

电投能源 (002128.SZ)

优于大市

煤电铝协同发展，成长稳健

核心观点

煤电铝协同发展的综合能源企业。公司2001年成立，2007年登陆深交所，后通过2014、2019年两次收购快速进入火电和电解铝行业。近年来随着煤炭和电解铝价格的上涨以及新能源装机量的增长，公司营收持续增长，业绩显著改善。截至2024年9月30日，控股股东中电投蒙东能源集团有限责任公司持有公司55.77%的股份，公司实际控制人是国家电力投资集团有限公司。2023年电解铝、煤炭、煤电、新能源在营收中占比分别为53%、34%、7%、4%，在毛利中占比分别为26%、58%、5%、6%。

煤炭：坐拥大型露天煤矿，盈利能力稳健，资产注入空间较大。公司所属煤矿均为大型露天煤矿，截至2023年底核定产能4800万吨/年。公司煤炭开采成本低，且长协煤占比85%左右、售价相对稳定，盈利能力稳健。此外中长期看集团有3500万吨/年煤炭产能有望注入，助力产能增长。

电解铝：低电力成本，产能有约41%的提升空间。公司以铝载能，实现劣质煤就地转化，近3年电解铝用电成本仅0.27-0.28元（不含税），显著低于行业平均水平。公司目前拥有86万吨/年电解铝产能，扎铝二期有望于2025年底前投产，届时产能将达到121万吨/年；同时控股股东旗下还拥有较多电解铝产能。在行业供给端受限、下游新能源、以铝代铜等需求提升背景下，铝价中枢有望上移，叠加氧化铝价格回落预期，电解铝利润有望修复。

火电：拥有大型坑口火电机组，盈利能力有保障。公司拥有依托露天煤矿而建的2×600MW的大型坑口火电机组，是东北电网直调火电厂主力调峰机组，具备持续盈利能力强、地理位置优越、运输成本低等优势，盈利能力稳健。

新能源发电：高毛利且装机量快速增长，成长空间大。随着公司大力转型发展清洁能源项目，新能源装机量由2021年的156万千瓦快速增长至2023年的455.2万千瓦，其中上网装机容量约350万千瓦；2025年公司规划装机规模将达到700万千瓦以上。2023年新能源发电毛利率约54%，远高于公司32%的平均水平，新能源发电业务的快速增长也有望提升公司整体的盈利水平。

盈利预测与估值：预计2024-2026年归母净利润57/61/67亿元，对应PE为8.4/7.8/7.1。我们认为公司股价估值区间在23.0-24.3元之间，相对于11月19日收盘价有11%-17%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：煤炭需求下降、新能源项目投产不及预期、安全生产事故影响、电解铝产品售价不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,793	26,846	28,868	30,118	35,710
(+/-%)	8.7%	0.2%	7.5%	4.3%	18.6%
归母净利润(百万元)	3987	4560	5668	6054	6666
(+/-%)	12.0%	14.4%	24.3%	6.8%	10.1%
每股收益(元)	2.07	2.03	2.53	2.70	2.97
EBIT Margin	22.3%	22.1%	25.9%	26.5%	24.4%
净资产收益率(ROE)	17.0%	14.8%	16.4%	15.7%	15.6%
市盈率(PE)	10.2	10.4	8.4	7.8	7.1
EV/EBITDA	6.8	7.6	6.1	5.5	5.1
市净率(PB)	1.73	1.54	1.37	1.23	1.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

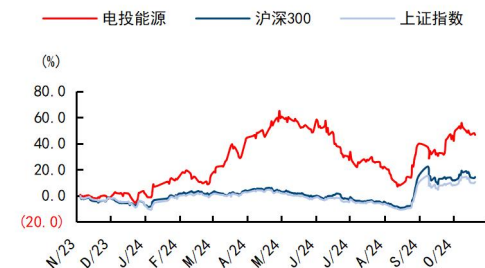
煤炭·煤炭开采

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
证券分析师：胡瑞阳 0755-81982908 huruiyang@guosen.com.cn S0980523060002
证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	23.00 - 24.30元
收盘价	20.72元
总市值/流通市值	46445/46445百万元
52周最高价/最低价	23.86/13.52元
近3个月日均成交额	331.85百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

煤电铝协同发展的综合能源企业	5
背靠国家电投的综合能源企业	5
受益于行业周期红利，经营改善	6
财务指标优化，分红水平提升	7
煤炭：盈利能力稳健，资产注入空间较大	9
坐拥大型露天煤矿，煤炭以长协为主	9
资产注入空间较大，有望助力产能增长	10
电解铝：低电力成本是核心竞争力，业绩弹性较大	11
自建电厂，打造低成本核心竞争力	11
扎铝二期助力产能增长，控股股东电解铝产能较大	14
氧化铝价格下跌有利于公司铝冶炼利润修复	14
火电：坑口电厂&东北主力核心大机组，盈利能力有保障	15
新能源发电：装机量快速增长，成长空间大	16
财务分析	19
盈利能力	19
营运能力	20
偿债能力	21
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
相对估值	25
投资建议	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 公司股权结构示意图	5
图 2: 公司营业收入变化	6
图 3: 公司归母净利润变化	6
图 4: 公司分行业营业收入变化 (亿元)	7
图 5: 公司分行业毛利变化 (亿元)	7
图 6: 公司主要业务营收占比情况	7
图 7: 公司主要业务毛利占比情况	7
图 8: 经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)	8
图 9: 期间费率呈降低趋势	8
图 10: 公司 ROE 变化	8
图 11: 资产负债结构改善	8
图 12: 分红金额及分红率变化	8
图 13: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金变化 (亿元)	8
图 14: 公司煤炭产销情况 (万吨)	9
图 15: 公司吨煤售价、成本及毛利 (元/吨)	10
图 16: 公司煤炭业务成本构成	10
图 17: 公司电解铝产销情况 (万吨)	11
图 18: 中国铝及氧化铝平均价 (元/吨)	11
图 19: 公司电解铝毛利率	11
图 20: 公司电解铝单位售价、成本及毛利 (元/吨)	11
图 21: 中国电解铝用电价格 (元/度, 含税)	12
图 22: 三家煤电铝公司吨铝毛利润对比 (元/吨)	12
图 23: 2024 年 10 国内电解铝成本构成	13
图 24: 公司电解铝成本构成	13
图 25: 山西氧化铝价格走势 (元/吨)	15
图 26: 氧化铝价格上涨挤占电解铝利润 (元/吨)	15
图 27: 公司利用小时数行业领先	16
图 28: 公司火力发电量及售电量 (亿千瓦时)	16
图 29: 公司火电度电盈利情况	16
图 30: 公司新能源装机量快速增加	17
图 31: 公司各业务毛利率表现	17
图 32: 2023 年公司风电利用小时数高于全国平均	17
图 33: 2023 年公司光伏发电利用小时数高于全国平均	17
图 34: 公司新能源发电量及售电量 (万千瓦时)	19
图 35: 公司新能源度电盈利情况	19
图 36: 可比公司营业收入 (亿元)	19
图 37: 可比公司净利润 (亿元)	19

图 38: 可比公司毛利率 (%)	20
图 39: 可比公司净利率 (%)	20
图 40: 可比公司 ROE (%)	20
图 41: 可比公司 ROA (%)	20
图 42: 可比公司存货周转天数 (天)	20
图 43: 可比公司应收账款周转天数 (天)	20
图 44: 可比公司总资产周转率	21
图 45: 可比公司净营业周期	21
图 46: 可比公司资产负债率 (%)	21
图 47: 可比公司 EBITDA/带息债务	21
图 48: 可比公司货币资金/短期债务	21
图 49: 可比公司现金流量利息保障倍数	21
表 1: 公司煤矿及储备情况	9
表 2: 白音华二号、三号露天矿储量及产能	10
表 3: 新疆和蒙东电解铝运费对比	13
表 4: 国家电投的电解铝产能	14
表 5: 公司新能源已投产项目不完全统计	18
表 6: 公司新能源在建项目不完全统计	18
表 7: 公司业务拆分	23
表 8: 未来 3 年盈利预测表	23
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	1
表 10: 可比公司对比	25
表 11: 同类公司估值比较	25

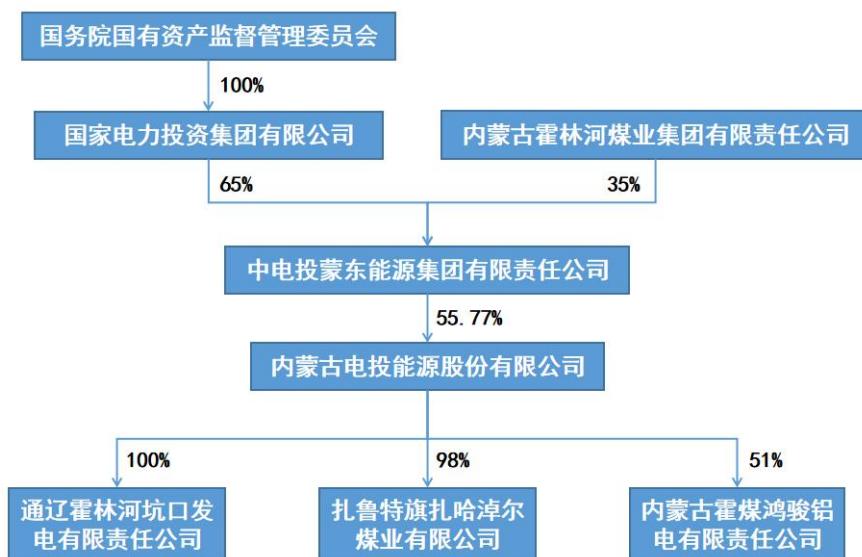
煤电铝协同发展的综合能源企业

背靠国家电投的综合能源企业

公司是国家电力投资集团在内蒙古区域内煤炭、火力发电及电解铝资源整合的唯一平台和投资载体。公司前身是霍林河矿务局，于2001年成立，2007年4月登陆深交所，2014年收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司，2019年收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司51%股权，2021年根据经营发展需要，公司名称由“内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司”变更为“内蒙古电投能源股份有限公司”。随着公司的快速发展，公司逐步成长为以煤为核心，以煤电铝一体化和清洁能源为重点的综合能源企业，并已成为国家电力投资集团有限公司在内蒙古区域重要的投资和发展平台。截至2024年9月30日，控股股东中电投蒙东能源集团有限责任公司持有公司55.77%的股份，公司实际控制人是国家电力投资集团有限公司。

