



Research and
Development Center

电投能源：煤电铝一体稳固业绩，绿电发展助力转型

—电投能源(002128)公司首次覆盖报告

2024年11月01日

证券研究报告

电投能源：煤电铝一体稳固业绩，绿电发展助力转型

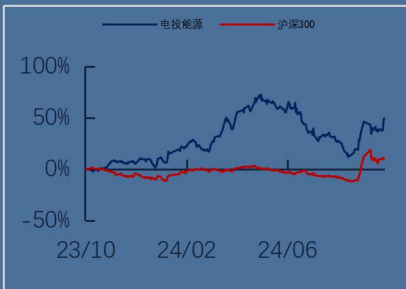
2024 年 11 月 01 日

公司研究

本期内容提要：

公司首次覆盖报告

电投能源 (002128)

投资评级 **买入**


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	20.08
52 周内股价波动区间 (元)	23.37-13.23
最近一月涨跌幅 (%)	3.19
总股本 (亿股)	22.42
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	450.11

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

高升：能源、钢铁行业联席首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

背靠国家电投集团，具备“煤电铝一体化”产业优势，未来成长空间广阔。截至 2023 年末，公司拥有煤炭产能 4800 万吨/年、公网机组煤电装机 120 万千瓦、电解铝产能 86 万吨/年、新能源装机 455.2 万千瓦。其中，电解铝产业链上，公司拥有年消耗约 900 万吨煤炭的 180 万千瓦煤电装机以及 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，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，构建了高载能产业清洁发展的示范区，巩固了煤炭资源可持续发展能力，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。值得注意的是，国家电投集团在电投能源资本运作过程中曾承诺，电投能源是其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，相关资产在符合具体条件后会适时注入。

煤炭板块：公司系蒙东褐煤龙头公司，大型露天煤矿成本低，高比例长协销售，煤炭主业盈利能力稳健。公司为蒙东褐煤龙头，煤炭产能 4800 万吨，热值在 2800-3700 大卡左右。一般而言，褐煤由于热值低且运输半径受限，吨煤售价不高，因此该煤种的盈利空间往往较小。然而，电投能源近年来煤炭业务毛利率在 40-50% 左右。高长协比例、客户群稳定带来的售价稳定性，以及露天开采、就近供应带来的较低成本，共同构成了公司的稳定高毛利率。展望未来，我们预计煤炭业绩整体将保持稳健。而远期来看，考虑到集团内部仍有未上市产能（约 3500 万吨）且目前处于公司托管状态，若考虑资产注入，有望为公司业绩带来较大增量。

电力板块：统筹煤电一体化与新能源转型，绿电业务尤其风电增长空间较大。截至 2023 年末，公司电力装机合计 7.5GW，其中煤电 3GW，风光装机 4.55GW 左右。煤电方面，公司霍林河坑口发电公司 1.2GW 为上网机组，盈利水平表现较好，全部使用公司自产煤，煤电一体程度高，业绩较稳定。新能源方面，公司目前 4.5GW 新能源装机中 3.4GW 为风电，1.15GW 左右为光伏。新能源机组上网容量共 3.5GW，其中 1.9GW 左右新能源装机为 2023 年末完成并网，绿电业务有望在 2024 年贡献业绩增量。2025 年末，公司规划装机达 7GW 以上，新增产能以风力发电为主，在利用小时、度电售价方面较光伏发电有一定优势。至 2026 年，剔除掉电解铝业务的配套新能源发电，我们预计绿电上网装机容量约有 5.3GW 左右贡献业绩。

电解铝板块：公司自备电厂带来电解铝成本优势，仍具有产能成长空间，有望贡献业绩弹性。在双碳背景下，电解铝供给天花板明确，增长较为缓慢，而需求端以新能源汽车为主的用铝需求有望增长。叠加美国降息的环境下，电解铝价格则有望受益于商品周期上

行。公司当前电解铝产能 86 万吨，霍煤鸿骏 1.8GW 煤电机组则主要给电解铝厂自用，不对外产生利润。受益于自备电厂电力成本较低，公司电解铝业务的成本较为稳定，相对行业有较高的盈利空间；此外，考虑到公司仍有 35 万吨电解铝产能正在开展前期工作（权益比例 51%），较当前 86 万吨/年产能仍有 40% 增长，有望贡献业绩弹性。

盈利预测和投资评级：我们看好公司的“煤电铝”一体化产业发展模式，统筹发展煤与煤电、煤电与新能源以及电解铝业务，实现传统能源与新能源以及煤炭与电解铝的融合发展，具有突出的资源优势和成本优势，抗风险能力强，有望实现持续稳健发展。我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 57.41/60.87/66.05 亿元，EPS 分别为 2.56/2.72/2.95 元，对应 PE 分别为 7.84 /7.39/ 6.82 倍。我们认为，在系列政策稳经济稳增长环境下煤、铝行业均有望延续景气周期，公司煤炭、电力、电解铝资产质量较好，绿电、电解铝业务增量值得期待，有望释放盈利弹性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：经济增速不及预期，煤价大幅下跌；煤矿发生安全生产事故；内蒙古地区电价下降；在建产能进度缓慢。

重要财务指标			单位：百万元		
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,793	26,846	29,784	31,344	38,974
同比 (%)	8.6%	0.2%	10.9%	5.2%	24.3%
归属母公司净利润	3,986	4,560	5,741	6,087	6,605
同比 (%)	11.3%	14.4%	25.9%	6.0%	8.5%
毛利率 (%)	31.4%	31.8%	35.4%	35.8%	33.5%
ROE (%)	17.0%	14.8%	16.3%	15.4%	15.0%
EPS (摊薄) (元)	1.78	2.03	2.56	2.72	2.95
P/E	11.29	9.87	7.84	7.39	6.82
P/B	1.92	1.46	1.28	1.14	1.02
EV/EBITDA	3.81	4.65	5.04	4.67	4.05

资料来源：IFIND，信达证券研发中心预测 注：截至 2024 年 10 月 31 日收盘价

投资聚焦.....	5
一、公司概况：背靠国家电投集团，助力新能源转型.....	6
二、煤炭：蒙东褐煤龙头，煤炭业务盈利稳健.....	9
三、电力：煤电一体业绩稳定，绿电转型快速成长.....	12
四、电解铝：煤电铝一体化布局，盈利能力行业领先.....	14
4.1 消费需求稳步增长，产能受限价格提升.....	14
4.2 一体化产业链布局，生产成本带来盈利优势.....	16
五、盈利预测与估值.....	19
风险因素.....	22

表目录

表 1：近年来控股股东蒙东能源集团主要产销情况（万吨）.....	11
表 2：截至 2023 公司自建新能源项目.....	13
表 3：公司煤炭业务板块盈利预测.....	19
表 4：公司煤电业务板块盈利预测.....	19
表 5：公司绿电业务板块盈利预测.....	20
表 6：公司电解铝业务板块盈利预测.....	21
表 7：公司盈利预测与估值.....	21
表 8：可比公司估值.....	22

图目录

图 1：公司股权结构（截至 2024 Q3）.....	6
图 2：截至 2024 Q3 电投能源营收情况（亿元；%）.....	7
图 3：截至 2024 Q3 电投能源利润情况（亿元；%）.....	7
图 4：电投能源营收结构（亿元）.....	7
图 5：电投能源毛利结构（亿元）.....	7
图 6：公司费用管控得当，期间费用率逐年下降.....	8
图 7：公司回款能力优秀.....	8
图 8：2022 年以前公司营收上涨趋势较强（亿元；元/吨）.....	8
图 9：公司单季度成本相对稳定（亿元）.....	8
图 10：公司自产商品煤吨煤销售成本变化（元/吨）.....	9
图 11：煤炭产品成本结构.....	9
图 12：2023 年公司煤炭主要销售区域.....	10
图 13：东北地区中高卡煤煤价走势（元/吨）.....	10
图 14：公司自产商品煤吨煤售价（元/吨）.....	10
图 15：公司自产商品煤吨煤毛利率变化.....	10
图 16：截止 2023 年底，公司发电机组构成（万千瓦时；%）.....	12
图 17：截止 2023 年底，新能源装机地区分布（万千瓦时；%）.....	12
图 18：公司发售电量逐年上升.....	13
图 19：公司度电毛利保持相对稳定.....	13
图 20：2000 年后我国电解铝产量占比逐步上升（万吨）.....	14
图 21：世界电解铝产能集中度较高（万吨）.....	14
图 22：国内电解铝供需紧平衡（万吨）.....	15
图 23：国内电解铝以进口需求为主（万吨）.....	15
图 24：全国电解铝开工率基本大于 90%（万吨/年，%）.....	15
图 25：全国电解铝库存大多数时间小于 100 万吨（万吨）.....	15
图 26：全国电解铝行业多数情况处于盈利状态（亿元）.....	16
图 27：内蒙古电解铝冶炼成本与全国变化趋同（元/吨）.....	16
图 28：电解铝产销量.....	17
图 29：电解铝毛利率（%）.....	17
图 30：公司电解铝生产成本结构保持稳定（元）.....	17
图 31：公司吨铝成本低于市场成本（元/吨）.....	17
图 32：公司吨铝市场售价情况（元/吨）.....	18
图 33：公司吨铝盈利高于市场盈利（元/吨）.....	18
图 34：电投能源 PE BANDS.....	22
图 35：电投能源 PB BANDS.....	22

投资聚焦

1) 煤炭-煤电一体化程度高，低成本高长协支撑稳健业绩。公司大体量露天矿，年产能4800万吨，成本低，长协比例高。基于蒙东、东北煤炭供需的“孤岛”特性，煤炭销售价格近年来稳步上涨，受市场波动影响较小。同时公司120万千瓦坑口电厂业务均使用自产煤，煤电一体程度高，业绩、现金流较为稳定。控股股东蒙东能源仍有未上市煤炭产能（约3500万吨）且目前处于公司托管状态，若考虑资产注入，有望为公司业绩带来较大增量。

