

电投能源(002128.SZ)深度报告：煤电铝三大业务共成长， 稳健性和弹性兼备

评级：买入(维持)

陈晨(证券分析师)
S0350522110007
chenc09@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
电投能源	18.3%	39.4%	71.6%
沪深300	4.3%	5.7%	-7.2%

市场数据

2024/05/22

当前价格 (元)	22.93
52周价格区间 (元)	12.76-23.31
总市值 (百万)	51,399.28
流通市值 (百万)	48,464.24
总股本 (万股)	224,157.35
流通股本 (万股)	211,357.35
日均成交额 (百万)	568.63
近一月换手 (%)	0.80

相关报告

《电投能源 (002128) 2023年报&2024年一季报点评: 煤、铝、电业务均有增量, 2024年盈利将继续向好 (买入) *煤炭开采*陈晨, 王璇》——2024-04-30

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26846	29334	30354	31424
增长率(%)	0	9	3	4
归母净利润（百万元）	4560	5529	5919	6317
增长率(%)	14	21	7	7
摊薄每股收益（元）	2.03	2.47	2.64	2.82
ROE(%)	15	16	15	15
P/E	6.76	9.11	8.51	7.97
P/B	1.04	1.46	1.31	1.18
P/S	1.19	1.72	1.66	1.60
EV/EBITDA	4.65	5.59	5.07	4.59

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- ◆ **能源转型开启，煤炭长协价逆势上涨&电解铝仍有成长&绿电高成长。**电投能源是蒙东及东北地区褐煤龙头，已发展成为“煤电铝”一体经营的综合能源企业。公司煤炭业务有望受益长协价中枢上移，电解铝业务仍有较大成长性，同时积极布局新能源进一步打开公司成长空间，看好公司未来业绩增长。
- ◆ **煤炭业务：产量释放稳定、成本优势明显、长协价格提涨。**公司煤炭资源丰富，主要集中在蒙东地区，主产煤种为褐煤，目前核定产能达4800万吨，产能满负荷运转，产量释放稳定，集团仍有近3500万吨煤炭产能未上市。公司纯露天开采模式造就了远优于行业的开采成本优势，吨煤成本常年保持在90元/吨以内，远低于行业平均水平，奠定稳健盈利基础。公司长协比例较高（90%），且在2024年年初将公司长协煤价格统一上调至国家发改委规定价格区间上限（300元/吨），今年一季度均价逆势小幅上涨。
- ◆ **电解铝业务：自备电造就低成本，高耗能产业提电价不受影响，且有35万吨产能在建。**截至2024年3月，公司共有电解铝产能86万吨，未来二期项目贡献35万吨产能，预计2025年投产。公司配套自备火电厂180万千瓦、风电90万千瓦、光伏15万千瓦，因此在高能耗行业受到能耗双控限电限产背景下，公司电力供应及电解铝生产仍维持正常。同时，自供电也凸显了公司电力成本优势，避免了高能耗行业电价上涨冲击，公司吨铝毛利及毛利率在行业内具有相对优势。铝价短期风险基本释放，长期受“供改+双碳”紧供给支撑，我们预计铝价中枢或将上移，行业进入高盈利时代，利好公司电解铝板块业绩释放。
- ◆ **电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间。**公司目前拥有公网机组火电装机120万千瓦，同时积极推动新能源发电布局，近两年内部分风光电机组陆续投产并网。截至2024年5月，公司拥有新能源装机455.2万千瓦，我们预计2024年公司新能源发电量将新增近44亿度。公司背靠新能源装机龙头央企国电投集团，在新能源项目资源获取与核准、装机建设并网等多方面具备得天独厚的资源优势，形成“风光火”多元互补，有望提供远期增长潜力。
- ◆ **盈利预测与估值：**考虑公司煤、铝、电业务均有增量，盈利持续向好，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为293/304/314亿元，归母净利润分别为55.29/59.19/63.17亿元，同比+21%/+7%/+7%；EPS分别为2.47/2.64/2.82元，以5月22日收盘价计算，公司当前PE低于煤炭可比公司平均12.6倍PE、电解铝可比公司平均11.6倍PE，也低于新能源运营商可比公司平均11.2倍PE；公司PB为1.6倍，低于煤炭、电解铝可比公司平均PB。考虑公司煤、铝、电业务均有增量，盈利持续向好，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**（1）煤价超预期下跌风险；（2）安全生产风险；（3）绿电新项目投产不及预期风险；（4）研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；（5）测算误差风险；（6）二级市场交易风险。

1

公司概况：蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

2

煤炭业务：产量释放稳定、成本优势明显、长协价格提涨

3

电解铝业务：自备电造就低成本，且有35万吨产能在建

4

电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间

5

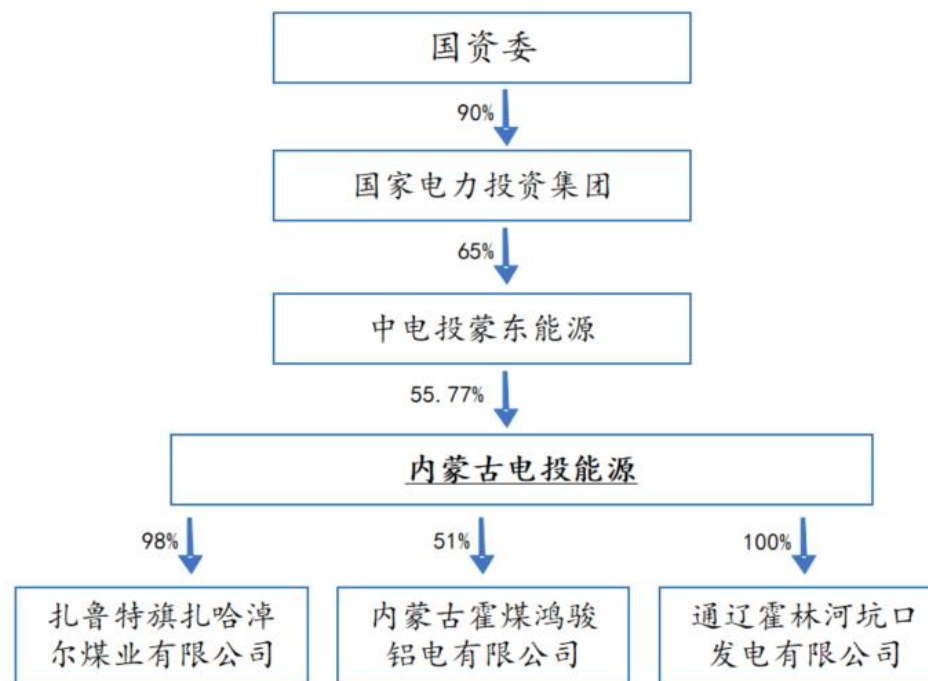
盈利预测与投资建议

6

风险提示

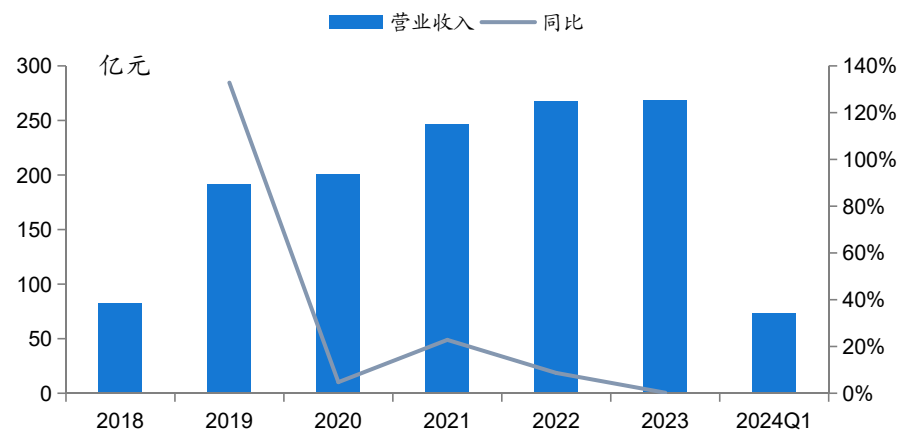
◆ 国电投旗下煤炭上市平台。内蒙古电投能源股份有限公司（原露天煤业）是蒙东地区的煤炭龙头，目前已发展成为煤炭、电力、电解铝多主业一体经营的综合能源企业。公司前身为霍林河矿务局，系中央国有背景的上市煤企，公司控股股东为中电投蒙东能源集团，截至2024年3月持股比例为55.77%，实际控股股东为国家电力投资集团。

