

增持（维持）

蒙东褐煤龙头，煤电铝一体化增量可期

电投能源（002128.SZ）深度报告

2025年2月27日

投资要点：

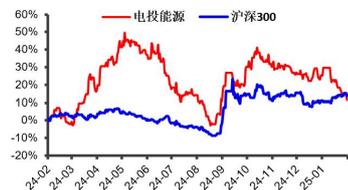
分析师：何敏仪  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040001  
电话：0769-22177163  
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰  
SAC 执业证书编号：  
S0340124020014  
电话：0769-22117626  
邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

主要数据 2025年2月26日

收盘价（元）	17.56
总市值（亿元）	393.62
总股本（百万股）	2241.57
流通股本（百万股）	2241.57
ROE（TTM）	15.83%
12月最高价（元）	23.32
12月最低价（元）	15.12

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **蒙东&东北褐煤龙头，背靠国电投集团** 公司是蒙东和东北地区褐煤的龙头企业，公司煤炭核准产能4,800万吨，属于国内大型现代化露天煤矿。母公司为中电投蒙东能源集团，电投能源是国电投旗下唯一的煤炭资产上市公司，在集团中拥有重要的战略地位。
- **“煤-电-铝”一体化综合能源企业** 公司不仅有煤炭生产和销售业务，公司在过去十年间通过收购和发展逐步进军电力业务和电解铝业务，目前公司拥有电力装机合计7.5GW，其中火电3GW，风光装机4.78GW，拥有年产能86万吨的电解铝生产线，逐步形成行业中独有的“以煤发电、以电炼铝、以铝带电、以电促煤”的总体发展思路。
- **煤炭未来仍有增量** 国电投集团仍有白音华二、三号矿合计产能3500万吨，已经承诺注入，截至2024年5月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。如果上述产能正式注入，公司的煤炭核准产量将会达到8300万吨，将大幅提升公司煤炭业务的营业收入和利润水平。
- **煤炭成本低廉，毛利率行业领先** 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%。2024年H1吨煤成本仅为85.26元/吨。得益于低廉的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，近两年毛利率逐年攀升，2024H1毛利率高达57.92%，在2024年煤价下行周期中，公司煤炭业务毛利率不降反升，表现优于多数同行业可比公司。
- **公司火电业务发电成本低廉** 公司火电机组煤炭大部分为自用煤，依托电投能源露天煤矿而建的大型坑口火电机组，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。
- **新能源装机增量明显提速** 截止2024年6月，公司拥有新能源装机477.98万千瓦，新能源装机规模达到现有总装机规模的61.44%。2025年计划投产规模约200万千瓦左右，公司新能源装机规模达到700万千瓦以上。
- **公司电解铝业务仍有增量，盈利能力行业领先** 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。同时，公司拥有较好的成本控制能力，跟铝行业其他龙头企业相比盈利能力优秀。
- **风险提示：**煤炭价格波动风险，新能源装机规模扩张不及预期，煤矿发生安全生产事故风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1 公司简介：国电投集团旗下“煤-电-铝”一体化上市公司 .....	4
1.1 “煤-电-铝”一体化综合能源企业 .....	4
1.2 背靠国家电投的综合能源企业 .....	4
1.3 三大业务营收利润逐年提升且未来均有增量，煤炭和电解铝为主要业务 .....	5
2 煤炭行业：动力煤供需紧平衡，高库存使煤价短期或震荡运行 .....	7
2.1 产量 .....	7
2.2 进口 .....	9
2.3 动力煤电煤需求 .....	11
2.4 动力煤非电煤需求 .....	13
3 公司煤炭业务 .....	15
3.1 公司煤炭产能 4800 万吨/年，未来仍有增量 .....	15
3.2 东北三省供求缺口大，区域供需紧张 .....	16
3.3 公司煤炭价格稳中有增且成本低廉，毛利率行业领先 .....	18
4 公司其他业务 .....	19
4.1 公司电力业务增长可观，毛利率跨越周期维持稳定 .....	19
4.2 发力布局新能源转型，装机增量明显提速 .....	21
4.3 铝业仍有增量，自备电造就低成本高利润 .....	23
5 投资建议 .....	24
6 风险提示 .....	25

## 插图目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：电投能源股权结构（截止 2024 年 6 月 30 日） .....	5
图 3：公司业务营收结构（截止 2024H1） .....	6
图 4：公司近年营业收入数据及同比增速 .....	6
图 5：公司近年归母净利润数据及同比增速 .....	6
图 6：公司业务营收分布（亿元） .....	6
图 7：公司业务毛利分布（亿元） .....	6
图 8：原煤产量累计值及同比（万吨，%） .....	8
图 9：山西原煤产量累计值及同比（万吨，%） .....	8
图 10：内蒙古原煤产量累计值及同比（万吨，%） .....	8
图 11：陕西原煤产量累计值及同比（万吨，%） .....	8
图 12：新疆原煤产量累计值及同比（万吨，%） .....	8
图 13：动力煤累计进口量及同比（万吨，%） .....	9
图 14：动力煤当月进口量及同比（万吨，%） .....	9
图 15：动力煤进口：印尼到中国及同比（万吨，%） .....	9
图 16：动力煤进口：澳大利亚到中国（万吨） .....	9
图 17：动力煤进口：蒙古到中国及同比（万吨，%） .....	10

图 18 : 动力煤进口: 俄罗斯到中国同比 (万吨, %)	10
图 19 : 2024 年全国不同形式发电量占比 (%)	11
图 20 : 2024 年动力煤下游需求占比 (%)	11
图 21 : 全国累计发电量及同比 (亿千瓦时, %)	11
图 22 : 全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	11
图 23 : 全国累计水电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 24 : 全国累计核电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 25 : 全国累计风电发电量及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 26 : 全国累计太阳能发电及同比 (亿千瓦时, %)	12
图 27 : 全国电厂日均耗煤量 (万吨)	12
图 28 : 六大发电集团日均耗煤量 (万吨)	12
图 29 : 动力煤建材行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	13
图 30 : 水泥产量累计值及同比 (万吨, %)	13
图 31 : 动力煤化工行业消费量累计值及同比 (万吨, %)	14
图 32 : 尿素开工率 (%)	14
图 33 : 甲醇开工率 (%)	14
图 34 : 环渤海煤炭库存 (万吨)	14
图 35 : 煤炭六大发电集团库存量 (万吨)	14
图 36 : 2024 年至今秦皇岛市场煤价格 (元/吨)	15
图 37 : 公司煤炭业务产能情况	16
图 38 : 公司煤炭业务未来增加产能	16
图 39 : 东北三省煤炭产销量及供需缺口 (万吨)	17
图 40 : 公司煤炭业务产销情况 (万吨)	17
图 41 : 重点地区煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间	18
图 42 : 内蒙古霍林郭勒褐煤 Q3500 坑口价 (含税) (元/吨)	18
图 43 : 内蒙古地区煤价和其他地区煤价对比 (元/吨)	18
图 44 : 公司煤炭综合售价 (元/吨)	18
图 45 : 公司煤炭业务毛利率	19
图 46 : 公司煤炭业务毛利率与可比公司对比	19
图 47 : 公司发电机组构成 (万千瓦)	20
图 48 : 公司电力盈利情况 (亿元, %)	20
图 49 : 公司毛利率与其他煤电联营或火电公司对比	20
图 50 : 现有新能源装机按地区分类占比	21
图 51 : 公司 2021-2025 年新能源装机规模及预测 (万千瓦时)	21
图 52 : 2019-2023 年全国各地电力设备平均小时利用数 (风电) (小时)	22
图 53 : 2019-2023 年全国各地电力设备平均小时利用数 (光伏) (小时)	23
图 54 : 公司 2019-2023 年电解铝业务产销情况 (万吨)	23
图 55 : 电解铝业务成本构成	23
图 56 : 电解铝业务营收和占比 (亿元)	24
图 57 : 公司电解铝业务毛利率与可比公司对比	24

