



买入（维持）

所属行业：煤炭/煤炭开采
当前价格(元)：17.3

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

薛磊

资格编号：S0120524020001

邮箱：xuelei@tebon.com.cn

研究助理

谢信圆

邮箱：xieji@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.95	-18.77	-26.66
相对涨幅(%)	-3.61	-13.45	-17.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《电投能源(002128.SZ)：业绩稳健逆势增长，关注未来成长性》，2024.4.29
- 《电投能源(002128.SZ)：煤铝现金流稳健为基，绿电贡献转型成长》，2023.11.13

电投能源(002128.SZ)：24H1业绩稳健增长，成长逻辑逐步兑现

投资要点

- 事件：公司发布2024年半年度报告。**2024H1，公司实现营业收入141.27亿元，同比+6.95%；归母净利润29.44亿元，同比+13.99%；扣非后归母净利润28.79亿元，同比+13.96%。**单季度来看**，24Q2实现营业收入67.82亿元，同比+6.5%，环比-7.7%；归母净利润10亿，同比+3.6%，环比-48.6%；扣非后归母净利润9.65亿元，同比+2.4%，环比-49.9%。
- 煤炭业务：毛利同比抬升，远期增量显著。**
 - 产销量**：2024H1，公司实现原煤产量2267.49万吨，同比-2.94%；销量2221.53万吨，同比-4.01%。
 - 价格&成本**：2024H1，公司吨煤售价202.6元/吨，同比+5.6%；单位成本85.26元/吨，同比+0.1%。
 - 毛利及毛利率**：2023年吨煤毛利117.3元/吨，同比+9.9%；煤炭业务实现毛利规模26.1亿元，同比+5.5%；毛利率为57.9%，同比+2.3pct。
 - 未来增量**：2023年8月，公司南露天矿核增200万吨取得批复，预计2025年实现达产，今明两年仍有150万吨增量空间。除上市公司体内煤炭资产外，集团公司还拥有白音华二、三号矿合计产能3500万吨，目前土地使用证相关手续已经办理完毕，公司积极推进资产注入工作，公司煤炭产能有望再提升72.9%。
- 电力业务：绿电持续放量，产销同比增加。**
 - 发电量**：2024H1公司实现发电量55.6亿千瓦时，同比+24.8%；售电量53.0亿千瓦时，同比+27%。其中，火电分部实现发电量24.8亿千瓦时，同比-14.7%，售电量22.6亿千瓦时，同比-14.7%；新能源分部实现发电量30.7亿千瓦时，同比+99.5%，售电量30.4亿千瓦时，同比+99.7%。
 - 价格&成本**：2024H1，火电度电价格0.3755元，同比-1.6%；度电成本0.2526元，同比+12.9%；绿电度电价格0.2709元，同比-16.3%，度电成本0.1485元，同比-13.7%。
 - 毛利及毛利率**：2024H1，火电度电毛利0.1228元，绿电度电毛利0.1485元；电力业务实现毛利规模7.3亿元，同比+4.9%；毛利率为43.6%，同比-2.6pct。
- 电解铝业务：Q2铝价延续高位，盈利继续改善。**
 - 产销量**：2024H1，公司实现电解铝产量44.79万吨，同比+4.4%；销量44.74万吨，同比+3.9%。
 - 价格&成本**：2024H1，公司铝产品售价17286元/吨，同比+7.2%；单位成本12995元/吨，同比-3.2%。
 - 净利润**：公司控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电（控股51%）2024H1实现净利润9.5亿元，同比增长149.8%。
 - 电解铝价格同比增长，贡献业绩弹性**：根据Wind数据，2024Q2铝(A00)平均价格20537元/吨，同比+10.9%，环比+7.8%。
 - 未来增量**：公司于6月发布公告，霍煤鸿骏铝电公司拟投资建设通辽市扎哈淖尔35万吨绿电铝项目（扎铝二期），配套65万千瓦风电、10万千瓦2小时电化学储能和38公里220千伏输电工程，预计2025年公司电解铝产能将达到121万吨。
- 首度中期分红彰显投资价值。**截至24Q2，公司货币资金32.22亿，同比+8%；资产负债率仅为28.8%，同比-2.66PCT。分红方面，8月26日公司公布《2024年度中期利润分配方案的公告》，拟向公司全体股东每10股派0.5元人民币现金（含税），共计派发现金1.12亿元，分红率为3.81%，首次中期分红彰显公司投资价值。
- 盈利预测及投资评级：**公司主业盈利相对稳健，三大业务未来皆有增量，看好其

