

内蒙华电（600863.SH）/公用事业

证券研究报告/公司深度报告

2022年12月16日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：3.57

分析师：汪磊

执业证书编号：S0740521070002

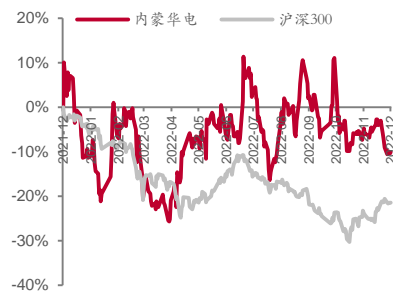
Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

研究助理：陈若西

Email: chenrx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6,527
流通股本(百万股)	6,527
市价(元)	3.57
市值(百万元)	23,301
流通市值(百万元)	23,301

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,361	18,934	23,165	25,489	28,280
增长率 yoy%	6.10%	23.26%	22.35%	10.03%	10.95%
净利润(百万元)	759	452	2,196	3,054	4,110
增长率 yoy%	-31.25%	-40.42%	385.48%	39.10%	34.57%
每股收益(元)	0.12	0.07	0.34	0.47	0.63
每股现金流量	0.60	0.47	0.86	1.03	1.12
净资产收益率	4%	2%	11%	14%	16%
P/E	30.78	51.67	10.61	7.63	5.67
P/B	1.57	1.45	1.38	1.25	1.08

备注：股价取自 2022 年 12 月 16 日。

报告摘要

- 公司煤矿资源优质，煤炭产能核增扩产顺利。**公司全资子公司魏家峁项目资源储量 9.21 亿吨，可采储量 6.30 亿吨。2021 年魏家峁煤电一体化项目煤炭平均销售单价完成 54 5.47 元/吨，同比增长 86.08%，全年煤炭销售收入达 19.96 亿元，同比增长 105.61%。2022 年 4 月，经国家矿山安全监察局 2022 年第 11 次局务会议研究决定，同意魏家峁煤矿生产能力由 600 万吨/年核增至 1200 万吨/年。据 2022 年 9 月公司公告，今年煤炭产量力争破 1000 万吨，明年全部达产，有望继续带动煤炭业务营收增长。
- 火电仍占主要地位，煤电协同减轻成本压力。**截至 2022H1，公司总控股装机达到 12 84.62 万千瓦，规模优势进一步凸显，其中火电装机 1140 万千瓦，占总装机量的 88.74%，共 26 台煤电机组（60 万千瓦以上大机组 6 台）为公司最主要发电机组。2022 年前三季度，公司发电量、上网电量分别同比增加 7.19%、7.11%，火电发电量、上网电量分别同比增加 7.27%、7.17%。2021 年公司火电业务的入炉标煤均价为 618.77 元/吨（同比+52.38%），火电营收压力大幅增加。进入 2022 年以来，入炉标煤单价持续高位，一季度均价 650.03 元/吨（同比+31.19%），二季度煤价有所下降，上半年平均价 638.29 元/吨（同比+20.76%），三季度煤价反弹上行，前三季度均价 650.72 元/吨（同比+10.71%）。公司已实现长协煤覆盖率 100%，同时加强煤电协同，根据需求将自产的优质煤炭供应控股的火电厂，有效控制火电成本，在煤价维持高位振荡调整的背景下，公司火电业务率先扭亏为盈，并有望持续修复。
- 内蒙古风光资源禀赋好，“十四五”新能源转型提速。**公司背靠华能集团，接下来将重点发展清洁能源发电，目前风光装机总量为 144.62 万千瓦，占比接近总装机的 11.26%。其中风电装机 137.62 万千瓦，光伏装机 7 万千瓦，占总装机比重分别为 10.71%、0.54%。根据公司公告，2021 年 11 月公司控股子公司和林发电公司完成火电灵活性改造促进市场化消纳新能源光火一体化项目备案，建设 47 万千瓦光伏发电项目。2022 年公司投资建设内蒙古聚达发电有限责任公司灵活性改造促进市场化消纳 38 万千瓦新能源项目，项目预计总投资 19.7 亿元，贯彻落实内蒙古自治区有序推进火电灵活性改造促进市场化消纳新能源，保障电力稳定供应。到“十四五”末，公司规划发电装机容量达 2000 万千瓦时，新能源装机比重达 50%。
- 投资建议：**公司火电板块迎来盈利修复，充沛的现金流水平为继续开展新能源业务发展提供支撑。预计随着煤矿核增产能落地、新能源项目投产，公司业绩提升有望进一步提升，公司成长性长期向好。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 231.65、254.89、282.80 亿元，分别同比增长 22.35%、10.03%、10.95%，归母净利润分别为 21.96、30.54、41.10 亿元，分别同比增长 385.48%、39.10%、34.57%，对应 EPS 分别为 0.34、0.47、0.63，PE 分别为 10.61、7.63、5.67 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**煤价回落速度不及预期、风光新能源装机增长不及预期、市场化电价上涨不及预期、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

1. 立足火电，加速新能源产业布局	- 5 -
2. 内蒙古资源充沛，电力行业政策逐步完善.....	- 9 -
2.1 煤炭资源丰富，产能产量表现出色	- 9 -
2.2 内蒙古电力需求大，公司同时承担蒙电外送任务	- 11 -
2.3 新能源转型政策出台，发展绿色清洁电力	- 13 -
3. 充分发挥煤炭一体化优势，加速新能源装机转型	- 15 -
3.1 煤炭产销量突出，营收增长未来可期	- 15 -
3.2 火电仍为公司主要业务，煤电一体化协同发挥强大优势	- 17 -
3.3 推动企业结构化转型，清洁能源占比持续增长.....	- 19 -
4. 投资建议.....	- 20 -
风险提示.....	- 23 -

图表目录

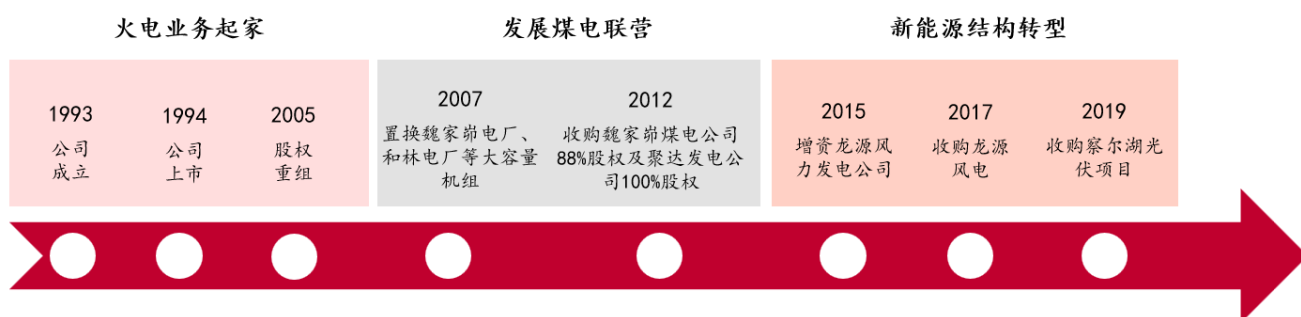
图表 1: 公司发展历程与业务布局.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构.....	- 6 -
图表 3: 公司主要分支机构及参控股公司.....	- 6 -
图表 4: 2017-2022H1 公司控股装机容量.....	- 7 -
图表 5: 2022H1 公司控股装机规模结构.....	- 7 -
图表 6: 2018-2022Q3 公司营业收入.....	- 7 -
图表 7: 2018-2022Q3 归母净利润.....	- 7 -
图表 8: 2018-2022H1 公司电力行业各项业务营收占比.....	- 8 -
图表 9: 2018-2022Q3 公司毛利率、净利率.....	- 8 -
图表 10: 2018-2022Q3 公司盈利能力.....	- 8 -
图表 11: 2018-2022Q3 公司资产负债率.....	- 9 -
图表 12: 2018-2022Q3 公司现金流变化 (亿元).....	- 9 -
图表 13: 2020-2022 年 10 月中国煤炭进口量 (万吨).....	- 9 -
图表 14: 2015-2022Q3 全国原煤产量 (亿吨).....	- 10 -
图表 15: 2017-2021 全国煤炭消费量 (亿吨).....	- 10 -
图表 16: 国家煤炭保供政策措施.....	- 10 -
图表 17: 内蒙古四大矿区地理位置.....	- 11 -
图表 18: 2019-2022Q3 内蒙古全区用电量分布 (亿千瓦时).....	- 12 -
图表 19: 2019-2022Q3 内蒙古外送电量 (亿千瓦时).....	- 12 -
图表 20: 内蒙古电力多边交易市场结算信息披露 (2022 年 8 月).....	- 12 -
图表 21: 内蒙古 6000 千瓦及以上电厂装机容量占比.....	- 13 -
图表 22: 2022 年内蒙古地区推出发展新能源政策.....	- 14 -
图表 23: 内蒙古第一、二批大型风电光伏基地建设项目清单.....	- 15 -
图表 24: 2016-2022Q3 公司煤炭产量 (万吨).....	- 16 -
图表 25: 2016-2022Q3 公司煤炭销量 (万吨).....	- 16 -
图表 26: 2016-2022Q3 公司煤炭销售价格 (元/吨).....	- 16 -
图表 27: 公司主要火电子公司及装机情况.....	- 17 -
图表 28: 2016-2022Q3 公司各类电源发电、上网电量 (亿千瓦时).....	- 17 -
图表 29: 2016-2022Q3 火电标煤价格 (元/吨).....	- 18 -
图表 30: 公司自用煤炭 (万吨) 及占比.....	- 18 -
图表 31: 公司直属及控股企业 2022 年前三季度发电量完成情况.....	- 18 -
图表 32: 2019-2022Q1 公司发电标准煤耗 (克/千瓦时).....	- 19 -
图表 33: 2016-2022H1 公司新能源装机量及占比.....	- 20 -