2) 蒙东地区新能源发展空间较为广阔，公司绿电业务快速成长。公司负责国电投在蒙东地区布局的新能源业务，在煤企转型新能源运营方面处于较为领先的地位，已投产新能源装机约455万千瓦，公司规划“十四五”末新能源装机有望达700万千瓦，成长空间较为广阔。

3) 电解铝行业供需紧平衡，有望贡献业绩弹性，且仍有内生增长空间。我国双碳背景下电解铝供给有限，新能源用铝有望拉动需求端增长。公司电解铝业务发电均使用自备电厂，成本较为可控，价格端则有望受益于商品周期上行，释放盈利弹性。增量方面，公司预计有35万吨/年产能在2025年末投产，2026年达产，较当前86万吨/年产能有40%左右增长空间。同时，配套绿电装机的低电价带来行业成本比较优势。

总体上，我们看好公司“煤电铝”一体化的产业发展模式，统筹发展煤与煤电、煤电与新能源以及电解铝业务，实现传统能源与新能源以及煤炭与电解铝的融合发展，具有突出的资源优势 and 成本优势，抗风险能力强，有望实现持续稳健发展。

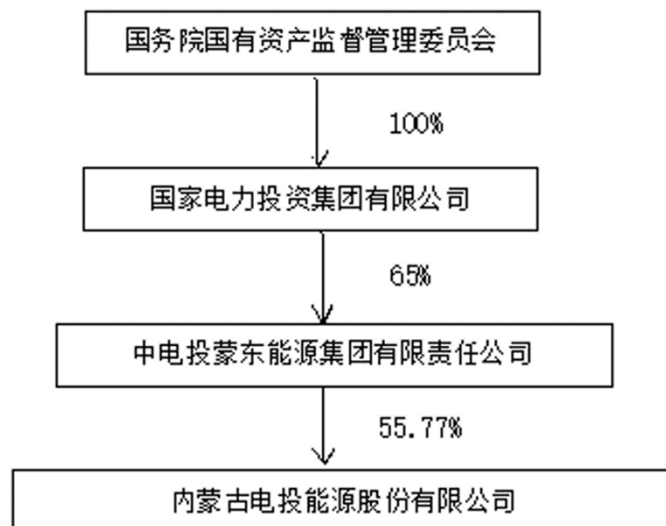
一、公司概况：背靠国家电投集团，助力新能源转型

产业链覆盖广，更名“电投能源”更显转型决心。内蒙古电投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“电投能源”）成立于 2001 年 12 月 18 日，前身是霍林河矿务局，全国五大露天煤矿之一。早在 2014 年，公司就开始布局新能源产业，投资 1.7 亿建立 20MWp 分布式光伏发电工程进入绿电运营行业；同年，收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司 100% 股权布局煤电业务；2019 年，收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51% 股权布局电解铝业务。2021 年起，在“双碳”目标指引下，公司开始大规模布局新能源领域；2021 年 10 月，公司更名为内蒙古电投能源股份有限公司，证券简称由露天煤业变更为电投能源。

股权结构清晰，托管及资产注入避免同业竞争。据公司 2024 年中报，公司大股东为中电投蒙东能源集团有限责任公司（简称“蒙东能源”），持股 55.77%，公司实控人为国家电力投资集团有限公司，持有蒙东能源 65% 股份，剩余 35% 股份由内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司（简称霍煤集团）持有。

背靠国家电投集团，公司为其在内蒙古区域内煤电铝资源整合唯一平台。国家电投是我国五大发电集团之一，也是全球最大的新能源发电企业，电力总装机达到 2.37 亿千瓦，清洁能源装机突破 1.60 亿千瓦，其中，光伏装机 6780.68 万千瓦，风电装机 4841.31 万千瓦，继续保持清洁能源规模领跑地位，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。受益于在建清洁能源项目陆续投运及收并购的完成，公司可控装机容量呈持续增长态势，规模优势进一步凸显。目前，公司已经形成包括煤电、水电、风电、光伏和核电等在内的多元化电力结构，且清洁能源占比高，截至 2023 年底，公司清洁能源装机容量占比进一步升至 65.19%，高于其它同类大型电力集团，在“双碳”背景下占据先行发展优势。国家电投共有下属上市平台 6 家，电投能源是唯一一家以煤炭为主业的上市平台。国家电投承诺，公司是国家电投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，内蒙古区域外的电解铝业务也将于符合条件五年内注入公司。

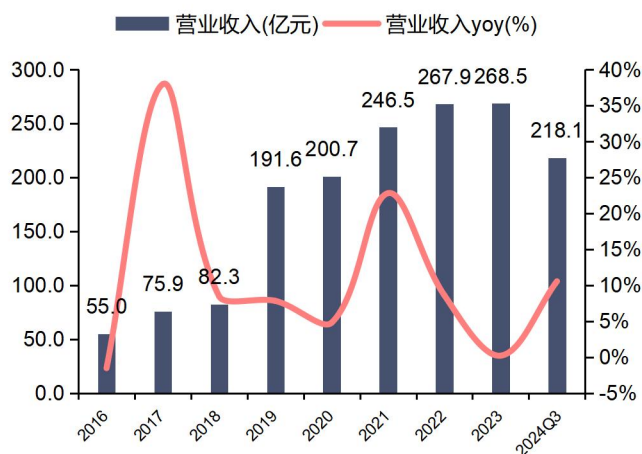
图 1：公司股权结构（截至 2024 Q3）



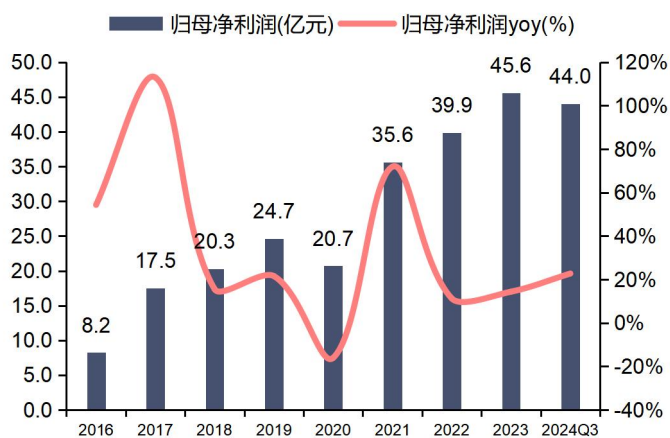
资料来源：IFIND，公司公告，信达证券研发中心

煤电铝业务协同发展，叠加市场回暖，业绩稳步增长。煤炭方面，公司拥有国内大型现代化露天煤矿霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，煤炭核准产能 4600 万吨，2023 年实际生产原煤 4654.74 万吨，实际销售原煤 4647.43 万吨，较上年同期有所

增长。**电力方面**，公司全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司的2×600MW机组是东北电网直调煤电厂主力调峰机组，以及铝业公司自备电厂煤电机组共180万千瓦，另有新能源装机312万千瓦，2023年实际发电量87.00亿千瓦时(含光伏、风电)，实际销售电81.65亿千瓦时(含光伏、风电)。**铝业方面**，公司控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司拥有年产86万吨电解铝生产线，受原材料成本增加影响，2023年实际生产电解铝87.51万吨，同比增加1.34%，实际销售电解铝87.68万吨，同比增加1.75%。加之2016年以来，供给侧结构性改革成果逐渐显著，煤、铝价格稳步回升，行业景气度显著提高，除2020年疫情冲击下利润有所下滑，公司业绩实现稳步增长。2023年，公司实现营业收入268.46亿元，同比增加0.196%；归母净利润45.60亿元，同比增加14.39%。

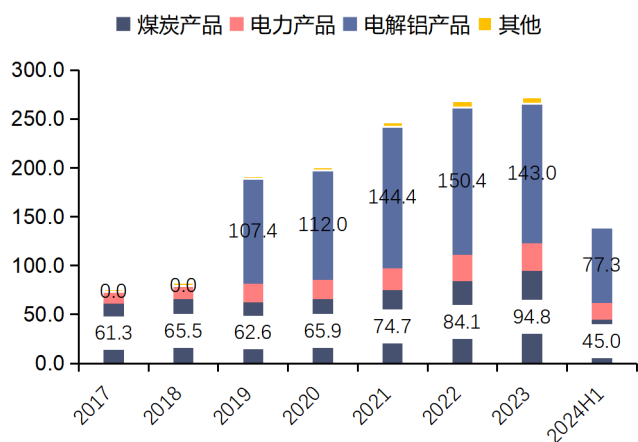
图 2：截至 2024 Q3 电投能源营收情况 (亿元；%)


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

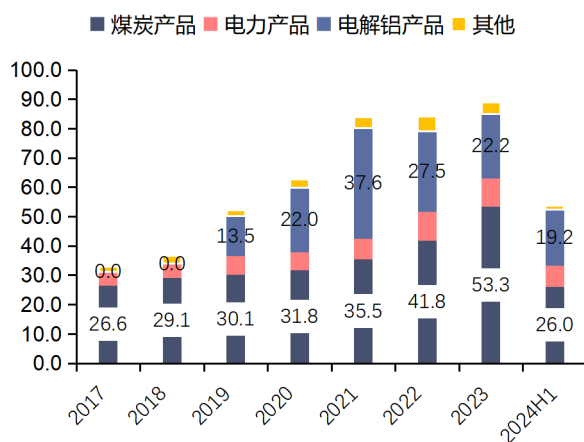
图 3：截至 2024 Q3 电投能源利润情况 (亿元；%)


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

煤、铝业务为当前公司主要营收和毛利来源。公司产品主营业务收入构成主要包括煤炭产品、电力产品、电解铝产品，其中煤、铝贡献主要营收与毛利。2023年，煤、电、铝分别实现营收94.8、27.9、143.0亿元，其中煤炭、电解铝占比分别为34.81%、52.52%；毛利结构中，2023年，煤、铝、电分别贡献毛利53.3、9.6、22.2亿元，其中煤炭、电解铝占比分别为59.89%、24.94%。

图 4：电投能源营收结构 (亿元)


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

图 5：电投能源毛利结构 (亿元)