图表：公司系国电投集团旗下煤炭上市平台，控股股东为蒙东能源集团

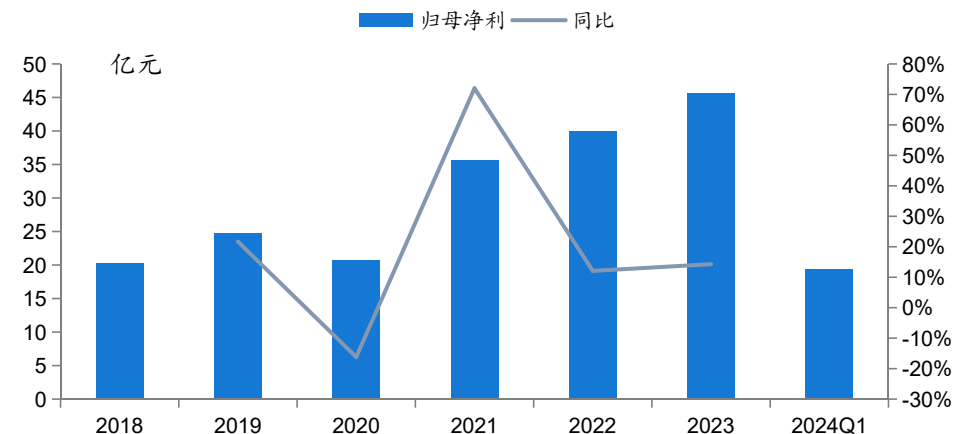


- ◆ **公司产能满负荷运转，未来仍具增长空间。**公司煤炭主要集中在蒙东地区，是中国13个大型煤炭基地之一，也是蒙东及东北地区最主要的煤炭生产基地。公司煤矿地处蒙东霍林河煤田，生产方式为露天开采，2023年旗下南露天煤矿产能核增200万吨/年，目前核定产能4800万吨/年。
- ◆ **铝电多元布局。**铝业务方面，公司2019年通过收购蒙东能源集团所持有的霍煤鸿骏51%股权开启电解铝业务布局。霍煤鸿骏共拥有电解铝产能86万吨，主要生产铝液、铝锭和多品种铝产品。电力业务方面，公司主要通过全资子公司霍林河坑口发电公司运营120万千瓦坑口火电机组，该机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组。同时，公司积极推动风光电新能源装机的扩张，截至2023年12月，在运的新能源装机容量共计455万千瓦。总体来看，公司已发展形成煤电铝一体化的经营模式，有效对冲煤炭业务周期波动的同时也拓展了业绩增长空间。
- ◆ **电解铝业绩大幅释放，成为主要盈利板块。**从历史趋势来看，公司自2019年完成电解铝资产收购后，营收规模及归母净利润均有较大幅度增长，成为煤炭主业以外最主要的盈利板块。2019-2023年期间，电解铝营收贡献占比达到50%以上，毛利贡献27-46%区间内。2023年得益于公司长协煤价上涨，归母净利润实现大幅增长，2023年公司实现总营收268.5亿元，同比增长0.2%，实现归母净利润45.6亿元，同比增长14%。其中电解铝营收占比达54%，毛利占比达27%，煤炭营收占比为35%，毛利占比61%，是公司主要盈利板块。

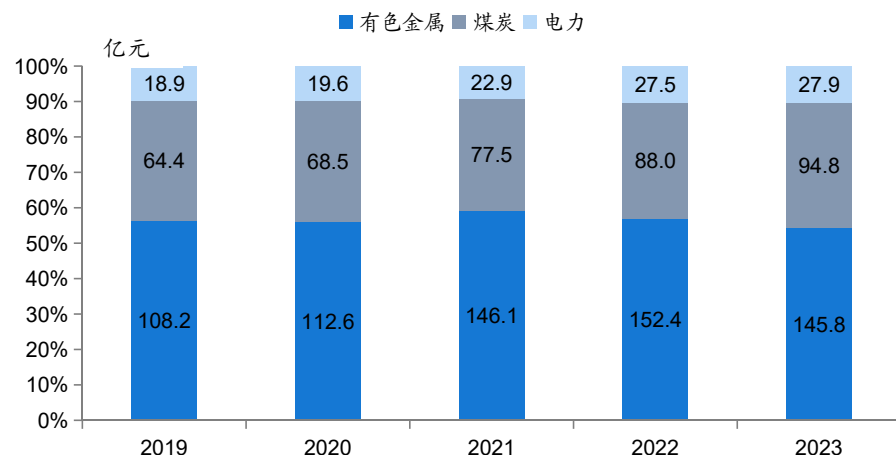
图表：公司盈利收入情况



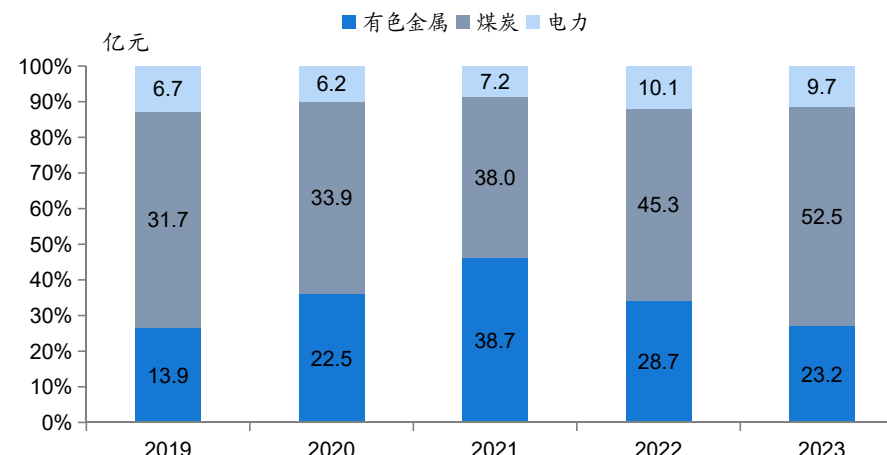
图表：公司归母净利情况



图表：公司营收分结构情况



图表：公司毛利分结构情况



1 公司概况：蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

2 煤炭业务：产量释放稳定、成本优势明显、长协价格提涨

3 电解铝业务：自备电造就低成本，且有35万吨产能在建

4 电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间

5 盈利预测与投资建议

6 风险提示

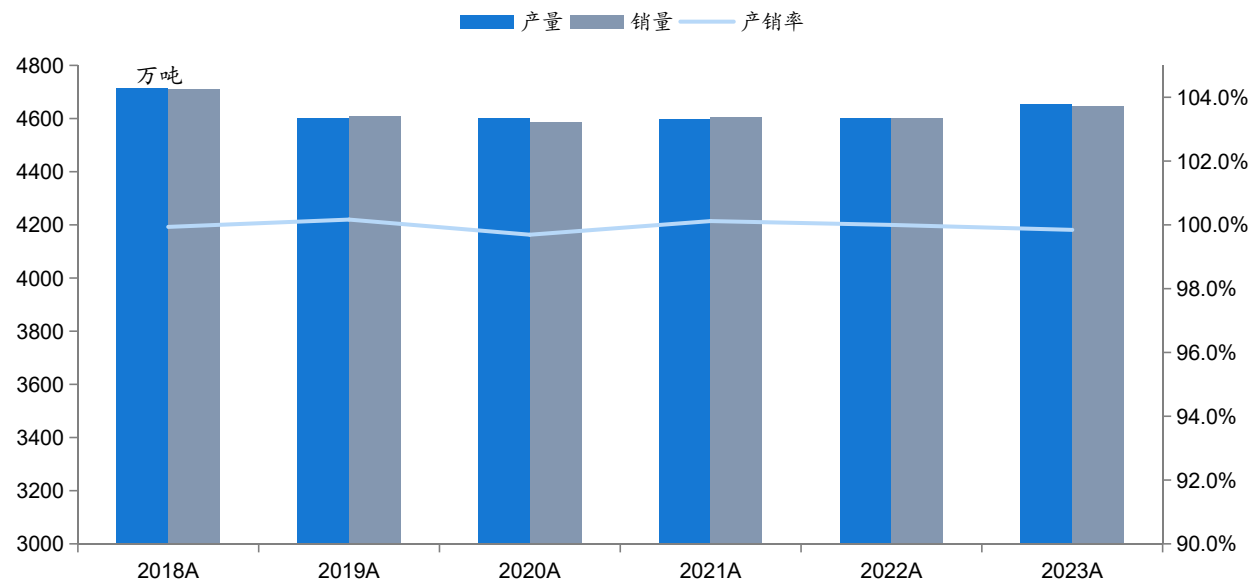
- ◆ **公司产能满负荷运转，未来仍具增长空间。**公司煤炭主要集中在蒙东地区，是中国13个大型煤炭基地之一，也是蒙东及东北地区最主要的煤炭生产基地。公司煤矿地处蒙东霍林河煤田，均为露天开采，属于国内大型现代化露天煤矿，主产煤种为褐煤，具有低硫、低磷、高挥发份、高灰熔点优势，是火电、煤化工、供热等下游的优质用煤。
- ◆ 常年以来，公司煤炭产销量均稳定在核定产能4600万吨左右。**2023年8月，公司所属南露天煤矿产能增加200万吨/年，已正式获得国家矿山安全局批复，标志着电投能源煤矿产能正式达到4800万吨/年，公司预计2025年实现核增产能全部达产。**集团仍有白音华二、三号矿合计产能3500万吨，曾承诺注入，截至2024年5月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。

图表：公司煤矿产能情况

所处煤田	煤矿	煤种	剩余储量 (亿吨)	权益比例	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
霍林河矿区一号露天矿田	霍林河南露天矿	褐煤	7.89	100%	2000	2000
	霍林河北露天矿	褐煤		100%	1000	1000
扎哈淖尔露天矿田	扎哈淖尔露天矿	褐煤	9.35	98%	1800	1764
	合计		17.24	99%	4800	4764

- ◆ 热值方面，公司销售煤炭热值在2800千卡/千克至3100千卡/千克间（自用煤口径）。
- ◆ 2023公司实现煤炭产销量分别为4655、4647万吨，同比分别增长1.2%、1.0%。分季度角度来看，单季产量与当地用煤需求有关，由于冬季煤炭需求量大，致使公司四季度与一季度产量较多，而二季度与三季度则更多做岩石的剥采。据公司披露，公司每年约1300万吨自用，约占总销量的28%，其中向坑口发电年均销售煤炭约420万吨，向霍煤鸿骏年均销售煤炭约880万吨，剩余对外出售。