图表 34: 2017-2022Q3 公司新能源发电量及同比.....	- 20 -
图表 35: 电力业务核心假设.....	- 21 -
图表 36: 各业务板块营业收入及毛利率.....	- 22 -
图表 37: 内蒙华电可比公司情况.....	- 23 -
图表 38: 内蒙华电财务预测.....	- 24 -

1. 立足火电，加速新能源产业布局

- 火电起家加速新能源发电转型，30年铸造区域电力运营龙头。**公司前身为包头第二热电厂，是国家“一五”计划期间兴建的156项重点工程之一。公司主营以火电为主的发电、供热业务以及风电和太阳能等新能源发电业务，并经营煤炭生产及销售等业务。公司主要面向蒙西、蒙东、华北供电，其中蒙西、东北两个区域主要以直调、大用户交易方式售电，华北电网以“点对网”和特高压直送方式售电。
- 发展历程：火电业务起家（1993-2006）：**1993年公司设立，1994年5月20日“内蒙华电”股票在上海证券交易所挂牌交易，公司成为内蒙古自治区第一家上市公司。**发展煤电联营（2007-2014）：**2007年公司置换魏家峁公司和林发电厂等大容量机组，2012年收购魏家峁煤电公司88%股权，建立煤电联营业务格局。**新能源结构转型（2015以来）：**2015年起公司大力推进能源结构转型，于2017年、2019年分别收购北方龙源风电公司、察尔湖光伏项目，2020年末乌达莱公司风电项目实现全容量并网，加速新能源产业布局。

图表 1：公司发展历程与业务布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 内蒙华电由内蒙古电力（集团）有限责任公司、中国华能集团公司、华能内蒙古发电公司作为发起人以社会募集方式设立，实际控制人为国务院国资委。**截至2022年6月30日，公司第一大股东是北方联合电力有限责任公司，持股50.64%。中国华能、广东能源、中国神华能源分别持有北方联合电力70%、20%、10%股份，国资委持有90%中国华能集团股份。

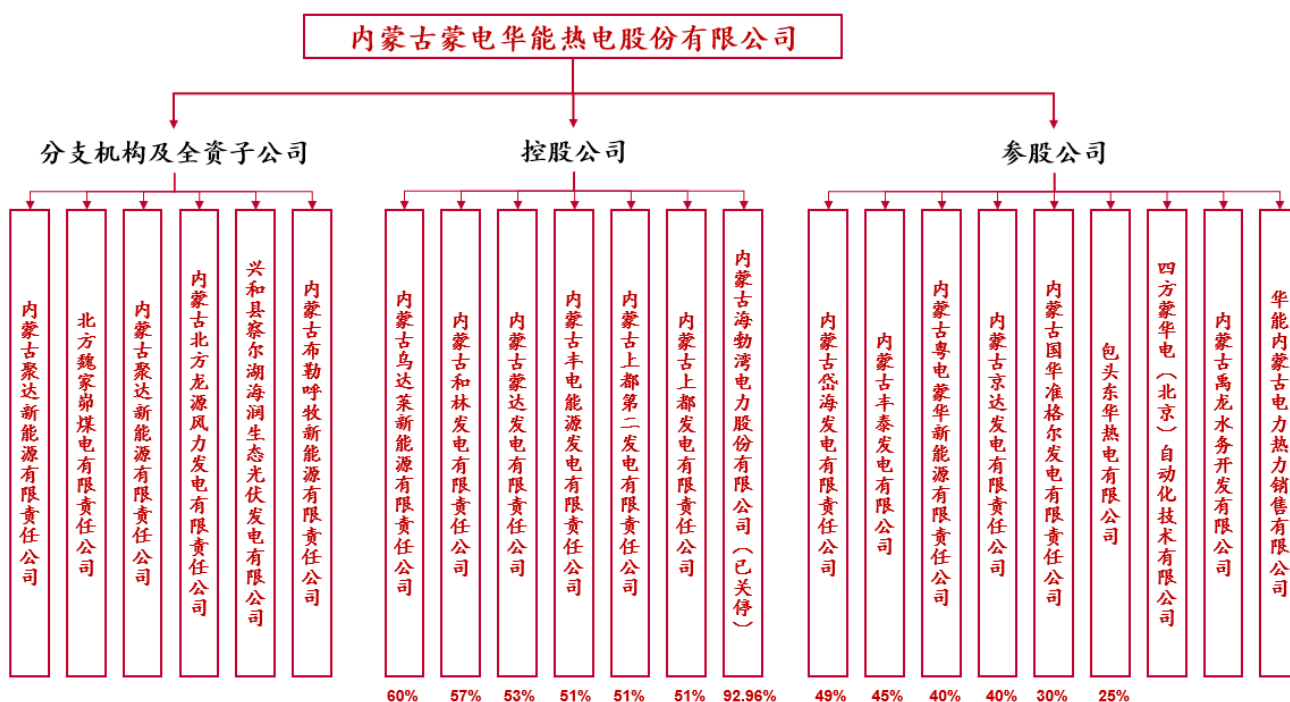
图表 2: 公司股权结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 注: 截至 2022 年半年报。

- **控股装机规模稳中有升, 清洁能源比例提高。**截至 2022H1, 公司全资子公司 6 家, 控股公司 7 家, 参股公司 9 家, 公司总控股装机达到 1284.62 万千瓦, 规模优势进一步凸显。其中, 火电装机 1140 万千瓦, 占比 88.74%, 为公司最主要发电方式。公司清洁能源业务占比增加, 装机总量, 为 144.62 万千瓦, 占比接近总装机的 11.26%。其中风电装机 137.62 万千瓦, 光伏装机 7 万千瓦, 占总装机比重分别为 10.71%、0.54%。

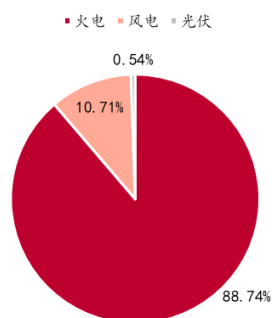
图表 3: 公司主要分支机构及参控股公司



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 注: 截至 2022 年半年报。

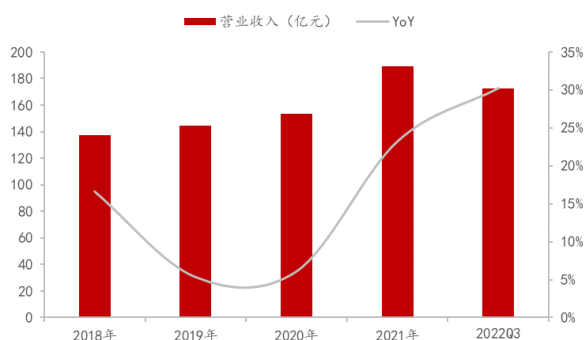
图表 4：2017-2022H1 公司控股装机容量


来源：公司公告，中泰证券研究所

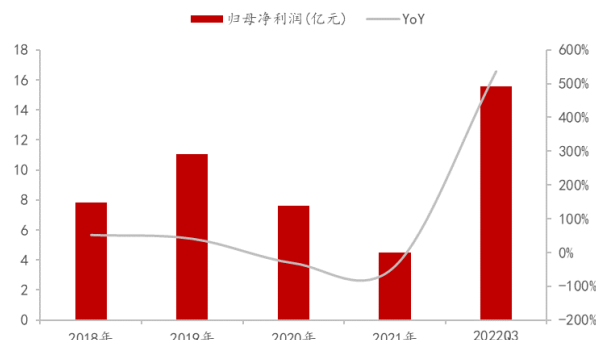
图表 5：2022H1 公司控股装机规模结构


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产业协同严控成本，22 年业绩同比大幅增长。**公司充分发挥产业协同优势，在燃料成本大幅上升的严峻形势下，优化发电时序，争取政策支持，结算电价大幅提升，有效缓解了火电企业亏损局面。2022 年前三季度，交易电价单价同比提升 81.43 元/MWh，实现营收 172.37 亿元，同比增长 30.27%，归母净利润大幅增长达 15.58 亿元，同比增长 537.22%，业绩获得大幅反弹。

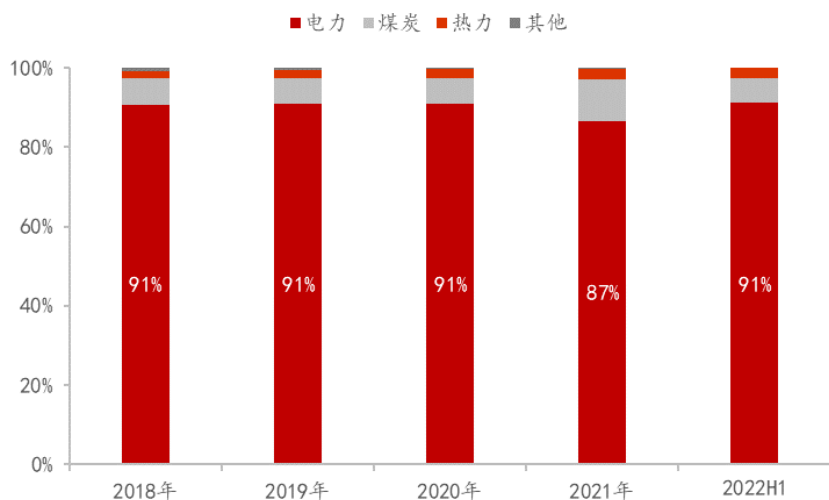
图表 6：2018-2022Q3 公司营业收入


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：2018-2022Q3 归母净利润


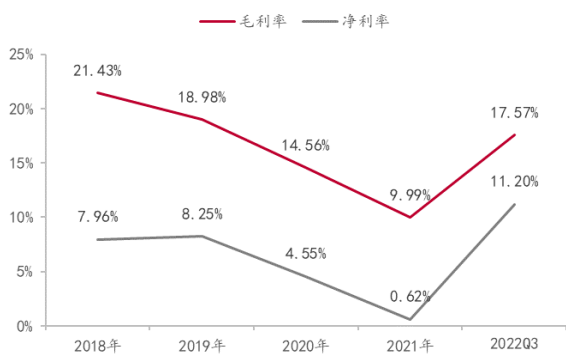
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 电力营收占比超九成，煤炭业绩贡献利润增长。**2018-2020 年电力占公司总营收的比重基本保持在 91% 左右，2021 年煤炭营收占比增长至 11%，2022 年恢复至 91% 左右。主要是因为 2021 年煤炭价格上涨，公司魏家峁煤电一体化项目煤炭平均销售单价完成 545.47 元/吨（不含税），同比增长 86.08%，全年煤炭销售收入达 19.96 亿元，同比增长 105.61%。

