

电投能源 (002128) 2022 年报点评

煤电铝业务稳中向好，绿电转型稳步推进

事项:

- ❖ 公司发布 2022 年年报，全年实现营收 267.9 亿元，同比+8.6%；归母净利润 39.9 亿元，同比+11.3%（注：公司历史财务数据有重述，此处以最新披露年报为准）。其中 Q4 实现营收 69.2 亿元，同比+4.1%，环比+10.9%；归母净利润 7.3 亿元，同比+6.0%，环比-21.8%。

评论:

- ❖ **煤电板块表现平稳，电解铝业务成本承压。**2022 年公司实现毛利率/净利率/期间费用率分别为 31.4%/17.6%/4.3%，同比分别-2.7pct/-1.8pct/持平，**其中煤炭：**实现销量 4599.8 万吨，同比-0.1%；吨煤综合售价 182.8 元/吨，同比+12.6%，实现毛利率 49.7%，同比+2.2pct；**电力：**实现销量 77.3 亿千瓦时，同比+12.2%，综合售价 0.4 元/千瓦时，同比+6.7%，实现毛利率 36.3%，同比+4.6pct；**电解铝：**实现销量 86.17 万吨，同比-2.1%；单吨综合售价 17457.1 元/吨，同比+6.4%，实现毛利率 18.3%，同比-7.8pct，核心原材料价格上涨导致产品价差收窄，据 Wind 数据，2022 年全年氧化铝/阳极碳价格同比分别+5.2%/+52.3%。
- ❖ **三大主业稳中向好，一体化布局铸就成本优势。**煤炭板块，公司为东北地区褐煤销售龙头企业，具有煤炭产能 4600 万吨，据中国煤炭市场网数据显示，2022 年褐煤市场均价为 292.5 元/吨，2023Q1 为 284.1 元/吨，能源保供政策驱动下煤价存下行预期，但公司煤炭主要以长协方式外销，整体收益有望逆市企稳；电解铝板块，公司目前拥有年产 86 万吨电解铝生产线，龙头优势明显。双碳大背景下高耗电的电解铝行业产能供给收缩，下游新能源汽车贡献需求增量，根据百川盈孚数据，截至 2023 年 3 月，电解铝表观消费量同比+6.5%，产能同比-0.4%，预期电解铝供需格局稳中向好；传统电力业务板块，公司火电装机规模为 120 万千瓦，所属霍林河坑口电厂依托露天煤矿而建，主要燃用自有低热值煤，运输成本低廉，是东北地区盈利能力最强的火力发电机组之一；公司电解铝业务同样得益于一体化布局，拥有距离煤炭产地近的自备电厂，板块间协同效应突出。
- ❖ **绿电转型稳步推进，国资背景助力估值提升。**基于内蒙区域优质的风光资源，公司光伏风电新能源发电业务稳步增长。截至 2022 年年报，公司已达成新能源装机 217 万千瓦，同比+39.1%，尚在开发建设的产能有通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目、上海庙外送新能源基地阿拉善 40 万千瓦风电项目等共计逾 200 万千瓦产能。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，积极的绿电转型体现公司的国企担当。截至 2023 年 4 月 25 日，实控人国资委间接持有公司 32.63% 的股份，当前公司 pb 值仅为 1.11，低于整体市场均值，在国企改革大背景下，公司有望迎来质地优化，估值提升。
- ❖ **投资建议：**近年来公司新能源业务稳步发展，主营业务收益稳定。我们维持上次预测 2023-2024 年归母净利润分别为 49.32 亿元和 52.01 亿元，并新增 2025 年归母净利润预测为 58.05 亿元，对应 PE 分别为 6x、6x、5x。参考公司近三年历史估值，我们给予公司 2023 年 7 倍目标 PE，对应目标价 15.40 元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**绿电装机量不及预期，电解铝需求下滑，长协价格变动

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	26,793	28,500	30,303	32,288
同比增速(%)	8.7%	6.4%	6.3%	6.6%
归母净利润(百万)	3,987	4,932	5,201	5,805
同比增速(%)	12.0%	23.7%	5.4%	11.6%
每股盈利(元)	1.78	2.20	2.32	2.59
市盈率(倍)	8	6	6	5
市净率(倍)	1.3	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

推荐 (维持)

目标价：15.40 元

当前价：13.34 元

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com

执业编号：S0360522050001

公司基本数据

总股本(万股)	224,157.35
已上市流通股(万股)	192,157.29
总市值(亿元)	299.03
流通市值(亿元)	256.34
资产负债率(%)	35.15
每股净资产(元)	12.23
12 个月内最高/最低价	17.03/12.19