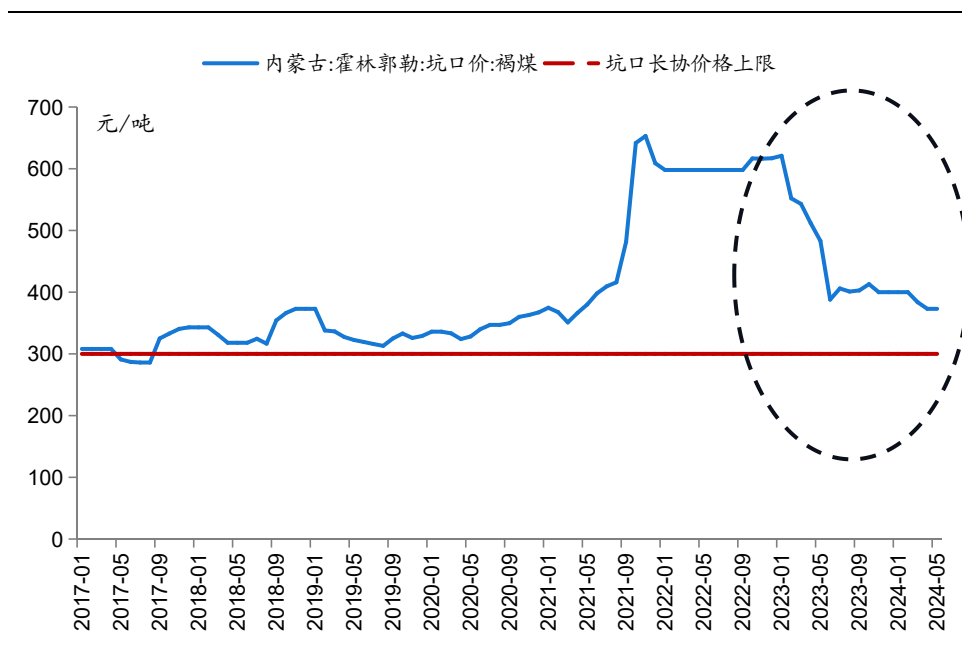
图表：公司产销量稳定



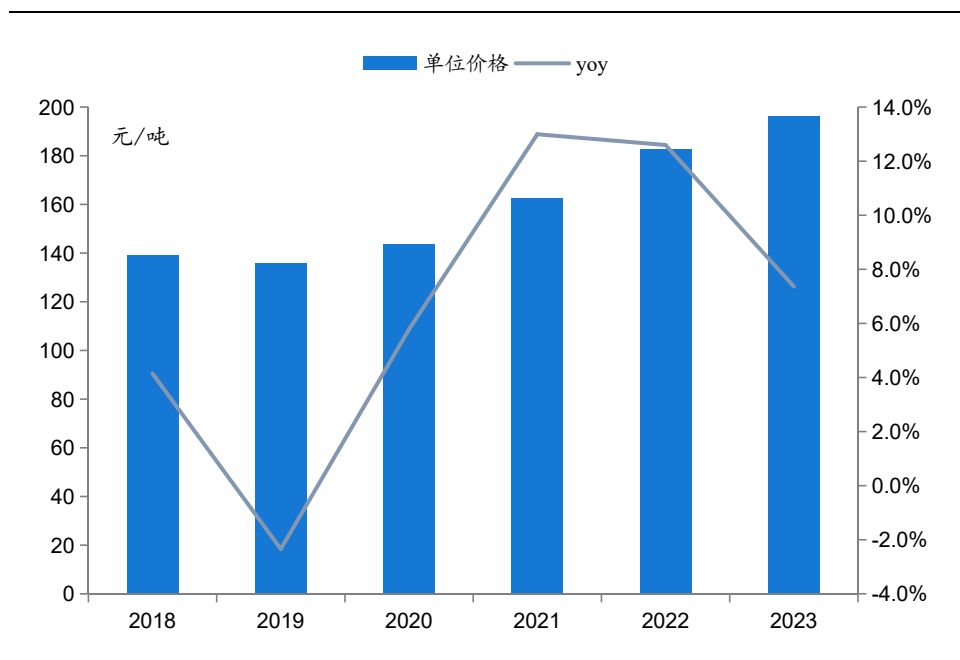
煤炭业务：今年一季度公司长协价格提涨至价格区间上限，煤价逆势小涨

- ◆ 目前，公司煤炭长协价格在国家发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号）规定范围内，即长协煤价区间按照蒙东褐煤3500大卡在200—300元/吨（含税）之间。结合上年末价格通过与用户谈判确定，定价原则为基准价+浮动价。之后各月根据全国煤炭交易中心NCEI（综合价格指数）中长期合同价格上月变化幅度进行联动调整。
- ◆ 2023年上半年，受2022年末价格“翘尾”因素及产品结构调整影响，公司长协价格高于去年同期，公司全年煤炭均价上涨至196元/吨，同比+7.4%。2024年年初，公司充分研判市场，将长协煤价格统一上调至国家发改委规定价格区间上限（300元/吨），2024Q1煤炭综合售价同比小涨。

图表：长协指导价格区间对坑口价格具备支撑（3500大卡）



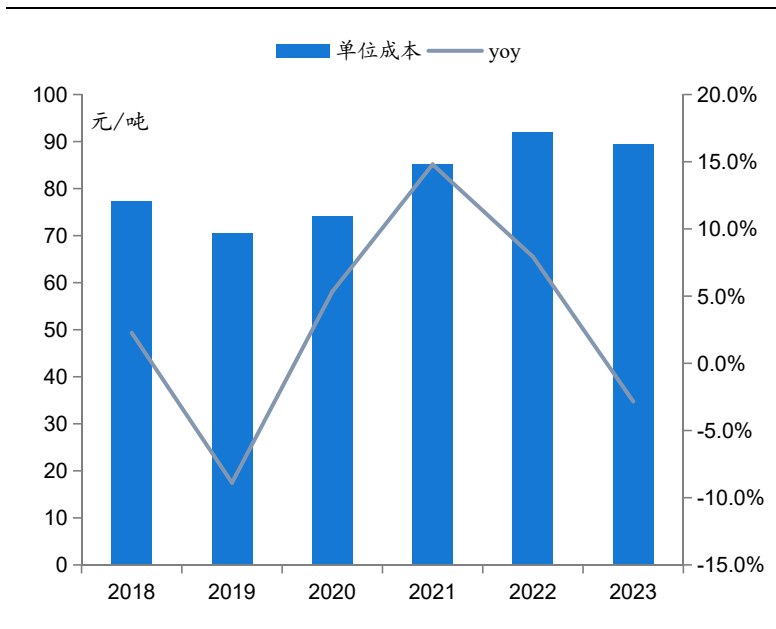
图表：公司煤炭业务平均售价情况



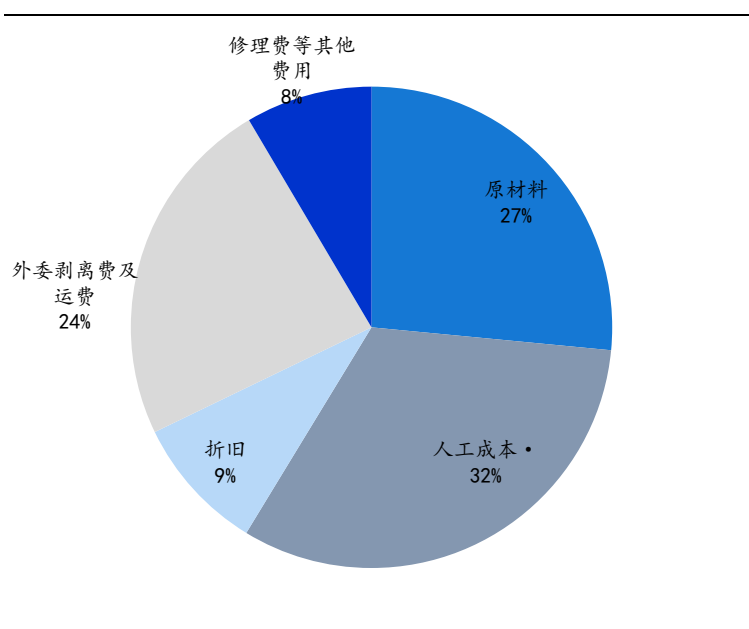
煤炭业务：露天开采成本优势明显

- ◆ **开采成本显著低于行业，奠定稳健盈利基础。**公司纯露天开采模式造就了远优于行业的开采成本优势，公司吨煤成本常年保持在90元/吨附近。2023公司吨煤成本89元/吨，同比下降2.8%。相较于行业内其他主要上市煤企，公司吨煤成本具备显著优势，且常年保持稳定，为公司煤炭业务稳健业绩表现奠定了基础。
- ◆ 从结构上来看，人工成本、原材料以及外委剥离费是公司开采成本最主要来源，2023年成本分别占比约32%、27%以及24%，剩余成本为修理费、折旧等。

图表：公司吨煤成本情况



图表：2023年公司成本结构图



煤炭业务：2023年煤炭板块实现净利润超35亿元

假设：

- (1) 营业收入及成本使用合并抵消前数据，收入占比根据合并抵消后数据计算；
- (2) 假设煤炭分部承担全部资源税，其余税金及附加按营收占比分配；
- (3) 期间费用按照煤炭分部收入占比平摊计算，测算可能存在误差。