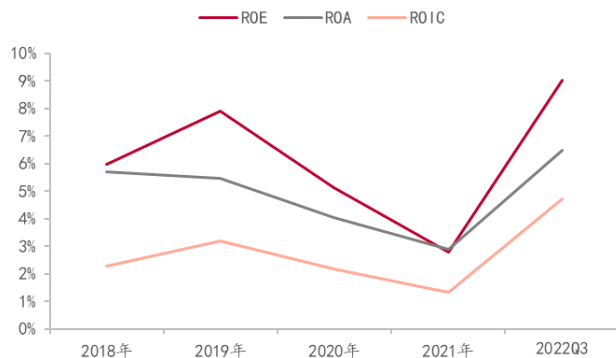
图表 8：2018-2022H1 公司电力行业各项业务营收占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 盈利能力回升，资产回报率提升。**公司毛利率、净利率较 2021 年大幅回升，2022 前三季度分别达 17.57%、11.20%，同比增加 9.49%、12.07%，盈利水平回归。在盈利能力指标方面，2022 前三季度公司 ROE、ROA、ROIC 分别为 9.02%、6.48%、4.72%，整体趋势与公司业绩增长保持一致，未来盈利能力有望进一步增强。

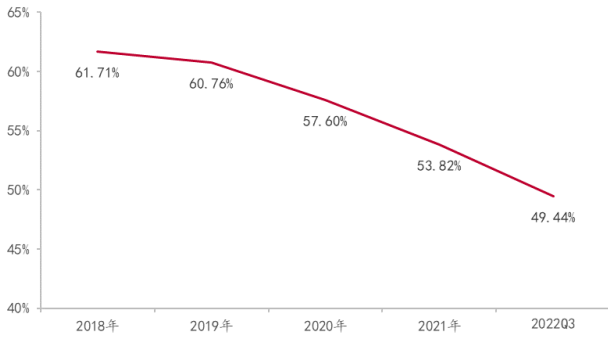
图表 9：2018-2022Q3 公司毛利率、净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

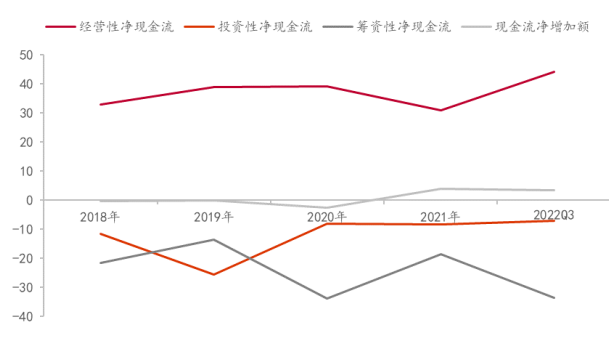
图表 10：2018-2022Q3 公司盈利能力


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 经营性净现金流充沛。**公司资产负债率持续优化，2022Q3 降低至 49.44%。2018 年以来，公司经营性净现金流充足，稳定在 30 亿以上，筹资性净现金流波动较大，近三年投资性净现金流基本不变，公司现金流净增加额维持稳中有升态势。未来随着公司业务规模快速扩张，预计经营性净现金流有望进一步增长。

图表 11: 2018-2022Q3 公司资产负债率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

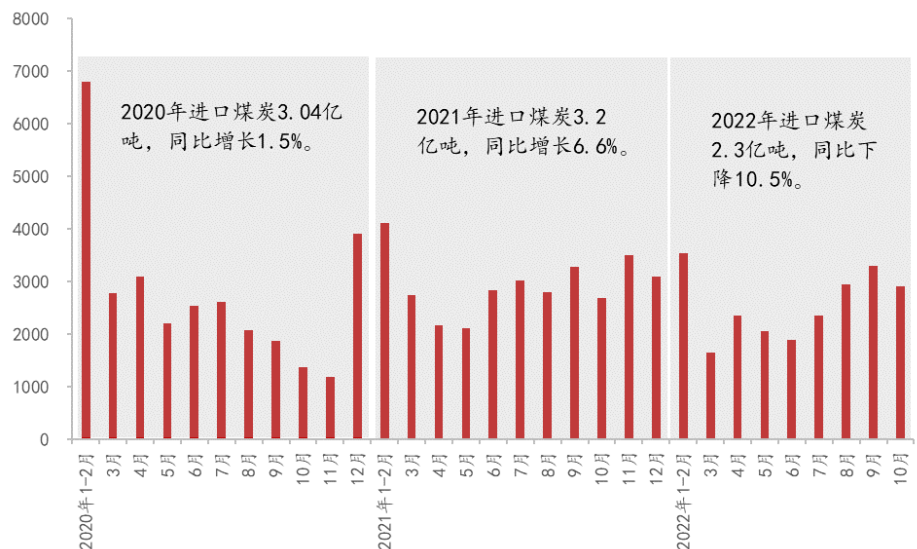
图表 12: 2018-2022Q3 公司现金流变化 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2. 内蒙古资源充沛, 电力行业政策逐步完善

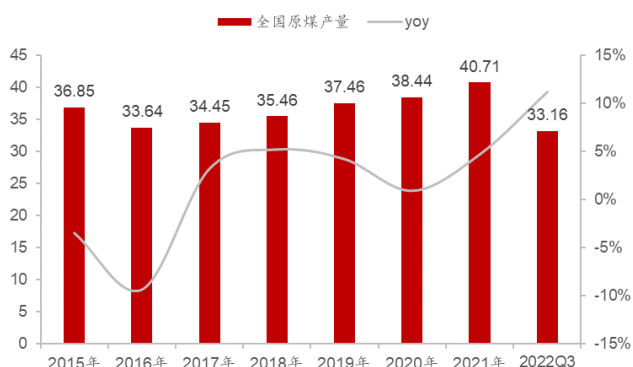
2.1 煤炭资源丰富, 产能产量表现出色

- 立足于煤炭为主的基本国情, 带动国内煤炭消费持续增长。**2021年12月召开的中央经济工作会议提出要求: 立足于煤炭为主的基本国情, 抓好煤炭清洁高效利用。中国不仅是煤炭生产大国, 也是煤炭进口第一大国。近两年极端天气频发, 清洁能源受阻, 欧洲多国增加煤电供应, 加大进口煤采购量, 国际煤炭价格不断增长, 同时极端天气导致供电需求增加, 拉动煤炭需求上升。自2022年以来, 中国煤炭进口量大幅减少。根据国家统计局能源生产情况, 截至2022年10月进口煤炭2.30亿吨, 同比下降10.5%。煤炭保供政策持续出台, 能源保障基础进一步夯实, 煤炭供需维持紧平衡状态。国内原煤产量持续增长, 截至2022年9月, 全国原煤产量达33.16亿吨, 同比增长11.20%。2021年全国煤炭消费量约29.34亿吨, 同比增长3.74%。

图表 13: 2020-2022年10月中国煤炭进口量 (万吨)


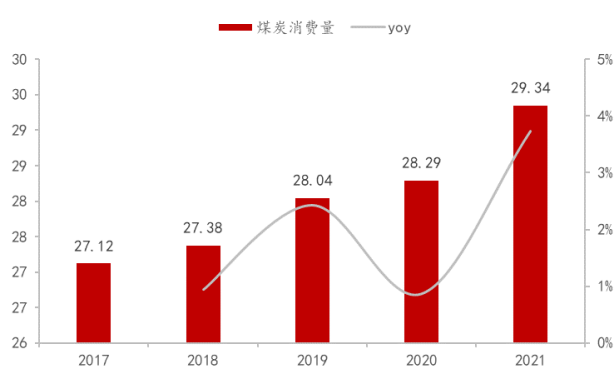
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 14: 2015-2022Q3 全国原煤产量 (亿吨)



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 15: 2017-2021 全国煤炭消费量 (亿吨)



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 16: 国家煤炭保供政策措施

保供政策	标题	具体内容
2022/3/17	国家能源局:《2022 年能源工作指导意见》	加强煤炭煤电兜底保障能力, 统筹资源接续和矿区可持续发展, 有序核准一批优质先进产能煤矿。加快推进在建煤矿建设投产, 推动符合条件的应急保供产能转化为常态化产能
2022/3/18	国家发改委:《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》	主要产煤省区和中央企业权利挖潜扩能增供, 年内再释放产能 3 亿吨/年以上, 日产量达到 1260 万吨以上。
2022/3/22	国家发改委:《“十四五”现在能源体系规划》	进一步保障煤炭供需稳定和能源安全, 提升煤炭储备能力, 增强中国煤炭自主供给能力, 在碳达峰碳中和总体要求下, 煤炭行业将加速向绿色生产、绿色消费转型升级。
2022/5/11	央行: 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度增加	增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度、新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备, 以及煤电企业电煤保供, 保障能源稳定供应, 支持产业链供应链稳定, 支持经济运行在合理区间。
2022/8/12	国家发改委:《关于强化中长期合同管理确保电煤质量稳定的通知》	煤炭、电力是关系国计民生的重要能源产品, 电煤稳定供应和合理电煤质量是保障燃煤发电机组长期安全稳定运行和顶峰有效出力的重要基础, 事关能源电力安全供应, 事关国家能源安全大局。各地区和中央企业要切实提高思想认识, 采取有效监督措施, 严格电煤中长期合同履行监管, 确保电煤供应数量充裕、价格合理、质量稳定。