## 表格目录

表 1 : 公司盈利预测简表 (2025/2/26)	26
----------------------------	----

## 1 公司简介：国电投集团旗下“煤-电-铝”一体化上市公司

### 1.1 “煤-电-铝”一体化综合能源企业

内蒙古电投能源股份有限公司（以下简称“公司”或“电投能源”）于2001年12月18日成立，公司原名“内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司”，2007年在深圳证券交易所A股上市，证券简称“露天煤业”，2021年公司名称正式变更为电投能源，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，公司是中央国有背景的上市煤企，实际控制股东为国家电力投资集团。

成立之初，公司主营业务为煤炭生产和销售，是蒙东和东北地区褐煤的龙头企业。公司的煤炭产量逐年稳定增加，截至2023年底，公司拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，公司煤炭核准产能4,800万吨，属于国内大型现代化露天煤矿。2014年，公司通过收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司100%股权，新增120万千瓦火电装机，初步形成“煤-电”上下游一体化联营的运营模式。2019年，公司继续将经营范围拓展，公司收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司51%股权，成功进军电解铝行业。同时，公司积极响应国家“双碳”发展目标，加快推进绿色转型升级，布局光伏、风电等新能源发电项目，“十四五”期间公司规划新能源装机规模计划将达到700万千瓦以上。2021年，结合公司向新能源转型的规划，公司正式更名为“电投能源”，可见公司在新能源转型上的决心。至此，公司奠定了行业中独有的“以煤发电、以电炼铝、以铝带电、以电促煤”的总体发展思路。

图 1：公司发展历程



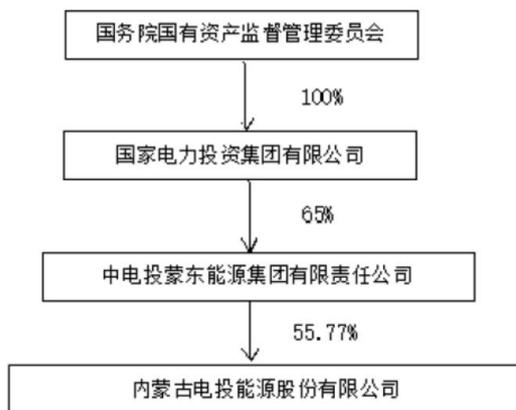
资料来源：公司2023年报，iFind，东莞证券研究所

### 1.2 背靠国家电投的综合能源企业

公司母公司为中电投蒙东能源集团，截止2024年第二季度持股比例高达55.77%，其控股股东为国家电力投资集团（以下简称“国电投”），持股比例为65%。国电投是中央直接管理的特大型国有重要骨干企业，肩负保障国家能源安全的重要使命，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。其是我国唯一同时牵头实施两个国家科技重大专项（大型先进压水堆核电站、重型燃气轮机）和一个国家专项任务（能源工业互联网）的央企；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；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。电投能源是国电投旗下唯一的煤炭资产上市公司，在集团中拥有重要的战略地位，且公司正在积极发展新能源发电业务，在新能源项目资源获取与核准、装机建设并网等多方面或具有资源优势。

图 2：电投能源股权结构（截止 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司 2024 年中报，iFind，东莞证券研究所

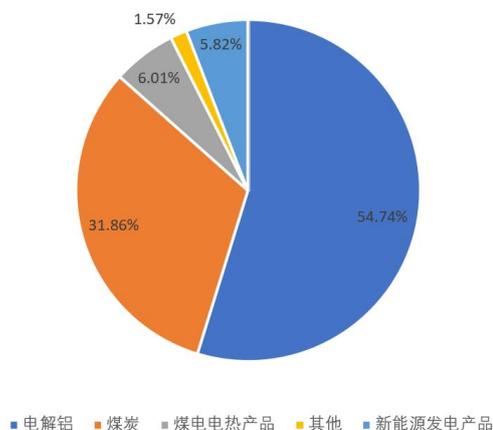
### 1.3 三大业务营收利润逐年提升且未来均有增量，煤炭和电解铝为主要业务

从营收的角度看，2024H1 公司煤炭行业、火电行业、新能源发电行业和电解铝行业分别实现营业收入 45.01 亿元、8.49 亿元、8.22 亿元和 77.34 亿元。从毛利率的角度看，2024H1 公司煤炭行业、火电行业，新能源发电行业和电解铝行业分别 57.92%，32.71%，54.92%和 24.82%。从目前的产能来看，煤炭方面，公司拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，公司煤炭核准产能 4,800 万吨；电力方面，公司拥有火电装机 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火电机组，新能源装机 477.98 万千瓦，分别分布在内蒙古地区、山西、山东等地区；电解铝方面，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。三大业务未来均有增量，煤炭方面，国电投集团仍有白音华二、三号矿合计产能 3500 万吨，已承诺注入，截至 2024 年 5 月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。电力方面，公司确立了“十四五”期间“绿色效益再翻番、低碳智慧创双一流”的转型战略，规划到 2025 年新能源装机规模达到 700 万千瓦以上。电解铝方面，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。

营收方面，2019 年至 2024Q3 年公司营业收入分别为 191.55 亿元、200.74 亿元、246.49 亿元、267.93 亿元、268.46 亿元和 218.10 亿元，同比变化率分别为 132.76%、4.80%、22.79%、8.70%、0.20%和 10.54%；归母净利润方面，公司 2019 至 2024Q3 归母净利润分别为 24.66 亿元、20.71 亿元、35.60 亿元、39.87 亿元、45.60 亿元和 44.00 亿元，同比变化率为 21.68%，-16.04%，71.92%，11.99%，14.37%和 22.73%。综合来看

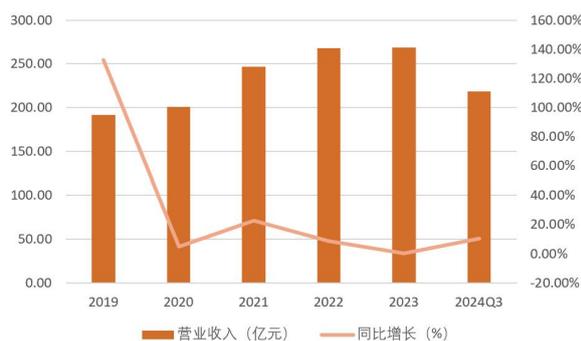
过去五年公司营业收入和归母净利润均实现较大幅度增长。

图 3：公司业务营收结构（截止 2024H1）



资料来源：公司 2024 年中报，iFind，东莞证券研究所

图 4：公司近年营业收入数据及同比增速



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 5：公司近年归母净利润数据及同比增速

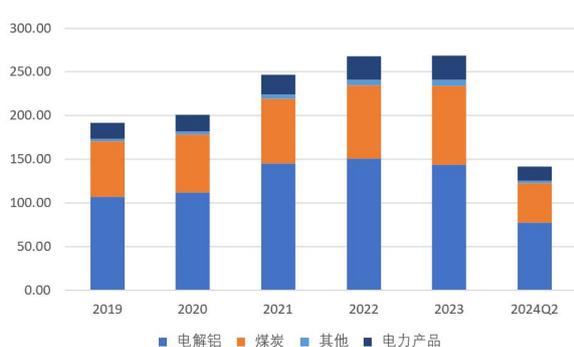


数据来源：iFind，东莞证券研究所

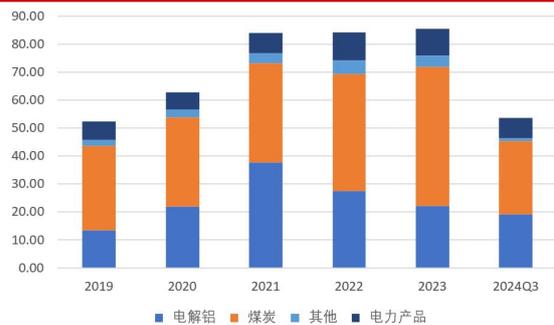
在 2019 年公司收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51% 股权之前，煤炭业务是公司的核心业务，占比常年在 80% 以上，2019 年收购完成后电解铝业务开始贡献逐年向上，2024H1 煤炭和电解铝两大业务分别占公司营业收入的 31.86% 和 54.74%，毛利来看，煤炭和电解铝两大业务分别占公司毛利的 57.92 和 24.82%。目前，煤炭和电解铝是公司两大业务支柱。