实控人国家电力投资集团是全球最大的光伏发电、新能源发电、清洁能源发电企业。国家电力投资集团有限公司（简称“国家电投”）是中央直接管理的特大型国有重要骨干企业，由中国电力投资集团公司与国家核电技术有限公司于2015年5月重组成立。集团产业链构建较好，实行煤、电、铝、路、港上下游一体化协同发展，率先推动煤电联营、水光互补、绿电炼铝等产业融合模式。经过十余年的绿色低碳转型发展，集团实现清洁能源装机1.71亿千瓦，清洁能源装机占比70.13%，是全球最大的光伏发电、新能源发电、清洁能源发电企业。

图1：公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

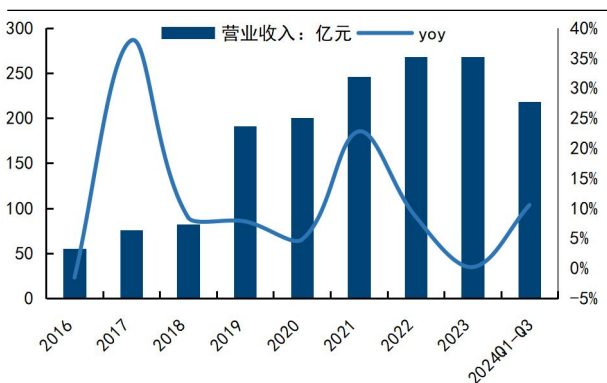
煤电铝协同发展。煤炭方面，公司现有煤炭产能4800万吨/年，是蒙东及大东北区域内最大的煤炭生产企业。电解铝方面，公司建成了年消耗约900万吨煤炭的180万千瓦火电装机以及90万千瓦风电装机、15万千瓦光伏装机、86万吨电解

铝产能和配套设施的霍林河循环经济示范项目，这是全球首个“煤-电-铝”循环经济绿色产业集群，按照“以煤发电、以电炼铝、以铝带电、以电促煤”的总体思路，构建高载能产业清洁发展的示范区，实现了以传统煤电为主的产业链向“煤电+绿色能源基地+产业集群”综合智慧能源产业链转型升级。电力则包含火电和新能源发电。火电方面，公司现有火电装机容量 300 万千瓦，其中包括霍林河循环经济示范项目的 180 万千瓦，上网装机容量为 120 万千瓦。“十四五”期间公司大力发展新能源，装机量从 2021 年的 156 万千瓦快速增长至 2023 年的 455.2 万千瓦，其中除霍林河循环经济示范项目的 105 万千瓦装机外，其余全部上网；根据公司规划，2025 年新能源装机量将达到 700 万千瓦以上。

受益于行业周期红利，经营改善

煤炭-电解铝-电力业务齐发力，营收保持增长；受益于行业周期红利，业绩有所改善。随着煤炭价格和电解铝价格的上涨、新能源装机量的增长，近年来公司营收持续增长，业绩显著改善。2023 年公司实现营业收入 268.5 亿元，同比+0.2%；归母净利润 45.6 亿元，同比+14.4%。2023 年公司业绩逆势增长主要系随着煤炭业务量价齐升。2024 年前三季度，公司实现营业收入 218.1 亿元，同比+10.5%；归母净利润 44.0 亿元，同比+22.7%，主要是铝价上涨致电解铝业务营收和毛利实现同比增长。

图2：公司营业收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

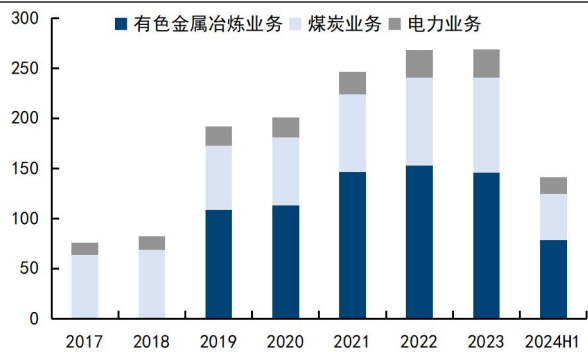
图3：公司归母净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

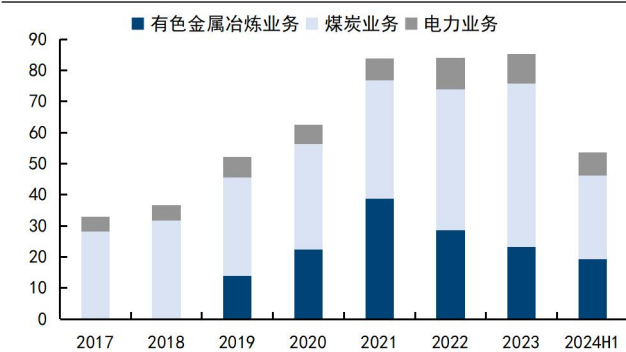
煤炭和电解铝业务是公司主要的营收和利润来源。2023 年，电解铝、煤炭、煤电、风电、太阳能发电在公司营收中占比分别为 53.3%、34.0%、6.7%、2.2%、1.3%，在公司毛利中占比分别为 26.0%、58.2%、5.1%、4.5%、1.6%。其中，煤炭和电解铝业务营收合计占比约 87%，毛利合计占比约 84%，是公司营收和利润的主要来源。

图4: 公司分行业营业收入变化 (亿元)



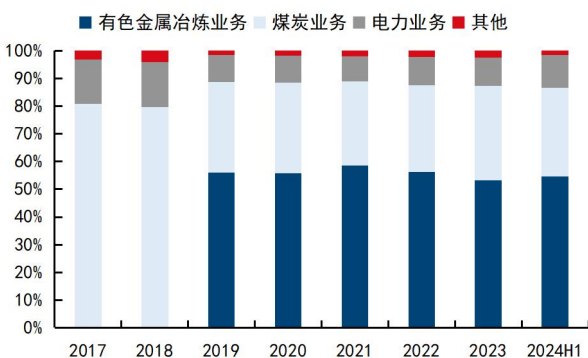
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分行业毛利变化 (亿元)



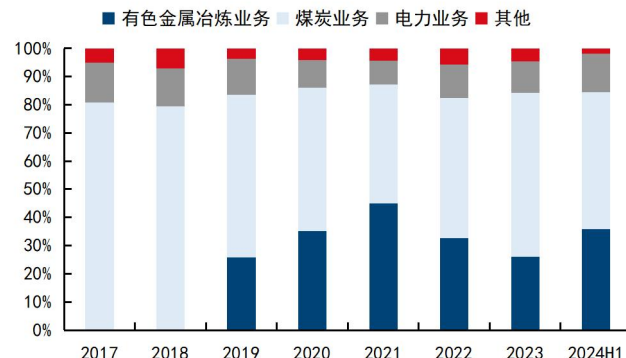
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要业务营收占比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司主要业务毛利占比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务指标优化, 分红水平提升

财务指标持续优化。随着公司经营向上, 经营性现金流净额大幅增长, 资产负债率自 2019 年收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司后显著下降, ROE 近年来保持在 15%左右的水平。费用端, 随着融资规模和融资利率的降低以及融资结构调整财务费率呈下降趋势, 人工成本上涨致管理费率增加, 研发费率和销售费率则维持相对平稳, 整体看期间费用率逐年下降。

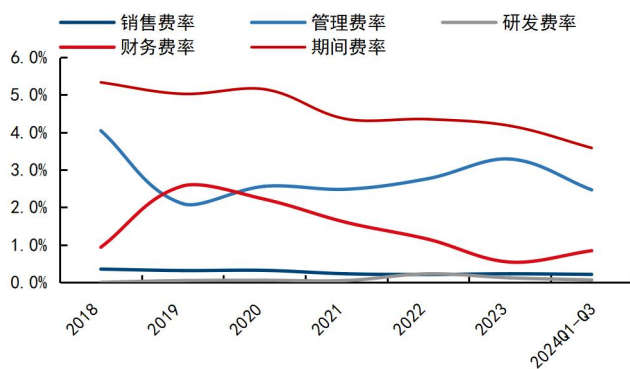
分红水平有所提高。2021-2023 年分红总额分别为 9.6 亿元、11.2、15.2 亿元, 对应分红率分别为 27.0%、28.1%、33.4%。公司当前仍有较多在建项目, 2022 年以来投资支出显著增多, 资金压力较大, 预计未来随着在建项目的投产, 分红率有提升潜力。

图8: 经营活动产生的现金流量净额变化 (亿元)



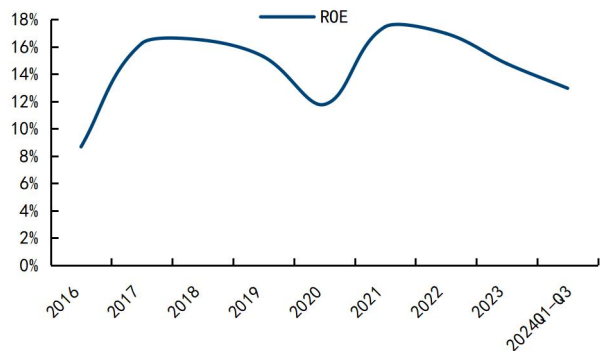
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 期间费率呈降低趋势



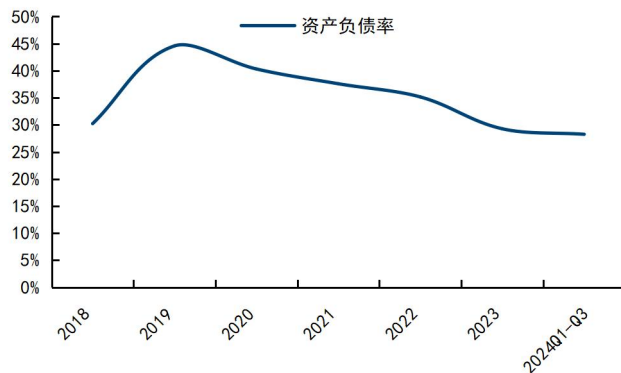
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司 ROE 变化



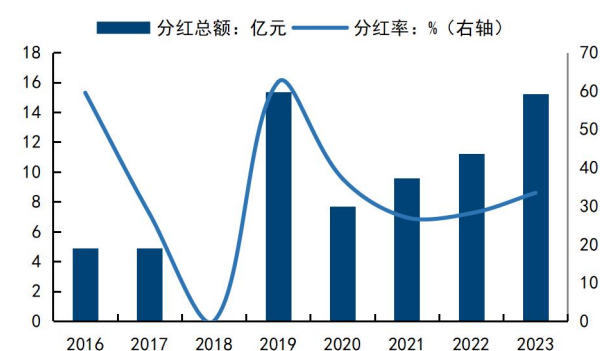
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 资产负债结构改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 分红金额及分红率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金变化 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