来源: 发改委, 能源局, 澎湃新闻, 北极星电力网, 中泰证券研究所

- 内蒙古煤炭资源丰富、产能突出, 居全国前列。** 内蒙古煤炭资源丰富, 产量占全国四分之一、全球的八分之一。我国共有五大露天煤矿, 内蒙古坐拥其中四大露天煤矿, 包括伊敏、霍林河、元宝山和准格尔露天煤矿。过去十年, 内蒙古现代能源经济高质量快速发展, 建成了全国最大的煤电、煤化工基地, 累计生产煤炭 98.9 亿吨、外运 59.3 亿吨。根据“十四五”规划, 全区煤炭产能、产量动态稳定在 13 亿吨、10.5 亿吨左右。

图表 17：内蒙古四大矿区地理位置

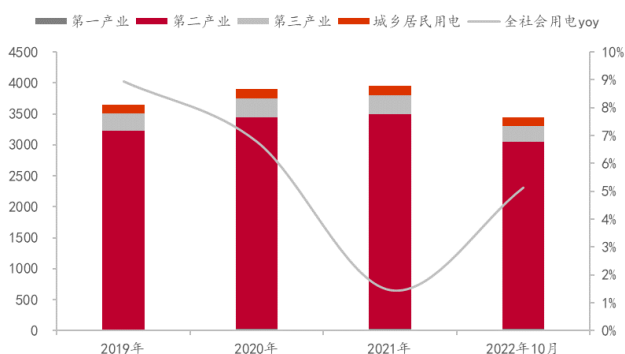


来源：内蒙古自治区自然资源厅，中泰证券研究所

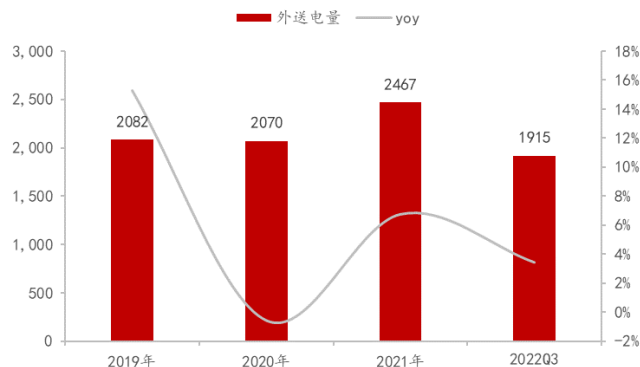
- **煤炭需求增大，政策支持煤矿增产。**2022年11月4日，内蒙古自治区能源局印发《关于加快保供煤矿产能释放的通知》，按照边生产边办手续要求，推进保供煤矿产能释放，相关煤矿抓紧调整生产计划，并加强安全检查，在确保安全的前提下，于2022年11月20日至2023年3月31日，可按照拟核增产能、拟调整建设规模组织生产。涉及产能核增煤矿42座，拟新增的产能5150万吨；涉及调整建设规模煤矿10座，拟新增的产能为1910万吨。
- **动力煤坑口价格先涨后降，煤炭价格趋于稳定。**根据内蒙古自治区发改委能源市场价格监测数据，2022年1-4月，由于疫情影响煤炭生产、运输和需求节奏，煤炭价格上行，至2022年4月底，全区动力煤平均坑口价格为445.88元/吨，5月份开始煤炭供需形势向好，价格回落，9月底动力煤平均价格降至399.00元/吨，较4月底高位回落10.51%，其中东部地区褐煤平均坑口价格为332.14元/吨，环比持平，同比增长8.64%，鄂尔多斯地区动力煤平均坑口价格600.00元/吨，环比持平，同比下降30.03%。

2.2 内蒙古电力需求大，公司同时承担蒙电外送任务

- **内蒙古社会用电需求上升，第二产业用电量占比最大。**内蒙古全区社会用电逐年增加，截止2022年10月，全社会用电3449亿千瓦时，同比增长5.66%。第二产业用电量3018亿千瓦时，同比增长5.83%，占总用电量87.50%，同比增长5.83%，工业用电量3006亿千瓦时，同比增长5.86%。
- **跨省跨境送电，承担蒙电外送责任。**近年来，内蒙古社会用电量逐年增加，促进电力消费。同时，内蒙古作为全国重要电力中心，承担蒙电外送的责任，全区主要外送地区包括东北、华北、华东等地区。2022Q3内蒙古自治区全区外送电量达到1915亿千瓦时，同比增长3.44%，为全国电力服务行业做出重要贡献。

图表 18: 2019-2022Q3 内蒙古全区用电量分布 (亿千瓦时)


来源: 内蒙古自治区电力行业协会, 中泰证券研究所

图表 19: 2019-2022Q3 内蒙古外送电量 (亿千瓦时)


来源: 内蒙古自治区电力行业协会, 中泰证券研究所

- 内蒙古电力多边交易市场中长期制度完善。**根据内蒙古自治区工业和信息化厅通知, 2022 年蒙西电网区内电力市场交易电量规模 2000 亿千瓦时, 蒙西地区全部煤炭用电企业全部纳入电力市场。蒙西电网高耗能行业用户全部参加 2022 年年度交易, 售电公司可以参与年度交易; 所有工商业用户均可参加 2022 年分月开展的月度交易, 高耗能用户月度交易电量上限为年度交易月分解电量的 30%, 参与年度交易的售电公司月度交易电量上限为年度交易月分解电量的 50%; 年内注册的高耗能用户可全电量参与月度交易; 市场初期, 以旬为周期组织开展增量电量及合同转让交易。根据内蒙古电力交易中心披露的 2022 年 8 月的电力多边交易市场信息, 发电侧结算均价 350.8 元/兆瓦时, 其中火电、风电、光伏结算均价分别为 398.2、184.4、172.9 元/兆瓦时; 用电侧结算均价 351.5 元/兆瓦时, 其中东、西部高耗能行业结算均价分别为 363.1、331.6 元/兆瓦时; 售电侧结算均价 315.1 元/兆瓦时。

图表 20: 内蒙古电力多边交易市场结算信息披露 (2022 年 8 月)

类别		结算电量 (亿千瓦时)	合约均价 (元/兆瓦时)	现货均价 (元/兆瓦时)	结算均价 (元/兆瓦时)	
发电侧	火电	154.68	377.9	544.9	398.2	
	风电	31.37	205.2	375.5	184.4	
	光伏	11.86	200.4	345.6	172.9	
发电侧小计		197.91	340.8	506.1	350.8	
用电侧	高能耗行业 东部	35.45	366.3	527.8	363.1	
	高能耗行业 西部	46.14	345.3	509.6	331.6	
	煤炭行业	锡盟	0.43	722.7	549.9	715.3
		非锡盟	6.39	1480.1	520.0	1441.5
	一般行业	东部	24.18	274.4	532.2	269.5
		西部	35.53	274.1	508.4	269.3
用电侧小计		196.26	340.8	523.5	351.5	
售电侧		15.81			315.11	

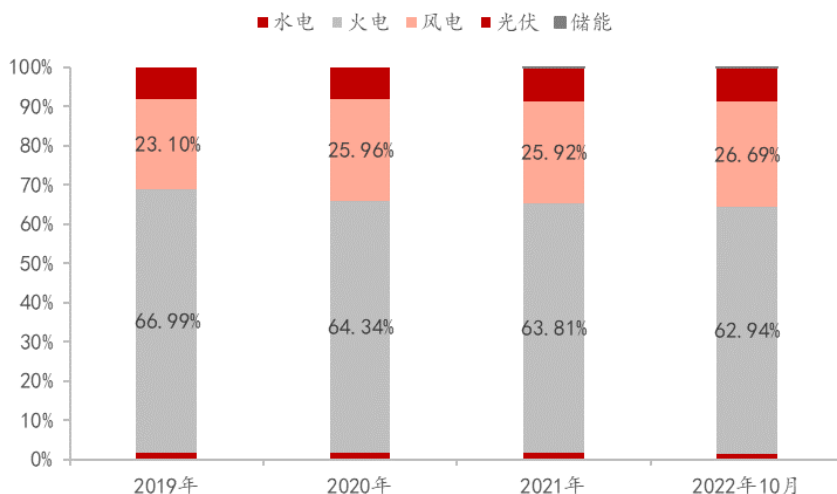
来源: 内蒙古电力交易中心有限公司, 中泰证券研究所

- 取消不合理优惠电价，利好蒙西发电项目。** 内蒙古地区为了大力推动战略性新兴产业的电价优惠，于 2016 年明确战略性新兴产业目标交易到户电价为 0.26 元/千瓦时，与蒙西电网 0.4 元/千瓦时的代理售电平均到户价格相比，具有明显价格优势。为了严格落实国家发改委清理取消不合理优惠电价政策要求，2022 年 9 月 1 日，内蒙古自治区发改委发布《内蒙古自治区发展和改革委员会关于取消我区优惠电价政策的通知》，提出取消蒙西电网战略性新兴产业优惠电价政策、蒙东电网大工业用电倒阶梯输配电价政策。取消不合理优惠电价将直接推动战略性新兴产业用户进入蒙西电力市场，参与双边协商交易，战略性新兴产业的电价将与市场接轨，用电价格将大幅提升，新能源发电项目或将受益。

2.3 新能源转型政策出台，发展绿色清洁电力

- 国家电力市场改革，促进新能源电力系统建设。** 电力市场逐步形成固定价格、“基准+浮动”等多样式的市场价格机制。国家发改委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》，完善峰谷电价机制、建立尖峰电价机制，尖峰电价在峰段电价基础上上浮比例原则上不低于 20%。《关于新能源上网电价政策有关事项的通知》指出 2021 年起，新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网，2021 年起新建项目上网电价，按当地燃煤发电基准价执行。
- 风电装机容量呈现上升趋势。** 根据内蒙古电力行业协会统计数据，6000 千瓦及以上电力装机累计容量占比中，火力发电新增占比呈现减小趋势，风力发电占比增加。截止 2022 年 10 月底，全区 6000 千瓦以上电厂装机容量 15869 万千瓦，同比增长 5.41%，火电 9988 万千瓦，同比增长 5.41%，占总装机容量比例 62.94%，相较于 2021 年末下降 0.87%；风电 4236 万千瓦，同比增长 8.77%，占总装机容量比例 26.69%，相较于 2021 年末上升 0.77%。