图 6：公司业务营收分布（亿元）

图 7：公司业务毛利分布（亿元）



数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

## 2 煤炭行业: 动力煤供需紧平衡, 高库存使煤价短期或震荡运行

### 2.1 产量

2024 年国内原煤产量同比上涨。2023 年煤矿安全事故时有发生, 煤矿安全生产形势严峻。2024 年 1 月, 国务院发布《煤矿安全生产条例》, 旨在加强煤矿安全生产, 防止事故, 保障人民生命财产安全, 主要内容包括: 坚持党的领导和安全第一原则, 强化风险隐患源头治理, 夯实煤矿企业主体责任, 严格落实监管监察责任, 并加大违法行为的惩处力度。因此 2024 年年初时原煤产量同比下跌较大, 2 月累计产量为 70526.70 万吨, 同比下跌 4.20%。后续产量逐步提升, 截至年终, 原煤产量累计值为 475896.20 万吨, 同比增长 1.30%。

分产区来看, 山西省作为最重要的原煤生产省份, 2024 年 3 月, 山西省印发 2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案的通知, 2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右, 而 2023 年原煤产量为 13.57 亿吨, 按计划 2024 年较 2023 年同比下降 4.2%。从实际产能来看, 2024 年山西省煤炭产量有所下滑, 2024 年山西原煤累计产量达 126873.80 万吨, 同比下降 6.90%。2024 年山西原煤产量虽然没能达成全年目标, 但已经非常接近全年目标。

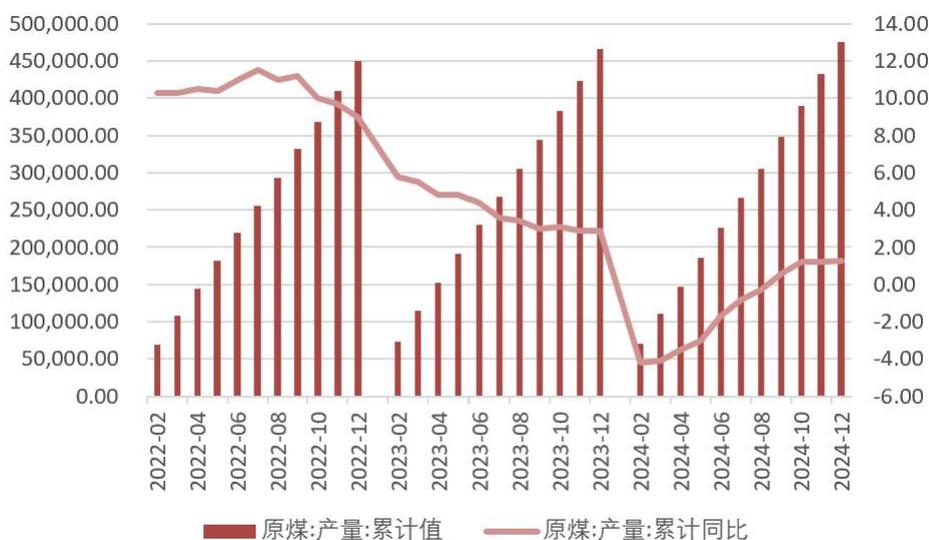
内蒙古和陕西累计产量同比增长。2024 年内蒙古累计生产原煤 129686.90 万吨, 同比上升 5.40%; 12 月内蒙古生产原煤 11840.30 万吨, 同比上涨 10.98%。2024 年陕西省原煤产量 78003.70 万吨, 同比上涨 2.00%, 12 月陕西原煤产量为 6955.00 万吨, 同比上涨 1.63%。内蒙古和陕西煤炭产量受强安监政策压制影响的程度比山西弱, 整体仍呈现小幅上涨。

新疆作为“三西”地区外的最大产区, 是未来增供主力。2024 年新疆原煤产量保持较快增长, 累计生产原煤 54077.00 万吨, 同比上升 17.50%; 12 月新疆生产原煤 6340.20 万吨, 同比上升 6.55%, 虽然新疆产量快速上升, 但产量基数相对较低, 对总体产量影响不大。

我们认为, 未来国内煤炭供给将逐步趋于稳定。自供给侧改革以来, 煤炭行业的新增产能审批逐步趋严, 特别是在“十四五”期间, 国家对新核准矿井的审批更加严

格, 环保和安全监管政策也对新建矿井的审批提出了更高的要求。同时, 随着“双碳”政策的推进, 煤炭行业面临长期需求减少的趋势, 新建煤矿的投资意愿减弱。煤企在面对 2030 年的碳达峰目标时, 新建矿井的经济吸引力下降, 因此新建产能的意愿明显减弱。近年来, 煤矿安全生产形势严峻, 安监力度加大, 导致部分煤矿停产整顿, 影响了新增产能的释放。同时, 环保监管的加强使得在生态环境敏感区域难以开展新的煤矿开发。煤炭行业固定资产投资增速回落, 表明新增产能的增长速度放缓。以晋陕蒙主产区为例, 2024 年煤炭产量计划减产 4894 万吨, 相较于 2023 年的计划增加 1.38 亿吨下降明显。总结来说, 我们认为未来几年煤炭新增产能释放将是较为缓慢的过程。

图 8: 原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



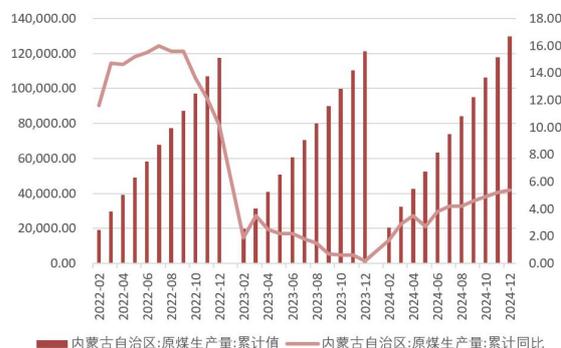
资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 9: 山西原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 10: 内蒙古原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 11: 陕西原煤产量累计值及同比 (万吨, %)

图 12: 新疆原煤产量累计值及同比 (万吨, %)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

## 2.2 进口

2024年1-9月我国进口动力煤2.89亿吨,同比增加10.75%,进口动力煤总量仍在增长,但是增速大幅回落,去年同期增速为77.89%,增速回落67.23个百分点。从每个月的增速来看,进入2024年以后进口增速大幅放缓,且每月增速保持相对稳定。分国别来看,我国主要动力煤进口国为印尼、澳大利亚、俄罗斯与蒙古,2024年1-9月我国从印尼进口动力煤1.67亿吨,同比上涨2.81%,占比57.57%;2024年1-9月从澳大利亚进口动力煤5218.99万吨,同比上涨59.76%,占比18.03%;2024年1-9月我国从蒙古进口动力煤1708.20万吨,同比上涨52.57%,占比5.90%,增速回落较多,去年同期增速为429.35%;2024年1-9月我国从俄罗斯进口动力煤3819.01万吨,同比下跌17.81%,占比13.19%,去年同期增速为87.65%,增速同比下跌105.44个百分点。去年二月开始我国恢复从澳大利亚进口煤炭,进口格局重塑,目前来看我国动力煤进口格局已经逐步稳定,尤其从最主要进口国印尼来看,进口量增速已逐步稳定。

图 13: 动力煤累计进口量及同比 (万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 14: 动力煤当月进口量及同比 (万吨, %)