煤炭：盈利能力稳健，资产注入空间较大

坐拥大型露天煤矿，煤炭以长协为主

所属煤矿均为大型露天煤矿，合计核定产能 4800 万吨/年。公司拥有的霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，均属于国内大型现代化露天煤矿，截至 2023 年底核准产能分别为 3000 万吨/年、1800 万吨/年。公司煤炭产品具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点“两低两高”的环保特点，是火力发电厂、沸腾炉和大中城市民用煤的理想燃料。

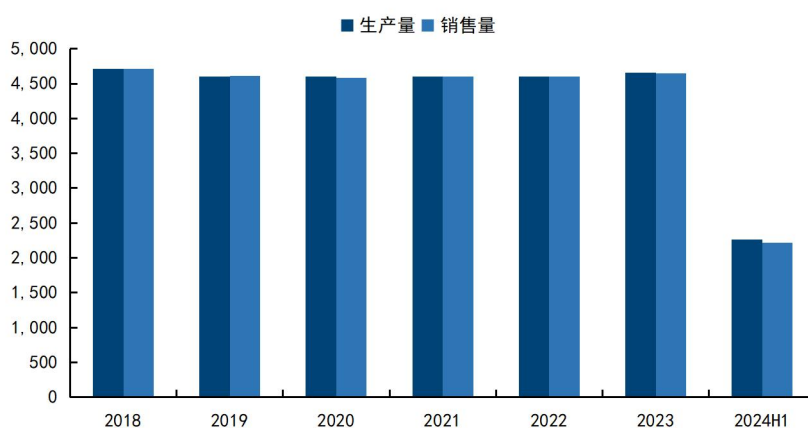
表1：公司煤矿及储备情况

	煤种	所在位置	剩余资源储备：亿吨	产能：万吨/年	权益比例	权益产能：万吨/年
霍林河煤田一号露天矿田	褐煤	内蒙古霍林郭勒市	7.89	3000	100%	3000
扎哈淖尔露天矿田	褐煤	内蒙古自治区通辽市	9.35	1800	98%	1764
合计			17.24	4800		4764

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：霍林河一号露天煤矿分为南露天矿（产能 2000 万吨/年）和北露天矿（产能 1000 万吨/年）；2023 年南露天核增 200 万吨/年产能，总产能达到 2000 万吨/年。

煤炭产销量稳定。近年来，公司煤炭产销量维持相对稳定。2023 年煤炭产量 4654.7 万吨，同比增加 54.9 万吨，销量 4647.4 万吨，同比增加 47.6 万吨。2024H1 公司煤炭产量 2267.5 万吨，同比减少 2.9%，煤炭销量 2221.5 万吨，同比减少 4.0%。公司原煤销售以省内为主，主要的销售对象为下游的火电厂、建材企业、冶金厂、供热公司和贸易公司等，产销率保持 100%左右。在公司煤炭销量结构中集团内部占比约为 70%左右；公司内部火电占比约 30%，其中电解铝自备电厂占比 18%左右。

图14：公司煤炭产销情况（万吨）



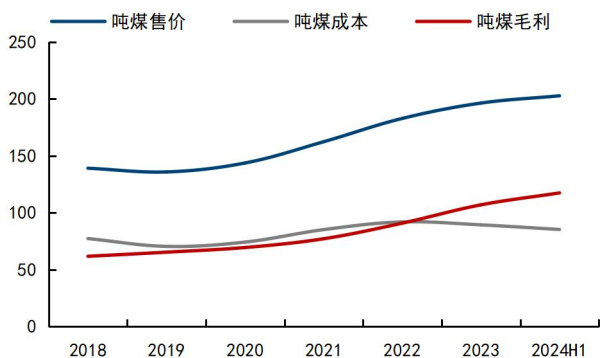
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

地理位置相对优越，区域市场占有率较高。经过多年耕耘，公司已成为蒙东及东北地区最大的煤炭企业，煤炭供应能力占大东北地区整体产能的 10%以上。特别

是公司煤炭经通霍线进入通辽市周边市场、吉林市场及辽宁中南部市场具有明显的运距优势。随着东北三省煤炭落后产能的退出，区域内煤炭需求缺口或进一步加大，为煤炭稳产促销提供了良好条件。此外，公司煤炭产品质量稳定，销售服务体系成熟，品牌形象根深蒂固，形成了比较稳定的用户群和市场网络。

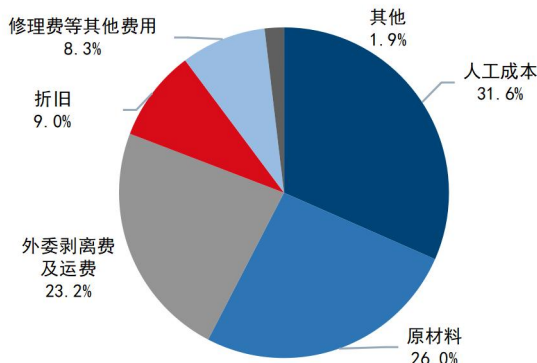
长协煤价格上涨，吨煤毛利提高。公司煤炭以长协为主，占比约 85%，2022 年根据国家发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，蒙东褐煤 3500 大卡长协煤价格区间为 200-300 元/吨（含税），由此公司煤炭销售价格提高。成本端，公司所属煤矿均为国内大型现代化露天煤矿，开采成本低，且维持相对稳定；拆分来看，成本中占比前三的是人工、原材料、外委剥离费及运费，占比分别为 31.6%、26.0%、23.2%。综合来看，随着公司煤炭售价的上涨，公司吨煤毛利增加，煤炭业务盈利能力增强。

图15: 公司吨煤售价、成本及毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司煤炭业务成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资产注入空间较大，有望助力产能增长

中长期看集团有 3500 万吨/年产能有望注入。2014 年 8 月，公司发布《内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司收到实际控制人和控股股东避免同业竞争总体规划的公告》，根据该公告，为了促进上市公司发展，避免同业竞争，在符合一定条件的情况下，白音华二号、三号露天矿会注入上市公司。截至 2024 年 5 月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。当前公司受委托管理白音华二号、三号露天矿。

表2: 白音华二号、三号露天矿储量及产能

	煤炭地质储量: 亿吨	平均发热量: 大卡/千克	产能: 万吨/年
白音华二号露天矿	9.97	3150	1500
白音华三号露天矿	13.65	3100	2000
合计	23.62		3500

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

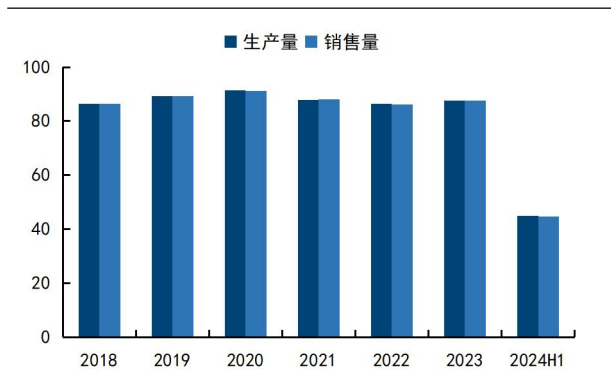
电解铝：低电力成本是核心竞争力，业绩弹性较大

自建电厂，打造低成本核心竞争力

公司目前拥有 86 万吨电解铝产能。2019 年公司收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51% 股权，快速进入电解铝业务领域，目前拥有 86 万吨电解铝产能，产品以铝液为主，还包括铝锭和多品种铝。其中，铝液主要销售给周边铝加工企业，铝锭及多品种铝主要销往东北、华北地区。

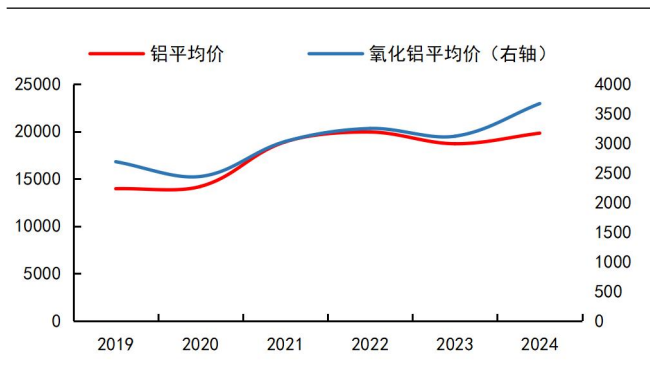
电解铝产销保持稳定，毛利率受售价和成本影响有所波动。公司电解铝产销量近年来保持在 86 万吨左右，运行十分平稳。毛利率方面，自 2020 年以来铝行业供需格局持续向好，铝价高位运行，电解铝毛利率维持在较高水平。2023 年公司电解铝业务毛利率 15.9%，同比-2.9pct，主因售价降低。2024H1 受益于铝价上涨和成本下降，公司电解铝业务实现毛利率 24.8%，同比+8.0pct。

图17：公司电解铝产销情况（万吨）



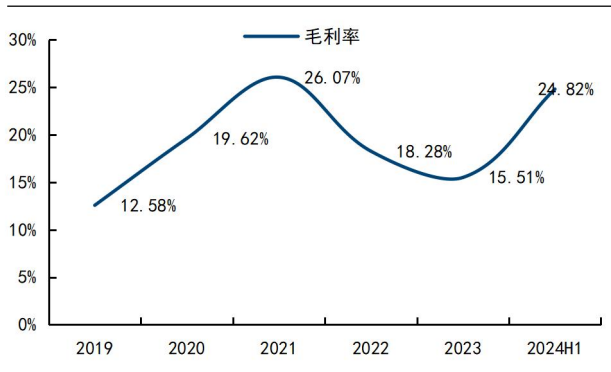
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：中国铝及氧化铝均价（元/吨）



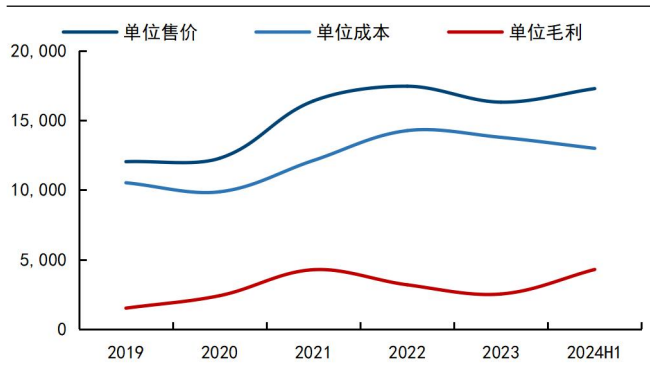
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2024 年平均价统计截至 2024 年 11 月 4 日