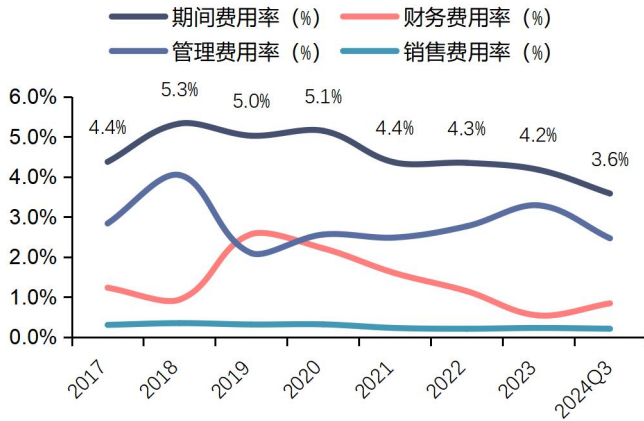
资料来源：IFIND，信达证券研发中心

公司严控成本费用，高效率资金周转，回款能力优秀。长期以来，公司运营高效稳定，期

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

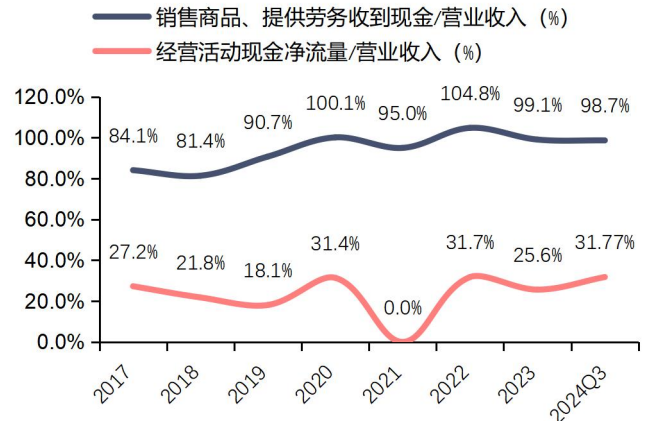
间费用率总体呈现下降趋势，2024 年前三季度公司期间费用率仅为 3.6%，为近年来最低水平。此外，公司回款能力优秀，2019 年以来销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入指标趋势性上升，2023 年达 99.1%，2024 年前三季度达到 98.7%，获现能力较强。

图 6：公司费用管控得当，期间费用率逐年下降



资料来源：IFIND，信达证券研发中心

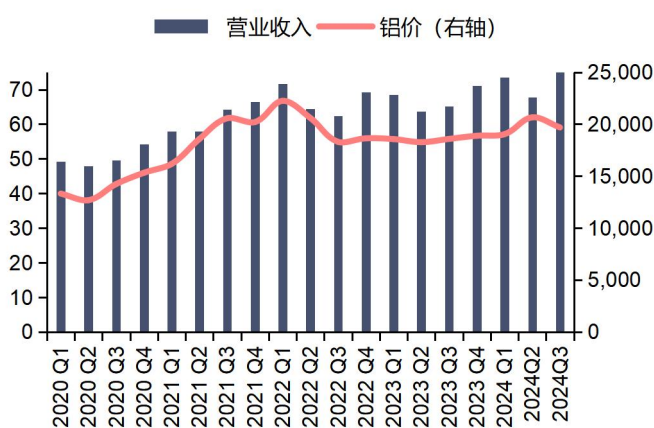
图 7：公司回款能力优秀



资料来源：IFIND，信达证券研发中心

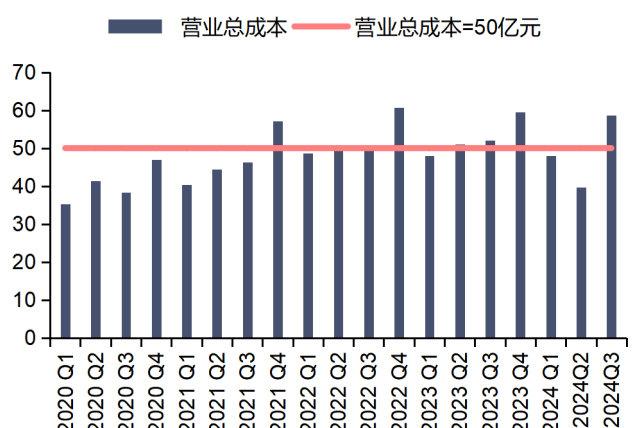
煤电铝一体化成本优势突出，成本相对稳定。2020-2022 年间，市场铝价经历了两年的上涨，这期间公司单季度营业收入也从 40 亿稳定上涨到 60 亿左右。而 2022 年的二、三季度，铝价快速回调，公司营业收入随之下降。在 2022 年后，铝价保持震荡上行的趋势，抬升幅度有限，而公司营收的增长则来源于公司所售煤价上涨与绿电新产能投产。而在成本方面，基于公司煤、电业务成本较为稳定，且一体化经营也使电解铝的电力成本变动较小，因此，在 2022 年后，除了每年四季度有集中处理费用推高成本外，公司单季度的成本基本保持在 50 亿左右。因此，若未来公司绿电产能继续投产、或铝价有所上涨从而进一步提升公司营收，公司在利润端也有望表现更大弹性。

图 8：2022 年以前公司营收上涨趋势较强（亿元；元/吨）



资料来源：IFIND，信达证券研发中心

图 9：公司单季度成本相对稳定（亿元）



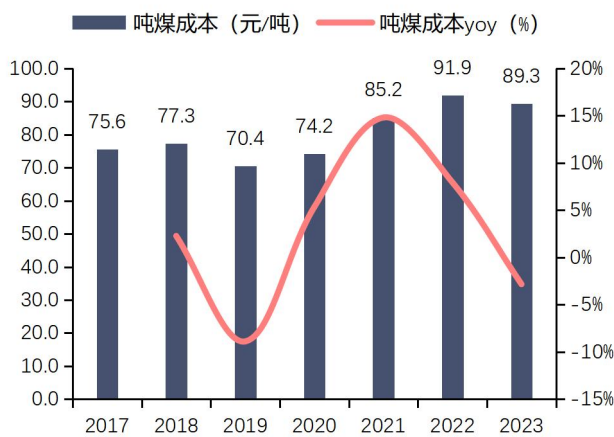
资料来源：IFIND，信达证券研发中心

二、煤炭：蒙东褐煤龙头，煤炭业务盈利稳健

蒙东褐煤龙头，运距优势明显。公司位于内蒙古通辽霍林郭勒市，坐拥霍林河1号和扎哈淖尔两大露天煤矿，截至2023年年报，公司煤炭产能4800万吨/年，是蒙东及东北区域内最大的煤炭生产企业，煤炭市场份额占整个东北区域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进一步加大，为煤炭稳产促销提供了良好契机。公司煤炭热值在2800-3700千卡/千克之间。下游客户主要包括：五大发电集团、当地重点耗煤企业及属地民生供热企业等。2024年长协与市场煤的比例约为85%:15%，煤炭销量中集团内部占比约为70%左右；公司自身内部火电占比30%左右，其中坑口电厂占比12%，电解铝自备电厂占比为18%左右。同时，公司具有多年的煤炭开采历史，形成了管理优势、人才优势、技术优势，拥有开展煤炭贸易、煤炭竞价交易的经历，煤炭营销方式日趋多样化，核心竞争力持续提升。

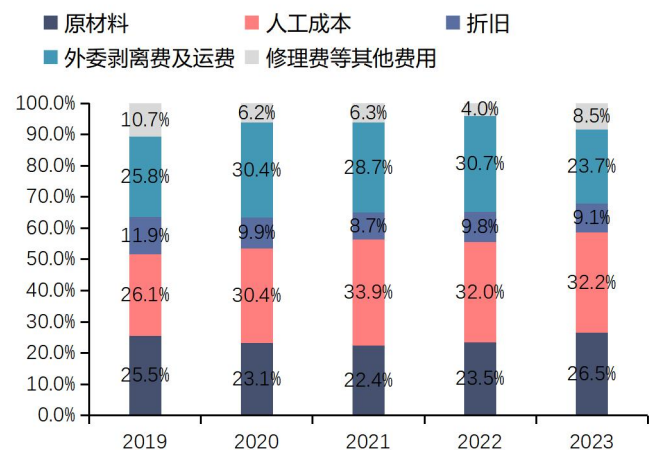
构建低成本生产线，维持较低成本水准。公司拥有的露天煤矿成本优势明显，通过采用先进的露天开采工艺，与井工矿相比不存在瓦斯、突水、冒顶等安全隐患，具有较高的安全优势。此外，露天开采的特性决定了公司生产效率高、开采成本低的竞争优势。疏干是露天开采煤炭的主要工序之一，其成本在总成本中比例较高，相比于其他露天煤矿，霍林河煤田矿床含水少，因此疏干成本较低。公司也是蒙东地区生产规模最大的企业，规模优势使得公司吨煤成本降低。2023年，公司吨煤销售成本为89.3元/吨，同比下降2.8%。从成本构成来看，人工成本、原材料费、外委剥离费及运费位列前三，2023年占比分别为32.2%、26.5%、23.7%。

图 10：公司自产商品煤吨煤销售成本变化（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：煤炭产品成本结构