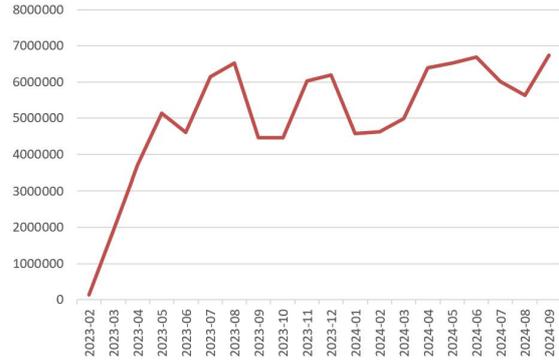
数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 15: 动力煤进口: 印尼到中国及同比 (万吨, %)

图 16: 动力煤进口: 澳大利亚到中国 (万吨)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 17: 动力煤进口: 蒙古到中国及同比(万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

图 18: 动力煤进口: 俄罗斯到中国同比(万吨, %)



数据来源: Mysteel, 东莞证券研究所

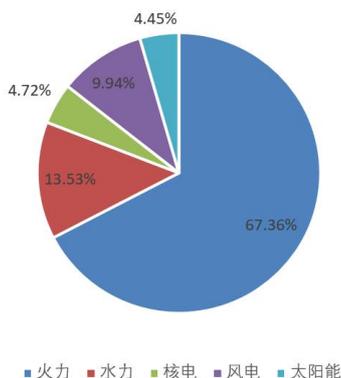
总体来看, 2020 年我国禁止澳大利亚煤进口之后, 蒙古煤、俄罗斯煤开始代替澳大利亚煤的地位, 而 2023 年 2 月开始我国恢复了澳大利亚煤的进口, 但蒙古煤、俄罗斯煤进口数量仍维持高位。2023 年和 2024 年进口量增加的主要原因是国内需求稳定增长, 国内供给增速减缓, 同时国内外煤价存在价差, 发电厂等下游企业更愿意从海外进口煤炭, 减少成本。而随着国内煤炭价格从历史高位回落, 海外煤不再具有较高性价比。

同时海外需求也日渐提升, 其中印度为煤炭主要需求国, 印度本土煤炭资源禀赋较差, 高卡的动力煤及主焦煤均为稀缺资源, 需要从海外进口, 而印尼为印度主要的煤炭进口国。印度电力和钢铁行业的发展对煤炭消费产生了巨大需求。一方面, 电力行业是印度煤炭消费的最大驱动力, 特别是在高温极端天气频发的情况下, 其电力需求进一步增加。另一方面, 随着印度工业化的推进, 其钢铁产量大幅增加, 因而对炼焦煤的需求也在上升。包括印度在内的国际煤炭市场需求提升可能继续推高海外煤的价格, 进一步影响我国煤炭进口的数量, 未来进口量难言再有较大的提升。

## 2.3 动力煤电煤需求

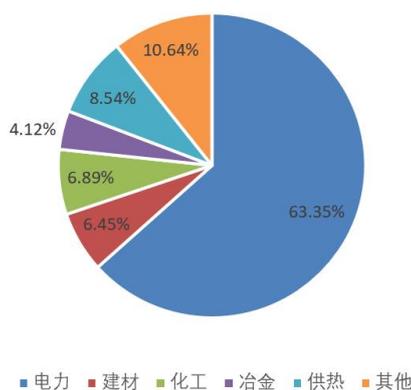
电力行业是我国动力煤消费的主要领域，2024 年电力行业耗煤量占动力煤总需求量的 63.34%。我国电力需求持续增长，2024 年全国累计发电量 94180.60 亿千瓦时，累计同比增长 5.71%。而从火电的角度来看，2024 年累计发电量 63437.70 亿千瓦时，同比增长 1.80%，火电发电量占比 67.36%，火电主体地位不变。

图 19：2024 年全国不同形式发电量占比 (%)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 20：2024 年动力煤下游需求占比 (%)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 21：全国累计发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：全国累计火电发电量及同比 (亿千瓦时, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

同时我国新能源发电发展迅猛，2024 年，水电、核电、风电和太阳能，同比分别增长 10.70%、2.70%、11.10%和 28.20%。新能源的发展对电煤需求产生了一定的影响，但目前基数较低，即使增速较快在短期内难以完全替代传统的火电需求。虽然火电整体没有水电、风电、太阳能发电等新能源发电形式增长迅速，但考虑到地区间电力输送和气候的不确定性等多方面因素，电力供需形势存在不确定性，长期看火电在电源结构中压舱石的角色难以替代。火电具有调峰能力强、响应速度快的优势，能够迅速应对电力需

求的波动。在迎峰度夏和迎峰度冬等电力需求高峰期间，火电能够及时增加发电量，满足电网的高峰负荷需求，保障电力供应的稳定性。从全国电厂日均耗煤量可以看出，近三年来电厂日均耗煤量逐步提升。预计在 2030 “碳达峰” 之前，火电仍然能稳定增长。

图 23：全国累计水电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 24：全国累计核电发电量及同比（亿千瓦时，%）



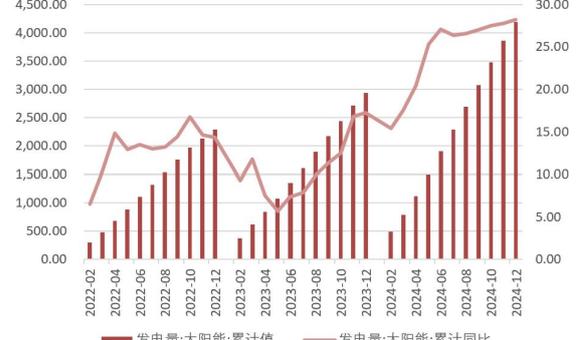
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 25：全国累计风电发电量及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：全国累计太阳能发电及同比（亿千瓦时，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 27：全国电厂日均耗煤量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 28：六大发电集团日均耗煤量（万吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 2.4 动力煤非电煤需求

在动力煤的非电需求上，建材行业用煤和化工行业用煤是主要的两个方面。建材行业用煤上，2024 年动力煤建材行业消费量为 27008.23 万吨，同比减少 7.18%。而在建材用煤上，水泥为最重要的终端产品，从水泥的产量上看，2024 年水泥累计产量为 182523.70 万吨，同比减少 9.50%，水泥的出库量也逐年下滑。由于房地产市场低迷和基建投资放缓，水泥产量持续减少，导致建材行业的煤炭需求也有所下降。同时国家推动节能低碳技术的推广，如《建材行业碳达峰实施方案》的实施，使得建材行业的能耗和碳排放强度持续下降。这些政策促使建材行业逐步减少对煤炭的依赖，并推动了“煤改气”、“煤改电”等替代措施的应用，建材用煤需求进一步下滑。

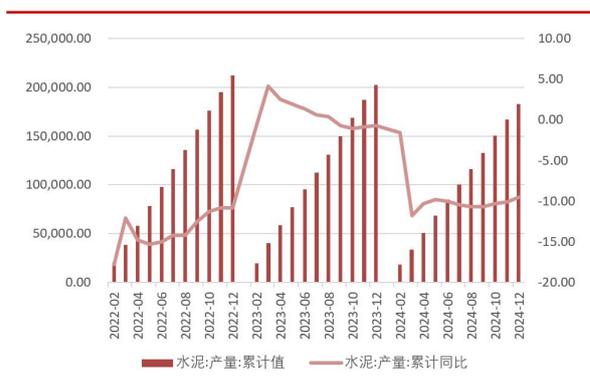
尽管建材用煤需求整体呈下降趋势，但短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升。9 月 24 日以后，中央经济政策显著加力，在房地产、消费、化解地方债等方面出台多种增量政策。具体来看，住房城乡建设部会同有关部门推出“4+4+2”房地产政策“组合拳”，包括：降低住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，降低首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房税费负担；调整或取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准；此外，通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村和危旧房改造，以及年前将“白名单”项目的贷款规模增加到超 4 万亿。目前政策依然在有序推出中，若后续政策持续发力，建材用煤在短期内有望迎来上涨。