图表 21：内蒙古 6000 千瓦及以上电厂装机容量占比



来源：内蒙古自治区电力行业协会，中泰证券研究所

- **发挥内蒙古风光资源优势，推动区域新能源项目发展。**2022 年内蒙古地区出台多项政策，鼓励发展内蒙古地区新能源项目高质量发展。2022 年 8 月 1 日，内蒙古出台《内蒙古自治区火电灵活性改造消纳新能源实施细则（2022 年版）》，指出在确保电力系统安全稳定运行的前提下，煤电与新能源实质性联营，规模化、集约化开发建设新能源。立足于丰富的风能资源，内蒙古近年不断推进风电项目建设。

图表 22：2022 年内蒙古地区推出发展新能源政策

发布时间	政策、会议名称	具体内容
2022/2/28	《内蒙古自治区人民政府办公厅关于印发自治区“十四五”能源发展规划的通知》	着力打造风能、太阳能、氢能和储能等四大新型能源产业。依托国家重要能源和战略资源基地建设，抢抓碳达峰、碳中和带来的难得机遇，推动新能源产业从单一发电卖电向全产业链发展转变，打造全国乃至国际新能源产业高地。
2022/3/4	《关于推动全区风电光伏新能源产业高质量发展的意见》	风电、光伏发电项目要采用先进高效的设备，风电机组单机容量不小于 4 兆瓦；多晶硅电池组件和单晶硅电池组件的光电转换效率分别不低于 18%和 20.5%。新建市场化并网新能源项目，配建储能规模原则上不低于新能源项目装机容量的 15%，储能时长 4 小时以上；新建保障性并网新能源项目，配建储能规模原则上不低于新能源项目装机容量的 15%，储能时长 2 小时以上。
2022/4/22	《内蒙古自治区促进工业经济平稳增长行动方案》	实施光伏产业创新发展专项行动，加快建设我区纳入国家第一批大型风电光伏基地新能源项目，力争 2023 年底建成并网。落实国家大型风电光伏基地规划布局方案，开展蒙西沙漠、戈壁、荒漠地区大型风电光伏基地规划工作。
2022/8/1	《内蒙古自治区火电灵活性改造消纳新能源实施细则（2022 年版）》	根据燃煤电厂新增调节能力，按照多能互补、不增加系统调峰压力的原则，在确保电力系统安全稳定运行的前提下，煤电与新能源实质性联营，规模化、集约化开发建设新能源。
2022/10/26	《通辽市人民政府办公室关于印发通辽市“十四五”能源发展规划的通知》	着力打造光伏产业集群。依托硅砂资源，加快引进光伏玻璃项目，力争新增产能 1500 万平方米以上。重点发展高效光伏电池组件、高效率电池片，力争形成电池组件产能 150 万千瓦，新增高效率电池片产能 150 万千瓦。培育光伏 EVA 胶膜项目，新增产能 2000 万平方米以上。引进光伏背板项目，新增产能 1000 万平方米以上。

来源：内蒙古自治区人民政府，内蒙古能源局，中泰证券研究所

- **加快内蒙风电光伏大基地建设，三批项目有序开展。**2022 年 2 月，国家发展改革委国家能源局发布了《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》，对电力能源未来绿色低碳转型进行了部署。以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点，加快推进大型风电、光伏发电基地建设。截止 2022 年 8 月，内蒙古第一批 8 个国家大型风电光伏基地项目共计 2020 万千瓦，已完成核准备案全部开工，力争到 2023 年，第一批大型新能源基地项目将建成并网；第二批 5 个国家大型风电光伏基地项目共计 1188 万千瓦，项目清单下发；第三批基地项目正在组织开展申报工作。

图表 23：内蒙古第一、二批大型风电光伏基地建设项目清单

	项目名称	建设规模	承诺消纳	2022 年投产容	2023 年投产容
		(万千瓦)	利用率	量 (万千瓦)	量 (万千瓦)
第一批	蒙西昭沂直流外送 400 万千瓦风光项目	400	95%	240	160
	蒙西托克托外送 200 万千瓦风光项目	200	95%	100	100
	蒙西库布其 200 万千瓦光伏治沙项目	200	95%	0	200
	蒙中乌兰察布 120 万千瓦风电项目	120	95%	60	60
	蒙中锡盟特高压外送二期 400 万千瓦风光项目	400	95%	0	400
	蒙中锡盟上都外送 200 万千瓦风电项目	200	95%	160	40
	蒙东鲁固直流外送 400 万千瓦风电项目	400	95%	200	200
	蒙东伊穆直流外送岭东 100 万千瓦风光项目	100	95%	100	0
合计		2020			
第二批	准格尔旗 400 万千瓦基地项目	120 万千瓦风电			
		280 万千瓦光伏			
	蒙西基地昭沂直流 400 万千瓦外送项目	400			
	岱海电厂	150			
	通辽基地 1	138			
	通辽基地 1	100			
	合计	1188			

来源：国家发改委，北极星风力发电网，中泰证券研究所

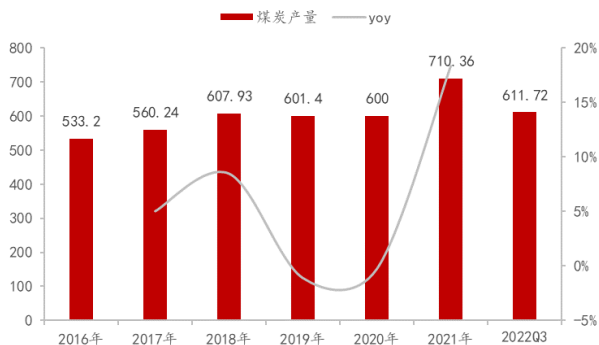
- 火电灵活性改造提升系统灵活性，推进风光制氢提升新能源消纳。**根据《内蒙古自治区煤电节能降耗及灵活性改造行动计划(2021-2023 年)》、《内蒙古自治区“十四五”节能减排综合方案》等文件，到 2025 年，完成煤电机组节能改造 2000 万千瓦、灵活性改造 3000 万千瓦，可再生能源电力消纳权重从 2020 年 20.1% 提升至 2025 年 35%。为进一步解决内蒙古“新能源开发模式单一、应用场景不足”等问题，加快新能源多元化场景应用，推进市场化消纳新能源项目建设，内蒙古自治区能源局印发了 2022 年版《内蒙古自治区源网荷储一体化项目实施细则》《内蒙古自治区燃煤自备电厂可再生能源替代工程实施细则》《内蒙古自治区风光制氢一体化示范项目实施细则》等 3 个实施细则。计划“十四五”期间，全区建成市场化消纳新能源装机 4000 万千瓦以上，新增并网本地消纳新能源 2/3 以上来自于市场化方式。

3. 充分发挥煤炭一体化优势，加速新能源装机转型

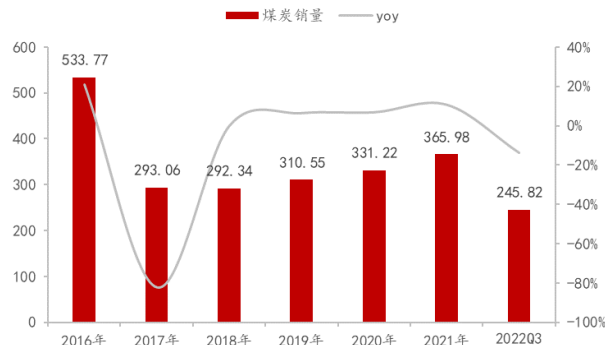
3.1 煤炭产销量突出，营收增长未来可期

- 充分利用煤炭资源，魏家峁项目煤炭产销量持续走高。**公司全资子公司魏家峁项目就位于准格尔矿区东南部，截至 2021 年末，资源储量 9.21 亿吨，可采储量 6.30 亿吨，煤质好，资源储备丰富。随着内蒙古保供政策施行，区域煤炭产量大幅增加，公司煤炭产销量每年稳定上涨。2022 年前三季度，公司煤炭销量 245.82 万吨，同比增加 13.89%。魏家峁煤炭产量 253 万吨，煤炭外销 103 万吨，约占整个公司煤炭销量的 42%。近年来，魏家峁项目煤炭产量持续增长，营收可观。2022 年 4 月，经国

家矿山安全监察局 2022 年第 11 次局务会议研究决定，同意魏家崮煤矿生产能力由 600 万吨/年核增至 1200 万吨/年。据 2022 年 9 月公司公告，今年煤炭产量力争破千万，明年达产，有望继续扩大营收增长。

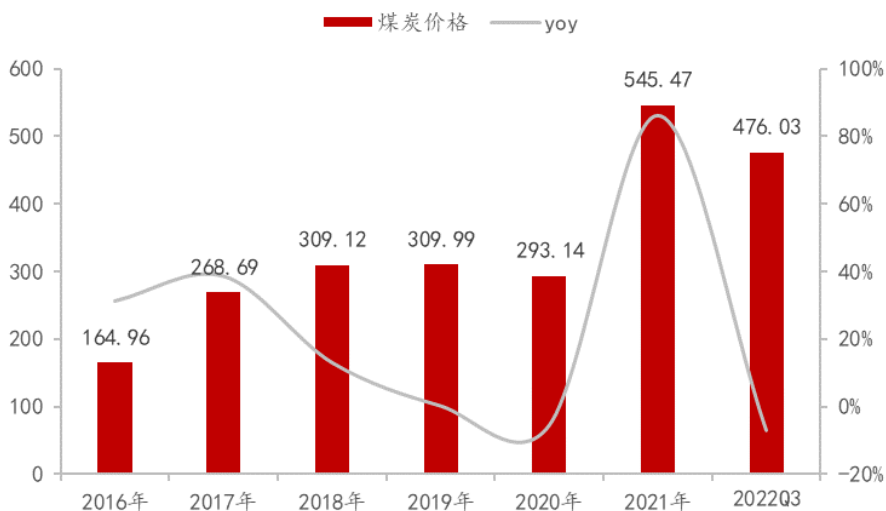
图表 24：2016-2022Q3 公司煤炭产量（万吨）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：2016-2022Q3 公司煤炭销量（万吨）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 煤炭价格走高回落，实现营收平稳增长。**近年来受疫情影响，进口煤炭减少，造成市场煤炭紧缺，煤炭价格大幅增长，价格上涨。以内蒙古 2021 年为例，全区进口煤炭 1371.13 万吨，同比下降 50.28%，全区规模以上煤炭企业生产原煤 10.4 亿吨，同比仅增长 2.7%，煤炭供应体系遭到冲击。2022 年 5 月，蒙西、蒙东两个区域明确了煤炭中长期交易价格合理区间分别为 260-460 元/吨和 200-300 元/吨，现货交易价格上限分别为 690 元/吨和 450 元/吨。随着政策出台，公司 2022Q3 煤炭价格下调 6.90%至 476.03 元/吨，仍保持较高位置。