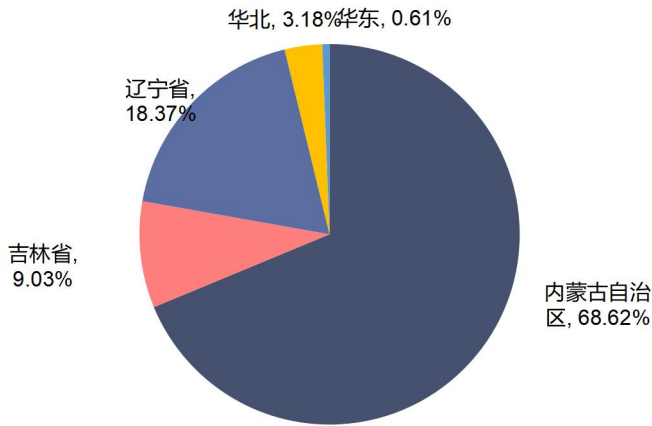


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

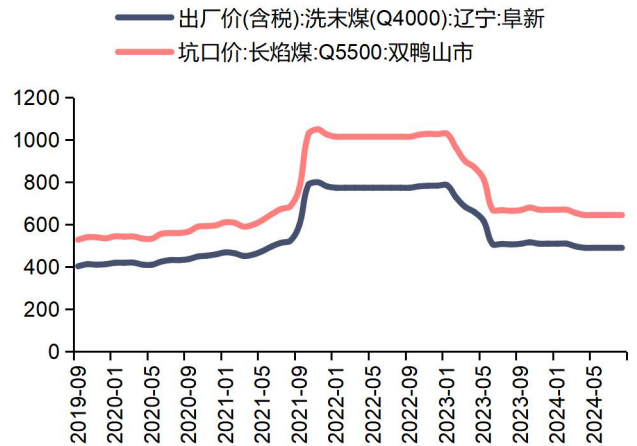
公司煤炭主要销售区域主要为内蒙古、辽宁、吉林。公司生产的煤炭自霍林河经过通霍线运往通辽，由通辽发往辽宁、吉林，通辽市同时与辽吉两省接壤，交通具备明显的便利性和经济性。2023年公司在内蒙古、辽宁、吉林地区的煤炭销售收入分别为184.23、49.33、24.25亿元，占比分别为68.62%、18.37%、9.03%。

东北地区煤炭供需较紧张，蒙东矿区低卡煤为其主要供煤源，区域性煤价波动相对较小。东北煤炭供需缺口近年来逐渐增大，区域市场煤价相对全国而言更为平稳。电投能源下游客户主要为东北地区电厂等。由于东北地区纬度偏高，天气寒冷，热、电需求更为明显，煤炭消费量较高。从区域供需来看，东北煤炭供需相对全国更为紧张。而公司所在的蒙东

地区作为距离最近的煤炭主要供应区，担负起了东北保供的重要职责。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）规定的蒙东价格区间低于我国其它区域煤价。年初各公司根据年度采矿设计提供的煤炭产品结构与用户签订煤炭购销合同，煤价会随煤质变化。蒙东及东北区域的煤炭市场供需存在一定的“孤岛”特性，部分时段与全国煤炭市场走势存在一定差异，整体波动较小。

图 12：2023 年公司煤炭主要销售区域


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：东北地区中高卡煤煤价走势（元/吨）


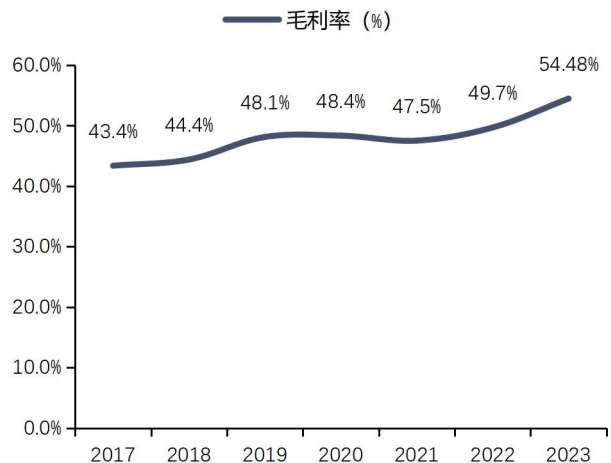
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司煤炭售价波动小，近年来稳定小幅上涨。2017-2023 年，公司煤炭售价弹性较小，但呈现稳定上涨趋势。虽然在市场煤价大涨的 2020-2022 年，公司煤炭售价涨幅小于市场，但在市场煤价下跌的 2019 年及 2022 年后，公司煤炭售价仍有小幅上涨。公司煤炭售价的稳定性主要由于高长协占比，达到 85%。

高长协占比与低成本价格共同推动吨煤毛利、吨煤毛利率上升。公司较为独特的煤炭生产情况能够有效地平抑煤价波动对公司业绩的影响，得益于较低的煤炭开采成本以及较高的长协占比，2019 年以来公司煤炭业务毛利率基本保持在 47%以上，2023 年公司煤炭业务毛利率 54.48%，毛利高达 53.31 亿元，在煤价波动较大的 2023 年，毛利率依旧保持较高水平。

图 14：公司自产商品煤吨煤售价（元/吨）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：公司自产商品煤吨煤毛利率变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

控股股东煤炭资源丰富，未来有望注入上市公司。目前，控股股东蒙东能源集团的煤炭资源主要集中在蒙东地区，截至 2023 年末，蒙东能源主要煤矿设计产能为 8100 万吨/年。控股股东在蒙东地区所控制的煤矿主要以褐煤为主，热值较低，因此平均售价较低。与上市公司相似，控股股东通过打造煤电铝一体化项目实现部分劣质煤炭的合理利用和就地转化，并积极推进外送，实现资源优化配置，产品的销售区域主要集中在内蒙古东部、辽宁省和吉林省。2023 年，控股股东煤炭产销量及平均售价均有所提升，助益煤炭业务盈利水平增长。此外，2023 年控股股东生产的煤炭接近 70%向自身电力板块供应，通过实施煤电联营战略，在一定程度上缓解了煤炭价格波动对燃煤发电业务运营带来的成本压力。除上市公司电投能源拥有的 4800 万吨产能外，还有白音华二、三号矿合计产能 3500 万吨/年。**值得注意的是，国家电投集团在电投能源资本运作过程中曾承诺，电投能源是国家电投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，相关资产在符合具体条件后会适时注入。**目前，国家电投在内蒙古地区的除电投能源所属煤矿外，煤炭资产主要包括白音华二号矿、白音华三号矿，电解铝资产为白音华铝电公司以及在内蒙古区域外的青铜峡铝业股份有限公司。

表 1：近年来控股股东蒙东能源集团主要产销情况（万吨）

	煤炭产能	煤炭产量	煤炭销量	平均售价（元/吨，不含税）	向公司电力板块销售占比
2021	8,430	7,717	7,746	201.76	70.90%
2022	8,430	7,880	7,884	238.4	70.36%
2023	8,630	8,092	8,078	249.68	69.39%

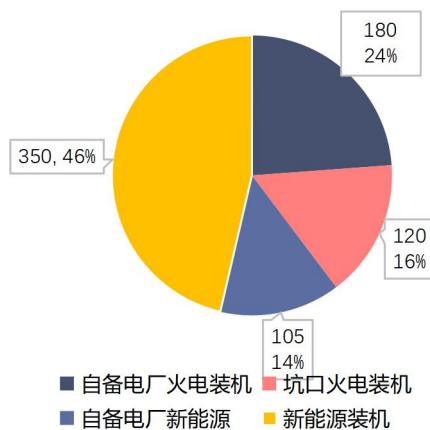
资料来源：公司公告，国电投集团债券跟踪评级报告，信达证券研发中心

三、电力：煤电一体业绩稳定，绿电转型快速成长

坑口电厂成本优势明显，煤电联产受益电价上涨。截至 2023 年底，公司共有 3GW 煤电机组，其中霍煤鸿骏公司的 180 万千瓦煤电机组主要提供给公司电解铝厂自用。公司上网煤电装机 120 万千瓦，所属霍林河坑口电厂是依托露天煤矿而建的大型坑口煤电机组，现有 2 台 600MW 亚临界直接空冷机组，属于电投能源下属煤矿配套坑口电站，为东北电网直调电厂和鲁固直流近郊电厂。2023 年发电量完成 56 亿千瓦时，利用小时达 4600 小时。2024 年 1-3 月，利用小时数接近 1200 小时，季度公司度电盈利约 50 元/千千瓦时。主要燃用自有低热值煤炭，原煤价格、运输成本较低，所发电量主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，是东北地区主力供电机组，年利用小时高于东北区域煤电机组平均利用小时 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。

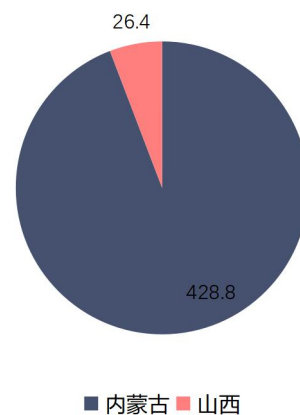
煤企转型先锋，新能源业务已初具规模，截至 2023 年底，在运新能源装机 455.2 万千瓦。截至 2023 年底，公司在运新能源装机 455.2 万千瓦，分布在内蒙和山西两地，其中内蒙新能源装机 428.8 万千瓦时，占比 94%。由于 190 万千瓦左右风光装机为 2023 年末才完成并网，因此 23 年新能源装机增量在当年业绩释放有限，该部分新能源业务有望于 24 年贡献业绩增量。

图 16：截止 2023 年底，公司发电机组构成（万千瓦时；%）



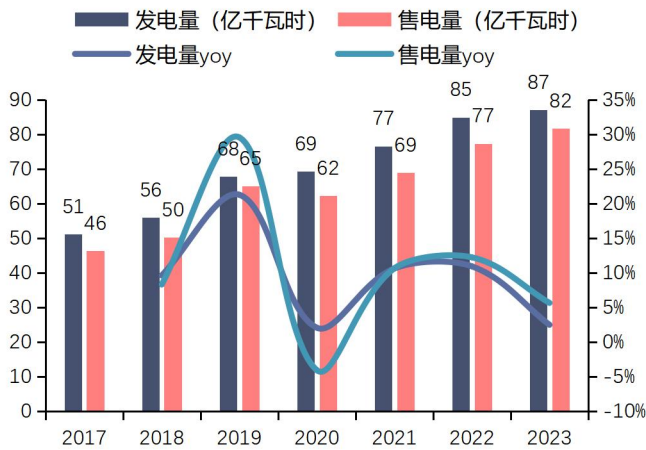
资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