图19：公司电解铝毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：公司电解铝单位售价、成本及毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

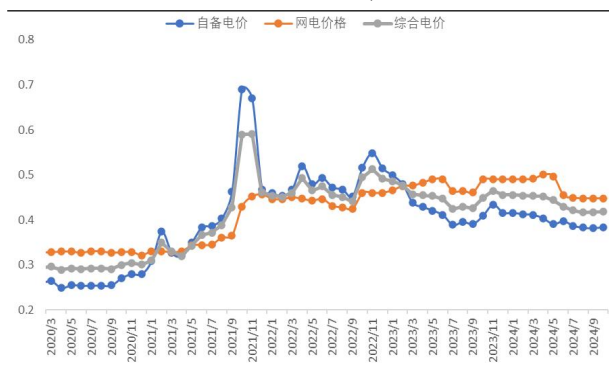
低成本是电解铝行业的核心竞争力。电解铝产品都是标准化的大宗商品，有市场化的公允定价，不存在产品差异和溢价，因此良好的成本控制是电解铝行业盈利的关键。根据阿拉丁数据，2024年10月国内铝冶炼成本构成，氧化铝、电力、预焙阳极这三项占到电解铝生产成本80%以上。其中氧化铝区域间的价差很少在200元/吨以上（超过200元/吨即可覆盖运费进行跨区域调货），同一区域内各家铝厂的氧化铝采购价是统一按市场价，因此氧化铝成本很难拉开差距；预焙阳极虽有小幅的地区价差，但由于货值偏低，用量相对较少（吨铝消耗0.47吨阳极），对电解铝成本的影响偏小。此外，生产设备端，各公司的生产设备也就是电解槽，一般由国内沈阳设计院或贵阳设计院设计，也不存在明显差异。因此电力成本是各家电解铝企业成本差异的主要来源。

电解铝的成本差异主要来自于电力。电解铝生产过程能耗大，生产1吨电解铝需要13500度电，折合标煤4吨，电力成本往往占到电解铝生产成本的30%以上。各铝企间用电成本差异较大，是铝企生产成本差异的主要来源。高耗能属性决定我国电解铝产能向能源洼地转移：电解铝用电可分为网电和自备电，铝厂要想获得低廉的电价，要么寻找网电价格低的地区，要么在煤炭价格低的地区建设企业自备电厂。

公司电解铝成本优势的核心是以铝载能，实现劣质煤就地转化。露天煤矿的部分劣质褐煤热值低、易破碎，长途运输经济性差，就地转化是最优选择。公司利用热值低于3000大卡的褐煤发电炼铝，根据公司财报数据推算，公司近3年电解铝用电成本仅0.27-0.28元/度（不含税），显著低于行业平均水平。

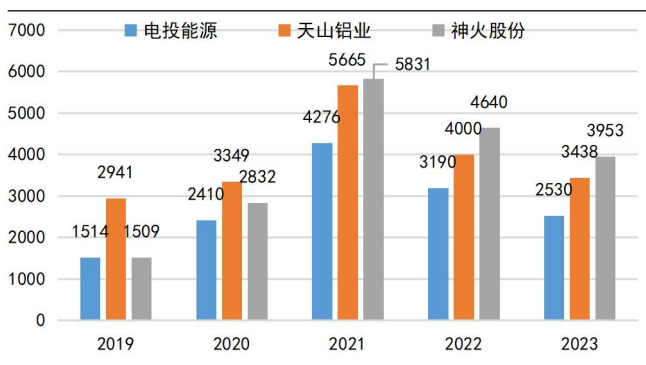
我们对比国内另一个“煤-电-铝”产业聚集区新疆，新疆电解铝的本质也是疆煤外运不经济，就地发电炼铝外运更经济。运费方面，公司氧化铝主要从山东、河北等地采购，到厂运费估计在220元/吨，生产出的铝液贴水大概250元/吨，这两项运费折吨铝费用670元/吨，新疆准东电解铝企业运费折1200元/吨，即蒙东电解铝企业相比新疆，运费优势在500元/吨。但由于每家上市公司统计口径不同，公司报表显示的吨铝毛利润低于新疆电解铝上市公司。根据行业内第三方统计机构的数据，10月份新疆和内蒙古铝企的成本十分接近，都在17200元/吨附近。

图21：中国电解铝用电价格（元/度，含税）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图22：三家煤电铝公司吨铝毛利润对比（元/吨）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 新疆和蒙东电解铝运费对比

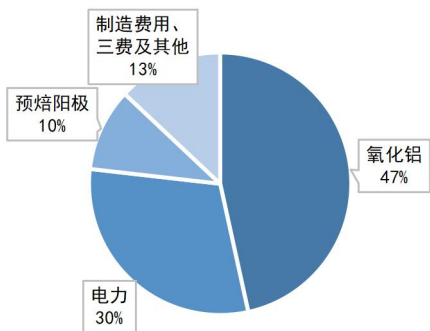
	氧化铝运费（元/吨）	铝锭外运费（元/吨）
电投能源	山东-霍林河 220 元	贴水 250
新疆准东电解铝园区	山西-准东 280 元	贴水 650

资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

具备绿电优势。霍煤鸿骏铝电所使用的电力来源于电力分公司的霍林河循环经济示范项目，该项目包括年消耗 900 万吨劣质褐煤的 180 万千瓦火电、90 万千瓦风电和 15 万千瓦光伏，区域内绿电装机已经达到 29%。内蒙古霍煤鸿骏铝电实现发电、用电自给自足，构建了全国唯一就地消纳大规模新能源的高载能产业清洁化发展示范区。根据今年 7 月份国家发展改革委等五部门发布的《电解铝行业节能降碳专项行动计划》，要求 2025 年底行业可再生能源利用比例达到 25% 以上。公司今年上半年绿电消纳占比就已经达到该要求。

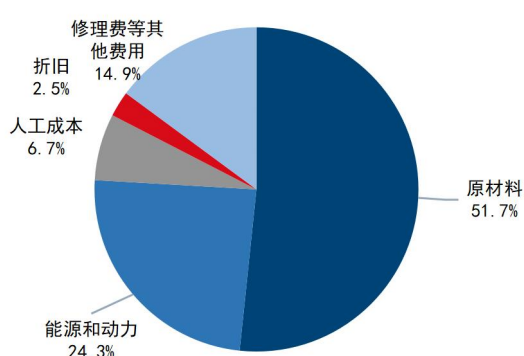
扎铝二期投产后度电成本有望进一步降低。扎铝二期项目使用绿电占比达到 79%，其落地实施将成为国内首条“绿电铝”生产线。扎铝二期及配套项目的建设后，霍林河循环经济加速升级，将形成 121 万吨电解铝产能、180 万千瓦火电装机、170 万千瓦新能源装机、10 万千瓦 2 小时储能、绿电（风光）消纳占比突破 40% 的循环经济产业集群，公司电解铝度电成本有望进一步降低。

图23: 2024 年 10 国内电解铝成本构成



资料来源：阿拉丁，国信证券经济研究所整理

图24: 公司电解铝成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业层面，2017 年电解铝供给侧结构性改革后，行业产能设顶，行业格局优化，公司作为具备成本优势的龙头企业之一有望受益。2017 年 4 月，《关于印发〈清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案〉的通知》（发改办产业〔2017〕656 号）发布，通过淘汰落后产能，严格限制新增产能等措施，设定国内电解铝产能天花板（4500 万吨），截至 2024 年 10 月，国内电解铝运行产能已经达到约 4376 万吨，增长空间十分有限。随着电解铝行业格局优化，公司作为具备成本优势的龙头企业之一有望受益。

扎铝二期助力产能增长，控股股东电解铝产能较大

扎铝二期议案通过，2025年电解铝产能有望达到121万吨。截至2023年底，霍煤鸿骏铝电拥年产86万吨电解铝生产线。2024年6月，公司通过了《关于内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司投资建设通辽市扎哈淖尔35万吨绿电铝项目（扎铝二期）的议案》，项目规划建设35万吨电解铝，推迟已久，有望于2025年12月底前投产，投产后公司电解铝产能将达到121万吨。

铝版块是国家电投体系内的重要协同版块，国家电投在内蒙古、宁夏、青海等地拥有400万吨以上电解铝产能，在山西、贵州拥有400万吨氧化铝产能。除下表产能外，国家电投还有扎铝二期35万吨电解铝项目待投产，白音华铝电另有8万吨左右电解铝产能指标闲置。

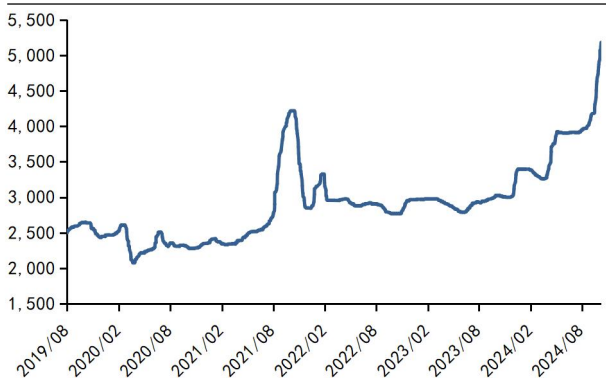
表4: 国家电投的电解铝产能

地区	企业	电解铝产能（万吨）
内蒙古	霍煤鸿骏铝电	48
	霍煤鸿骏铝电扎哈淖尔分公司	38
	白音华铝电	40
宁夏	青铜峡铝业	42
	青铜峡宁东分公司	57
	黄河鑫业	58
青海	桥头铝电	30
	西部水电	45
	百河铝业	70
小计		428

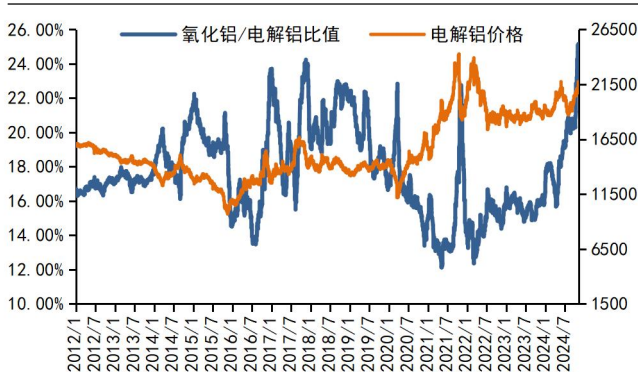
资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