图 29：动力煤建材行业消费量累计值及同比  
(万吨, %)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 30：水泥产量累计值及同比（万吨, %）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

从化工用煤来看，2024 年化工用煤累计量为 28851.52 万吨，同比增长 15.43%，但是年内增速逐步放缓，从化工产品开工率上看，主要化工品种甲醇和尿素开工率都处于几年来的高位，化工装置负荷有望逐步提升，从而推动化工用煤需求的增长。同时，新型煤化工项目的投产也将进一步拉动化工用煤的需求。由于仍有大量的煤化工产能开建、投产，预计未来 3—5 年化工用煤景气度有望维持。

图 31: 动力煤化工行业消费量累计值及同比 (万吨, %)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 32: 尿素开工率 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 33: 甲醇开工率 (%)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

总结来说, 电煤需求占动力煤需求较大部分, 是扰动需求端的重要部分, 预期未来数年以平稳速度增长。而非电需求方面, 建材用煤短期内可能会受到房地产政策松绑和基建投资增加的影响而有所回升, 而化工用煤的增量因仍有大量的煤化工产能开建和投产而具备一定的确定性, 我们认为, 2025 年动力煤的需求量有望提升。

但目前动力煤库存处于近年来高位, 截至 2 月 22 日, 环渤海煤炭库存为 2963.90 万吨, 同比增长 31.91%。煤炭六大发电集团库存量为 1366.50 万吨, 同比增加 8.28%。虽然动力煤供应和进口格局已经逐步稳定, 但目前动力煤库存水平较高, 预计短期行业依然处于去库存的周期中, 预计煤价短期将延续当前趋势震荡运行, 而后逐步企稳回升。

图 34: 环渤海煤炭库存 (万吨)

图 35: 煤炭六大发电集团库存量 (万吨)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 36: 近期秦皇岛市场动力煤价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

### 3 公司煤炭业务

#### 3.1 公司煤炭产能 4800 万吨/年，未来仍有增量

公司位于内蒙古东部通辽市霍林郭勒，是国内五大露天煤矿之一，拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权。两个矿田合计拥有煤炭核准产能 4,800 万吨（公司拥有权益产能 4764 万吨），属于国内大型现代化露天煤矿。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。公司的下游客户主要包括：五大发电集团、当地重点耗煤企业及属地民生供热企业等。所产煤炭品种皆为优质褐煤，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点的特点，公司煤炭热值在 2800-3700 千卡/千克之间，平均发热量约 3100 大卡/千克，燃烧反应充分且不结焦，是符合环保要求的电厂“绿色燃料”。经过多年耕耘，已成为大东北地区褐煤销售龙头企业，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。同时，国电投集团仍有白音华二、三号矿合计产能 3500 万吨，承诺注入电投能源，截至 2024 年 5 月，相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。如果上述产能正式注入，公司的煤炭核准产量将会达到 8300 万吨，将大幅提升公司煤炭业务的营业收入和利润水平。

图 37：公司煤炭业务产能情况

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

资料来源：公司 2023 年年报，iFind，东莞证券研究所

图 38：公司煤炭业务未来增加产能

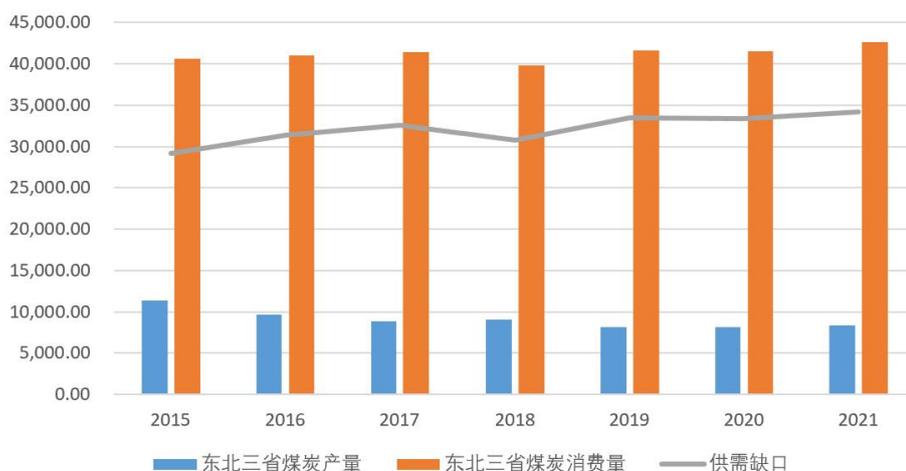
集团名称 <sup>↙</sup>	矿井 <sup>↙</sup>	产能 (万吨/年) <sup>↙</sup>	煤种 <sup>↙</sup>	热值 (千卡/千克) <sup>↙</sup>
国家电投内蒙古公司 <sup>↙</sup>	白音华二矿 <sup>↙</sup>	1500 <sup>↙</sup>	褐煤 <sup>↙</sup>	3000-3300 <sup>↙</sup>
	白音华三矿 <sup>↙</sup>	2000 <sup>↙</sup>		

资料来源：公司 2023 年年报，iFind，东莞证券研究所

### 3.2 东北三省供求缺口大，区域供需紧张

东北三省是我国发展较早且工业体系比较完备的重工业基地和能源保障基地，其丰富的矿产资源为国内的民用消费和经济建设提供了保证，但随着近些年高强度的开采以及不合理的产业结构等因素的影响，东北地区自身能源消耗巨大，供给日趋紧张，从近年的数据来看，东北三省的煤炭供需缺口已经从 2015 年的小于 30000 万吨扩大到 2021 年的接近 35000 万吨，随着煤炭资源枯竭以及去产能政策实施影响，东北三省煤炭产量将会持续下降，预计从外部输入煤炭量越来越大。

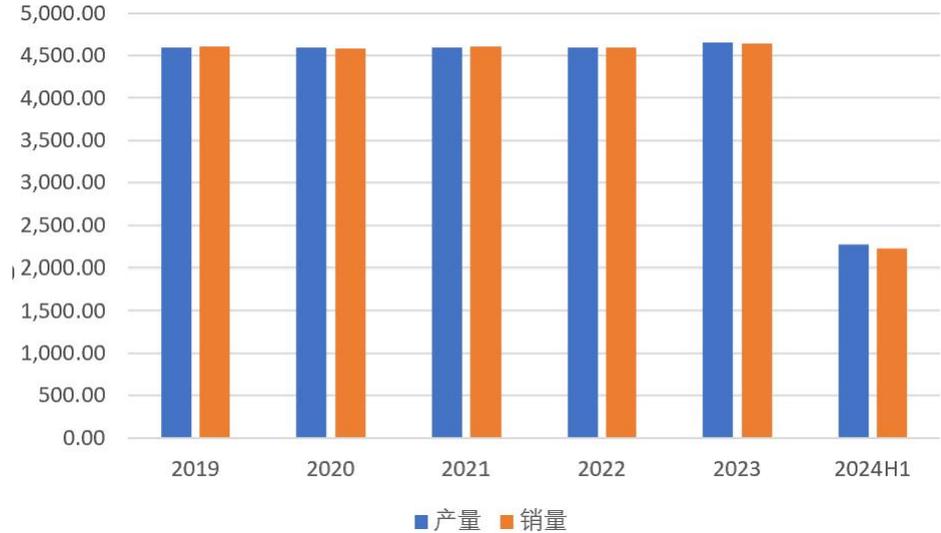
图 39：东北三省煤炭产销量及供需缺口（万吨）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

内蒙古东部的呼伦贝尔，通辽，赤峰三市和兴安盟简称为蒙东地区，是我国煤炭资源富集地区，是我国最主要的褐煤生产基地，蒙东地区与东北三省距离接近，与自产煤炭逐渐衰竭的东北三省构成互补关系。而公司恰是蒙东及大东北区域内最大的煤炭生产企业，公司煤炭经通霍线进入通辽市周边市场、吉林市场以及辽宁中南部市场具有明显的运距优势。公司煤炭产品主要销售给内蒙古、吉林、辽宁等地区燃煤企业，用于火力发电、煤化工、地方供热等方面。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的契机。2023 年公司实际生产原煤 4,654.74 万吨，实际销售原煤 4,647.43 万吨；2024H1 公司实际生产原煤 2,267.49 万吨，实际销售原煤 2,221.53 万吨。公司过去数年煤炭产销率都维持在 100% 附近，公司煤炭产销保持稳定，预计将持续受益于区域煤炭供需的不匹配。

图 40：公司煤炭业务产销情况（万吨）



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

### 3.3 公司煤炭价格稳中有增且成本低廉, 毛利率行业领先

公司煤炭销售长协煤占比约为 85%，市场煤占比约 15%，能够有效地平抑煤价波动对业绩的影响。2024 年公司煤炭长协价格是在国家发改委《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）规定的价格区间之内，采用国家发改委要求的“基础价+浮动价”机制，基准价由上年 12 月定，浮动价联动价格指数采用全国煤炭交易中心发布的 NCEI 中长期合同价格。蒙东地区 3500 大卡长协煤价格区间为 200—300 元/吨（含税）。2023 年公司煤炭价格上涨主要是长协与市场销售结构略有调整，从之前的长协和市场比例为 90:10 调整至 85:15，以及受 2022 年末价格“翘尾”因素公司长协价格高于 2022 年同期。同时 2024 年年初公司充分研判市场后将长协煤价格统一上调至国家发改委规定价格区间上限，导致 2024 年公司煤价逆势小幅上涨。

图 41: 重点地区煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间

地区	山西	陕西	蒙西	蒙东
热值	5500 千卡	5500 千卡	5500 千卡	3500 千卡
价格合理区间 (元/吨)	370~570	320~520	260~460	200~300

注: 1. 上述价格均为含税价格。  
2. 其他热值煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间按热值比相应折算。  
3. 其他地区可根据当地实际情况, 按照自产煤炭与外调煤炭到燃煤电厂价格相近的原则, 提出当地自产煤炭出矿环节中长期交易价格合理区间。

数据来源: 国家发改委, 东莞证券研究所

图 42: 内蒙古霍林郭勒褐煤 Q3500 坑口价 (含税) (元/吨)



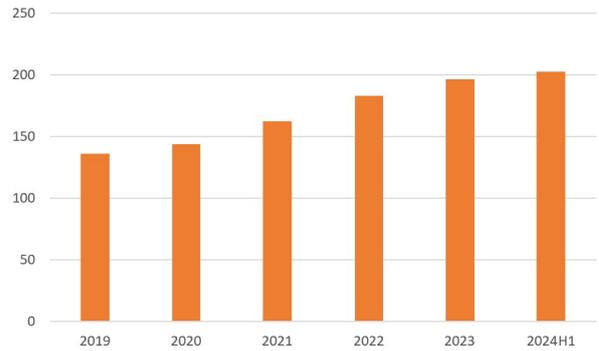
数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 43: 内蒙古地区煤价和其他地区煤价对比 (元/吨)

图 44: 公司煤炭综合售价 (元/吨)



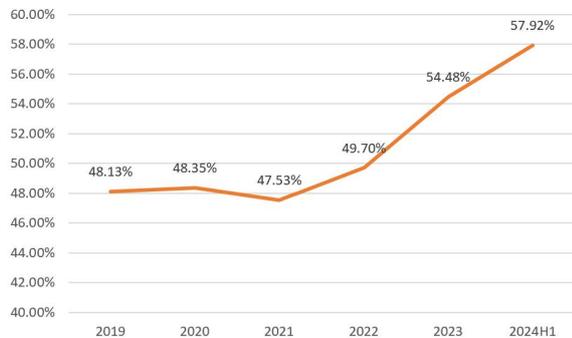
数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

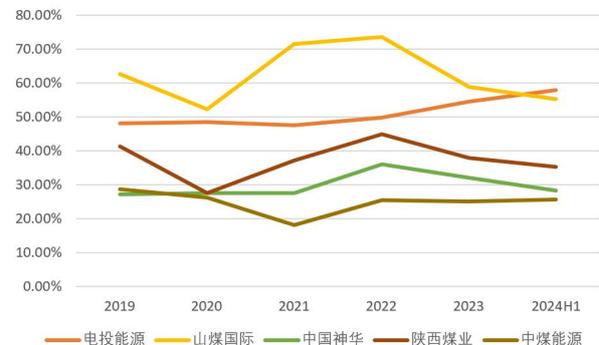
公司纯露天开采模式造就了远优于行业的开采成本优势, 纯露天开采模式的好处包括资源利用率高, 开采成本低, 机械化程度高, 生产安全, 适应性强, 经济效益好。公司吨煤成本常年保持在 90 元/吨附近。2023 公司吨煤成本 89 元/吨, 同比下降 2.8%。2024 年 H1 吨煤成本仅为 85.26 元/吨。得益于低廉的开采成本以及较高的长协占比, 2019 年以来公司煤炭业务毛利率基本保持在 47% 以上, 近两年毛利率逐年攀升, 2024H1 毛利率高达 57.92%, 在 2024 年煤价下行周期中, 公司煤炭业务毛利率不降反升, 表现优于多数同行业可比公司。

图 45: 公司煤炭业务毛利率



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 46: 公司煤炭业务毛利率与可比公司对比



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

## 4 公司其他业务

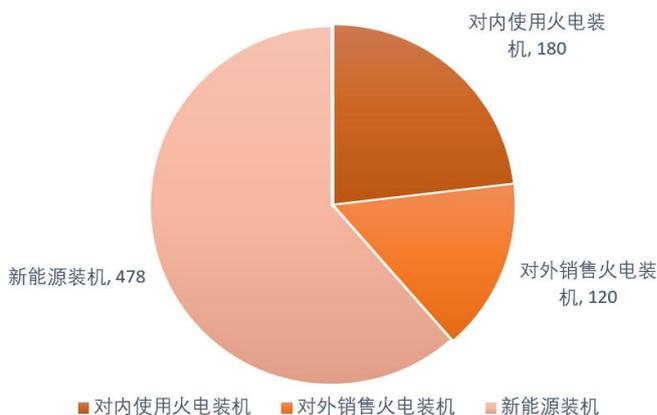
### 4.1 公司电力业务增长可观, 毛利率跨越周期维持稳定

公司电力业务丰富, 不仅有火力发电业务, 还有新能源发电业务, 包括风电发力和太阳能发电。从火电来看, 公司一共有 3GW 的火电机组, 其中霍煤鸿骏公司的 1.8GW 火电机组主要提供给公司电解铝厂自用, 公司全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司拥有的 2\*600MW 则是东北电网直调火电厂主力机组, 公司火电机组煤炭大部分为自用煤, 依托电投能源露天煤矿而建的大型坑口火电机组, 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。公司所发电力主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，热力供应则主要负责霍林郭勒市城区部分居民采暖负荷，是东北地区主力供电机组，年利用小时高于区域火电机组 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。

新能源发电来看，公司是煤炭板块新能源转型领域的“排头兵”，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。近两年内公司新能源装机量实现快速扩张，根据公司公告，截至 2024 年 6 月，公司拥有新能源装机 477.98 万千瓦，且在后续持续有增量，总体来看，到“十四五”末，公司新能源装机规模有望达到 700 万千瓦以上，成为企业利润增长的又一支撑点。

图 47：公司发电机组构成（万千瓦）



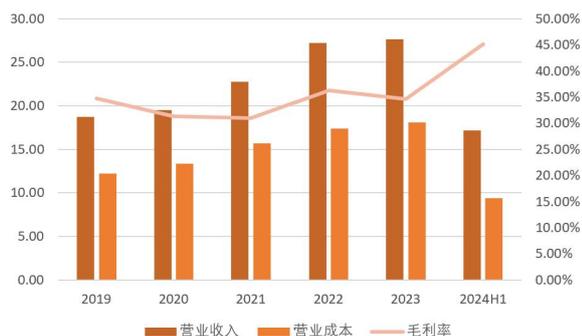
资料来源：公司 2024 半年报，iFind，东莞证券研究所

公司发电售电量逐年增加，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 2.47%、5.62%。分业务来看，火电业务上，2024 年上半年实际发电量 248,136.70 万千瓦时，比上年同期减少 14.72%。2024 年上半年实际售电量 225,997.08 万千瓦时，比上年同期减少 14.66%；光伏风电新能源业务上，2024 年上半年实际发电量 307,466.72 万千瓦时，比上年同期增加 99.53%。2024 年上半年实际售电量 303,643.63 万千瓦时，比上年同期增加 99.67%。根据公司的生产和销售计划，2024 年计划发电量为 263.36 亿千瓦时（含自备电厂发电量 132.67 亿千瓦时），计划售电量 123.3 亿千瓦时，同比上年分别增长 51.01%，电力业务增量可观。

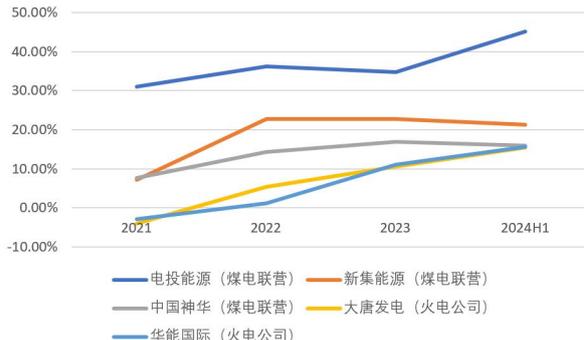
营收来看，公司电力业务营收逐年上升，毛利率跨越周期维持稳定，和其他煤电联营的上市公司和火电公司相比，公司毛利率维持高位并且能跨越传统电力周期。

图 48：公司电力盈利情况（亿元，%）

图 49：公司毛利率与其他煤电联营或火电公司对比



数据来源: iFind, 东莞证券研究所



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

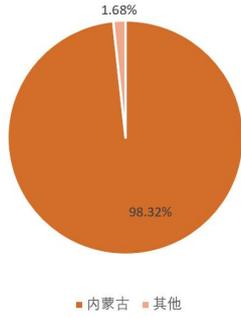
## 4.2 发力布局新能源转型，装机增量明显提速

2022 年 6 月 1 日，国家发展改革委、国家能源局等 9 部门联合印发《“十四五”可再生能源发展规划》。规划提出，2035 年，我国将基本实现社会主义现代化，碳排放达峰后稳中有降，在 2030 年非化石能源消费占比达到 25% 左右和风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的基础上，上述指标均进一步提高。可再生能源加速替代化石能源，新型电力系统取得实质性成效，可再生能源产业竞争力进一步巩固提升，基本建成清洁低碳、安全高效的能源体系。新能源行业发展环境持续向好，“双碳”目标催生新能源行业发展新机遇，新能源发电装机在电源结构中的占比进一步上升，金融支持力度加大，行业发展前景可期。

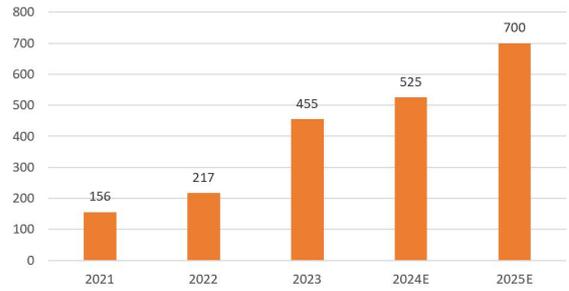
自 2014 年以来，公司持续积极拓展新能源业务，在风电及光电领域均规划布局有装机增量。近两年内部分风光电机组陆续投产并网，公司新能源装机量实现快速扩张。2023 年一年时间，通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目、上海庙外送新能源基地阿拉善 40 万千瓦风电项目、锡盟外送新能源基地锡盟阿巴嘎旗别力古台 50 万千瓦风电项目已全容量投产，且正在积极推进突泉县 44.5 万千瓦风电项目建设，同时霍林河循环经济局域网正在建设火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点 30 万千瓦风电和 15 万千瓦光伏项目已投产，循环经济新能源装机规模达到 105 万千瓦。截止 2024 年 6 月，公司拥有新能源装机 478.0 万千瓦，新能源装机规模达到现有总装机规模的 61.44%。2024 年计划投产规模约 70 万千瓦左右，2025 年计划投产规模约 200 万千瓦左右。2024 年，新能源装机容量预计约 500 万千瓦。2025 年，新能源规模预计达到 700 万千瓦。公司新能源发电规模增量可期。

图 50: 现有新能源装机按地区分类占比

图 51: 公司 2021-2025 年新能源装机规模及预测 (万千瓦时)



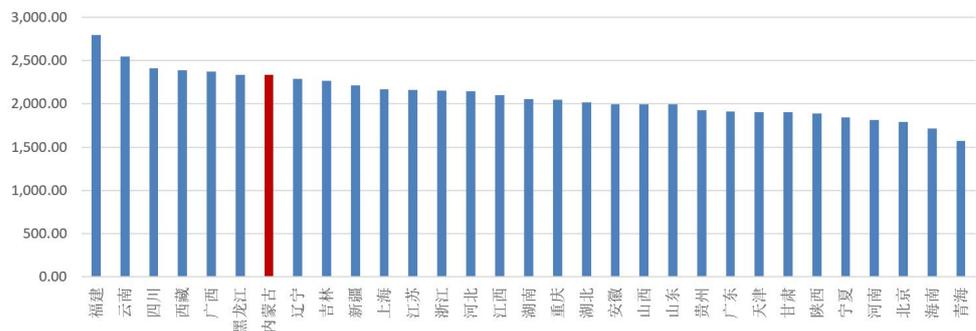
数据来源：公司2024年半年报，iFind，东莞证券研究所



数据来源：公司2024年半年报，iFind，东莞证券研究所

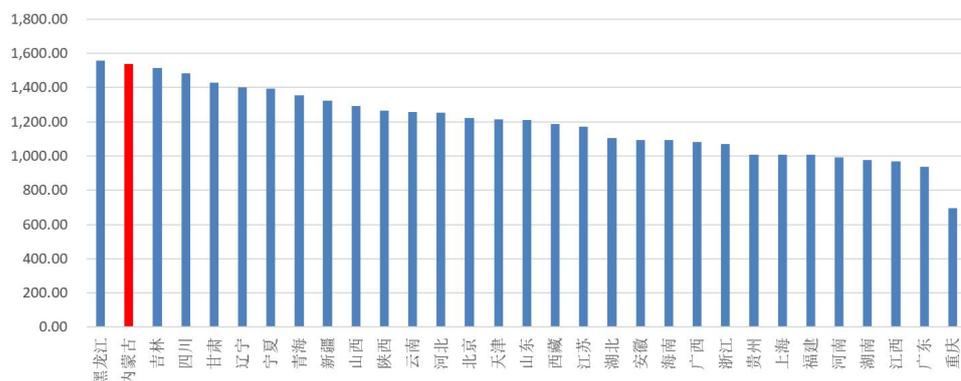
公司新能源装机分别分布在内蒙古地区、山西、山东等地区，其中以内蒙古地区为主，所在内蒙古区域新能源装机 428.8 万千瓦，占比达到 94.2%。同时公司在建和规划项目也主要布局在内蒙古地区，占比高达 69%。内蒙古是我国风能资源最丰富的省区，且地形平坦，没有破坏性风速，是我国连成一片的最大风能资源区。2019 年-2023 年内蒙古风电设备平均小时利用数位列全国第七，而公司 2023 年风电利用小时约 2800 小时，高于地区平均值超过 300 小时。同时，内蒙古光资源同样充沛，太阳能年总辐射量在 1342~1948kWh/m<sup>2</sup> 之间，年日照时数在 2600~3400h 之间，是全国高值地区之一。2019 年-2023 年内蒙古光伏设备平均小时利用数位列全国第二，而公司 2023 年光伏利用小时约 1700 小时，高于地区平均值接近 200 小时。依托区域良好的风、光资源优势，公司在新能源发电业务上有着较强的盈利能力。