图 17：截止 2023 年底，新能源装机地区分布（万千瓦时；%）

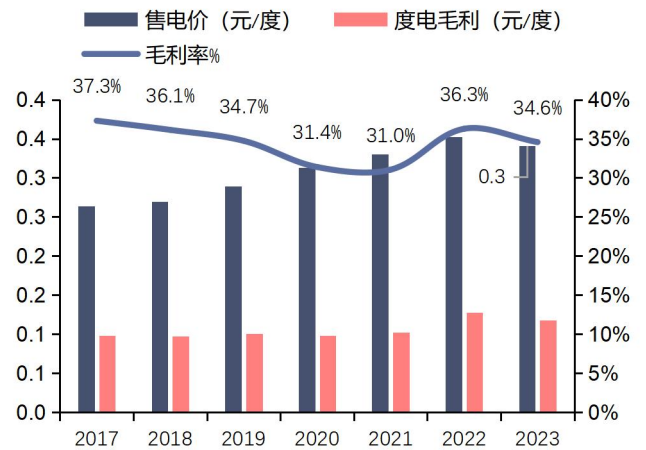


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

新能源项目陆续并网，发售电量稳定提升。近年来，随着新能源项目陆续并网，公司发售电量稳步上升。2023 年，公司实现发电量 87.00 亿千瓦时、售电量 81.65 亿千瓦时，同比增长分别为 2.461%、5.624%。新能源电力产品主要销售给国家电网东北分部及蒙西电网，用于电力销售。

图 18：公司发售电量逐年上升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：公司度电毛利保持相对稳定


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司新能源发电项目储备充裕，规划 2025 年装机规模达到 700 万千瓦。随着国家财政补贴逐步退出，新能源平价项目或将实现优先发展，有望带动新能源全面进入无补贴平价发展阶段。在如内蒙古资源条件好的区域，规划建设新能源大基地，并配套送出通道进行消纳，有望成为未来平价时代的先行者。新能源发电技术的不断进步及平均度电成本的不断降低，使得新能源基地具备规模化开发的条件。2023 年底总规模接近 455 万千瓦，根据公司公布计划，2025 年将有望达到 700 万千瓦。

表 2：截至 2023 公司自建新能源项目

项目名称	投资项目涉及行业	截至报告期末累计实际投入金额 (亿元)	资金来源	项目进度	披露日期
通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目	风力发电	42.96	自有资金、贷款	84.96%	2022.03.11
阿拉善左旗 40 万千瓦风电项目	风力发电	14.46	自有资金、贷款	80.00%	2022.05.13
锡盟阿巴嘎旗别里古台 500MW 风力发电项目	风力发电	16.60	自有资金、贷款	63.47%	2022.10.26
阿右旗 200MW 风储一体化项目	风力发电	8.87	自有资金、贷款	100.00%	2022.05.13
电力分公司煤电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点风电项目	风力发电	5.48	自有资金	42.00%	2022.09.02
电力分公司煤电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点光伏项目	光伏发电	3.7	自有资金	78.00%	2022.09.02
青山区分布式光伏项目	光伏发电	0.42	自有资金	51.00%	2022.12.13
公司烟气净化系统“引增合一”节能降耗项目	电解铝	0.39	自有资金	60.20%	--
晋中市榆次区 100MW 屋顶分布式光伏项目	光伏发电	2.13	自有资金、贷款	69.14%	2022.03.11
合计	--	82.19	--	--	--

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、电解铝：煤电铝一体化布局，盈利能力行业领先

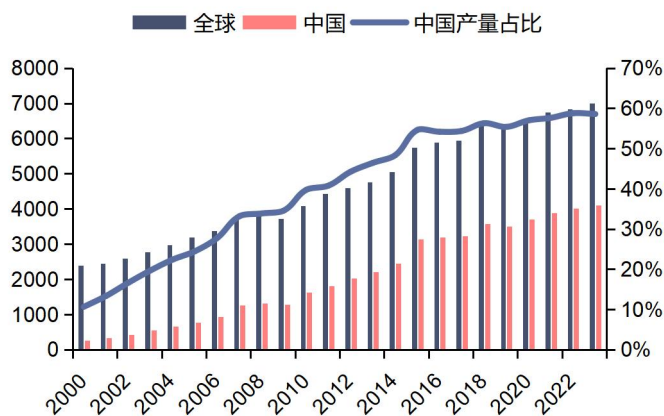
4.1 消费需求稳步增长，产能受限价格提升

电解铝下游需求多样。电解铝下游需求主要为房地产建筑业、交通运输、电力电子、机械制造和耐用消费品，前两者合计占比过半。铝制品在建筑行业主要作为玻璃幕墙及系统门窗的材料，在交通运输行业主要用于汽车轻量化，如汽车地板、连接件、车体等，随着新能源汽车产销量提升及单车铝用量增长，或将成为电解铝需求新的增长点，在电子制造业主要用于笔记本电脑、手机的内部结构件和外壳等方面。

电解铝行业为高耗能行业，供给侧改革期间确立我国产能天花板约4500万吨。2012-2016年期间，电解铝产能的无序扩张导致供需失衡，铝价大跌，2016年国家开展执行供给侧改革，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），铝价迎来新一轮上涨。2022年，受俄乌冲突、海外能源价格涨幅较大等等原因，2022年铝价在全球需求下滑和美联储的激进加息中承压弱勢运行，进入2024年，随着美联储加息暂时告一段落，转向降息预期，铝价在上半年迎来一波较为明显的上涨

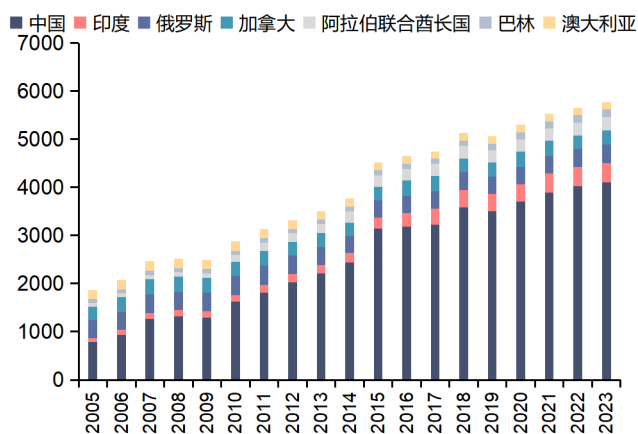
我国是世界上最大的电解铝生产国，2023年产量占全球总产量的59%左右。过去20年间，中国的电解铝产能和产量增长显著，贡献了全球主要的产量增长。这得益于中国丰富的氧化铝资源和相对较低的能源成本。此外，主要的生产国家或地区还包括俄罗斯、印度、加拿大和阿联酋。这些国家或地区在全球电解铝市场中占有重要地位，但整体来看，亚洲仍然是电解铝的主要增量来源地。在“碳中和”背景下ESG的相关考核愈发严格，全球电解铝产能利用率提高，但新增产能增长缓慢，且明显向发展中国家转移。欧洲和美国的电解铝产量呈现萎缩态势，而亚洲国家或地区如马来西亚、印度和印尼则成为新的增长点。

图 20：2000 年后我国电解铝产量占比逐步上升（万吨）



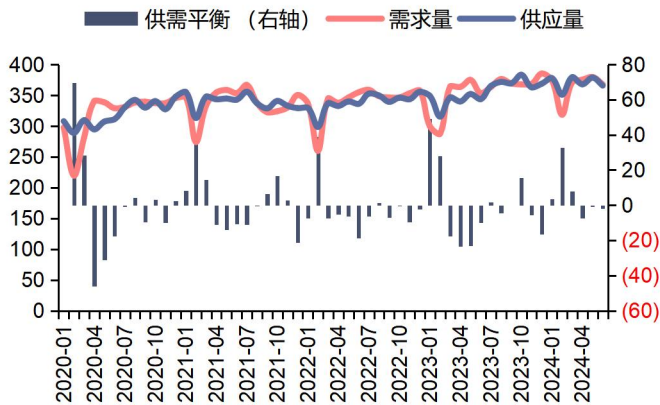
资料来源：IFIND，信达证券研发中心

图 21：世界电解铝产能集中度较高（万吨）

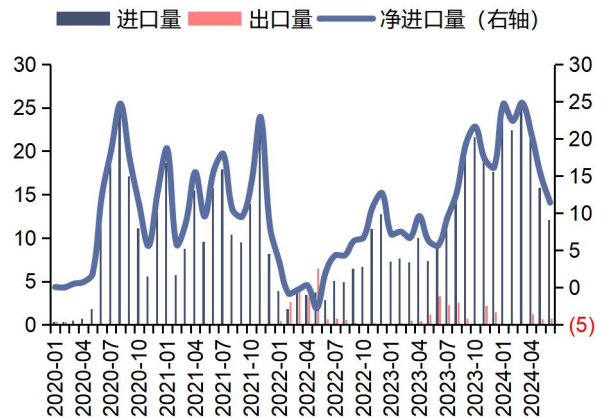


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

降碳排，控成本仍是电解铝行业趋势方向。行业目前已经进入稳定发展的成熟期，供给侧改革、淘汰落后产能等政策使得整个铝行业生产更加先进、智能、有序。未来针对电解铝行业的政策或主要是碳政策的执行，且有可能日益趋紧，电解铝企业的成本也有可能呈现两极分化。管理好、排放低的公司有望通过剩余碳指标获利，反之则可能需要花费资金去购买排放指标，因此，在电解铝厂设计、建设、运行的任何阶段，都要把降碳排在重要位置。电解铝行业或迎来新的大周期，成本高、价格高且行业有望获得长期利润，但并不一定所有企业、所有期间内都能保持利润，成本最高的一批企业或在一定时间段内出现亏损，因此，控制成本仍然是新的大周期里的重要因素。