氧化铝价格下跌有利于公司铝冶炼利润修复

自从2017年电解铝行业供给侧结构性改革实施以来，氧化铝走向长期过剩趋势，价格长期低迷，偶有上涨，往往是短期炒作，回顾近几年走势多呈“尖顶”形态。但本轮氧化铝价格上涨是在电解铝利润长期维持在高位的情况下，且河南、山西等地国产矿确实面临品位严重下滑，资源可用年限缩短等问题。过去几年氧化铝均价不到3000元/吨，这种价格下，河南、山西氧化铝厂普遍亏损，今后来很难成为常态，需要给氧化铝环节合理利润。但长期看氧化铝市场是需求不再增长，供应还在释放，根据安泰科统计，2025年新增氧化铝产能多达700万吨，但国内电解铝产能仅新增10万吨，氧化铝将重回过剩。随着几家氧化铝厂新增产能投产，价格重心可能在今年四季度末或明年一季度开始下降，预计3500元/吨左右是长期价格重心。近期氧化铝价格飙升对铝冶炼利润挤占很多，上市公司体内没有氧化铝资产，预计盈利受到明显影响。随着明年氧化铝价格回落，公司冶炼利润有望修复。

图25: 山西氧化铝价格走势 (元/吨)


资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图26: 氧化铝价格上涨挤占电解铝利润 (元/吨)


资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

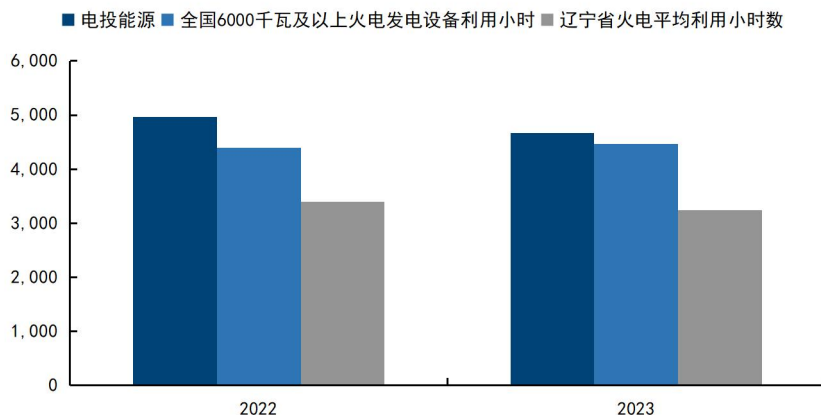
火电：坑口电厂&东北主力核心大机组，盈利能力有保障

公司火电生产主要由全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司进行。该公司成立于 2005 年 3 月 3 日，2014 年被公司收购，是蒙东能源大型发电企业之一，其 2×600MW 机组是依托露天煤矿而建的大型坑口火电机组，电力主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，是东北电网直调火电厂主力调峰机组；热力主要保障霍林郭勒市冬季供暖保供需求，为民生保供主要热源供应机组。

机组改造升级&区位优势&运输成本优势，盈利能力更有保障。预计未来火电企业运营压力增加，一方面随着电力市场改革的深入，火电企业平均电价存在一定的不确定性；另一方面随着国家“3060”碳目标以及构建以新能源为主体的新型电力系统战略提出，火电逐步向调节性电源、支撑性电源转型，火电装机占比下降，利用小时存在下行风险。但是我们认为公司火电业务凭借其自身优势未来盈利能力仍有保障，主要系：

- **机组改造升级后持续盈利能力增强。**随着机组投产以来进行的节能综合升级改造、重要辅机变频器改造、灵活性辅助调峰改造等，机组能耗指标大幅降低，同时完成了国内首台套 DCS+DEH 控制系统国产化改造，辅助调峰能力增加，持续盈利能力增强。
- **东北地区主力供电机组，年利用小时数较高。**通辽霍林河坑口发电有限责任公司 2×600MW 机组是东北电网通辽北部电网架构的主力核心大机组，所发电量主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，年利用小时数行业领先，也高于区域火电机组 500 小时以上，是东北地区盈利能力最强的火力发电机组之一。
- **作为坑口电厂，运输成本有优势。**通辽霍林河坑口发电有限责任公司 2×600MW 机组是依托电投能源露天煤矿而建的大型坑口火电机组，主要燃用自有低热值煤炭，上煤系统采用胶带供煤方式，原煤价格、运输成本较为低廉。

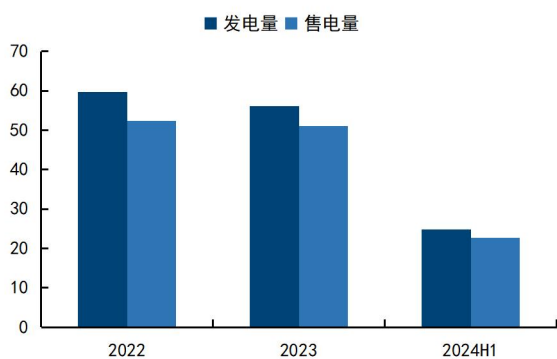
图27: 公司利用小时数行业领先



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

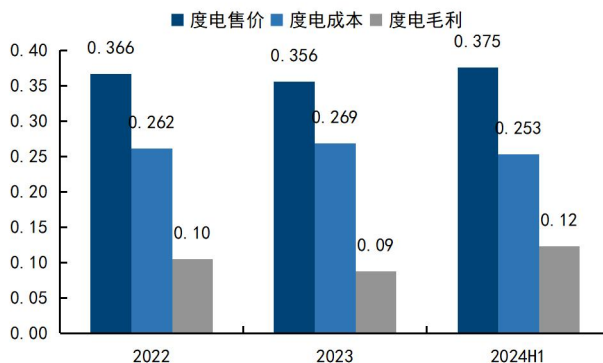
受宏观经济、电力保供、煤价上涨、新能源投产等多因素影响, 东北区域火电发电量、火电利用小时数呈现下降态势, 公司火电板块盈利亦有所收窄, 但仍保持相对稳健。2023 年公司火力发电量为 56 亿千瓦时, 同比降低 3.6 亿千瓦时; 售电量 51 亿千瓦时, 同比降低 1.2 亿千瓦时; 平均利用小时数为 4671, 同比降低 297; 售电价 0.36 元/千瓦时, 同比减少 0.01 元/千瓦时; 度电成本 0.27 元/千瓦时, 同比提高 0.01 元/千瓦时; 度电毛利 0.09 元/千瓦时, 同比降低 0.02 元/千瓦时。

图28: 公司火力发电量及售电量 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 公司火电度电盈利情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新能源发电: 装机量快速增长, 成长空间大

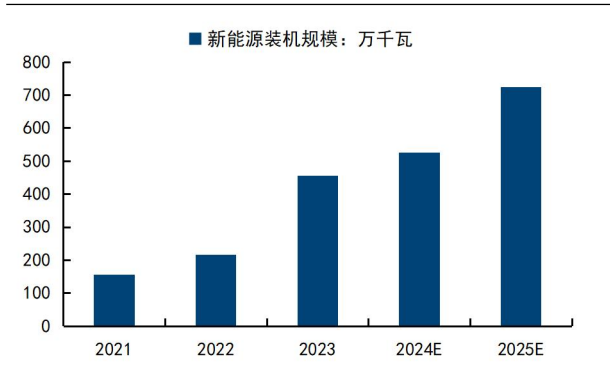
装机量快速增长, 到 2025 年有望达到 700 万千瓦以上。近年来, 公司持续大力转型发展清洁能源项目, 新能源装机量由 2021 年的 156 万千瓦快速增长至 2023 年的 455.2 万千瓦, 其中电解铝自用新能源装机约 105 万千瓦, 其他均外售。2024

年新能源装机容量有望达到约 500 万千瓦,其中风电装机量约 400 万千瓦。到 2025 年,公司规划新能源装机规模将达到 700 万千瓦以上。

区位优势明显,利用小时数较高,盈利能力较强。公司新能源业务主要是风电和太阳能发电,截至 2023 年末装机量分别约 340 万千瓦、105 万千瓦。公司新能源装机量主要分布在内蒙古区域,为 428.8 万千瓦,依托内蒙古良好的风、光资源优势,2023 年公司风电和光伏发电利用小时数分别达到约 2800 小时和 1700 小时,高于全国平均的 2225 小时和 1286 小时,拥有较好的盈利能力。

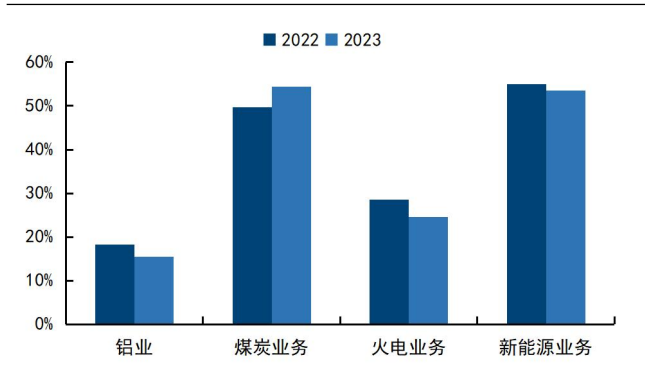
新能源发电盈利水平高,装机量快速增长有望同时带动公司营收和利润水平的增长。从毛利率来看,2023 年新能源发电业务毛利率为 53.5%,其中风电业务毛利率高达 64.3%,远高于公司 31.8%的平均水平。因此,我们认为,随着公司新能源装机量的大幅快速增长,有望同时带动公司营收和利润水平的增长。

图30: 公司新能源装机量快速增加



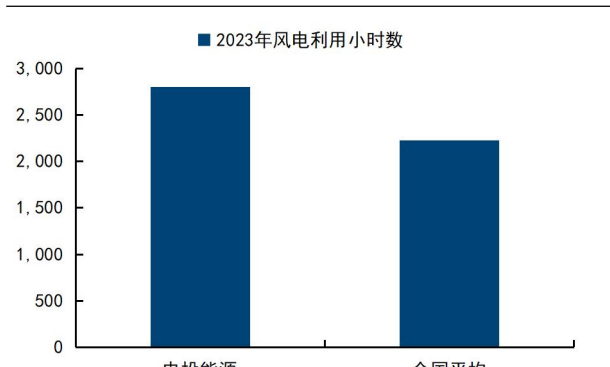
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 公司各业务毛利率表现



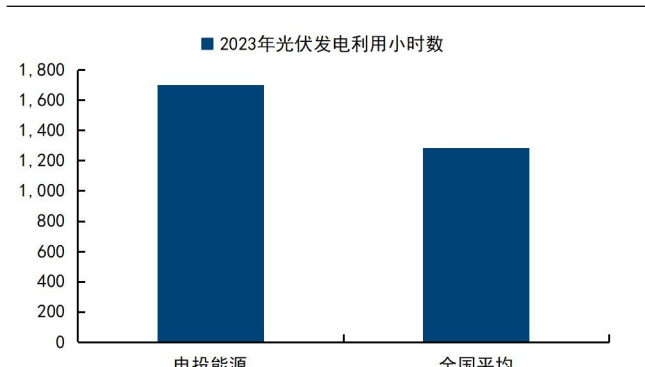
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 2023 年公司风电利用小时数高于全国平均



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 2023 年公司光伏发电利用小时数高于全国平均



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表5: 公司新能源已投产项目不完全统计

分类	项目	装机容量: 万千瓦
风电项目	通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目	100
	上海庙外送新能源基地阿拉善 40 万千瓦风电项目	40
	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	50
	阿右旗 200MW 风储一体化项目	20
	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	1
	右玉县高家堡新能源有限公司右玉高家堡 100MW 风电项目	10
	山西右玉高家堡 10 万千瓦风电项目	10
	阿巴嘎旗绿能新能源有限公司阿巴嘎旗一期 225MW 风电项目	23
	交口棋盘山风电场 99.5MW	10
光伏项目	通辽发电总厂贮灰场生态环境综合治理 150MWp 光伏发电项目	15
	巴音新能源有限公司阿拉善左旗 40MWp 光伏发电项目	4
	达拉特光伏发电领跑奖励激励基地 100MWp 项目	10
	天骄绿能 10 万千瓦采煤沉陷区生态治理光伏发电示范项目	10
	扎哈淖尔煤业扎鲁特旗阿日昆都楞风电场一期和二期合计 20MWp 光伏发电项目	2
风电&光伏	达拉特光伏发电应用领跑基地 2017 年 1 号 10 万千瓦项目和 4 号 20 万千瓦项目	30
	花吐古拉镇综合智慧能源项目包括 8MW 分散式风电、11 兆瓦分布式光伏及 4.968 兆瓦户用光伏	2
新能源装机量合计		337

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表6: 公司新能源在建项目不完全统计

项目	装机容量: 万千瓦
突泉县 44.5 万千瓦风电项目	44.5
乌兰布和沙漠东北部新能源基地 350 万千瓦风电项目	350
霍林河循环经济示范工程续建(第六期) 200MW 风电项目	20
鄂尔多斯东胜区新能源内陆港 50MW 分散式风电项目	5
赤峰高新区红山产业园 11 万千瓦风储绿色供电项目	11
乌兰布和沙漠东北部新能源基地 850 万千瓦光伏项目	850
岚县孝义 100MW 光伏发电项目	10
包头市青山区整县屋顶分布式光伏项目	7
扎鲁特旗道老杜苏木整村帮扶乡村振兴光伏项目	0.66

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

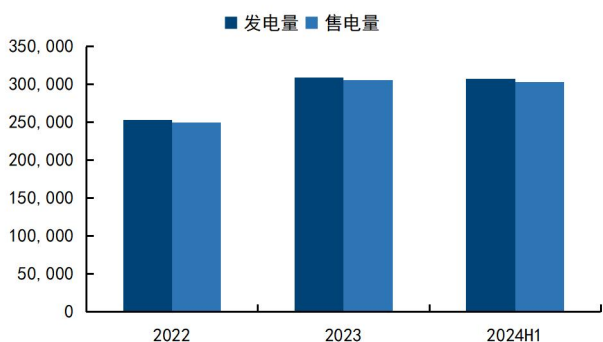
区域政策为公司新能源发展带来机遇。内蒙古风能资源量占全国 57%，居全国首位，太阳能资源居全国第二位，并且靠近华北、华中、华东等能源消费中心。根据《内蒙古自治区新能源倍增行动实施方案》，内蒙古将立足自治区资源和区位优势，大力发展以风力发电光伏发电为主体的新能源产业体系，以 2022 年为基准年，力争 2025 年实现新能源规模、新能源质量倍增，新能源带动效益倍增；规模方面，力争到 2025 年，全区新能源发电装机达到 1.5 亿千瓦以上，发电量达到 3000 亿千瓦时，到 2030 年，新能源装机规模超过 3 亿千瓦，发电量接近 6000 亿千瓦时。这给公司新能源产业发展带来了机遇。

同时，公司围绕循环经济产业链和大型清洁能源外送基地，积极发展储能项目，初步形成氢能清洁制取及应用示范。2024 年 5 月，通过阿巴嘎旗 150MW/300MWh 共享式储能电站二期 75MW/150MWh 项目投资决策。

度电售价下降幅度大于度电成本，度电毛利小幅下滑。2022 年-2024 年，公司新能源度电售价呈现下降趋势，但随着主机市场价格不断下探，成本亦有所下降，但下降幅度小于电价，因此毛利率小幅下滑。但整体看，公司新能源发电业务的

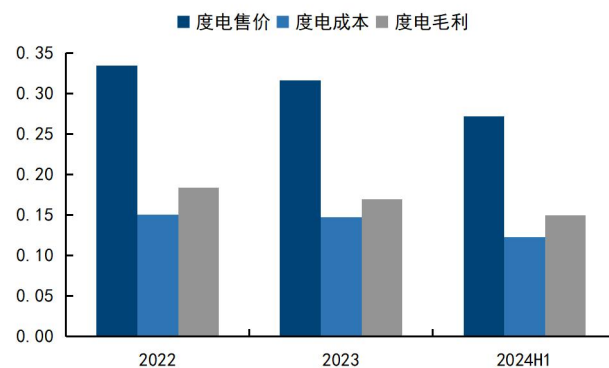
盈利能力仍较强。

图34: 公司新能源发电量及售电量（万千瓦时）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图35: 公司新能源度电盈利情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

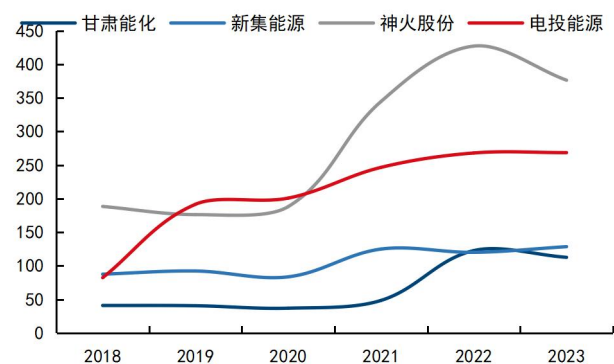
财务分析

公司主营业务为煤炭+电力+铝业，我们选取新集能源（主营业务为煤炭+电力）、甘肃能化（主营业务为煤炭+电力+煤化工）、神火股份（主营业务为电解铝+煤炭+铝箔）3家上市公司作为同行业可比公司。

盈利能力

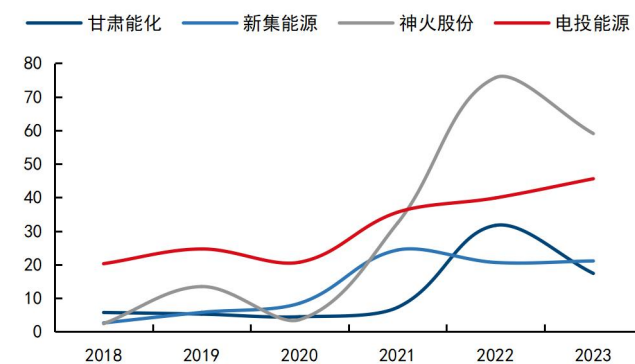
2021年以来受益于煤炭、电解铝行业的周期上行，公司营收和净利润持续增加。但由于铝业、火电等毛利率较低，公司的毛利率低于可比公司。但公司净利率、ROE和ROA处于行业较高水平，反应出公司较好的盈利能力和管理效率。

图36: 可比公司营业收入（亿元）



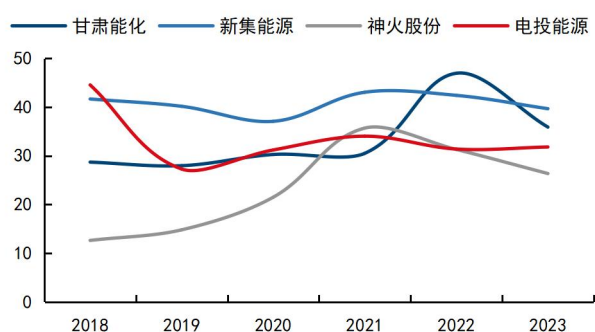
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图37: 可比公司净利润（亿元）



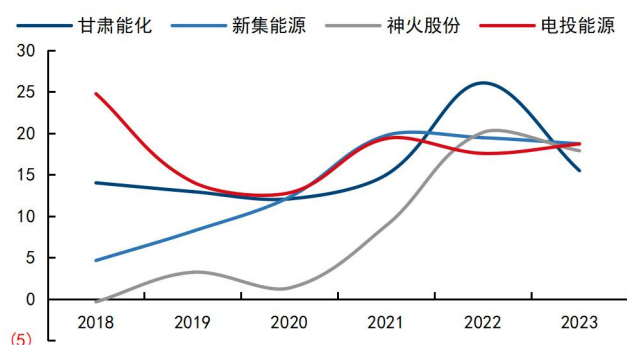
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38: 可比公司毛利率 (%)



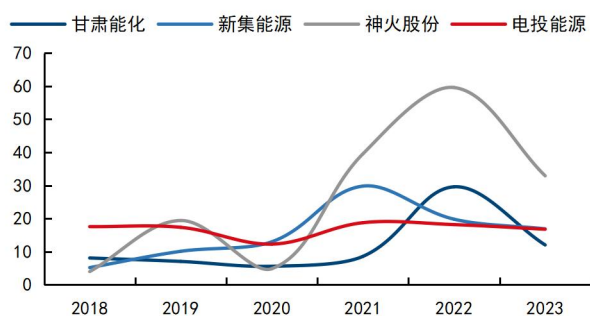
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图39: 可比公司净利率 (%)



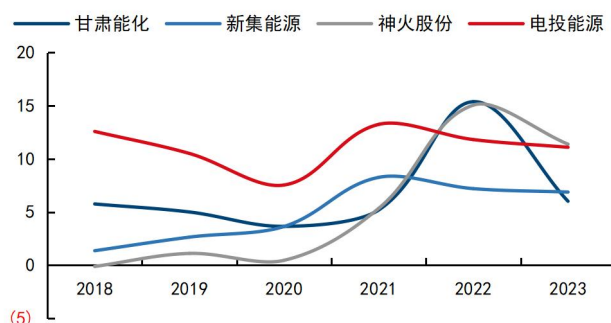
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图40: 可比公司 ROE (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图41: 可比公司 ROA (%)