图表 26：2016-2022Q3 公司煤炭销售价格（元/吨）


来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2 火电仍为公司主要业务，煤电一体化协同发挥强大优势

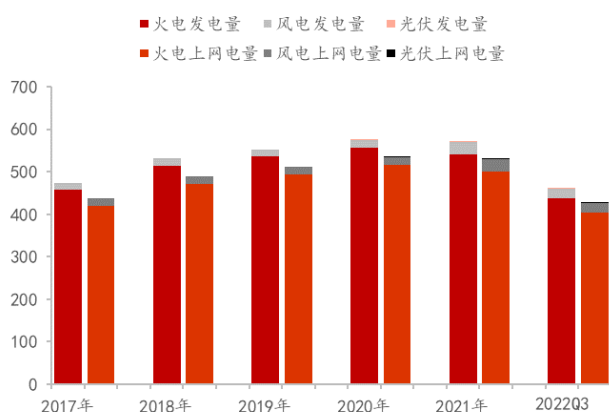
- **火力发电仍占主体地位，政策支持业绩增长。**根据 2021 年年报，公司可控煤电机组 26 台，装机容量 1140 万千瓦，660/600MW 大容量机组各 6 台。2022 年前三季度，公司发电量同比增加 7.19%，上网电量同比增加 7.11%。其中，火电发电量、上网电量分别同比增加 7.27%、7.17%；风电发电量、上网电量分别同比增加 5.94%、5.93%。火电发电量占总发电量的 94.82%，较去年同期上升 0.7%。

图表 27：公司主要火电子公司及装机情况

电网	电厂名称	装机容量
蒙西	丰泰公司	2x200MW
	京达公司	2x330MW
	聚达公司	2x600MW
	蒙达公司	4x330MW
	和林发电公司	2x660MW
	乌海发电厂	2x330MW
	丰电能源公司	4x200MW
华北	上都发电公司	4x600MW
	上都第二发电公司	2x660MW
	魏家峁公司	2x660MW

来源：公司公告，中泰证券研究所

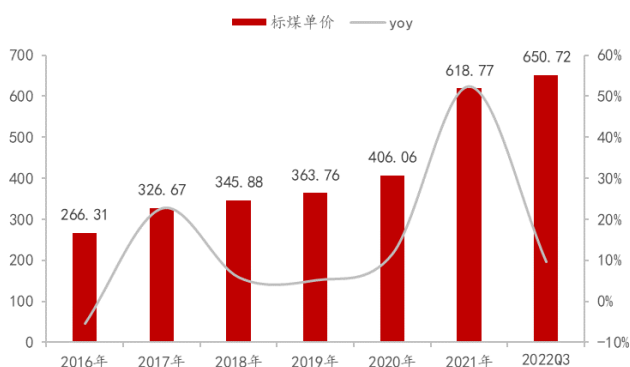
图表 28：2016-2022Q3 公司各类电源发电、上网电量（亿千瓦时）



来源：公司公告，中泰证券研究所

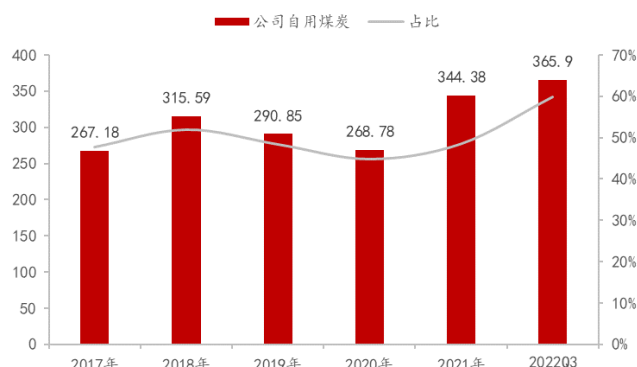
- **长协煤稳定供应，控制电煤价格风险。**控制燃料成本方面，公司积极应对市场变化，优化燃料全环节采购，加强自产煤协同控价作用，保障长协煤炭稳定供应，力争燃料成本可控在控。2021 年公司火电业务的入炉标煤单价为 618.77 元/吨，同比增长 52.38%，火电营收压力大幅增加。截止 2022Q3，标煤单价为 650.72 元/吨，同比增长 9.67%，增速降低约 42 个百分点。公司实现长协煤覆盖率 100%，控制煤炭价格反弹带来的风险。
- **发挥煤电一体化协同优势，保障公司营收增长。**公司电价和煤炭价格主要受国家政策、市场竞争和供需关系影响较大，煤炭价格增长，火电盈利下降，煤炭业务减轻火电成本压力，化解市场风险。公司自 2017 年开始增加煤炭自用，魏家峁公司 2x660MW 燃煤发电机组使用该公司自产煤炭，通过调整煤炭内部供应量和外销量的比例获得稳定收益，凸显煤电协同效益，煤炭自用比例近三年呈现上涨趋势。2022 年前三季度，公司煤炭自用量达到 59.81%。

图表 29: 2016-2022Q3 火电标煤价格 (元/吨)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 30: 公司自用煤炭 (万吨) 及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **发挥跨区域送电优势, 布局蒙西、华北、东北三大电网。**内蒙古电力外送通道建设提供新机遇, 华北地区发电量占发电总量 41.41%, 近两年送电量同比保持正增长, 2022 前三季度向华北地区送电 191.25 亿千瓦时, 同比增长 8.96%。东北地区发电量较小, 仅占比 0.3%。平均售电单价 367.91 元/MWh (不含税), 同比上涨 81.43 元/MWh (不含税), 同比增长 28.42%。

图表 31: 公司直属及控股企业 2022 年前三季度发电量完成情况

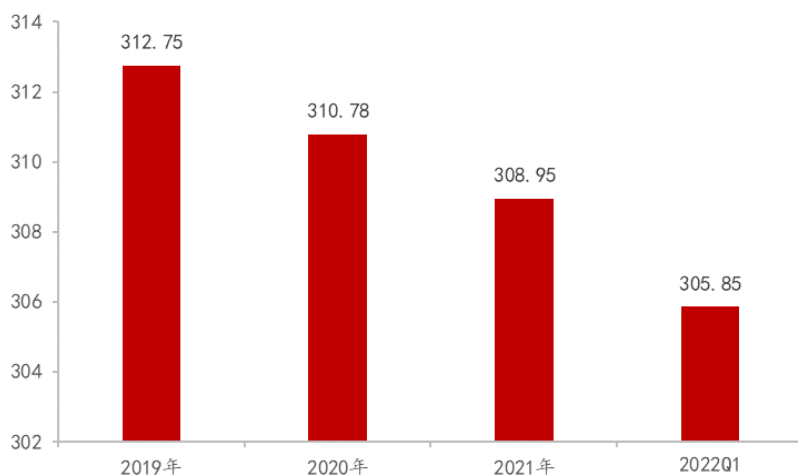
地区分类	项目名称	电源种类	发电量 (亿千瓦时)	同比 (%)	上网电量 (亿千瓦时)	同比 (%)
蒙西地区	白云鄂博风电场	风电	0.5	-10.71	0.48	-11.11
	北方龙源风力发电有限责任公司	风电	10.98	-14.75	10.74	-14.69
		光伏	0.27	3.85	0.27	8
	乌海发电厂	火电	26.83	0.56	24.93	0.85
	内蒙古丰电能源发电有限责任公司	火电	33.36	10.1	29.79	9.93
	内蒙古丰泰发电有限公司	火电	15.61	2.76	13.94	2.88
	内蒙古京达发电有限责任公司	火电	25.5	3.32	23.79	3.8
	内蒙古聚达发电有限责任公司	火电	49.72	13.65	45.54	13.34
	内蒙古蒙达发电有限责任公司	火电	51.65	10.88	47.55	11.33
	兴和县察尔湖海润生态光伏发电有限公司	光伏	0.65	1.56	0.63	3.28
内蒙古和林发电有限责任公司	火电	54.16	3.32	51.76	3.35	
蒙西电网小计			269.23	6.02	249.42	6.02
华北地区	内蒙古上都发电有限责任公司 (点对网外送)	火电	85.87	10.03	77.95	9.51
	内蒙古上都第二发电有限责任公司 (点对网外送)	火电	43.49	5.82	40.19	5.49
	北方魏家峁煤电有限责任公司 (特高压外送)	火电	51.71	4.46	49.1	4.67
	内蒙古乌达莱新能源有限公司 (特高压外送)	风电	10.18	47.75	9.96	47.56
华北电网小计			191.25	8.96	177.2	8.75
蒙东地区	乌力吉木仁风电场	风电	0.63	1.61	0.63	3.28
	额尔格图风电场	风电	0.7	-6.67	0.69	-8
蒙东电网小计			1.33	-2.92	1.32	-2.94
合计			461.81	7.19	427.94	7.11

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3.3 推动企业结构化转型，清洁能源占比持续增长

- 发挥企业社会责任，重视火电环保改造。**2021年，公司强化污染物排放管理，二氧化硫、氮氧化物、烟尘污染物超标排放小时数均实现同比下降。在全国火电机组能效水平对标中，公司魏家峁1号、2号机组荣获5A优胜机组奖；达拉特电厂1号机组荣获“2020年度全国发电机组可靠性标杆机组”。公司燃煤机组均已按环保要求实现了超低排放，厂用电率、发电水耗等能耗指标逐年下降，处于区域行业领先地位。2022Q1，公司发电标准煤耗305.85克/千瓦时。