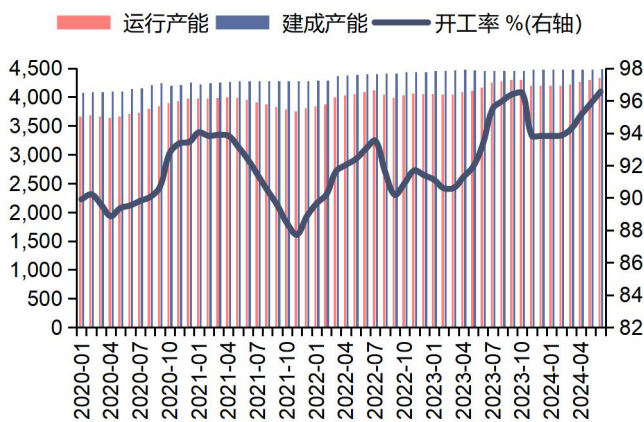
图 22：国内电解铝供需紧平衡（万吨）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

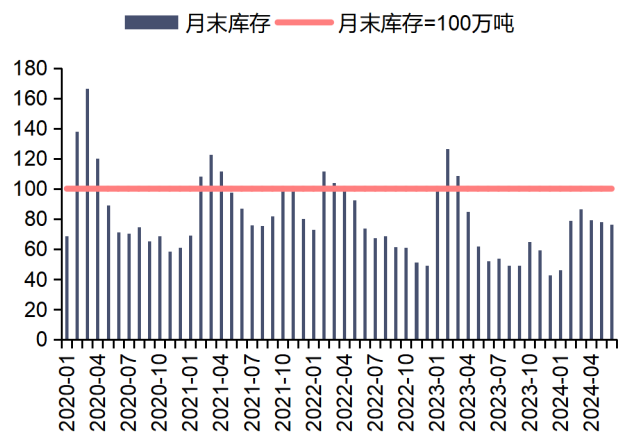
图 23：国内电解铝以进口需求为主（万吨）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

电解铝碳减排压力大，产能天花板在 4500 万吨/年左右。 电解铝属于典型高耗能行业，电力费用在电解铝成本中约占 1/3。为解决产能过剩与高碳排放问题，供给侧结构性改革要求电解铝产能不能超过 4500 万吨红线，新增产能严格受限，落后产能不断被淘汰。截至 2024 年 6 月，国内已建成电解铝产能最新数据为 4470 余万吨，运行产能恢复至 4300 余万吨左右，产能利用率目前维持在 96% 左右，今年年初以来利用率逐步回暖，随着国家对于双碳目标的愈发重视，绿色铝的重要性有望愈发凸显，产能利用率也有望在高位维持。受制于海外能源成本较高、电力设施配套能力不足，海外电解铝产能释放弹性同样受限。

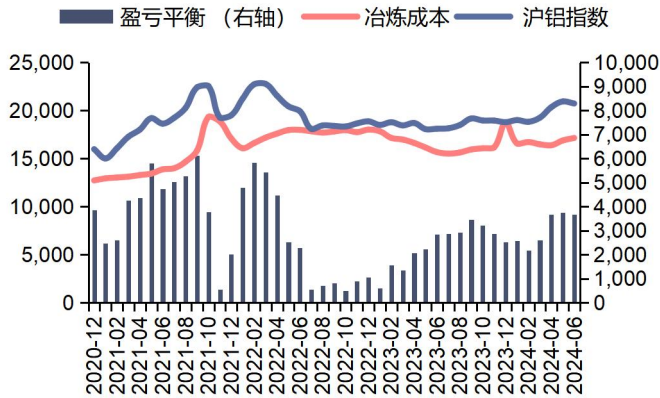
图 24：全国电解铝开工率基本大于 90%（万吨/年，%）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

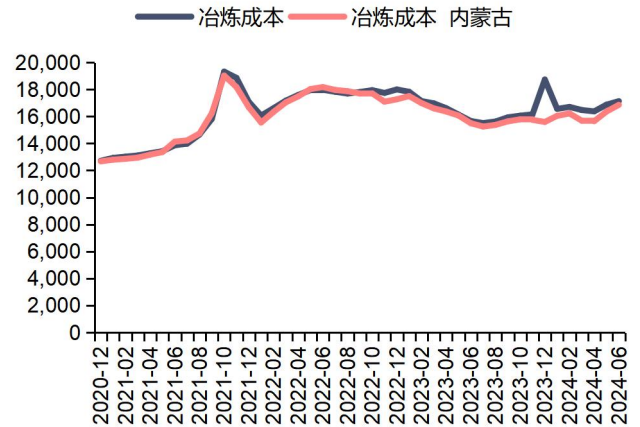
图 25：全国电解铝库存大多数时间小于 100 万吨（万吨）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

全国电解铝行业多数时间处于盈利状态，2024 年以来铝价上涨提带来盈利弹性。 电解铝成本端波动主要受原材料价格影响，2023 年中以来波动较小，最新吨铝毛利润逐步回暖，主要还是受到铝价的涨价加持。在成本端保持相对稳定的情况下，铝锭端因下游需求回暖有所支撑，电解铝行业利润空间有望维持。中国国内电解铝目前供应端增量较为可观，但是远期在碳中和、碳达峰以及电解铝产能指标大背景下，未来新产能有限，供应逐渐贴近天花板。而需求方面，随着新基建、新能源等发展，以及海外短缺，出口增加，铝产品未来消费有望继续向好。

图 26：全国电解铝行业多数情况处于盈利状态（亿元）


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

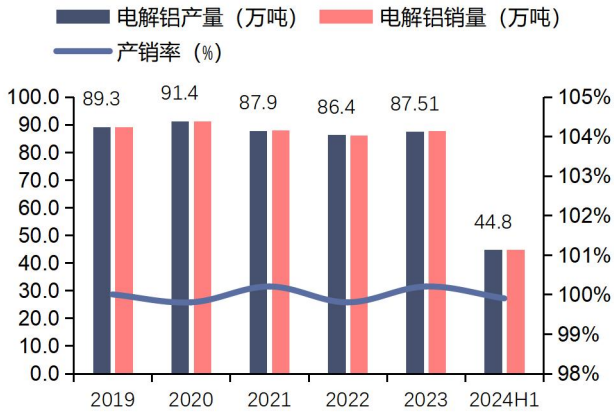
图 27：内蒙古电解铝冶炼成本与全国变化趋同（元/吨）


资料来源：FIND，信达证券研发中心

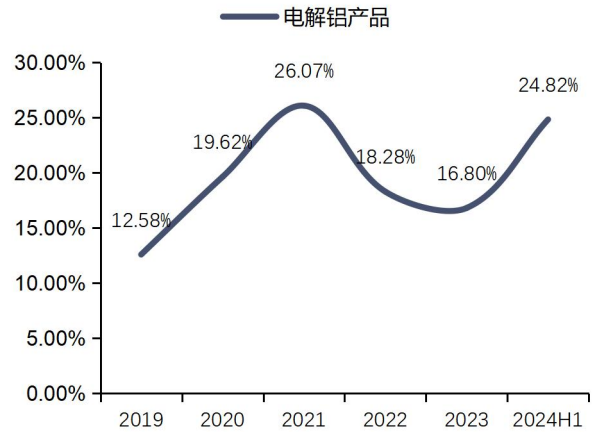
4.2 一体化产业链布局，生产成本带来盈利优势

煤电铝一体化产业链形成。2019年，公司完成霍煤鸿骏51%股权收购，正式切入电解铝业务，拥有了上游到下游的煤-电-铝一体化产业链，具备了各业务协同一体化优势。霍煤鸿骏共有电解铝产能121万吨（实际已运营投产的产能为86万吨，另外35万吨产能尚在建设中），公司建成了年消耗约900万吨煤炭的180万千瓦煤电装机以及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，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，构建了高载能产业清洁发展的示范区巩固了煤炭资源可持续发展能力，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。销售产品包括铝液、铝锭，其中，铝液主要销售给周边铝加工企业；铝锭主要销往东北、华北地区。铝产品定价主要参照交货月铝锭现货价或交货月铝锭期货价。

电解铝产品满产满销，保持较强的盈利能力。公司2019年收购霍煤鸿骏以来，电解铝产销量相对稳定。公司作为国有大型铝企，信誉好，与客户建立战略合作伙伴关系，责任共担，利益共享；公司生产稳定，高品质铝锭产出率相对较高，有稳定的中高端市场及客户；铝后加工企业围绕公司周边建厂，铝水运行距离相对较近，安全性高，公司铝水需求稳定，回款周期短。2019-2021年，公司电解铝毛利率不断提高，主要受益于铝价涨幅高于原材料（氧化铝和预焙阳极）涨幅，价差扩大，盈利能力提高。2023年公司实现电解铝产量、销量分别为87.51、87.68万吨，毛利率为15.51%。毛利率同比减少主要原因是电解铝产品主要原材料单价增加导致电解铝产品成本增加。整体看来，公司电解铝持续满产满销，保持较稳定的盈利能力。

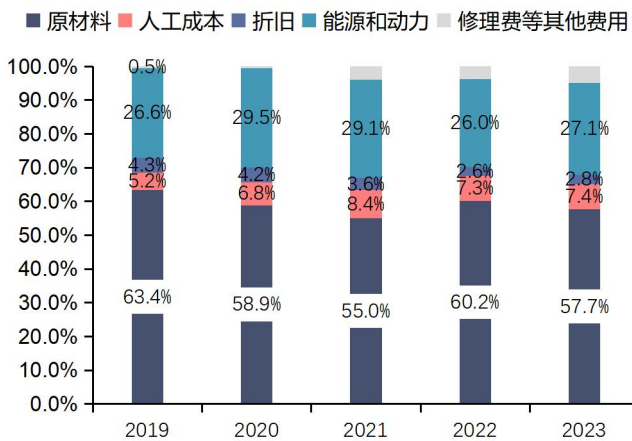
图 28：电解铝产销量


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

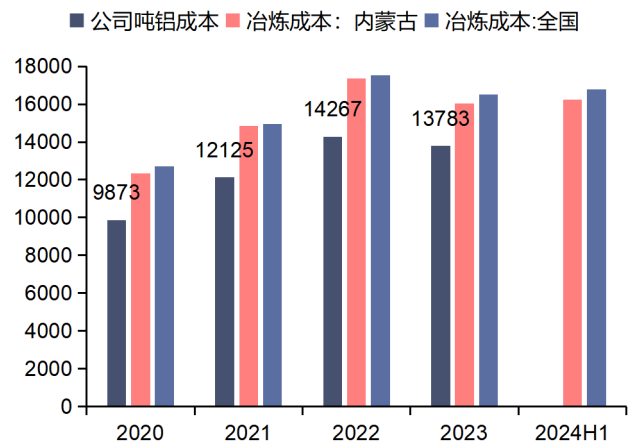
图 29：电解铝毛利率 (%)


