方面，2023年Q1长江有色A00铝均价为18457元/吨，同比-16.8%，环比-1.6%。**电力业务：**公司目前拥有2×600MW火电机组，新能源业务发展顺利，阿右旗200MW风储一体化项目、霍林河循环经济示范工程续建（第五期）200MW风电项目、南露天煤矿排土场4MW和北露天煤矿排土场4MW分散式风电示范项目、花吐古拉镇综合智慧能源项目实现全容量并网发电，截至2022年底新能源装机规模为217万千瓦。2022年发电84.9亿千瓦时，同比+10%；售电77.3亿千瓦时，同比+11%。

● 煤铝产销稳定，铝价弹性可期，绿电转型渐入佳境

公司煤炭与电解铝业务产销稳定，扮演业绩“压舱石”作用。价格方面，2023年Q1国内经济超预期表现验证了复苏逻辑，在国内经济复苏叠加海外加息周期结束的背景下铝价弹性值得期待。绿电转型方面公司渐入佳境，多个项目齐头并进，通过百万新能源基地外送项目、阿巴嘎旗别力古台500MW风电项目、阿拉善40万风电项目进展顺利、霍煤鸿骏电力分公司火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点光伏和风电项目工程建设进度取得显著进展，计划2023年全部并网发电。到十四五末，公司规划新能源装机规模将达到700万千瓦以上。

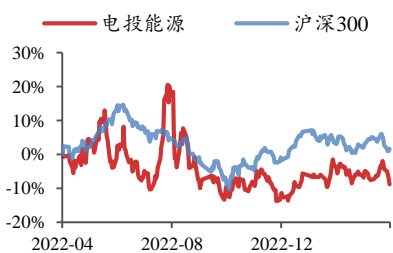
● 风险提示：经济增长放缓；煤铝价格下跌超预期；新能源机组利用率不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,673	26,793	27,489	28,609	29,031
YOY(%)	22.9	8.6	2.6	4.1	1.5
归母净利润(百万元)	3,582	3,987	4,439	4,760	5,039
YOY(%)	73.0	11.3	11.3	7.2	5.9
毛利率(%)	34.1	31.4	32.0	32.5	32.8
净利率(%)	14.5	14.9	16.1	16.6	17.4
ROE(%)	20.4	17.2	16.4	15.5	14.2
EPS(摊薄/元)	1.60	1.78	1.98	2.12	2.25
P/E(倍)	8.4	7.6	6.8	6.3	6.0
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3业绩环比增长，新能源装机有望持续放量——公司三季报点评报告》
-2022.10.26

《煤铝贡献主要盈利，新能源转型持续推荐——公司2022中报点评报告》
-2022.9.1

《启动兆瓦级铁铬液流电池项目，新能源转型再加码——公司信息更新报告》
-2022.8.21

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8046	7427	12583	17225	21076
现金	1608	1859	5398	10645	14123
应收票据及应收账款	2854	1528	3887	2133	3681
其他应收款	403	380	489	379	520
预付账款	645	834	485	983	457
存货	1467	1798	1434	1948	1448
其他流动资产	1069	1028	889	1137	848
非流动资产	29617	34694	34464	34428	33527
长期投资	622	686	852	1012	1176
固定资产	22711	21841	21938	22106	21281
无形资产	2185	3447	3888	4341	4878
其他非流动资产	4099	8721	7785	6968	6192
资产总计	37663	42121	47047	51653	54603
流动负债	8026	5511	6807	7689	6510
短期借款	2426	502	1464	983	1224
应付票据及应付账款	1812	2776	1917	3075	1879
其他流动负债	3789	2233	3426	3630	3407
非流动负债	6118	9294	7562	5869	3996
长期借款	5106	8275	6547	4852	2980
其他非流动负债	1011	1019	1015	1017	1016
负债合计	14144	14805	14370	13557	10506
少数股东权益	3099	3824	4747	5886	7089
股本	1922	1922	1922	1922	1922
资本公积	2713	2715	2715	2715	2715
留存收益	15774	18800	23443	28947	34561
归属母公司股东权益	20420	23492	27930	32210	37009
负债和股东权益	37663	42121	47047	51653	54603

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6333	8504	4781	9820	6360
净利润	4792	4706	5362	5899	6242
折旧摊销	2160	2183	1985	2160	2313
财务费用	394	308	99	-118	-308
投资损失	-93	-90	-91	-91	-91
营运资金变动	-1170	1082	-2455	2104	-1625
其他经营现金流	249	315	-119	-134	-171
投资活动现金流	-3267	-6697	-1657	-2034	-1319
资本支出	3337	6728	1606	1955	1254
长期投资	0	0	-167	-160	-163
其他投资现金流	69	31	116	81	98
筹资活动现金流	-2504	-1625	414	-2538	-1564
短期借款	-1274	-1923	962	-481	240
长期借款	-272	3169	-1728	-1696	-1872
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-6	2	0	0	0
其他筹资现金流	-951	-2873	1181	-362	67
现金净增加额	562	183	3539	5247	3478

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	24673	26793	27489	28609	29031
营业成本	16263	18384	18703	19307	19519
营业税金及附加	1481	1571	1631	1687	1717
营业费用	56	56	60	61	63
管理费用	612	741	721	771	772
研发费用	12	61	38	52	46
财务费用	394	308	99	-118	-308
资产减值损失	-145	-78	0	0	0
其他收益	6	9	7	8	8
公允价值变动收益	0	2	1	2	1
投资净收益	93	90	91	91	91
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	5769	5676	6447	7086	7489
营业外收入	14	13	13	13	13
营业外支出	139	105	122	113	118
利润总额	5644	5584	6338	6986	7385
所得税	852	877	976	1087	1143
净利润	4792	4706	5362	5899	6242
少数股东损益	1210	720	923	1139	1203
归属母公司净利润	3582	3987	4439	4760	5039
EBITDA	8239	8288	8521	9170	9526
EPS(元)	1.60	1.78	1.98	2.12	2.25

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	22.9	8.6	2.6	4.1	1.5
营业利润(%)	73.0	-1.6	13.6	9.9	5.7
归属于母公司净利润(%)	73.0	11.3	11.3	7.2	5.9
获利能力					
毛利率(%)	34.1	31.4	32.0	32.5	32.8
净利率(%)	14.5	14.9	16.1	16.6	17.4
ROE(%)	20.4	17.2	16.4	15.5	14.2
ROIC(%)	16.9	15.5	14.4	14.7	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	37.6	35.1	30.5	26.2	19.2
净负债比率(%)	36.2	29.1	15.1	-6.5	-17.2
流动比率	1.0	1.3	1.8	2.2	3.2
速动比率	0.7	0.8	1.5	1.8	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	10.4	12.2	11.3	11.8	11.5
应付账款周转率	8.3	8.0	8.2	8.1	8.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.78	1.98	2.12	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	2.83	3.79	2.13	4.38	2.84
每股净资产(最新摊薄)	9.11	10.48	12.46	14.37	16.51
估值比率					
P/E	8.4	7.6	6.8	6.3	6.0
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.5	4.5	4.2	3.2	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn