

投资评级 优于大市 维持

煤炭盈利稳健，电力增长可期，电解铝一体化成本优势仍具

股票数据

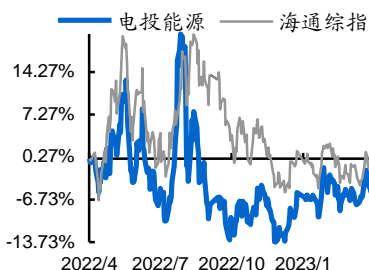
04月27日收盘价(元)	12.88
52周股价波动(元)	12.01-17.41
总股本/流通A股(百万股)	2242/1922
总市值/流通市值(百万元)	28871/24750

相关研究

《煤、电业务稳健，22Q3 电解铝盈利环比或下滑》2022.10.26

《绿电版图持续扩大，煤铝业务盈利稳健》2022.08.30

《煤铝高景气延续，新能源运营提速》2022.04.17

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.9	-5.1	-3.5
相对涨幅 (%)	-2.3	-3.7	1.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:李焱

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:王涛

Tel:(021)23219760

Email:wt12363@haitong.com

证书:S0850520090001

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@haitong.com

证书:S0850515120001

联系人:朱彤

Tel:(021)23212208

Email:zt14684@haitong.com

投资要点:

- 22 年归母净利润同比+11%，分红比例 28%。**公司 22 年实现营业收入/归母净利润 267.9/39.9 亿元，同比+8.6%/11.3%。公司利润总额 55.8 亿元，同比-0.7%，其中煤炭/电力/电解铝三大业务分别为 32.0/5.8/17.8 亿元，同比+39.5%/+60.7%/-39.8%，占比分别为 57%/11%/32%。22 年公司拟每股现金分红 0.5 元，分红比例 28%，按 4 月 25 日收盘价计算，股息率 3.7%。
- 煤炭：22 年量稳价增，23 年盈利有望维持高位。**1) **产销**：22 年公司煤炭产/销量为 4600/4600 万吨（产能 4600 万吨），同比均持平。2) **售价及成本**：22 年煤炭综合售价/成本 183/92 元/吨，同比+13%/+8%。3) **盈利**：22 年煤炭业务实现毛利 41.8 亿元，同比+17.7%；毛利率 49.7%，同比+2.2pct。我们认为，公司作为蒙东及大东北区域内最大的煤炭生产企业，煤炭产品质量稳定，销售服务体系成熟，煤炭业务盈利有望维持高位。
- 电力：22 年盈利明显好转，新能源发电装机和绿电比例稳步提升。**22 年公司发/售电量 84.91/77.30 亿千瓦时，同比+10.0%/11.1%；平均售电价格/成本 0.352/0.225 元/千瓦时，同比+6.7%/-0.5%；电力业务实现毛利 9.9 亿元，同比+35.6%。截至 22 年末公司已投产运行新能源发电装机 2.17GW，此外正开发建设通辽市 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、锡盟外送新能源基地锡盟阿巴嘎旗别力古台 50 万千瓦风电项目、突泉县 44.5 万千瓦风电项目、霍林河循环经济局域网 30 万千瓦风电和 10 万千瓦光伏项目，“十四五”期间公司新能源装机规模（规划 7GW）和绿电比例有望大幅提升，成为公司利润增长的又一支撑点。
- 电解铝：受原材料成本上升影响 22 年业绩有所下滑，电力成本和产业链一体化优势仍然具备。**公司控股子公司（持股 51%）霍煤鸿骏拥有电解铝产能 86 万吨，22 年电解铝产/销量为 86.35/86.17 万吨，同比-1.7%/-2.1%，单位售价/成本 17457/14267 元/吨，同比+6.5%/17.7%，其中成本上升主要由于吨铝原材料成本同比增长 29%所致。22 年霍煤鸿骏净利润 14.2 亿元，同比-41.6%，主要受原材料成本大幅增长所致；22 年公司吨铝净利为 1653 元/吨，同比-40%。我们认为，公司所在内蒙古地区具备煤电铝产业链一体化以及电力成本优势，在电解铝行业集中化绿色化、产业布局进一步优化的背景下公司电解铝业务仍然具备竞争力。
- 盈利预测与估值。**我们认为，公司煤铝业务高景气有望延续，新能源发电项目有望打开增长空间，预计公司 23~25 年归母净利润至 44.62/51.25/56.26 亿元，对应 EPS 为 1.99/2.29/2.51 元，参考可比煤炭、电解铝及新能源运营公司，给予公司 23 年 8~10xPE，对应合理价值区间 15.92~19.91 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**需求大幅下滑，新建项目投产不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24673	26793	28015	28913	29462
(+/-)YoY(%)	22.9%	8.6%	4.6%	3.2%	1.9%
净利润(百万元)	3582	3987	4462	5125	5626
(+/-)YoY(%)	73.0%	11.3%	11.9%	14.9%	9.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.60	1.78	1.99	2.29	2.51
毛利率(%)	34.1%	31.4%	31.6%	33.6%	35.3%
净资产收益率(%)	17.5%	17.0%	14.6%	15.0%	14.8%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 煤炭板块主要公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS(元)	PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E
000552.SZ	甘肃能化	3.34	0.35	0.41	-	9.7	8.1	-	2.28	1.5
600395.SH	盘江股份	6.73	0.96	1.08	1.10	7.0	6.2	6.1	5.98	1.1
600997.SH	开滦股份	6.93	1.19	1.28	1.35	5.8	5.4	5.1	9.33	0.7
601088.SH	中国神华	28.72	3.67	3.77	3.91	7.8	7.6	7.3	20.95	1.4
600508.SH	上海能源	13.85	2.92	3.08	3.29	4.7	4.5	4.2	18.25	0.8
600157.SH	永泰能源	1.52	0.10	0.11	-	14.9	13.6	-	2.09	0.7
600123.SH	兰花科创	12.68	2.94	3.27	3.28	4.3	3.9	3.9	15.66	0.8
601225.SH	陕西煤业	19.25	3.33	3.48	-	5.8	5.5	-	12.80	1.5
000937.SZ	冀中能源	7.24	1.69	1.53	-	4.3	4.7	-	6.70	1.1
600348.SH	华阳股份	13.86	3.05	3.19	3.35	4.5	4.3	4.1	13.09	1.1
600546.SH	山煤国际	17.20	3.69	3.81	3.91	4.7	4.5	4.4	9.57	1.8
601898.SH	中煤能源	8.58	1.75	1.81	1.93	4.9	4.7	4.4	11.09	0.8
601666.SH	平煤股份	10.06	2.61	2.75	2.94	3.8	3.7	3.4	10.93	0.9
600971.SH	恒源煤电	9.24	2.25	2.36	2.32	4.1	3.9	4.0	10.81	0.9
601699.SH	潞安环能	19.78	4.97	5.06	-	4.0	3.9	-	19.96	1.0
	平均					6.0	5.6	4.7		1.1

注：收盘价为 2023 年 4 月 27 日价格，可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 电解铝板块主要公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS(元)	PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2023E
000807.SZ	云铝股份	13.94	1.50	1.74	2.02	9.3	8.0	6.9	7.69	1.8
600219.SH	南山铝业	3.34	0.36	0.41	-	9.2	8.2	-	4.19	0.8
000933.SZ	神火股份	16.23	3.49	3.69	3.82	4.7	4.4	4.3	9.63	1.7
	平均					7.7	6.9	5.6		1.4

注：收盘价为 2023 年 4 月 27 日价格，可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期。
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	26793	28015	28913	29462
每股收益	1.78	1.99	2.29	2.51	营业成本	18384	19172	19203	19075
每股净资产	10.48	13.66	15.26	17.02	毛利率%	31.4%	31.6%	33.6%	35.3%
每股经营现金流	3.79	3.07	3.45	3.73	营业税金及附加	1571	1597	1619	1620
每股股利	0.40	0.60	0.69	0.75	营业税金率%	5.9%	5.7%	5.6%	5.5%
价值评估 (倍)					营业费用	56	56	58	59
P/E	7.50	6.70	5.83	5.31	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.27	0.98	0.87	0.78	管理费用	741	616	578	560
P/S	0.96	1.07	1.03	1.01	管理费用率%	2.8%	2.2%	2.0%	1.9%
EV/EBITDA	3.81	4.73	4.04	3.34	EBIT	5981	6518	7397	8088
股息率%	3.0%	4.5%	5.1%	5.6%	财务费用	308	342	303	301
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%
毛利率	31.4%	31.6%	33.6%	35.3%	资产减值损失	-78	-100	-100	-100
净利润率	14.9%	15.9%	17.7%	19.1%	投资收益	90	100	100	100
净资产收益率	17.0%	14.6%	15.0%	14.8%	营业利润	5676	6186	7104	7797
资产回报率	9.5%	8.7%	9.2%	9.4%	营业外收支	-92	-10	-10	-10
投资回报率	13.7%	12.1%	12.7%	12.7%	利润总额	5584	6176	7094	7787
盈利增长 (%)					EBITDA	8226	7381	8337	9085
营业收入增长率	8.6%	4.6%	3.2%	1.9%	所得税	877	926	1064	1168
EBIT 增长率	-4.3%	9.0%	13.5%	9.3%	有效所得税率%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	11.3%	11.9%	14.9%	9.8%	少数股东损益	720	787	904	993
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3987	4462	5125	5626
资产负债率	35.1%	31.3%	28.4%	25.6%					
流动比率	1.35	1.51	1.55	1.87	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.81	1.11	1.19	1.53	货币资金	1859	5467	6223	8993
现金比率	0.34	0.75	0.84	1.19	应收账款及应收票据	1528	1535	1505	1453
经营效率指标					存货	1798	1733	1684	1620
应收帐款周转天数	20.82	20.00	19.00	18.00	其它流动资产	2242	2227	2138	2023
存货周转天数	35.70	33.00	32.00	31.00	流动资产合计	7427	10963	11550	14089
总资产周转率	0.64	0.55	0.52	0.49	长期股权投资	686	686	686	686
固定资产周转率	1.23	1.12	1.07	1.05	固定资产	21827	24998	27100	28151
					在建工程	5636	7636	8636	9136
					无形资产	3447	3912	4370	4822
					非流动资产合计	34694	40330	43890	45894
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	42121	51293	55440	59982
净利润	3987	4462	5125	5626	短期借款	502	2000	2000	2000
少数股东损益	720	787	904	993	应付票据及应付账款	2776	2941	3051	3136
非现金支出	2344	964	1040	1097	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	334	442	442	412	其它流动负债	2233	2331	2376	2403
营运资金变动	1120	236	224	242	流动负债合计	5511	7273	7428	7539
经营活动现金流	8504	6891	7735	8369	长期借款	8275	7775	7275	6775
资产	-6720	-6510	-4510	-3010	其它长期负债	1019	1019	1019	1019
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	9294	8794	8294	7794
其他	23	100	100	100	负债总计	14805	16067	15722	15333
投资活动现金流	-6697	-6410	-4410	-2910	实收资本	1922	2242	2242	2242
债权募资	6169	998	-500	-500	归属于母公司所有者权益	23492	30615	34203	38141
股权募资	10	320	0	0	少数股东权益	3824	4611	5516	6509
其他	-7804	1810	-2069	-2189	负债和所有者权益合计	42121	51293	55440	59982
融资活动现金流	-1625	3127	-2569	-2689					
现金净流量	183	3608	756	2769					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭/农业行业
王涛 煤炭行业
吴杰 公用事业/煤炭/电力设备与新能源

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中煤能源,甘肃能化,神火股份,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,电投能源,天地科技,山西焦煤,潞安环能,平煤股份,中国神华,陕西煤业,淮北矿业,美锦能源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。