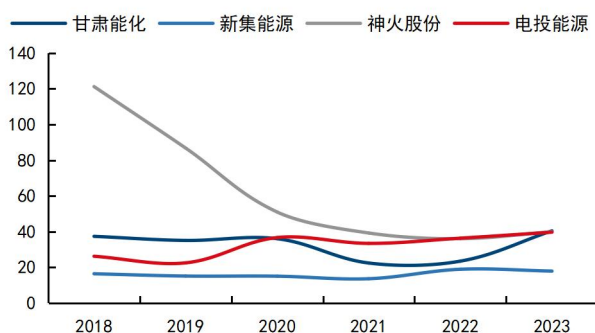


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力

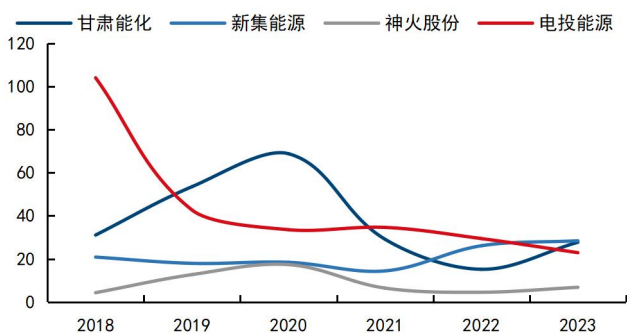
营运能力方面, 公司的存货周转天数相较于可比公司较长, 主要系产品生产过程中需要存储相关原材料。总资产周转率较高反映出公司较好的资产利用效率。

图42: 可比公司存货周转天数 (天)



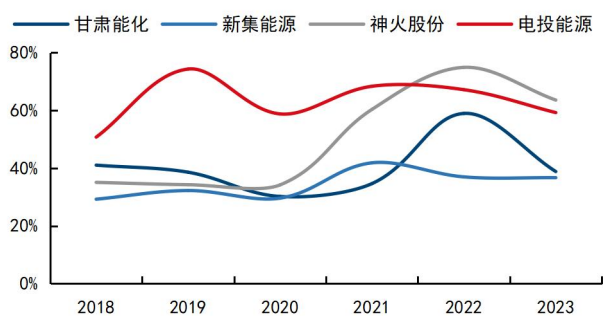
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图43: 可比公司应收账款周转天数 (天)



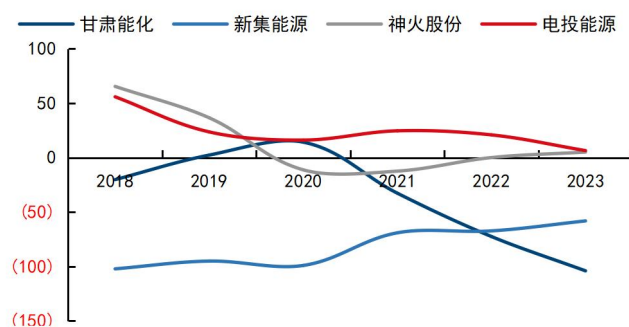
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 可比公司总资产周转率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图45: 可比公司净营业周期

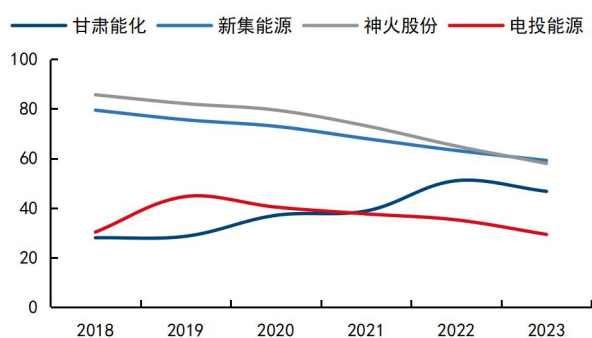


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

偿债能力

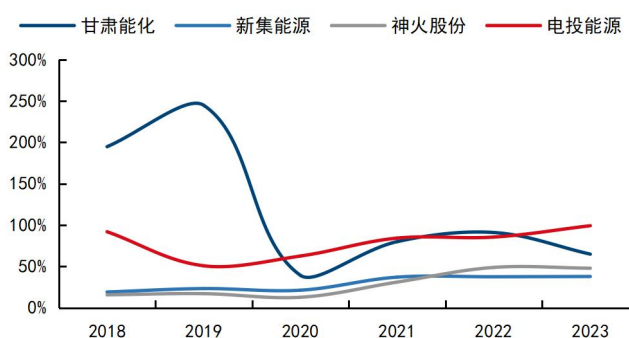
2019年公司收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司时,资产负债率明显提高,此后随着经营改善,公司资产负债结构逐渐优化,偿债能力显著改善。

图46: 可比公司资产负债率 (%)



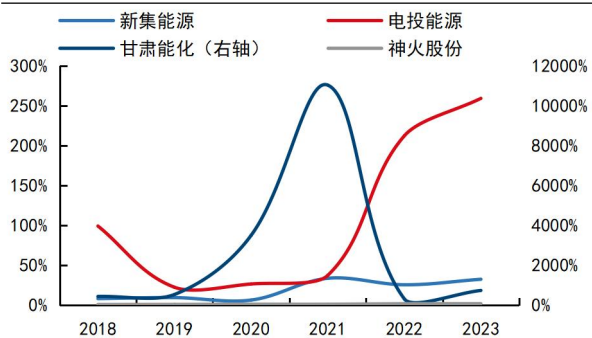
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图47: 可比公司 EBITDA/带息债务



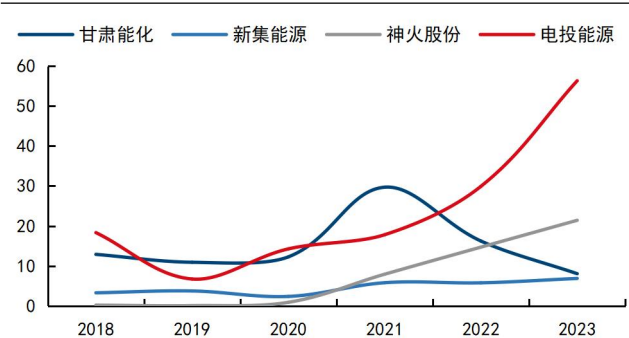
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 可比公司货币资金/短期债务



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

公司主要业务包括煤炭、电解铝、火电及新能源发电等，分版块来看：

1、煤炭业务

产量和售价：2023年8月露天煤矿核增产能200万吨/年正式获得国家矿山安全局批复，由此产能增加，结合公司2024年前三季度的煤炭销售情况，预计公司2024-2026年销量分别为4538/4800/4800万吨。预计2024-2026年吨煤售价分别为205/205/205元/吨。暂不考虑集团煤炭资产注入。

成本：公司2021-2023年吨煤成本分别为85.2/91.9/89.3元/吨，预计2024-2026年煤成本分别为91.0/91.0/91.0元/吨。

综上：预计2024-2026年煤炭业务营收为93.0/98.4/98.4亿元，毛利为51.7/54.7/54.7亿元。

2、有色金属冶炼业务

产量和售价：考虑扎铝二期35万吨电解铝有望于2025年底前投产，故预计公司2024-2026年铝产品销量分别为89/90/121万吨。公司2021-2023年铝产品单价分别为16400/17457/16313元/吨，结合公司2024年电解铝售价情况，预计2024-2026年售价分别为17288/17288/17288元/吨。

成本：公司2021-2023年铝产品单位成本分别为12124/14267/13783元/吨，假设公司未来3年电解铝单位成本维持相对平稳，预计2024-2026年单位成本分别为13600/13600/13600元/吨。

综上：预计2024-2026年有色金属冶炼业务营收为154.3/155.6/209.2亿元，毛利为32.9/33.2/44.6亿元。

3、火电业务

产量和售价：公司暂无新的火电机组建设，故预计公司2024-2026年火电发电量分别为54.9/54.9/54.9亿千瓦时。公司2022-2023年火电售电单价分别为0.37/0.36元/千瓦时，预计2024-2026年售电价分别为0.36/0.36/0.36元/千瓦时。

成本：公司2022-2023年火电度电成本分别为0.26/0.27元/千瓦时，假设公司未来3年度电成本维持相对平稳，预计2024-2026年度电成本分别为0.27/0.27/0.27元/千瓦时。

综上：预计2024-2026年火电业务营收为18.0/18.0/18.0亿元，毛利为4.4/4.4/4.4亿元。

4、新能源发电业务

发电量：考虑到“十四五”末，公司规划新能源装机规模将达到700万千瓦以上，假设2024-2026年新能源发电量为62/81/88亿千瓦时。

毛利率：公司2022-2023年新能源发电业务毛利率为55.0%/53.5%，故预计

2024-2026 年毛利率分别为 55%/56%/57%。

综上：预计 2024-2026 年新能源发电业务营收为 16.6/22.3/24.5 亿元，毛利为 9.1/12.6/13.9 亿元。

表7: 公司业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭业务						
收入 (亿元)	74.7	84.1	91.2	93.0	98.4	98.4
毛利 (亿元)	35.5	41.8	49.7	51.7	54.7	54.7
毛利率	47.5%	49.7%	54.5%	55.6%	55.6%	55.6%
有色金属冶炼业务						
收入 (亿元)	144.4	150.4	143.0	154.3	155.6	209.2
毛利 (亿元)	37.6	27.5	22.2	32.9	33.2	44.6
毛利率	26.1%	18.3%	15.5%	21.3%	21.3%	21.3%
火电业务						
收入 (亿元)		19.2	18.2	18.0	18.0	18.0
毛利 (亿元)		5.5	4.5	4.4	4.4	4.4
毛利率		28.6%	24.6%	24.2%	24.2%	24.2%
新能源业务						
收入 (亿元)		8.3	9.7	16.6	22.3	24.5
毛利 (亿元)		4.6	5.2	9.1	12.6	13.9
毛利率		55.0%	53.5%	54.8%	56.4%	56.9%
合计						
总营收 (亿元)	246.5	267.9	268.5	288.7	301.2	357.1
毛利 (亿元)	83.9	84.1	85.4	102.2	109.1	121.9
毛利率	34.0%	31.4%	31.8%	35.4%	36.2%	34.1%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收为 288.7/301.2/357.1 亿元, 同比 +7.5%/+4.3%/+18.6%, 毛利率 35.4%/36.2%/34.1%, 毛利 102.2/109.1/121.9 亿元。