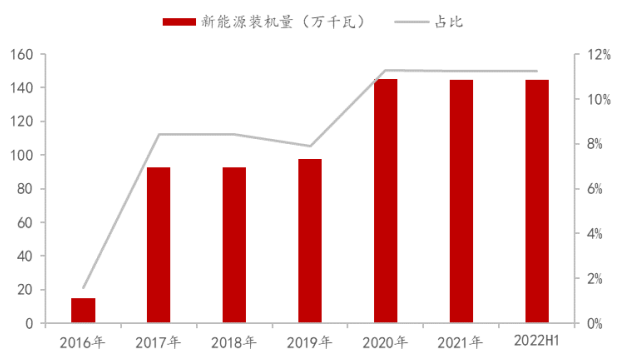
图表 32：2019-2022Q1 公司发电标准煤耗（克/千瓦时）



来源：公司公告，2022年度跟踪评级报告，中泰证券研究所

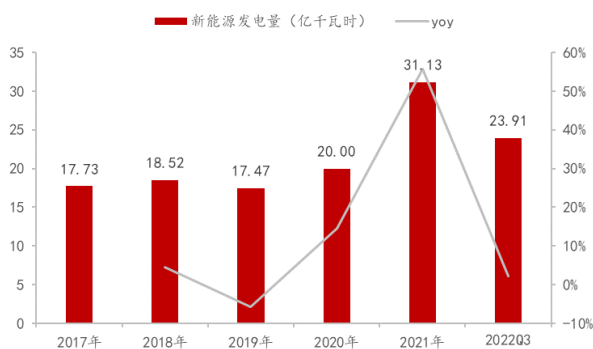
- 推进新能源优质项目，公司结构化转型趋势明朗。**为满足公司发展新能源战略要求，提高清洁能源发电装机比重，扩大清洁能源发电市场规模，2015年起公司大力推进能源结构转型。于2017年、2019年分别收购北方龙源风电公司、察尔湖光伏发电有限公司100%股权。近年来，公司不断加大设备改造，淘汰落后机组。2022年前三季度，公司新能源发电量23.91亿千瓦时，同比增长2.2%。龙源风电公司2017-2019三年间，实现归母净利润31675.77万元，业绩承诺完成率123.08%，业绩优秀。2021年4月，公司投资建设的乌达莱公司475MW风电项目正式并网，通过特高压线路向华北网输电，加速新能源产业布局。根据公司公告，2021年11月公司控股子公司和林发电公司完成火电灵活性改造促进市场化消纳新能源光火一体化项目备案，建设47万千瓦光伏发电项目，计划2022年12月建设完成。2022年公司投资建设内蒙古聚达发电有限责任公司灵活性改造促进市场化消纳38万千瓦新能源项目，项目预计总投资19.7亿元，贯彻落实内蒙古自治区有序推进火电灵活性改造促进市场化消纳新能源，保障电力稳定供应。另外，魏家峁煤矿智慧绿色矿山建设全面推进，进入全国绿色矿山名录。

图表 33: 2016-2022H1 公司新能源装机量及占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 34: 2017-2022Q3 公司新能源发电量及同比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 背靠华能集团, “十四五”规划新能源装机达 50%。**公司背靠华能集团, 近年华能集团大力发展新能源业务, 2020 年, 华能集团实现新增新能源装机突破 10GW, 规划到 2025 年发电装机达到 3 亿千瓦左右, 新能源装机 80GW 以上。同时, 随着内蒙古自治区新能源政策出台, 公司投资建设火电机组灵活性改造配置新能源项目, 研究存量风电机组“以大代小”发展路径。根据公司整体规划, 通过自建或收购等方式, 到“十四五”末, 内蒙华电发电装机容量达 2000 万千瓦, 新能源装机比重达 50% 目标。

4. 投资建议

- 核心假设:** 基于公司各项业务过往收入状况及公司未来发展战略方向, 结合行业发展趋势和行业市场现状格局, 我们对公司主要业务的收入及毛利率情况做出以下假设:
- 火电板块: 装机规模方面,** 根据公司发展规划, 预计未来几年火电机组将保持稳定, 即 2022~2024 年装机量均为 1140 万千瓦。**利用小时数方面,** 参考各发电机组过往的情况, 假设 2022-2024 年蒙西电网火电利用小时数分别为 5350、5300、5300 小时, 华北电网利用小时数分别为 4800、4750、4750 小时。**电价方面,** 去年内蒙公布了火电市场化交易电价上浮政策, 且高能耗企业不受 20% 上浮限制, 公司火电业务将受益, 在市场化交易电价的推动下有望保持上浮趋势。预计 2022-2024 年蒙西电网火电机组的上网结算均价分别增长 25%、5%、5%, 华北电网火电机组上网结算均价分别上涨 12%、5%、5%。
- 风光新能源发电板块: 装机规模方面,** 新能源发电是公司未来重点发力方向, 根据公司规划, “十四五”末新能源装机比重达 50%, 即约 1000 万千瓦, 目前公司风光装机合计 144.62 万千瓦, 仍有较大的空间, 公司自身以及集团必将加大新能源发电项目的开发。考虑到 2022 年下半年疫情影响并结合公司核准项目建设进度, 预估 2022~2024 年新增并网风电装机容量分别为 0、100、100 万千瓦, 光伏装机同理分别为 38、147、100 万千瓦。由于 2022 年的 38 万千瓦光伏项目尚未完成并网, 乐观估计今年可以实现并网, 并假设 2022 年度仅贡献 1 个月的发电量。未来并网的项目均假设当年只贡献 50% 的发电量。**利用小时数方面,** 参考已并网项目的利用小时数。**电价方面,** 随着未来平价上网的项目增加, 预计风电和光伏的电价将会有所下降, 假设项目均按照内蒙标杆上网电价 282.9 元/MWh 结算。
- 煤炭板块:** 公司煤炭扩产进展顺利, 据公司公告 2022 年力争实现产量 1000 万吨, 明年可以实现满产。预计 2022-2024 年煤炭产量分别为 1000、

1200、1200 万吨，参考过往公司自用比例，假设 2022-2024 年煤炭销量分别为 350、400、450 万吨。

图表 35：电力业务核心假设

电源类型	项目	电网	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
火电	装机量 (万千瓦)	蒙西电网	504.00	636.00	636.00	636.00	636.00	636.00	636.00
		华北电网	504.00	504.00	504.00	504.00	504.00	504.00	504.00
		合计	1008.00	1140.00	1140.00	1140.00	1140.00	1140.00	1140.00
	利用小时数 (小时)	蒙西电网	4721.07	5308.00	5202.00	4988.00	5350.00	5300.00	5300.00
		华北电网	5463.04	4842.00	4489.00	4439.00	4800.00	4750.00	4750.00
	综合厂用电率	蒙西电网	8.56%	8.10%	7.63%	7.74%	8.01%	7.87%	7.81%
		华北电网	7.44%	7.36%	7.25%	7.46%	7.38%	7.36%	7.36%
	售电量 (亿千瓦时)	蒙西电网	237.94	291.99	330.85	317.24	340.26	337.08	337.08
		华北电网	275.34	244.03	226.25	223.74	241.92	239.40	239.40
		合计	472.43	494.42	515.46	499.75	537.09	532.33	532.53
	售电价 (不含税) (元/兆瓦时)	蒙西电网	228.83	240.54	236.75	313.50	391.88	411.47	432.04
		华北电网	264.98	265.51	279.80	285.11	319.32	335.29	352.05
风电	装机量 (万千瓦)	蒙西电网	82.70	82.70	80.70	80.22	80.22	130.22	180.22
		蒙东电网	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90	9.90
		华北电网	0.00	0.00	47.50	47.50	47.50	97.50	147.50
		合计	92.60	92.60	138.10	137.62	137.62	237.62	337.62
利用小时数 (小时)	蒙西电网	2033.49	1916.00	2083.00	2371.00	2000.00	2000.00	2000.00	
	蒙东电网	1721.41	1647.00	1992.00	1942.00	1900.00	1900.00	1900.00	
	华北电网				2677.00	2700.00	2700.00	2700.00	
综合厂用电率	蒙西电网	2.63%	3.11%	2.10%	2.26%	2.52%	2.50%	2.34%	
	蒙东电网	1.15%	1.33%	1.12%	1.21%	1.20%	1.22%	1.19%	
	华北电网	0.00%	0.00%	0.00%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%	
售电量 (亿千瓦时)	蒙西电网	16.37	15.35	16.46	18.59	15.64	20.52	30.32	
	蒙东电网	1.68	1.61	1.95	1.90	1.86	1.86	1.86	
	华北电网				8.81	12.55	25.75	38.96	
合计	18.06	16.96	18.41	29.30	30.04	48.13	71.13		
售电价 (不含税) (元/兆瓦时)	蒙西电网	385.66	375.25	385.17	404.29	444.72	382.59	354.93	
	蒙东电网	459.60	450.61	428.49	415.03	456.53	332.15	296.87	
	华北电网				414.83	456.31	396.52	373.33	
光伏	装机量 (万千瓦)			5.00	7.00	7.00	45.00	192.00	292.00
	利用小时数 (小时)				1750.00	1683.00	1750.00	1750.00	1750.00
	综合厂用电率			3.11%	3.31%	3.05%	3.16%	3.16%	3.17%
	售电量 (亿千瓦时)	蒙西电网		0.37	1.18	1.14	1.72	20.08	41.01
	售电价 (不含税) (元/兆瓦时)				827.34	789.89	631.98	415.46	388.07
合计	装机量 (万千瓦)		1100.60	1237.60	1285.10	1284.62	1322.62	1569.62	1769.62
	售电量 (亿千瓦时)		490.48	511.74	535.05	530.20	568.86	600.55	644.67
	售电价 (不含税) (元/兆瓦时)		253.64	256.10	260.20	308.67	367.11	381.60	394.16
	营业收入 (亿元)		124.41	131.06	139.22	163.66	208.83	229.17	254.11