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《电投能源 (002128) 重大事件点评：风电项目定增获准，绿电转型步履加速》

2023-02-10

《电投能源 (002128) 深度研究报告：煤电铝一体化夯实资源壁垒，积极布局新能源运营拥抱时代低碳转型》

2022-01-16

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,859	13,350	24,821	38,343
应收票据	0	846	319	325
应收账款	1,528	2,597	2,717	2,859
预付账款	834	703	745	829
存货	1,798	1,739	1,832	1,935
合同资产	309	173	230	248
其他流动资产	1,099	1,309	1,581	1,557
流动资产合计	7,427	20,716	32,245	46,096
其他长期投资	25	25	25	25
长期股权投资	686	686	686	686
固定资产	21,813	38,121	60,323	81,221
在建工程	5,611	13,828	14,649	14,732
无形资产	3,447	3,717	4,082	4,449
其他非流动资产	3,113	3,111	3,083	3,065
非流动资产合计	34,694	59,487	82,848	104,177
资产合计	42,121	80,203	115,093	150,273
短期借款	503	1,503	2,503	3,503
应付票据	0	15	20	10
应付账款	2,776	2,569	2,715	2,782
预收款项	0	0	0	0
合同负债	319	339	361	384
其他应付款	829	829	829	829
一年内到期的非流动负债	374	374	374	374
其他流动负债	711	824	872	955
流动负债合计	5,511	6,453	7,673	8,837
长期借款	8,275	35,424	62,694	90,002
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,019	1,019	1,019	1,019
非流动负债合计	9,294	36,442	63,712	91,021
负债合计	14,805	42,895	71,385	99,857
归属母公司所有者权益	23,492	32,377	37,578	43,383
少数股东权益	3,824	4,931	6,130	7,033
所有者权益合计	27,316	37,308	43,708	50,416
负债和股东权益	42,121	80,203	115,093	150,273

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,504	6,690	10,606	13,048
现金收益	7,197	8,618	10,516	13,285
存货影响	-331	59	-93	-103
经营性应收影响	1,215	-1,606	446	-149
经营性应付影响	1,237	-191	151	56
其他影响	-813	-190	-414	-42
投资活动现金流	-6,697	-26,586	-26,550	-26,893
资本支出	-7,358	-27,248	-27,369	-27,402
股权投资	-64	0	0	0
其他长期资产变化	725	662	819	509
融资活动现金流	-1,625	31,388	27,415	27,368
借款增加	-282	28,148	28,270	28,308
股利及利息支付	-1,305	-339	-387	-361
股东融资	10	10	10	10
其他影响	-47	3,568	-478	-589

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,793	28,500	30,303	32,288
营业成本	18,384	18,285	19,539	20,537
税金及附加	1,571	1,751	1,878	1,954
销售费用	56	60	63	67
管理费用	741	788	838	893
研发费用	61	64	69	73
财务费用	308	343	396	377
信用减值损失	-21	-113	-143	-163
资产减值损失	-78	-178	-83	-83
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	90	70	70	70
其他收益	9	9	9	9
营业利润	5,676	7,000	7,376	8,222
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	105	105	105	105
利润总额	5,584	6,908	7,284	8,130
所得税	877	1,085	1,144	1,277
净利润	4,706	5,823	6,139	6,853
少数股东损益	720	890	939	1,048
归属母公司净利润	3,987	4,932	5,201	5,805
NOPLAT	4,966	6,112	6,473	7,171
EPS(摊薄) (元)	1.78	2.20	2.32	2.59

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	8.7%	6.4%	6.3%	6.6%
EBIT 增长率	-2.1%	23.1%	5.9%	10.8%
归母净利润增长率	12.0%	23.7%	5.4%	11.6%
获利能力				
毛利率	31.4%	35.8%	35.5%	36.4%
净利率	17.6%	20.4%	20.3%	21.2%
ROE	17.0%	15.2%	13.8%	13.4%
ROIC	17.5%	10.2%	7.3%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	35.1%	53.5%	62.0%	66.5%
债务权益比	37.2%	102.7%	152.3%	188.2%
流动比率	1.3	3.2	4.2	5.2
速动比率	1.0	2.9	4.0	5.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.2
应收账款周转天数	29	26	32	31
应付账款周转天数	45	53	49	48
存货周转天数	32	35	33	33
每股指标(元)				
每股收益	1.78	2.20	2.32	2.59
每股经营现金流	3.79	2.98	4.73	5.82
每股净资产	10.48	14.44	16.76	19.35
估值比率				
P/E	8	6	6	5
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	4	4	3

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业工作经验，6 年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021 年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2 年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2 年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522