根据公司披露，2023年煤炭板块实现利润总额41.8亿元，测算净利润超35亿元。

图表：公司煤炭吨净利拆分

002178.SZ	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	4,599	4,598	4,600	4,655
销量(万吨)	4,585	4,604	4,600	4,647
营业收入(百万元)	20,074	24,649	26,793	26,846
煤炭收入(百万元)	6,586	7,472	8,406	9,119
占比(%)	32.8%	30.3%	31.4%	34.0%
营业成本(百万元)	13,812	16,262	18,384	18,307
煤炭营业成本(百万元)	3,402	3,921	4,228	4,151
占比(%)	25%	24%	23%	23%
煤炭总成本(百万元)	4,795	5,344	5,842	5,859
税金及附加(百万元)	1,360	1,481	1,571	1,631
资源税(百万元)	905	930	1,101	1,171
销售费用(百万元)	64	56	56	61
管理费用(百万元)	514	612	741	883
研发费用(百万元)	11	12	61	32
财务费用(百万元)	445	394	308	145
煤炭税金及附加(百万元)	1054	1097	1248	1327
煤炭销售费用(百万元)	21	17	18	21
煤炭管理费用(百万元)	169	186	232	300
煤炭研发费用(百万元)	4	4	19	11
煤炭财务费用(百万元)	146	119	97	49
吨煤销售价格(元/吨)	144	162	183	196
吨煤总成本(元/吨)	105	116	127	126
吨煤营业成本(元/吨)	74	85	92	89
吨煤税金及附加(元/吨)	23	24	27	29
吨煤销售费用(元/吨)	0	0	0	0
吨煤管理费用(元/吨)	4	4	5	6
吨煤研发费用(元/吨)	0	0	0	0
吨煤财务费用(元/吨)	3	3	2	1
吨煤毛利(元/吨)	69	77	91	107
毛利率(%)	48.4%	47.5%	49.7%	54.5%
吨煤税前净利润(元/吨)	39	46	56	70
所得税率	22%	15%	16%	14%
吨煤所得税(元/吨)	9	7	9	10
吨煤税后净利润(元/吨)	30	39	47	60
税后净利润(百万元)	1397	1806	2161	2797
煤炭分部实际利润总额(百万元)	1719	2294	3200	4178
煤炭分部实际净利润(百万元)	1461	1950	2720	3551
测算净利与实际差额(百万元)	64	144	559	755

1 公司概况：蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

2 煤炭业务：产量释放稳定、成本优势明显、长协价格提涨

3 电解铝业务：自备电造就低成本，且有35万吨产能在建

4 电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间

5 盈利预测与投资建议

6 风险提示

- ◆公司电解铝业务经营主体为控股子公司霍煤鸿骏，持股比例51%，截至2023年末，公司拥有年产能86万吨的电解铝生产线，配套自备火电厂180万千瓦、风电90万千瓦、光伏15万千瓦，自备电厂发电均用于电解铝生产使用。未来产能仍有增量，据公司信息，霍煤鸿骏扎铝二期有35万吨电解铝规模正在开展前期工作，预计将于2025年投产，届时公司电解铝总产能将达到121万吨/年。
- ◆高耗能产业提电价不受影响。2021年以来，针对包括电解铝在内的高耗能产业能耗双控力度持续加大。内蒙古于2月全面取消高耗能行业优惠电价，并于9月发布文件要求进一步放开高耗能行业电价并取消交易电价上限；10月国家发改委发布通知要求扩大交易电价浮动范围，并强调高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。而公司由于配备自备电厂且使用自产煤发电，电力成本保持稳定，大幅避免了电价上涨带来的成本增加。

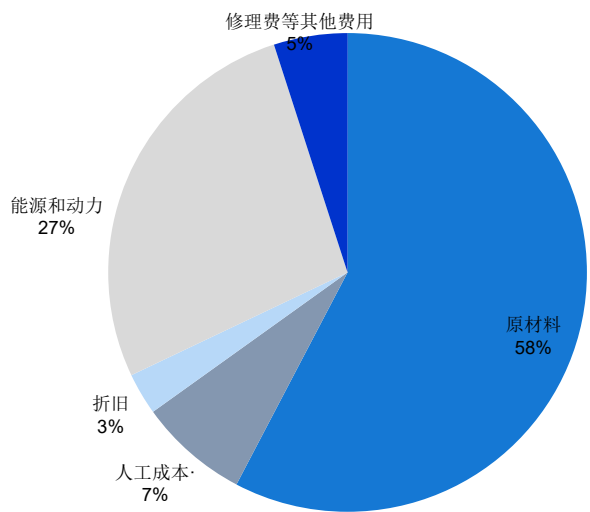
图表：政策逐步取消高耗能行业市场交易电价上限

时间	部门	文件	内容
2021年9月	内蒙古能源局、发改委、工信厅	《关于保障电力稳定供应的若干政策措施》	进一步放开钢铁、电解铝、铁合金、电石、聚氯乙烯、焦炭等用电企业参与电力市场交易价格，取消交易价格上限
2021年10月	国家发改委	《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	扩大市场交易电价上下浮动范围，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制

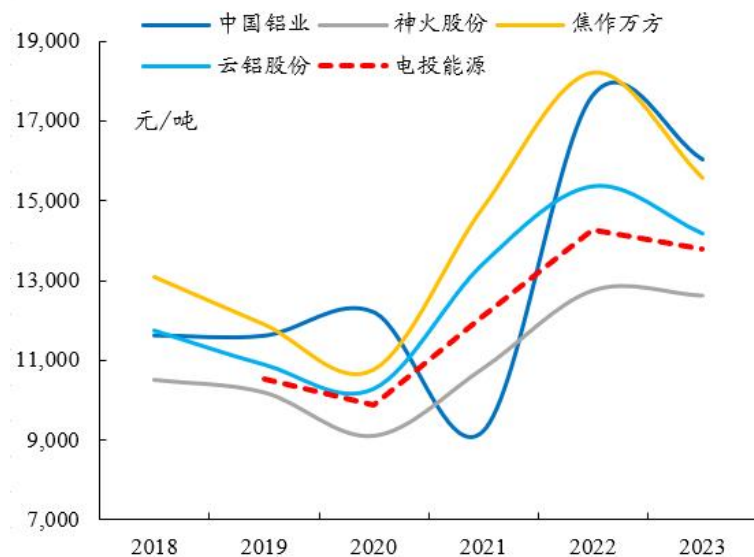
电解铝业务：自备电造就低成本，公司盈利位于行业前列

- ◆ 自供电保障产量稳定释放，凸显电力成本优势，打造电解铝高盈利。目前公司自备电厂火电、风电、光伏装机285万千瓦，完全可以匹配电解铝需要电力，还有富余，只有两台30万等级机组同时检修或停机时，才利用电网20万备用电力，采购少量电网电量。据钢联数据，电解铝生产成本中，约50%为氧化铝、阳极碳块等原材料，约35%为电力成本。一般而言，行业内铝企在原材料成本方面不具较大差异，能源成本方面根据电力来源的不同会有一定差距。霍煤鸿骏自备电厂所需煤炭主要来自于公司自供，选址靠近煤炭主产地，露天矿煤炭皮带运输直接进入自备电厂，可充分享受低价坑口煤炭带来的成本优势。
- ◆ 2023年公司电解铝吨铝成本13783元/吨，其中能源动力成本3721元/吨，仅占比27%。自备电厂的低成本效应推升电解铝业务的盈利能力，公司2023年吨铝毛利2529元/吨，电解铝毛利率15.5%，在行业内具有相对优势。