未来稳健增长潜力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 52/54/57 亿元，对应 PE 为 7.45/7.17/6.78 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1) 产品价格大幅下跌；2) 宏观经济增长不及预期；3) 新项目投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
			2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	2,241.57	营业收入(百万元)	26,793	26,846	28,998	29,984	33,717
流通 A 股(百万股):	2,113.57	(+/-)YOY(%)	8.6%	0.2%	8.0%	3.4%	12.5%
52 周内股价区间(元):	12.84-23.37	净利润(百万元)	3,986	4,560	5,156	5,360	5,667
总市值(百万元):	38,779.22	(+/-)YOY(%)	11.3%	14.4%	13.1%	3.9%	5.7%
总资产(百万元):	51,185.14	全面摊薄 EPS(元)	1.78	2.03	2.30	2.39	2.53
每股净资产(元):	14.52	毛利率(%)	31.4%	31.8%	32.5%	32.9%	31.3%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	17.0%	14.8%	14.8%	13.9%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.11	2.30	2.39	2.53
每股净资产	13.78	15.49	17.17	18.94
每股经营现金流	3.07	3.40	3.84	4.04
每股股利	0.68	0.69	0.72	0.76
价值评估(倍)				
P/E	6.76	7.45	7.17	6.78
P/B	1.04	1.11	1.00	0.90
P/S	1.43	1.32	1.28	1.14
EV/EBITDA	4.65	5.05	4.91	4.69
股息率%	4.8%	4.0%	4.2%	4.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.8%	32.5%	32.9%	31.3%
净利润率	18.7%	19.5%	19.6%	18.5%
净资产收益率	14.8%	14.8%	13.9%	13.3%
资产回报率	9.4%	9.7%	9.2%	8.8%
投资回报率	12.0%	12.4%	11.7%	11.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.2%	8.0%	3.4%	12.5%
EBIT 增长率	-0.2%	16.3%	4.6%	5.9%
净利润增长率	14.4%	13.1%	3.9%	5.7%
偿债能力指标				
资产负债率	29.3%	27.3%	26.7%	26.5%
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6
现金比率	0.3	0.2	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.9	24.4	24.9	23.9
存货周转天数	31.9	29.0	30.8	28.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,560	5,156	5,360	5,667
少数股东损益	461	510	530	560
非现金支出	2,406	2,210	2,334	2,486
非经营收益	14	299	304	302
营运资金变动	-569	-550	69	47
经营活动现金流	6,871	7,626	8,597	9,062
资产	-7,785	-7,100	-7,623	-7,636
投资	0	-85	-85	-87
其他	45	43	126	151
投资活动现金流	-7,741	-7,142	-7,582	-7,571
债权募资	-1,050	390	831	700
股权募资	3,955	-0	0	0
其他	-2,179	-1,669	-1,958	-2,077
融资活动现金流	725	-1,279	-1,127	-1,377
现金净流量	-143	-794	-112	114

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,846	28,998	29,984	33,717
营业成本	18,307	19,587	20,132	23,175
毛利率%	31.8%	32.5%	32.9%	31.3%
营业税金及附加	1,631	1,682	1,799	1,956
营业税金率%	6.1%	5.8%	6.0%	5.8%
营业费用	61	66	69	77
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	883	806	843	971
管理费用率%	3.3%	2.8%	2.8%	2.9%
研发费用	32	34	35	40
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	5,953	6,923	7,243	7,672
财务费用	145	257	314	346
财务费用率%	0.5%	0.9%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-45	34	42	29
投资收益	139	119	126	151
营业利润	5,913	6,755	7,010	7,403
营业外收支	-60	-89	-80	-77
利润总额	5,852	6,666	6,929	7,326
EBITDA	8,314	9,168	9,619	10,187
所得税	832	1,000	1,039	1,099
有效所得税率%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	461	510	530	560
归属母公司所有者净利润	4,560	5,156	5,360	5,667

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,693	899	787	901
应收账款及应收票据	1,888	2,040	2,109	2,372
存货	1,446	1,706	1,735	1,977
其它流动资产	2,116	2,245	2,316	2,569
流动资产合计	7,143	6,890	6,948	7,819
长期股权投资	776	857	938	1,021
固定资产	24,427	25,101	25,837	26,599
在建工程	8,597	11,542	14,779	17,872
无形资产	4,784	5,898	7,111	8,312
非流动资产合计	41,358	46,309	51,602	56,771
资产总计	48,501	53,199	58,550	64,590
短期借款	271	146	377	477
应付票据及应付账款	2,939	2,921	3,085	3,548
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	2,606	2,518	2,593	2,934
流动负债合计	5,816	5,587	6,056	6,960
长期借款	7,474	8,074	8,674	9,274
其它长期负债	906	880	880	880
非流动负债合计	8,381	8,954	9,554	10,154
负债总计	14,197	14,540	15,610	17,114
实收资本	2,242	2,242	2,242	2,242
普通股股东权益	30,887	34,732	38,483	42,459
少数股东权益	3,417	3,927	4,457	5,017
负债和所有者权益合计	48,501	53,199	58,550	64,590

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

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。

投资评级说明

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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。