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

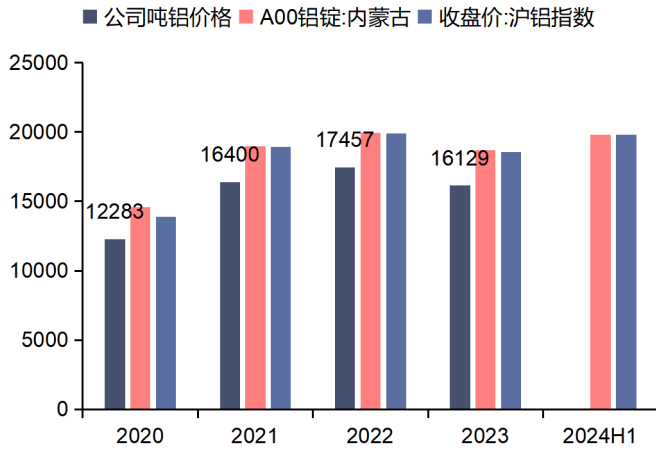
自备煤电、绿电电厂，较低电价带来成本优势。由于电解铝行业产品同质性较强、销售价格趋于统一、生产技术差别相对较小，因此，电解铝行业竞争力主要体现在生产成本以及销售运距等方面。自备电厂可以提供较低的电力成本，此外，霍煤鸿骏的自备电厂用煤基本由公司自供，从公司采购煤炭运输距离较短，在降低综合成本的同时能够保障煤炭供应的及时性，进一步节约材料成本和库存成本。霍煤鸿骏也是电解铝行业全国首例煤电铝烟气污染物趋零排放示范工程，环保优势明显。电解铝的生产成本主要有原材料、电力、人工、折旧等，其中原材料包括氧化铝、预焙阳极、氟化铝等。从公司公告披露数据来看，2023 年原材料、能源和动力占总生产成本的比例分别为 57.7%、27.1%。受益于低成本的新能源电价，2023 年，公司电解铝单吨生产成本为 13783 元/吨，相较行业有较明显优势。

图 30：公司电解铝生产成本结构保持稳定 (元)


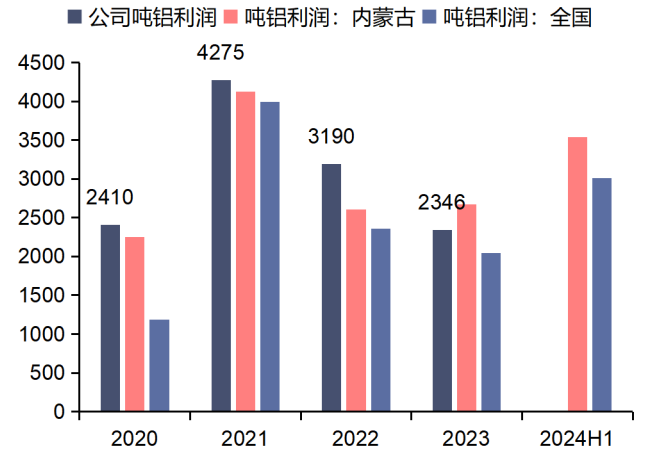
资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

图 31：公司吨铝成本低于市场成本 (元/吨)


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

图 32：公司吨铝市场售价情况（元/吨）


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

图 33：公司吨铝盈利高于市场盈利（元/吨）


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

公司扎铝二期项目 35 万吨/年产能有望于 2025 年末投产。目前公司正在积极推进扎铝二期项目前期相关工作，履行相关程序。该项目争取 2025 年 12 月底前投产，公司预计 2026 年达产 35 万吨。项目产品主要为铝液，直接提供给附近的铝后加工企业使用。二期投产后，用电需求通过自建 65 万千瓦新能源和一期富余新能源作为接入电源供电，在用电需求不能满足时，通过电网提供备用电源作为补充供电。目前，公司已形成的 86 万吨电解铝产能绿电比例近 30%，随着扎铝二期及配套新能源项目的投运，公司 121 万吨电解铝产能绿电比例在 40%左右，绿电目前平均成本约 0.2 元/千瓦时，提高绿电占比后可压降度电成本。

五、盈利预测与估值

煤炭板块：2024-2026 公司并无新建煤炭产能投产或确定性的资产注入计划。因此，我们假设，公司 2024-2026 煤炭产销量将保持稳定在 4800 万吨左右，根据往年经验，价格成本变动较小，2025-2026 公司吨煤价格、成本逐年小幅上涨，整体营业收入、利润保持稳定。

表 3：公司煤炭业务板块盈利预测

公司煤炭业务板块盈利预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量(万吨)	4600	4655	4800	4800	4800
YOY		1.2%	3.1%	0.0%	0.0%
销量(万吨)	4600	4647	4800	4800	4800
YOY		1.0%	3.3%	0.0%	0.0%
煤炭收入(百万元)	8805	9482	9794	9990	10190
YOY		7.7%	3.3%	2.0%	2.0%
煤炭营业成本(百万元)	4275	4231	4416	4505	4595
YOY		-1.0%	4.4%	2.0%	2.0%
煤炭营业利润(百万元)	4530	5251	5378	5485	5595
YOY		15.9%	2.4%	2.0%	2.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

煤电板块：2024-2026 公司并无新建煤电机组投产或确定性的资产注入计划，因此公司煤电装机容量将保持稳定。基于内蒙古的绿电发电的发展，或对煤电出力产生一定挤兑，因此我们假设，公司 2024-2026 煤电产销量将逐年略有下降。而公司上网坑口电厂均使用自产煤，成本随公司吨煤售价略有抬升。2025-2026 公司煤电业务板块利润略微下降。

表 4：公司煤电业务板块盈利预测

公司煤电业务板块盈利预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
装机容量(万千瓦)	120	120	120	120	120
YOY		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利用小时	4967	4675	4650	4625	4600
YOY		-5.9%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
煤电产量(亿千瓦时)	59.6	56.1	55.8	55.5	55.2
YOY		-5.9%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
煤电销量(亿千瓦时)	52.3	51.1	50.8	50.5	50.2
YOY		-2.3%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
煤电收入(百万元)	1918	1820	1809	1799	1789
YOY		-5.1%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
煤电营业成本(百万元)	1368	1373	1320	1339	1359
YOY		0.4%	-3.8%	1.5%	1.4%
煤电营业利润(百万元)	550	447	488	459	430
YOY		-18.7%	9.2%	-5.9%	-6.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

绿电板块：截至 2023 年末，公司已投产新能源装机约 450 万千瓦，而公司规划“十四五”末新能源装机达 700 万千瓦。2024-2026 公司绿电机组投产较多，且多为上网机组，有望带来较明显发售电增量与利润增长。2023 年 12 月，公司投产约 190 万千瓦绿电上网机组，容量超过 2023 年在运行的 160 万千瓦绿电机组，该部分业绩或于 2024 年集中兑现。此外，2025 年公司仍有约 130 万千瓦上网绿电机组投产，65 万千瓦自备电厂机组投产。相对于基

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

准绿电价格，公司历史绿电度电售价较高。基于平价上网政策的逐步推行，我们预计公司绿电售价将逐年略有下降。基于以上假设，我们认为 2024 年公司绿电业务或有明显利润增长，而 2025 年新建机组部分利润或于 2026 年兑现，带来较为持续的利润增量。

表 5：公司绿电业务板块盈利预测

公司绿电业务板块盈利预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总绿电装机容量(万千瓦)	220	455	505	700	700
YOY		109.7%	11.0%	38.6%	0.0%
自备电厂绿电装机容量(万千瓦)	60	105	105	170	170
YOY		0.0%	0.0%	61.9%	0.0%
绿电上网装机容量(万千瓦)	160	350	400	530	530
YOY		212.5%	14.3%	32.5%	0.0%
度电营业成本(元/度)	0.15	0.16	0.16	0.17	0.16
YOY		6.5%	0.0%	6.3%	-5.9%
度电销售价格(元/度)	0.33	0.32	0.31	0.29	0.27
YOY		-5.4%	-1.9%	-6.5%	-6.9%
绿电发电量(亿千瓦时)	25	31	74	106	127
YOY		22.5%	138.7%	43.2%	20.0%
绿电售电量(亿千瓦时)	25	31	73	105	126
YOY		22.4%	139.4%	43.2%	20.0%
绿电发电收入(百万元)	834	966	2271	3043	3400
YOY		15.8%	135.1%	34.0%	11.7%
绿电发电营业成本(百万元)	375	449	1172	1784	2015
YOY		19.7%	161.1%	52.2%	12.9%
绿电发电营业利润(百万元)	459	517	1099	1259	1385
YOY		12.6%	112.6%	14.6%	10.0%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

电解铝板块：公司将于 2025 年末投产霍煤鸿骏扎铝二期 35 万吨电解铝产能，且配套自备电厂同步投产。建成后，公司电解铝产能将由目前 86 万吨提升至 121 万吨，权益占比 51%。基于公司电解铝均使用自备电厂进行电力供给，能源成本较为稳定。而当前双碳背景下电解铝的供给端受限、需求端则随新经济发展有望继续增长，铝价有上行空间。基于以上假设，我们认为公司电解铝板块业务有盈利增长空间，随 2025 年新产能投产，电解铝业务的利润弹性值得关注。