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 营业成本方面，根据公司半年报公布的发电标煤单价 638.29 元/吨，随着煤炭业务扩产，自用煤炭量提升，公司煤价有望扭转上升趋势，假设 2022-2024 年对应的发电标煤单价分别为 640、620、600 元/吨。公司今年来不断通过节能改造降低火电煤耗，参考过往下降趋势，假设 2022-2024 年发电标准煤耗分别为 308、307、306g/kWh，计算得到发电燃料成本为 197.12、190.34、183.60 元/MWh。综合折旧及人工费用，假设 2022-2024 年电力板块营业成本分别为 173.10、183.65、195.34 亿元，对应毛利率分别为 17.11%、19.86%、23.12%。煤炭业务随着新建产能的落地，综合成本将小幅提升，假设 2022-2024 年煤炭板块成本分别为 7.40、8.51、9.79 亿元，对应毛利率分别为 55.00%、53.73%、51.65%。热力业务也将随着煤炭成本下降盈利水平逐步修复，假设 2022-2024 年热力业务营业成本分别为 5.85、6.14、6.85 亿元，对应毛利率分别为 -12.98%、1.13%、3.81%。假设 2022-2024 年其他业务营业成本分别为 0.78、0.82、0.86 亿元，对应毛利率分别为 34.74%、34.74%、34.74%。假设 2022-2024 年公司总营业成本分别为 187.14、199.13、212.85 亿元，对应毛利率分别为 19.22%、21.88%、24.74%。

图表 36：各业务板块营业收入及毛利率

业务类型		2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电力业务	收入 (亿元)	124.41	131.06	139.22	163.66	208.83	229.17	254.11
	YoY		5.34%	6.23%	17.55%	27.60%	9.74%	10.88%
	毛利率	20.50%	17.23%	13.13%	4.53%	17.11%	19.86%	23.12%
煤炭业务	收入 (亿元)	9.04	9.63	9.71	19.96	16.45	18.40	20.25
	YoY		6.53%	0.86%	105.60%	-17.60%	11.85%	10.05%
	毛利率	48.15%	52.05%	42.52%	66.29%	55.00%	53.73%	51.65%
热力业务	收入 (亿元)	2.64	2.97	3.68	4.58	5.18	6.08	7.13
	YoY		12.50%	23.91%	24.46%	13.08%	17.30%	17.30%
	毛利率	-21.99%	-13.58%	-10.33%	-46.32%	-12.98%	-1.13%	3.81%
其他业务	收入 (亿元)	1.35	0.98	1.00	1.14	1.20	1.26	1.32
	YoY		-27.41%	2.04%	14.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	13.22%	15.52%	34.25%	34.74%	34.74%	34.74%	34.74%
合计	收入 (亿元)	137.43	144.63	153.61	189.34	231.66	254.90	282.80
	YoY		5.24%	6.21%	23.26%	22.35%	10.03%	10.95%
	毛利率	21.43%	18.90%	14.57%	10.00%	19.22%	21.88%	24.74%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 选择以火电业务为主的福能股份、华电国际、国电电力作为可比公司。可比公司 2022-2024 年 PE 均值分别为 11.92、9.24、7.90 倍。公司作为内蒙古地区电力行业龙头企业，自治区内市场化交易平均电价高于标杆上网电价，有效增厚电力业务收益。同时煤电协同有效降低成本，火电板块盈利得到快速修复。公司 PE 水平低于可比公司平均值，未来有较大成长空间。可比公司 2022-2024 年 PB 均值分别为 1.08、0.99、0.88 倍。公司发电资产以火电为主，同样由于受益于市场化交易电价以及煤电协同带来的成本优势，盈利能力较强，公司 PB 水平明显被低估。

图表 37：内蒙华电可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE				PB		
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
600483.SH	福能股份	10.65	0.65	1.22	1.36	1.52	16.41	8.74	7.83	7.01	1.10	1.01	0.90
600027.SH	华电国际	5.41	-0.50	0.36	0.53	0.63	-10.75	15.03	10.15	8.64	0.88	0.82	0.75
600795.SH	国电电力	4.10	-0.10	0.34	0.42	0.51	-39.63	11.98	9.73	8.04	1.25	1.13	0.99
平均							-11.32	11.92	9.24	7.90	1.08	0.99	0.88
600863.SH	内蒙华电	3.57	0.07	0.34	0.47	0.63	51.52	10.61	7.63	5.67	0.86	1.03	1.12

来源：Wind，中泰证券研究所 注：股价数据取自 2022 年 12 月 16 日，可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期。

- 公司火电板块迎来盈利修复，充沛的现金流水平为继续开展新能源业务发展提供支撑。预计随着煤矿核增产能落地、新能源项目投产，公司业绩进有望进一步提升，公司成长性长期向好。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 231.65、254.89、282.80 亿元，分别同比增长 22.35%、10.03%、10.95%，归母净利润分别为 21.96、30.54、41.10 亿元，分别同比增长 385.48%、39.10%、34.57%，对应 EPS 分别为 0.34、0.47、0.63，PE 分别为 10.61、7.63、5.67 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

- **煤价回落速度不及预期：**2021 年高涨煤价造成公司火电板块出现亏损，尽管有关保供稳价的政策出台，但电力需求的升高以及新能源发力的不稳定性均可造成煤炭供应阶段性紧张，煤价存在高位运行风险，对公司火电业务造成影响。
- **风光新能源装机增长不及预期：**根据公司规划，“十四五”末风光新能源项目预计超 1000 万千瓦。若未来风光新能源发电项目落地进度不及预期，将会在一定程度上影响公司业绩增长。
- **市场化电价上涨不及预期：**在 2021 年和 2022 年第一季度内蒙电价持续上涨，推动公司业绩上升。若未来市场化电价上涨不及预期，甚至有所下降，将可能会导致公司收入增长不及预期。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 38: 内蒙华电财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	778	6,950	7,647	10,914	营业收入	18,934	23,165	25,489	28,280
应收票据	2	2	2	2	营业成本	17,041	18,713	19,913	21,285
应收账款	3,760	4,415	4,654	5,079	税金及附加	681	695	714	764
预付账款	44	48	52	55	销售费用	0	0	0	0
存货	590	648	690	737	管理费用	27	34	37	41
合同资产	0	0	0	0	研发费用	7	9	10	11
其他流动资产	554	669	733	809	财务费用	735	762	656	534
流动资产合计	5,729	12,733	13,777	17,596	信用减值损失	3	3	3	3
其他长期投资	72	72	72	72	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	1,753	1,753	1,753	1,753	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	26,935	24,778	22,885	21,230	投资收益	-48	50	50	50
在建工程	572	672	672	572	其他收益	62	62	62	62
无形资产	4,208	3,682	3,209	2,783	营业利润	450	3,060	4,268	5,753
其他非流动资产	2,216	2,064	1,942	1,845	营业外收入	83	83	83	83
非流动资产合计	35,756	33,021	30,533	28,255	营业外支出	55	55	55	55
资产合计	41,485	45,754	44,310	45,851	利润总额	478	3,088	4,296	5,781
短期借款	2,197	5,452	2,002	335	所得税	360	648	903	1,214
应付票据	3	4	4	4	净利润	118	2,440	3,393	4,567
应付账款	2,316	2,544	2,707	2,893	少数股东损益	-334	244	339	457
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	452	2,196	3,054	4,110
合同负债	69	85	93	104	NOPLAT	299	3,041	3,912	4,989
其他应付款	1,433	1,433	1,433	1,433	EPS (按最新股本摊薄)	0.07	0.34	0.47	0.63
一年内到期的非流动负债	3,080	3,080	3,080	3,080					
其他流动负债	1,117	1,143	1,158	1,177					
流动负债合计	10,216	13,740	10,477	9,025					
长期借款	11,919	11,650	11,381	11,112					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	192	192	192	192					
非流动负债合计	12,111	11,842	11,573	11,304					
负债合计	22,327	25,582	22,050	20,330					
归属母公司所有者权益	16,154	16,924	18,672	21,477					
少数股东权益	3,004	3,248	3,588	4,044					
所有者权益合计	19,158	20,172	22,260	25,521					
负债和股东权益	41,485	45,754	44,310	45,851					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,094	5,624	6,709	7,334
现金收益	3,655	6,407	6,962	7,758
存货影响	-218	-58	-42	-48
经营性应收影响	-1,062	-660	-242	-428
经营性应付影响	-1,011	228	163	187
其他影响	1,730	-293	-133	-135
投资活动现金流	-843	-372	-332	-292
资本支出	-393	-623	-546	-477
股权投资	223	0	0	0
其他长期资产变化	-673	251	214	185
融资活动现金流	-1,850	919	-5,680	-3,775
借款增加	-2,010	2,986	-3,719	-1,936
股利及利息支付	-1,717	-7,902	-10,635	-13,903
股东融资	1,659	0	0	0
其他影响	218	5,835	8,674	12,064

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	23.3%	22.4%	10.0%	10.9%
EBIT增长率	-31.2%	217.2%	28.6%	27.5%
归母公司净利润增长率	-40.4%	385.5%	39.1%	34.6%
获利能力				
毛利率	10.0%	19.2%	21.9%	24.7%
净利率	0.6%	10.5%	13.3%	16.1%
ROE	2.4%	10.9%	13.7%	16.1%
ROIC	3.6%	10.4%	14.0%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	53.8%	55.9%	49.8%	44.3%
债务权益比	90.8%	101.0%	74.8%	57.7%
流动比率	0.6	0.9	1.3	1.9
速动比率	0.5	0.9	1.2	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	61	64	64	62
应付账款周转天数	48	47	47	47
存货周转天数	10	12	12	12
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.34	0.47	0.63
每股经营现金流	0.47	0.86	1.03	1.12
每股净资产	2.48	2.59	2.86	3.29
估值比率				
P/E	52	11	8	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	191	109	98	86

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。