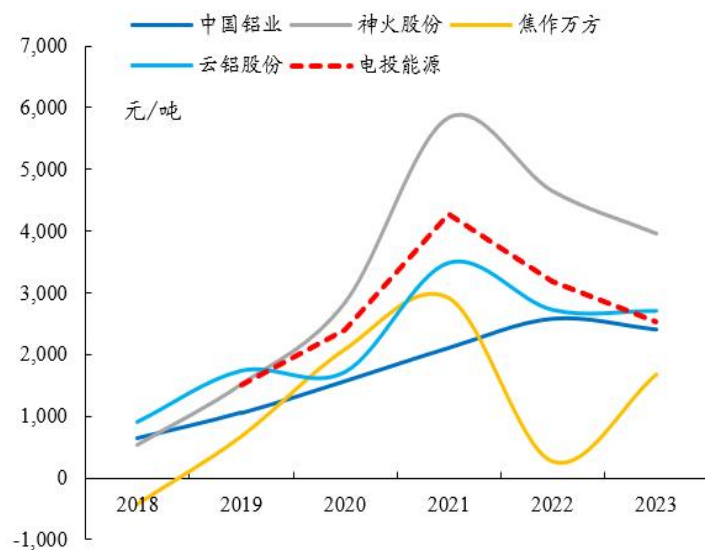
图表：2023年公司吨铝成本中电力占比约27%



图表：公司吨铝成本在行业内具备相对优势



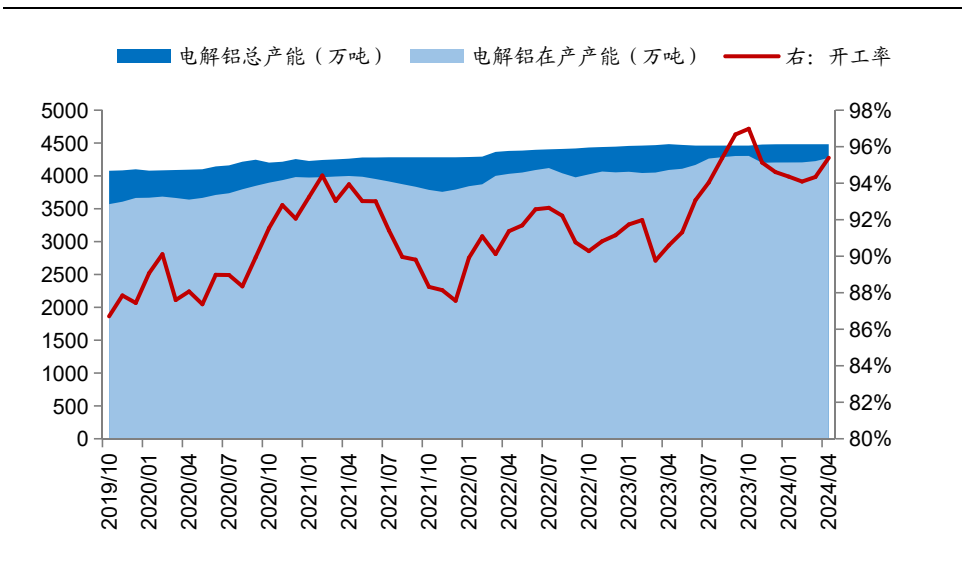
图表：公司吨铝毛利在行业排名前列



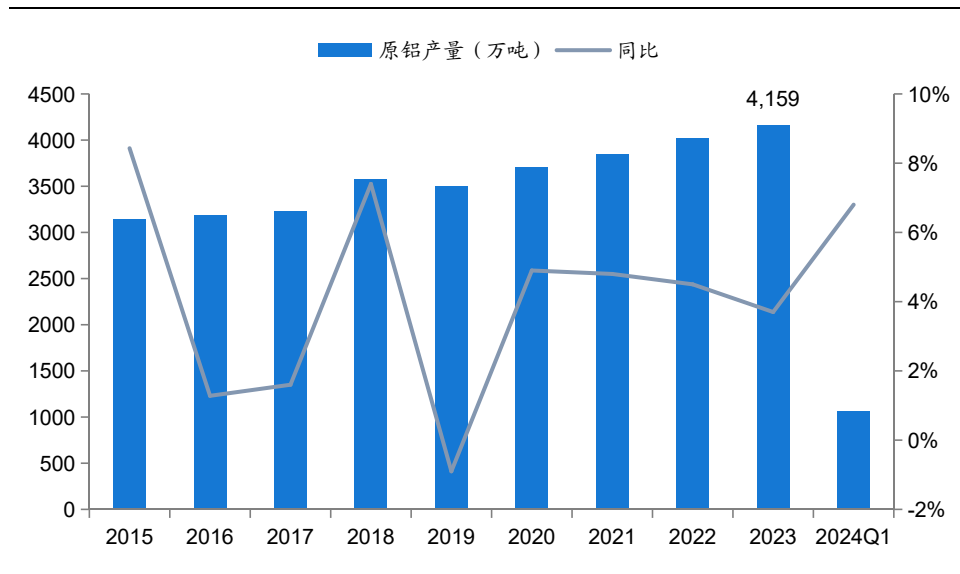
电解铝业务：铝价长期受“供改+双碳”紧供给支撑

- ◆ 铝价长期受“供改+双碳”紧供给支撑。一方面，2017年以来，电解铝行业供给侧改革持续深化，4500万吨产能天花板的确定使行业供给弹性逐渐弱化。另一方面，双碳背景下，国家对于电解铝产能的控制趋于严格。电解铝行业属于高能耗产业，以2021年为例，全行业年度用电量超过5000亿千瓦时，约占全社会用电总量6.0%，是能耗双控的重点调控行业。火电铝的产能释放受到压制，而水电铝则由于云南主产地限电政策的限产扰动。
- ◆ 截至2024年4月，我国电解铝总产能4482万吨，在产产能共计4273万吨，开工率95.4%，距离4500万吨产能天花板十分有限。而碳中和时代下，新能源汽车及清洁能源装机的增长会为电解铝需求带来强劲增长动力，电解铝紧供给格局有望持续支撑铝价高位。

图表：电解铝产能逼近4500万吨天花板

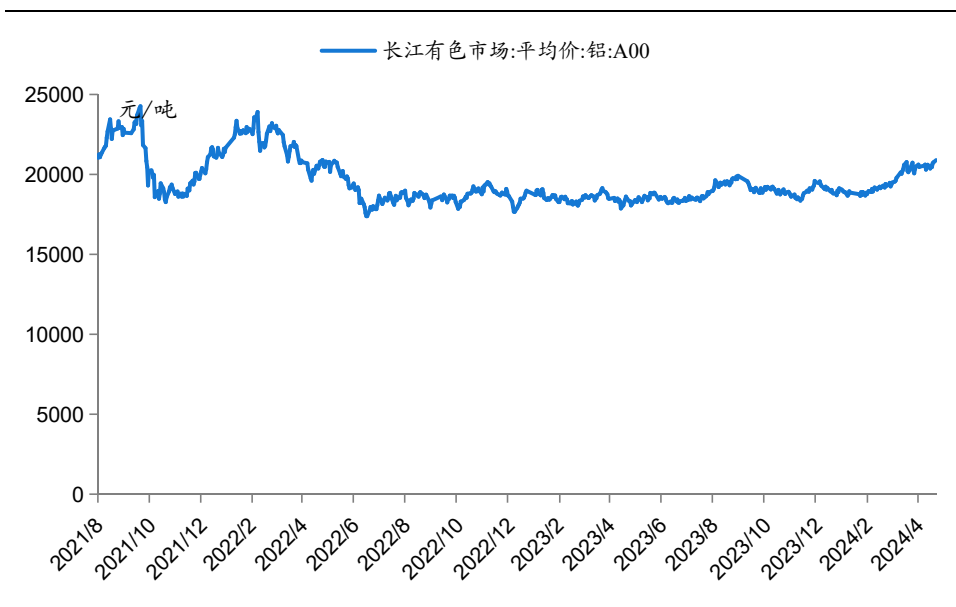


图表：我国电解铝产量增长缓慢

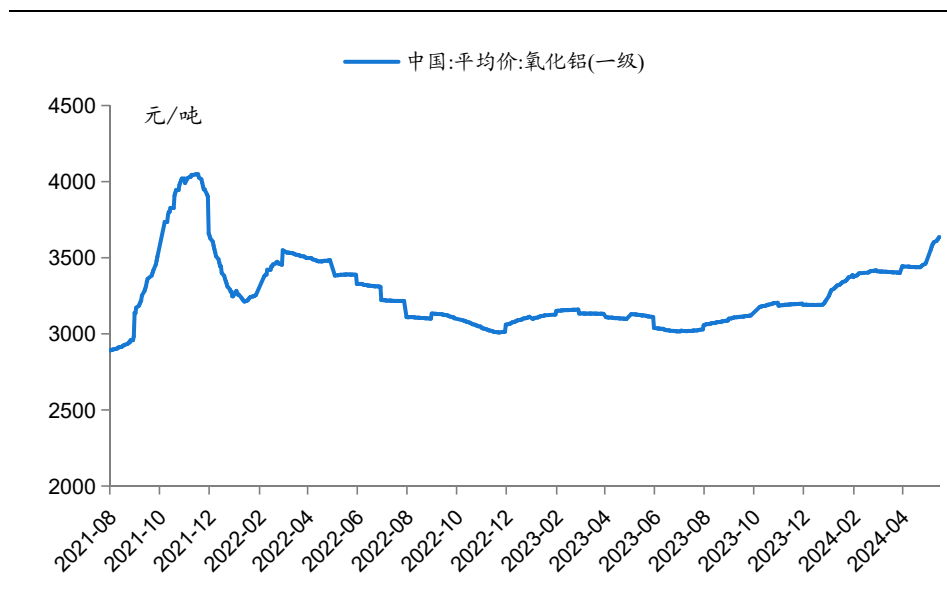


- ◆ **铝产品定价随行就市，受益铝价高景气。**公司铝产品销售定价按照市场价格（长江现货铝价）随行就市，2021年以来，受益于电解铝紧供给，铝价持续上涨，截至2024年5月20日，电解铝价格实现20890元/吨，公司电解铝板块业绩弹性显著放大。
- ◆ **氧化铝成本同步上涨。**自2023年下半年以来，受供应短缺影响，氧化铝价格持续上涨，截至5月17日，氧化铝价格实现3635元/吨，Q2均价实现3496元/吨，同比上涨413元/吨（+13%），2023年全年均价3120元/吨。