未来 3 年业绩预测

表8: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入: 百万元	26846	28868	30118	35710
营业成本: 百万元	18307	18647	19213	23517
销售费用: 百万元	61	66	69	82
管理费用: 百万元	883	883	990	1174
财务费用: 百万元	145	271	273	232
营业利润: 百万元	5913	7335	7831	8617
利润总额: 百万元	5852	7275	7771	8556
归属于母公司净利润: 百万元	4560	5668	6054	6666
EPS: 元/股	2.03	2.53	2.70	2.97
ROE	14.76%	16.40%	15.72%	15.56%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年营业总收入分别为 288.7/301.2/357.1 亿元，归属母公司净利润 56.7/60.5/66.7 亿元，同比 +24.3%/+6.8%/+10.1%。每股收益 2024-2026 年分别为 2.53/2.70/2.97 元。

盈利预测的敏感性分析

宏观经济环境、海外能源价格、上游原材料价格、下游产品价格及供求关系都将影响公司未来营收和净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测，在中性预测的条件下，公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.53/2.70/2.97 元。

表9: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	26,793	26,846	29,070	30,455	36,675
(+/-%)	8.7%	0.2%	8.3%	4.8%	20.4%
净利润(百万元)	3987	4560	7523	8026	9214
(+/-%)	12.0%	14.4%	65.0%	6.7%	14.8%
摊薄 EPS	2.07	2.03	3.36	3.58	4.11
中性预测					
营业收入(百万元)	26,793	26,846	28,868	30,118	35,710
(+/-%)	8.7%	0.2%	7.5%	4.3%	18.6%
净利润(百万元)	3987	4560	5668	6054	6666
(+/-%)	12.0%	14.4%	24.3%	6.8%	10.1%
摊薄 EPS(元)	2.07	2.03	2.53	2.70	2.97
悲观的预测					
营业收入(百万元)	26,793	26,846	28,665	29,783	34,760
(+/-%)	8.7%	0.2%	6.8%	3.9%	16.7%
净利润(百万元)	3987	4560	3898	4173	4302
(+/-%)	12.0%	14.4%	-14.5%	7.1%	3.1%
摊薄 EPS	2.07	2.03	1.74	1.86	1.92
总股本(百万股)	1,922	2,242	2,242	2,242	2,242

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，考虑公司属于周期行业，我们采用相对估值来估算公司合理价值区间。

相对估值

我们预计电投能源 2024-2026 年 EPS 分别为 2.53/2.70/2.97 元，我们重点选取与公司同行业且与公司业务接近的上市公司进行比较，分别为神火股份、甘肃能化、新集能源。

1) **神火股份**：公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，主营产品电解铝和煤炭业务均受益于供给侧结构性改革，处于行业景气周期，随着新疆准东露天煤矿项目、新疆神火补链强链项目实施，公司有望进一步打开成长空间。2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 14.8%、89.9%；公司货币资金在总资产中占比较高，资产负债率近年来逐年下降但仍在较高位置，ROE 近三年维持 30%以上，现金分红比例较低。

2) **甘肃能化**：公司在煤电化业务上均有较好成长性，且随着产业链布局的完善，公司经营稳定性有望增强。公司业务以煤为主，2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 22.4%、24.9%；公司货币资金在总资产中占比较高，资产负债率较高，ROE 在 10%以上，现金分红比例较低。

3) **新集能源**：公司是一家以煤炭采选为主、煤电并举的企业，在建和筹建多个电厂，未来电力业务增量可观，且煤电一体化运营有助于公司增强业绩稳健性。2018-2023 年，公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 8.0%、51.8%；公司货币资金在总资产中占比较低，资产负债率较高，历史 ROE 波动较大但逐渐提升至较高位置，现金分红比例较低。

表10：可比公司对比

对比项	神火股份	新集能源	甘肃能化	电投能源
业务特点	国内低成本电解铝头部企业	煤电并举	以煤为主，推进煤电化一体化	聚焦煤电铝一体化发展
煤价机制	随市定价	长协为主	动力煤以长协为主，配焦煤随市定价	长协为主
营业收入 2018-2023 年复合增速	14.84%	7.98%	22.44%	26.68%
归母净利润 2018-2023 年复合增速	89.94%	51.84%	24.86%	17.60%
2023 年货币资金在总资产中占比	23.03%	4.51%	26.62%	3.49%
2023 年资产负债率：%	57.95	59.15	46.67	29.27
2023 年现金分红比例：%	30.48	18.42	30.79	33.43
2023 年 ROE：%	33.61	16.84	12.75	16.24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表11：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000933.SZ	神火股份	优于大市	18.78	422	2.08	2.64	2.71	9.03	7.11	6.93
000552.SZ	甘肃能化	无评级	2.85	153	0.34	0.37	0.41	8.36	7.68	6.96
601918.SH	新集能源	无评级	7.89	204	0.88	0.95	1.10	8.98	8.29	7.15
平均值								8.79	7.70	7.02
002128.SZ	电投能源	优于大市	20.97	470	2.53	2.70	2.97	8.29	7.76	7.05

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测，股价按照 11 月 15 日收盘价 注：新集能源盈利预测来源于 Wind 一致预期

根据 Wind 一致性预期，上述可比公司 2025 年 PE 平均值为 7.7。我们认为电投能源未来在新能源发电、铝业业务上具备较好的成长性，且煤炭业务盈利能力稳健性较强，中长期看集团煤炭资产有望注入。参考业内平均估值水平，考虑公司未来 3 年的成长性，预计公司 2025 年合理 PE 水平为 8.5-9.0，对应公司股票合理估值区间为 23.0-24.3 元。

投资建议

预计公司 2024-2026 年收入分别为 288.7/301.2/357.1 亿元，归属母公司净利润 56.7/60.5/66.7 亿元，每股收益分别为 2.53/2.70/2.97 元。我们认为公司股票合理估值区间在 23.0-24.3 元之间，相对于公司 11 月 19 日收盘价有 10.8%-17.3% 溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,得出公司的合理估值在 23.0-24.3 元之间,我们选取了与公司业务相同或相近的神火股份、新集能源等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的成长性,在行业平均动态 PE 的基础上相对于公司 11 月 19 日收盘价给予 10.8%-17.3%的溢价,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+7.5%/+4.3%/+18.6%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 35.4%/36.2%/34.1%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致煤炭需求下降

受宏观形势因素影响,可能出现经济放缓,煤炭消费端电力、钢铁、建材、化工等用煤需求下降,公司煤炭销量或价格受到影响。

水电、风电等新能源快速发展替代煤电需求

我国水电资源丰富,水电、风电等新能源发电量增加替代部分煤炭需求,导致煤炭产能过剩。

安全生产事故的影响

煤矿生产过程中有发生安全生产事故的概率,如果发生安全事故,可能会对产生较大影响。

公司产能释放不及预期

公司核增产能可能会出现产能释放不及预期的情况,影响公司业绩。

公司分红率不及预期

公司分红率可能会出现不及预期的情况,影响公司投资价值。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1859	1693	1710	1814	5365	营业收入	26793	26846	28868	30118	35710
应收款项	1883	2181	2373	2475	2935	营业成本	18384	18307	18647	19213	23517
存货净额	1798	1446	1699	1715	2117	营业税金及附加	1571	1631	1754	1830	2170
其他流动资产	1886	1823	2021	2108	2500	销售费用	56	61	66	69	82
流动资产合计	7427	7143	7802	8113	12917	管理费用	741	883	883	990	1174
固定资产	27463	33024	37716	40945	42231	研发费用	61	32	34	36	42
无形资产及其他	3447	4784	4648	4513	4377	财务费用	308	145	271	273	232
投资性房地产	3098	2774	2774	2774	2774	投资收益	90	139	139	139	139
长期股权投资	686	776	866	957	1047	资产减值及公允价值变动	(75)	(44)	(105)	(105)	(105)
资产总计	42121	48501	53808	57302	63347	其他收入	(72)	0	55	54	47
短期借款及交易性金融负债	877	654	1703	800	800	营业利润	5676	5913	7335	7831	8617
应付款项	2776	2939	3155	3185	3932	营业外净收支	(92)	(60)	(60)	(60)	(60)
其他流动负债	1859	2224	2208	2241	2765	利润总额	5584	5852	7275	7771	8556
流动负债合计	5511	5816	7066	6226	7497	所得税费用	877	832	1034	1104	1216
长期借款及应付债券	8275	7474	7474	7474	7474	少数股东损益	720	461	573	612	674
其他长期负债	1019	906	906	907	909	归属于母公司净利润	3987	4560	5668	6054	6666
长期负债合计	9294	8381	8381	8382	8384	现金流量表（百万元）					
负债合计	14805	14197	15447	14608	15881	净利润	3987	4560	5668	6054	6666
少数股东权益	3824	3417	3789	4187	4625	资产减值准备	(85)	(53)	8	7	5
股东权益	23492	30887	34572	38507	42840	折旧摊销	2132	2219	2822	3296	3741
负债和股东权益总计	42121	48501	53808	57302	63347	公允价值变动损失	75	44	105	105	105
关键财务与估值指标						财务费用	308	145	271	273	232
每股收益	2.07	2.03	2.53	2.70	2.97	营运资本变动	1848	810	(425)	(135)	25
每股红利	0.68	0.94	0.89	0.95	1.04	其它	603	360	364	391	433
每股净资产	12.23	13.78	15.42	17.18	19.11	经营活动现金流	8559	7940	8543	9717	10975
ROIC	14.24%	13.09%	14%	14%	15%	资本开支	0	(7565)	(7501)	(6501)	(5001)
ROE	16.97%	14.76%	16%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	31%	32%	35%	36%	34%	投资活动现金流	(64)	(7655)	(7591)	(6591)	(5091)
EBIT Margin	22%	22%	26%	26%	24%	权益性融资	0	3955	0	0	0
EBITDA Margin	30%	30%	36%	37%	35%	负债净变化	3169	(801)	0	0	0
收入增长	9%	0%	8%	4%	19%	支付股利、利息	(1305)	(2110)	(1984)	(2119)	(2333)
净利润增长率	12%	14%	24%	7%	10%	其它融资现金流	(11972)	1417	1050	(903)	0
资产负债率	44%	36%	36%	33%	32%	融资活动现金流	(8244)	(450)	(934)	(3022)	(2333)
股息率	2.7%	4.4%	4.2%	4.5%	4.9%	现金净变动	251	(166)	17	104	3551
P/E	10.2	10.4	8.4	7.8	7.1	货币资金的期初余额	1608	1859	1693	1710	1814
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1	货币资金的期末余额	1859	1693	1710	1814	5365
EV/EBITDA	6.8	7.6	6.1	5.5	5.1	企业自由现金流	0	552	1316	3506	6250
						权益自由现金流	0	1168	2133	2369	6051

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032