表 6：公司电解铝业务板块盈利预测

公司电解铝业务板块盈利预测	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量(万吨)	86	86	86	86	121
YOY		0.0%	0.0%	0.0%	40.7%
吨铝成本(万元/吨)	1.43	1.42	1.46	1.48	1.48
YOY		-0.3%	2.5%	1.4%	0.0%
吨铝价格(万元/吨)	1.75	1.70	1.85	1.92	1.95
YOY		-3.1%	9.1%	3.8%	1.6%
电解铝收入(百万元)	15043	14578	15910	16512	23595
YOY		-3.1%	9.1%	3.8%	42.9%
电解铝成本(百万元)	12294	12254	12556	12728	17908
YOY		-0.3%	2.5%	1.4%	40.7%
电解铝利润(百万元)	2749	2324	3354	3784	5687
YOY		-15.5%	44.3%	12.8%	50.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

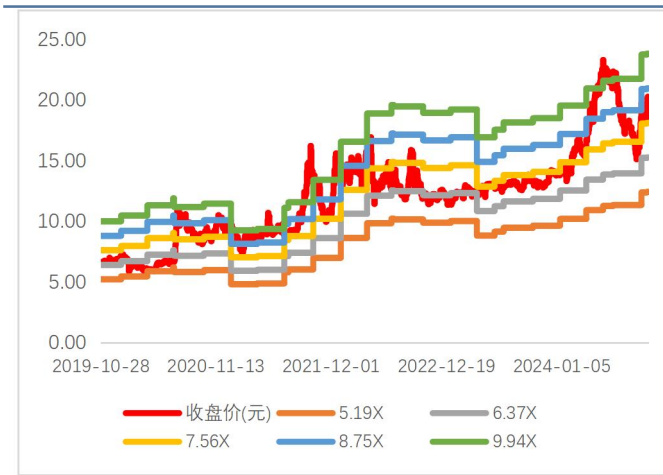
总体上，我们看好公司“煤电铝”一体化的产业发展模式，统筹发展煤与煤电、煤电与新能源以及电解铝业务，实现传统能源与新能源以及煤炭与电解铝的融合发展，具有突出的资源优势和成本优势，抗风险能力强，有望实现持续稳健发展。

我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 57.41/60.87/66.05 亿元，EPS 分别为 2.56/2.72/2.95 元，对应 PE 分别为 7.84 /7.39/ 6.82 倍。我们认为，在系列政策稳增长环境下煤、铝行业均有望延续景气周期，公司煤炭、电力、电解铝资产质量较好，绿电、电解铝业务增量值得期待，有望释放盈利弹性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

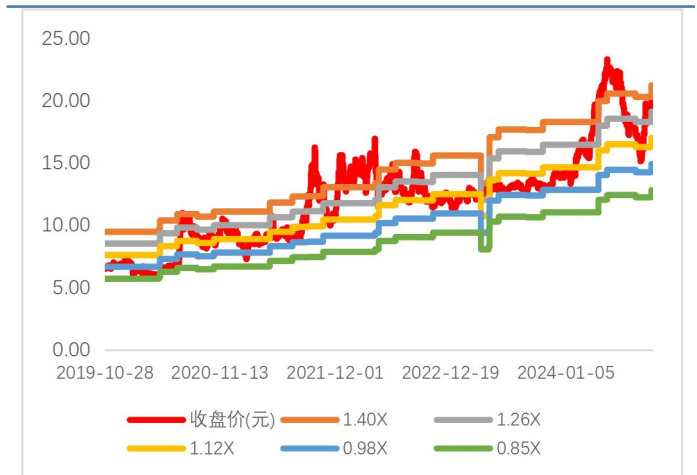
表 7：公司盈利预测与估值

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,793	26,846	29,784	31,344	38,974
同比(%)	8.6%	0.2%	10.9%	5.2%	24.3%
归属母公司净利润	3,986	4,560	5,741	6,087	6,605
同比(%)	11.3%	14.4%	25.9%	6.0%	8.5%
毛利率(%)	31.4%	31.8%	35.4%	35.8%	33.5%
ROE(%)	17.0%	14.8%	16.3%	15.4%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	1.78	2.03	2.56	2.72	2.95
P/E	11.29	9.87	7.84	7.39	6.82
P/B	1.92	1.46	1.28	1.14	1.02
EV/EBITDA	3.81	4.65	5.04	4.67	4.05

资料来源：IFIND，信达证券研发中心预测 注：截至 2024 年 10 月 31 日收盘价

图 34：电投能源 PE BANDS


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

图 35：电投能源 PB BANDS


资料来源：公司公告，IFIND，信达证券研发中心

表 8：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2024/10/31	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
煤炭可比公司									
601088	中国神华	7644.90	602.10	616.49	629.90	12.70	12.40	12.14	
601898	中煤能源	1548.53	192.99	203.96	215.42	8.02	7.59	7.19	
601918	新集能源	210.35	22.78	24.60	28.68	9.23	8.55	7.33	
	平均值	3134.59	272.63	281.69	291.34	9.98	9.51	8.89	
电解铝可比公司									
601600	中国铝业	1187.09	131.09	142.54	153.44	9.06	8.33	7.74	
000807	云铝股份	493.84	48.99	57.32	62.00	10.08	8.62	7.97	
000933	神火股份	402.41	49.29	58.25	63.93	8.16	6.91	6.29	
	平均值	694.44	76.46	86.04	93.12	9.10	7.95	7.33	
002128	电投能源	450.11	57.41	60.87	66.05	7.84	7.39	6.82	

资料来源：iFind，信达证券研发中心 注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

风险因素

- **宏观经济增速不及预期，煤炭价格大幅下跌：**若国内经济增速放缓，复苏不及预期，或煤炭供给超预期，或将会使煤价下行。
- **煤矿发生安全生产事故：**接续情况紧张，煤炭生产过程发生安全事故或致使产量不及预期。
- **内蒙古地区电价下降：**受煤电、绿电政策影响，若内蒙古地区电价下行，或将影响公司盈利。
- **在建产能进度缓慢：**公司新投产电解铝产能爬坡不及预期，产量释放或建设进程不及预期，或将影响公司盈利。

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	7,427	7,143	9,494	11,429	15,818	
货币资金	1,859	1,693	2,812	4,345	6,985	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,528	1,888	2,413	2,539	3,158	
预付账款	834	653	773	809	1,041	
存货	1,798	1,446	1,711	1,791	2,305	
其他	1,408	1,463	1,785	1,945	2,329	
非流动资产	34,693	41,358	44,599	49,129	53,249	
长期股权投资	686	776	856	933	1,012	
固定资产(合计)	21,827	24,427	24,764	25,174	25,404	
无形资产	3,447	4,784	4,899	5,149	5,808	
其他	8,734	11,371	14,080	17,874	21,024	
资产总计	42,120	48,501	54,093	60,559	69,066	
流动负债	5,511	5,816	5,501	5,857	7,434	
短期借款	502	271	371	491	641	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,776	2,939	2,711	2,837	3,651	
其他	2,233	2,607	2,418	2,529	3,141	
非流动负债	9,294	8,381	9,077	9,893	10,692	
长期借款	8,275	7,474	8,173	9,006	9,772	
其他	1,019	906	905	887	920	
负债合计	14,805	14,197	14,578	15,751	18,125	
少数股东权益	3,824	3,417	4,306	5,337	6,847	
归属母公司股东权益	23,491	30,887	35,210	39,471	44,094	
负债和股东权益	42,120	48,501	54,093	60,559	69,066	

重要财务指标		单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	26,793	26,846	29,784	31,344	38,974	
同比(%)	8.6%	0.2%	10.9%	5.2%	24.3%	
归属母公司净利润	3,986	4,560	5,741	6,087	6,605	
同比(%)	11.3%	14.4%	25.9%	6.0%	8.5%	
毛利率(%)	31.4%	31.8%	35.4%	35.8%	33.5%	
ROE(%)	17.0%	14.8%	16.3%	15.4%	15.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.78	2.03	2.56	2.72	2.95	
P/E	11.29	9.87	7.84	7.39	6.82	
P/B	1.92	1.46	1.28	1.14	1.02	
EV/EBITDA	3.81	4.65	5.04	4.67	4.05	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	26,793	26,846	29,784	31,344	38,974	
营业成本	18,384	18,307	19,232	20,124	25,902	
营业税金及附加	1,571	1,631	1,781	1,872	2,342	
销售费用	56	61	66	69	87	
管理费用	741	883	847	930	1,182	
研发费用	61	32	39	50	53	
财务费用	308	145	178	169	149	
减值损失合计	-78	-45	-2	59	29	
投资净收益	90	139	122	132	175	
其他	-9	33	40	53	84	
营业利润	5,676	5,913	7,800	8,375	9,546	
营业外收支	-92	-60	0	0	0	
利润总额	5,584	5,852	7,800	8,375	9,546	
所得税	878	832	1,170	1,256	1,432	
净利润	4,706	5,021	6,630	7,119	8,114	
少数股东损益	720	461	889	1,031	1,510	
归属母公司净利润	3,986	4,560	5,741	6,087	6,605	
EBITDA	8,213	8,314	10,174	10,855	12,101	
EPS(当年)(元)	2.07	2.11	2.56	2.72	2.95	

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	8,504	6,871	7,479	9,325	10,272	
净利润	4,706	5,021	6,630	7,119	8,114	
折旧摊销	2,245	2,361	2,196	2,310	2,407	
财务费用	329	170	229	253	279	
投资损失	-90	-139	-122	-132	-175	
营运资金变动	1,141	-569	-1,462	-165	-322	
其它	173	28	9	-60	-31	
投资活动现金流	-6,697	-7,741	-5,323	-6,648	-6,320	
资本支出	-6,720	-7,785	-5,149	-6,705	-6,404	
长期投资	0	0	-94	-92	-93	
其他	23	45	-81	148	177	
筹资活动现金流	-1,625	725	-1,038	-1,143	-1,312	
吸收投资	10	3,955	0	0	0	
借款	1,246	-1,033	798	953	916	
支付利息或股息	-1,305	-2,110	-1,951	-2,080	-2,260	
现金净增加额	183	-143	1,118	1,533	2,640	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。