图表：2023年以来，电解铝价格震荡上行



图表：供应短缺推升氧化铝价格上涨



电解铝业务：测算2023年吨铝净利1345元/吨

图表：公司电解铝吨净利拆分

002128.SZ	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	4,599	4,598	4,600	4,655
销量(万吨)	4,585	4,604	4,600	4,647
营业收入(百万元)	20,074	24,649	26,793	26,846
煤炭收入(百万元)	6,586	7,472	8,406	9,119
占比(%)	32.8%	30.3%	31.4%	34.0%
营业成本(百万元)	13,812	16,262	18,384	18,307
煤炭营业成本(百万元)	3,402	3,921	4,228	4,151
占比(%)	25%	24%	23%	23%
煤炭总成本(百万元)	4,795	5,344	5,842	5,859
税金及附加(百万元)	1,360	1,481	1,571	1,631
资源税(百万元)	905	930	1,101	1,171
销售费用(百万元)	64	56	56	61
管理费用(百万元)	514	612	741	883
研发费用(百万元)	11	12	61	32
财务费用(百万元)	445	394	308	145
煤炭税金及附加(百万元)	1054	1097	1248	1327
煤炭销售费用(百万元)	21	17	18	21
煤炭管理费用(百万元)	169	186	232	300
煤炭研发费用(百万元)	4	4	19	11
煤炭财务费用(百万元)	146	119	97	49
吨煤销售价格(元/吨)	144	162	183	196
吨煤总成本(元/吨)	105	116	127	126
吨煤营业成本(元/吨)	74	85	92	89
吨煤税金及附加(元/吨)	23	24	27	29
吨煤销售费用(元/吨)	0	0	0	0
吨煤管理费用(元/吨)	4	4	5	6
吨煤研发费用(元/吨)	0	0	0	0
吨煤财务费用(元/吨)	3	3	2	1
吨煤毛利(元/吨)	69	77	91	107
毛利率(%)	48.4%	47.5%	49.7%	54.5%
吨煤税前净利润(元/吨)	39	46	56	70
所得税率	22%	15%	16%	14%
吨煤所得税(元/吨)	9	7	9	10
吨煤税后净利润(元/吨)	30	39	47	60
税后净利润(百万元)	1397	1806	2161	2797
煤炭分部实际利润总额(百万元)	1719	2294	3200	4178
煤炭分部实际净利润(百万元)	1461	1950	2720	3551
测算净利与实际差额(百万元)	64	144	559	755

假设：

- (1) 营业收入及成本使用合并抵消前数据，收入占比根据合并抵消后数据计算；
- (2) 假设煤炭分部承担全部资源税，其余税金及附加按营收占比分配；
- (3) 期间费用按照收入占比平摊计算，测算可能存在误差。

经利润拆分，2023年公司吨铝售价在16312元/吨，吨铝成本在13783元/吨，吨铝毛利约在2529元/吨，测算吨税后净利大约在1345元/吨，板块税后净利润约11.8亿元。

1 公司概况：蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

2 煤炭业务：产量释放稳定、成本优势明显、长协价格提涨

3 电解铝业务：自备电造就低成本，且有35万吨产能在建

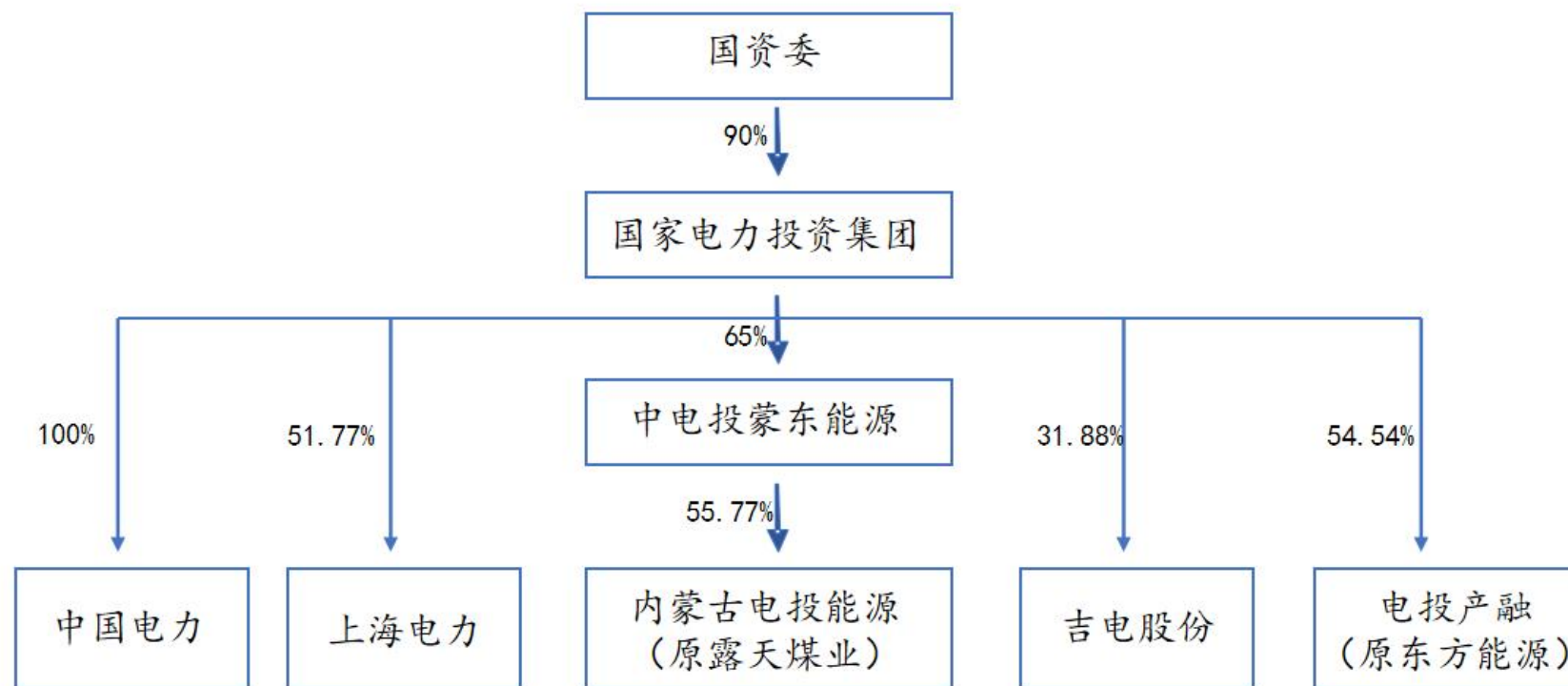
4 电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间

5 盈利预测与投资建议

6 风险提示

- ◆ **背靠国电投集团，布局新能源根基深厚。**公司控股股东是中电投蒙东能源集团，隶属于国内五大发电集团之一的国电投集团。国电投集团是我国第一家拥有光伏发电、风电、核电、水电、煤电、气电、生物质发电等全部发电类型的能源企业，也是全球最大的光伏发电企业、新能源发电企业和清洁能源发电企业。根据国电投官网数据，截至2024年2月底，总装机2.38亿千瓦，其中清洁能源装机占比69.98%，光伏发电总装机3805万千瓦，位居全球第一（2020年数据），形成了酒泉、共和、格尔木、哈密、盐城等大型能源基地，资产主要分布在中国青海、新疆、河北、江苏、甘肃等30个省区。
- ◆ **背靠国电投集团央企背景，公司在新能源项目资源获取与核准、装机建设并网等多方面具备得天独厚的资源优势。**一方面，公司立足于内蒙古主阵地，是国电投集团内布局内蒙古地区风光电项目的主要平台；另一方面，借助国电投集团在全国范围内的广泛布局，公司顺利借势走出内蒙，进一步扩大装机区域范围，打开未来成长空间。

图表：公司隶属于国家电投集团，新能源根基深厚

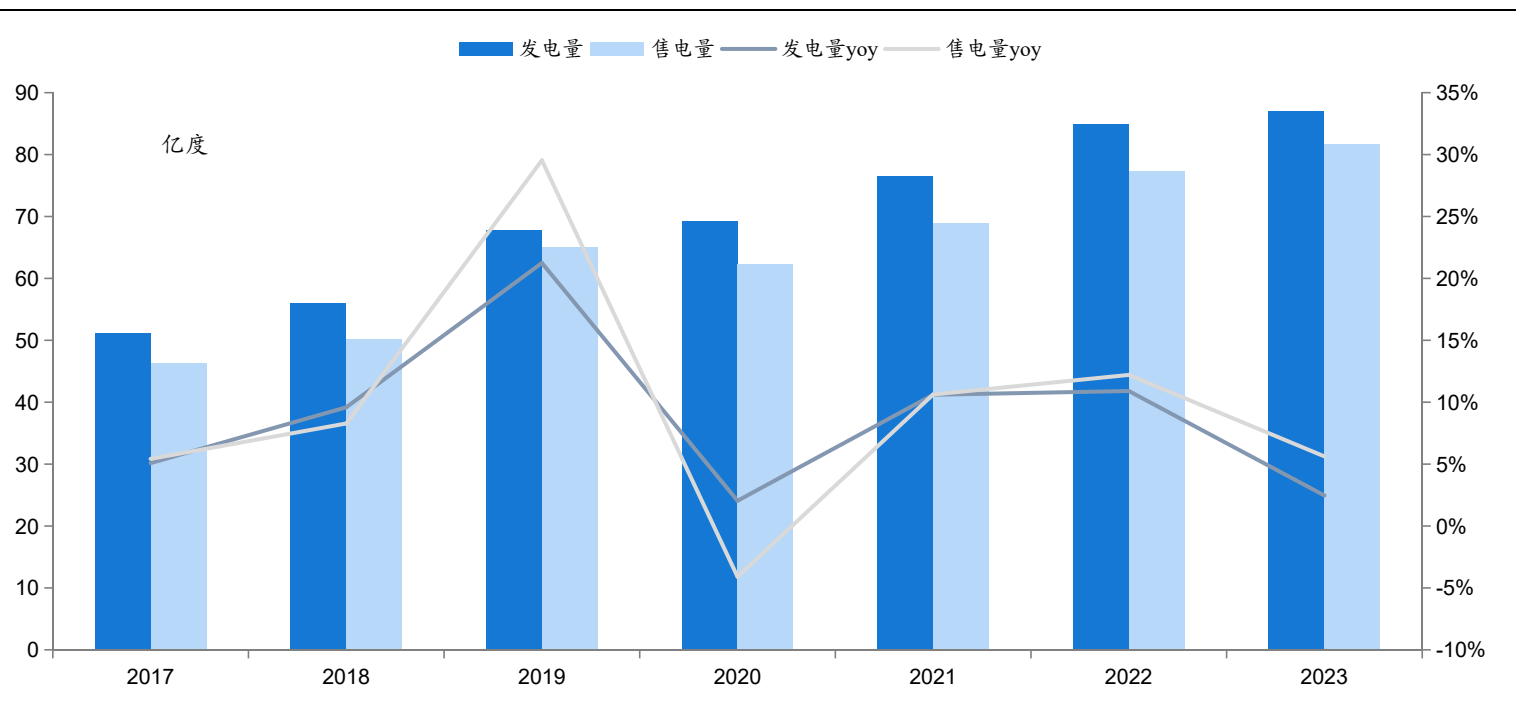


资料来源：公司公告、Wind、国海证券研究所；电投能源数据截至2024Q1，其余数据截至2023年末

- ◆ **发力布局新能源转型，装机增量明显提速。**自2014年以来，公司持续积极拓展新能源业务，在风电及光电领域均规划布局有装机增量。近两年内部分风光电机组陆续投产并网，公司新能源装机量实现快速扩张，根据公司公告，截至2024年5月，公司拥有新能源装机455.2万千瓦。
- ◆ **内蒙古风光资源丰富。**内蒙古是我国风能资源最丰富的省区，且地形平坦，没有破坏性风速，是我国连成一片的最大风能资源区。根据北极星电力网数据，内蒙古风能总储量8.9亿千瓦，技术可开发容量1.5亿千瓦（2011年数据），占全国陆地风电可开发容量的50%，有利于风电的大规模开发。其中，内蒙古东部地区是国家规划的八个千万千瓦级风电基地之一。同时，内蒙古光资源同样充沛，根据北极星电力网数据，太阳能年总辐射量在1342~1948kWh/m²之间，年日照时数在2600~3400h之间，是全国高值地区之一。

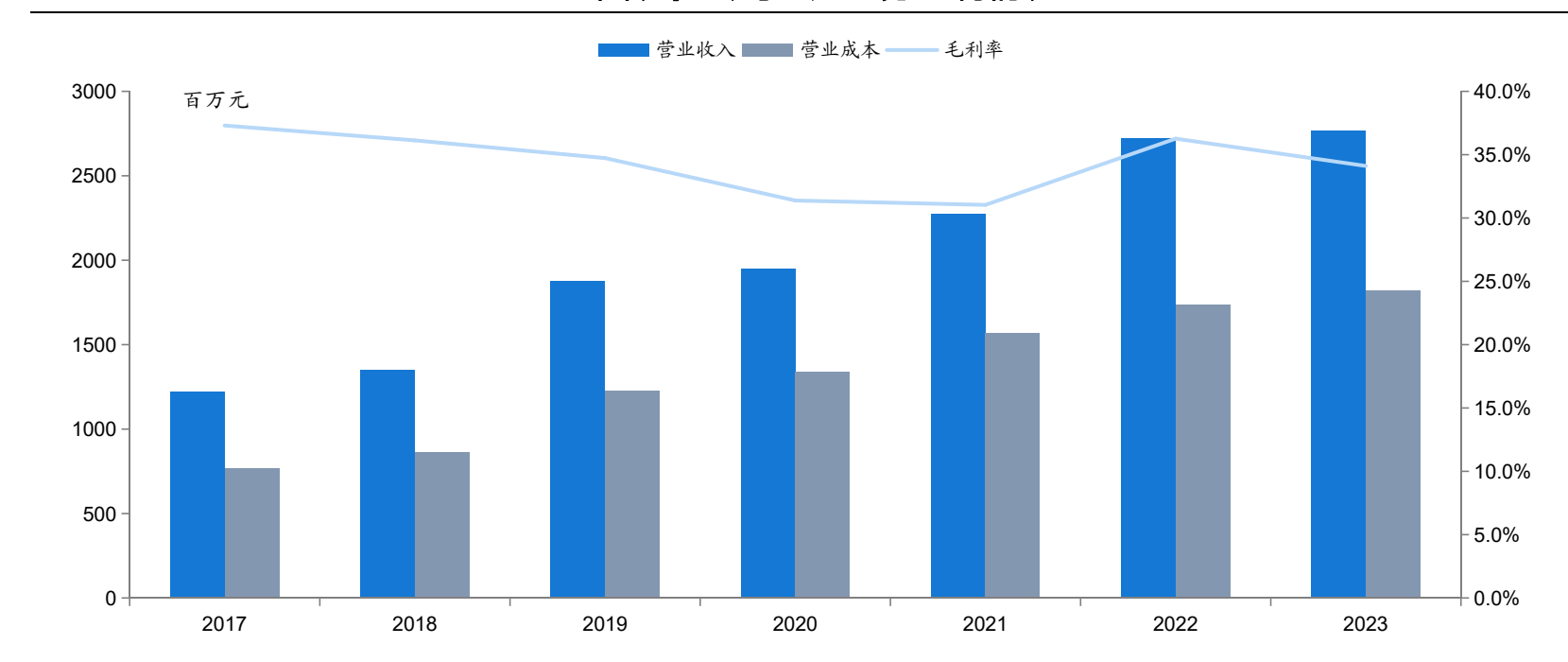
- ◆ 公司电力业务中火电经营主体为全资子公司通辽霍林河坑口发电公司，截至2023年底，公司拥有2×600MW煤电机组，是东北电网直调火电厂主力调峰机组。公司近年来发电量保持平稳增长趋势。2021年以来随着国内经济快速复苏，电力需求表现强劲，公司发售电量也实现大幅增长。2023年实现发电量87.0亿千瓦时（包含风光电），同比增长2.5%，实现售电量81.6亿千瓦时，同比增长5.6%。
- ◆ 随着2023年锡盟阿巴嘎旗别力古台500MW风力发电项目（持股100%）、国家电投上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地400MW风电项目（持股90%）、内蒙古霍煤鸿骏电力分公司火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点项目300MW风电项目（持股51%）、通辽市青格洱新能源有限公司100万千瓦风电外送项目（持股51%）等并网，2024年公司发售电量预计将有明显上涨，据2023年公司公告披露，计划2024年发电量263.4亿度，扣除自备电厂发电量后发电量在130.7亿度，较2023年实际发电量增长50%。

图表：公司发/售电量情况



- ◆ **发电成本稳定，电力盈利能力相对稳健。**公司火电机组属于坑口电厂，电厂发电所需煤炭均为公司自供，煤矿产出原煤经皮带输送直接运入电厂储煤仓，煤电联营模式充分受益坑口煤炭自供所带来的稳价优势，在市场煤炭价格涨幅较大的情况下，发电成本仍得到有效控制。2023公司实现发电收入27.7亿元，同比增长1.6%，实现毛利9.4亿元，同比下降4.5%。
- ◆ **对于新投产部分盈利测算，参考公司通辽地区风电项目可研报告，该投产后首年度电利润0.03元/千瓦时，全生命周期度电利润0.07元/千瓦时。假设2024年新增44亿度电力，对应净利润在1.3亿-3.1亿元水平，若按照70%的权益计算，对应增厚归母在0.9亿元-2.2亿元。2023年公司火电分部和新能源分部利润总额分别实现3.4亿元和2.9亿元。**

图表：公司电力业务盈利情况



电力业务：煤电、新能源分部度电净利拆分

图表：公司煤电及新能源项目度电净利拆分

假设：

- (1) 营业收入及成本使用合并抵消前数据，收入占比根据合并抵消后数据计算；
- (2) 假设煤炭分部承担全部资源税，其余税金及附加按营收占比分配；
- (3) 期间费用按照收入占比平摊计算，测算可能存在误差。

经利润拆分，2023年公司煤电、新能源分部度电毛利大约在0.088元/度、0.169元/度，测算对应度电税后净利在0.067元/度、0.151元/度，税后净利分别实现2.9亿元、4.0亿元。

002128.SZ	2022	2023
煤电产量(亿千瓦时)	59.6	56.1
煤电销量(亿千瓦时)	52.3	51.1
营业收入(百万元)	26,793	26,846
煤电收入(百万元)	1,918	1,820
占比(%)	7.2%	6.8%
营业成本(百万元)	18,384	18,307
煤电营业成本(百万元)	1,368	1,373
占比(%)	7%	7%
煤电总成本(百万元)	1,485	1,480
税金及附加(百万元)	1,571	1,631
资源税(百万元)	1,101	1,171
销售费用(百万元)	56	61
管理费用(百万元)	741	883
研发费用(百万元)	61	32
财务费用(百万元)	308	145
煤电税金及附加(百万元)	34	31
煤电销售费用(百万元)	4	4
煤电管理费用(百万元)	53	60
煤电研发费用(百万元)	4	2
煤电财务费用(百万元)	22	10
度电销售价格(元/度)	0.3665	0.3562
度电总成本(元/度)	0.2837	0.2897
度电营业成本(元/度)	0.2614	0.2687
度电税金及附加(元/度)	0.0064	0.0061
度电销售费用(元/度)	0.0008	0.0008
度电管理费用(元/度)	0.0101	0.0117
度电研发费用(元/度)	0.0008	0.0004
度电财务费用(元/度)	0.0042	0.0019
度电毛利(元/度)	0.1051	0.0875
毛利率(%)	28.7%	24.6%
度电税前净利润(元/度)	0.0827	0.0665
所得税率	16%	14%
度电所得税(元/度)	0.0130	0.0094
度电税后净利润(元/度)	0.0697	0.0571
税后净利润(百万元)	365	292

002128.SZ	2022	2023
新能源发电量(亿千瓦时)	25.3	31.0
新能源售电量(亿千瓦时)	25.0	30.6
营业收入(百万元)	26,793	26,846
风光发电收入(百万元)	834	966
占比(%)	3.1%	3.6%
营业成本(百万元)	18,384	18,307
风光发电营业成本(百万元)	375	449
占比(%)	2%	2%
风光发电总成本(百万元)	426	506
税金及附加(百万元)	1,571	1,631
资源税(百万元)	1,101	1,171
销售费用(百万元)	56	61
管理费用(百万元)	741	883
研发费用(百万元)	61	32
财务费用(百万元)	308	145
风光发电税金及附加(百万元)	15	17
风光发电销售费用(百万元)	2	2
风光发电管理费用(百万元)	23	32
风光发电研发费用(百万元)	2	1
风光发电财务费用(百万元)	10	5
度电销售价格(元/度)	0.3340	0.3161
度电总成本(元/度)	0.1706	0.1655
度电营业成本(元/度)	0.1502	0.1469
度电税金及附加(元/度)	0.0059	0.0054
度电销售费用(元/度)	0.0007	0.0007
度电管理费用(元/度)	0.0092	0.0104
度电研发费用(元/度)	0.0008	0.0004
度电财务费用(元/度)	0.0038	0.0017
度电毛利(元/度)	0.1838	0.1692
毛利率(%)	55.0%	53.5%
度电税前净利润(元/度)	0.1635	0.1506
所得税率	16%	14%
度电所得税(元/度)	0.0257	0.0214
度电税后净利润(元/度)	0.1378	0.1292
税后净利润(百万元)	344	395

1

公司概况：蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

2

煤炭业务：产量释放稳定、成本优势明显、长协价格提涨

3

电解铝业务：自备电造就低成本，且有35万吨产能在建

4

电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间

5

盈利预测与投资建议

6

风险提示

- ◆ 预计公司2024-2026年营业收入分别为293/304/314亿元，归母净利润分别为55.29/59.19/63.17亿元，同比+21%/+7%/+7%；EPS分别为2.47/2.64/2.82元，对应当前股价PE为9.1/8.5/8.0倍，考虑公司煤、铝、电业务均有增量，盈利持续向好，维持“买入”评级。
- ◆ 相对估值方面，我们选取三组可比公司：（1）动力煤上市公司：中国神华、陕西煤业、中煤能源、兖矿能源；（2）电解铝上市公司：神火股份、中国铝业、云铝股份；（3）新能源运营商：福能股份、吉电股份、上海电力。以5月22日收盘价计算，公司当前PE低于煤炭可比公司平均12.6倍PE、电解铝可比公司平均11.6倍PE，也低于新能源运营商可比公司平均11.2倍PE；公司PB为1.6倍，低于煤炭、电解铝可比公司平均PB。

图表：可比公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2024/5/22	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	
煤炭可比公司									
601088.SH	中国神华	8,293	608.4	632.6	652.8	13.6	13.1	12.7	1.9
601225.SH	陕西煤业	2,511	217.7	226.9	236.2	11.5	11.1	10.6	2.6
601898.SH	中煤能源	1,665	203.6	208.6	213.1	8.2	8.0	7.8	1.1
600188.SH	兖矿能源	1,860	185.2	200.9	211.7	10.0	9.3	8.8	3.1
	平均					12.6	12.1	11.7	2.3
电解铝可比公司									
601600.SH	中国铝业	1,359	89.9	107.9	125.6	15.1	12.6	10.8	2.2
000807.SZ	云铝股份	510	46.1	51.8	55.1	11.1	9.9	9.3	1.9
000933.SZ	神火股份	542	62.5	66.2	70.1	8.7	8.2	7.7	2.6
	平均					11.6	10.2	9.3	2.2
新能源运营商可比公司									
600483.SH	福能股份	274	29.1	31.2	34.5	9.4	8.8	7.9	1.2
000875.SZ	吉电股份	144	12.1	14.7	16.0	11.9	9.8	9.0	1.2
600021.SH	上海电力	270	22.1	25.0	27.4	12.3	10.8	9.9	1.4
	平均					11.2	9.8	8.9	1.3
002128.SZ	电投能源	514	55.3	59.2	63.2	9.3	8.7	8.1	1.6

资料来源：Wind、国海证券研究所

注：中国神华、兖矿能源、神火股份、中煤能源、电投能源盈利预测来自于国海证券研究所，其余公司盈利数据来自于Wind一致预期

1

公司概况：蒙东&东北褐煤龙头，煤电铝一体化发展

2

煤炭业务：特有长协定价机制有望使价格涨幅高于同业

3

电解铝业务：自备电造就低成本，且有35万吨产能在建

4

电力业务：新能源装机快速增长，绿电转型打开成长空间

5

盈利预测与投资建议

6

风险提示

- (1) **煤价超预期下跌风险**。房地产市场降温、地方政府财政承压等都可能引发经济需求不及预期风险，进而可能拖累电力、粗钢、建材等消费，影响煤炭产销量和价格；
- (2) **安全生产风险**。当前安监较为严格，或存在生产受限风险；
- (3) **绿电新项目投产不及预期风险**。公司近年投产大量新能源项目，未来实际贡献发电量存在一定不确定性；
- (4) **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险**；
- (5) **测算误差风险**；
- (6) **二级市场交易风险**。近一个月，公司股价上涨近18%，或存在交易风险。

电投能源盈利预测表

证券代码： 002128

股价： 22.93

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240522

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1693	2855	4131	5592	营业收入	26846	29334	30354	31424	每股指标				
应收款项	1888	1785	3154	3709	营业成本	18307	19216	19686	20191	EPS	2.11	2.47	2.64	2.82
存货净额	1446	1959	1529	2049	营业税金及附加	1631	1782	1844	1909	BVPS	13.78	15.43	17.20	19.09
其他流动资产	2116	2445	2490	2766	销售费用	61	67	69	72	估值				
流动资产合计	7143	9044	11304	14116	管理费用	883	965	998	1033	P/E	6.8	9.1	8.5	8.0
固定资产	24427	25903	27085	28017	财务费用	145	172	120	67	P/B	1.0	1.5	1.3	1.2
在建工程	8597	7948	7461	7096	其他费用/(-收入)	32	35	36	37	P/S	1.2	1.7	1.7	1.6
无形资产及其他	7558	8409	9260	10111	营业利润	5913	7337	7849	8372	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	776	866	957	1047	营业外净收支	-60	-69	-69	-69	盈利能力				
资产总计	48501	52170	56067	60387	利润总额	5852	7268	7780	8303	ROE	15%	16%	15%	15%
短期借款	271	171	121	71	所得税费用	832	1090	1167	1245	毛利率	32%	34%	35%	36%
应付款项	2939	3059	3085	3217	净利润	5021	6178	6613	7058	期间费率	4%	4%	4%	4%
预收帐款	1	1	1	1	少数股东损益	461	649	694	741	销售净利率	17%	19%	19%	20%
其他流动负债	2606	2731	2792	2856	归属于母公司净利润	4560	5529	5919	6317	成长能力				
流动负债合计	5816	5962	5999	6145	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	0%	9%	3%	4%
长期借款及应付债券	7474	6674	5874	5074	经营活动现金流	6871	8251	8375	8651	利润增长率	14%	21%	7%	7%
其他长期负债	906	876	876	876	净利润	4560	5529	5919	6317	营运能力				
长期负债合计	8381	7551	6751	5951	少数股东权益	461	649	694	741	总资产周转率	0.55	0.56	0.54	0.52
负债合计	14197	13513	12749	12096	折旧摊销	2361	2403	2535	2664	应收账款周转率	14.22	16.44	9.62	8.47
股本	2242	2242	2242	2242	公允价值变动	-1	0	0	0	存货周转率	18.57	14.97	19.85	15.34
股东权益	34304	38657	43318	48291	营运资金变动	-569	-554	-957	-1215	偿债能力				
负债和股东权益总计	48501	52170	56067	60387	投资活动现金流	-7741	-4038	-4032	-4027	资产负债率	29%	26%	23%	20%
					资本支出	-7785	-4094	-4094	-4094	流动比	1.23	1.52	1.88	2.30
					长期投资	0	-95	-95	-95	速动比	0.72	0.90	1.32	1.64
					其他	45	152	157	163					
					筹资活动现金流	725	-3052	-3066	-3164					
					债务融资	-1050	-930	-850	-850					
					权益融资	3955	0	0	0					
					其它	-2179	-2122	-2216	-2314					
					现金净增加额	-143	1161	1277	1461					

能源开采小组介绍

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，7年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

分析师承诺

陈晨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 能源开采研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597