图 52：2019-2023 年全国各地电力设备平均小时利用数（风电）（小时）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 53：2019-2023 年全国各地电力设备平均小时利用数（光伏）（小时）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

### 3.3 铝业仍有增量，自备电造就低成本高利润

公司电解铝业务经营主体为控股子公司霍煤鸿骏，截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有年产能 86 万吨的电解铝生产线，主要电解铝产品为铝液及铝锭，铝液销售给周边铝后加工企业，铝锭由国家电投集团系统内铝业国贸公司统一销售，主要销往东北、华北地区。过去五年时间公司电解铝业务基本满产满销。未来产能仍有增量，据公司公告，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。

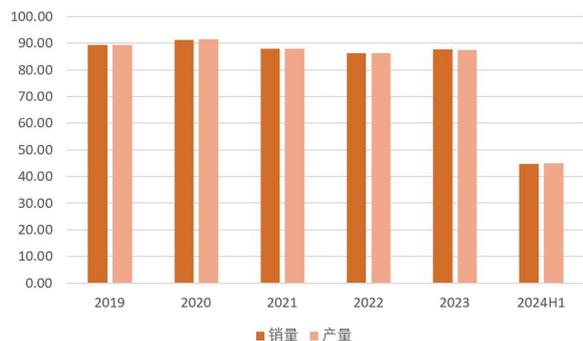
由于电解铝行业产品同质性较强、销售价格趋于统一、生产技术差别相对较小，因此电解铝行业竞争力主要体现在生产成本以及销售运距等方面。公司的主要优势在于成本方面，根据公司 2023 年年报，电解铝业务成本中“原材料”项占比约 58%，“能源和动力”项占比约 27%，是成本构成中非常重要的两项。电投能源在这两项中有着独特的优势：（1）国家电投集团铝业国际贸易有限公司系国家电投旗下的铝业贸易服务平台，采用集约化、专业化和市场化的运作方式，为集团内铝业企业提供集中采购和销售服务。在原材料采购中，通过化零为整，将小批量采购转化为大批量采购，从而获得更优的产品结构、更稳定的采购渠道和更及时的供货保障，同时提高议价能力；（2）霍煤鸿骏铝业公司包含火电装机 180 万千瓦，新能源装机 105 万千瓦，依托自备电厂，电力成本保持稳定，大幅避免了电价上涨带来的成本增加。

电解铝板块持续为公司贡献高体量的营收规模，2019 年到 2024 年 H1 以来公司电解铝板块营收规模分别为 107.43、112.01、144.37、150.43、143.03、77.34 亿元，占比均在 50%以上。得益于公司较好的成本控制能力，跟铝行业其他龙头相比盈利能力优秀，公司电解铝毛利率处于行业中的相对高位，2019 年到 2024 年 H1，公司电解铝业务毛利率分别为 12.58%、19.62%、26.07%、18.28%、15.51%、24.82%。

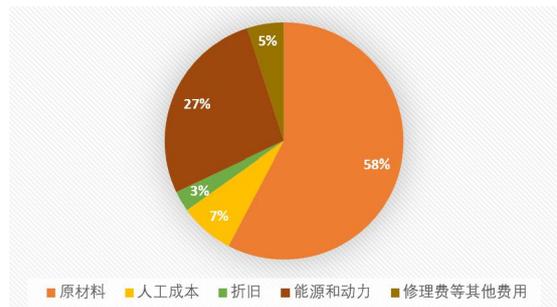
图 54：公司 2019-2024H1 年电解铝业务产销

图 55：电解铝业务成本构成

情况 (万吨)

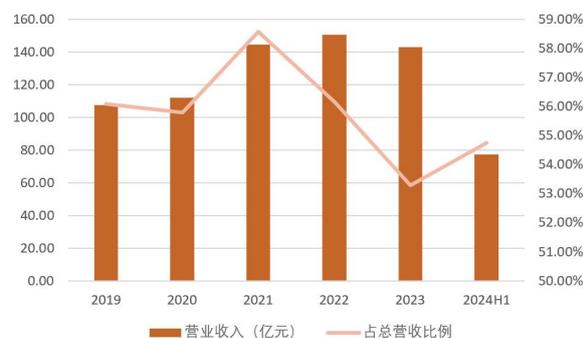


数据来源: 公司2024半年报, iFind, 东莞证券研究所



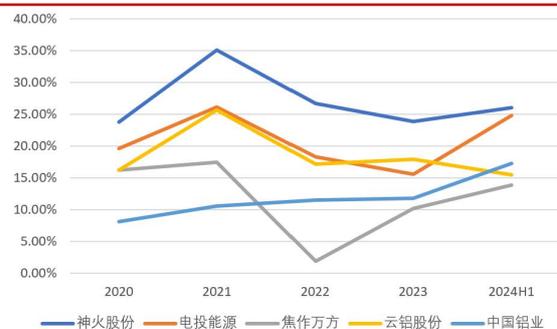
数据来源: 公司2023年年报, iFind, 东莞证券研究所

图 56: 电解铝业务营收和占比 (亿元)



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 57: 公司电解铝业务毛利率与可比公司对比



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

## 5 投资建议

**蒙东&东北褐煤龙头, 背靠国电投集团** 公司是蒙东和东北地区褐煤的龙头企业, 公司煤炭核准产能 4,800 万吨, 属于国内大型现代化露天煤矿。母公司为中电投蒙东能源集团, 电投能源是国电投旗下唯一的煤炭资产上市公司, 在集团中拥有重要的战略地位。

**“煤-电-铝”一体化综合能源企业** 公司不仅有煤炭生产和销售业务, 公司在过去十年间通过收购和发展逐步进军电力业务和电解铝业务, 目前公司拥有电力装机合计 7.5GW, 其中火电 3GW, 风光装机 4.78GW, 拥有年产能 86 万吨的电解铝生产线, 逐步形成行业中独有的“以煤发电、以电炼铝、以铝带电、以电促煤”的总体发展思路。

**煤炭未来仍有增量** 国电投集团仍有白音华二、三号矿合计产能 3500 万吨, 已经承诺注入, 截至 2024 年 5 月, 相关矿土地使用证相关手续已办理完毕。如果上述产能正式注入, 公司的煤炭核准产量将会达到 8300 万吨, 将大幅提升公司煤炭业务的营业收入和利润水平。

**煤炭成本低廉，毛利率行业领先** 公司吨煤成本常年保持在 90 元/吨附近。2023 年公司吨煤成本 89 元/吨，同比下降 2.8%。2024 年 H1 吨煤成本仅为 85.26 元/吨。得益于低廉的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，近两年毛利率逐年攀升，2024H1 毛利率高达 57.92%，在 2024 年煤价下行周期中，公司煤炭业务毛利率不降反升，表现优于多数同行业可比公司。

**公司火电业务发电成本低廉** 公司火电机组煤炭大部分为自用煤，依托电投能源露天煤矿而建的大型坑口火电机组，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。

**新能源装机增量明显提速** 截止 2024 年 6 月，公司拥有新能源装机 477.98 万千瓦，新能源装机规模达到现有总装机规模的 61.44%。2025 年计划投产规模约 200 万千瓦左右，公司新能源装机规模达到 700 万千瓦以上。

**公司电解铝业务仍有增量,盈利能力行业领先** 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。同时，公司拥有较好的成本控制能力，跟铝行业其他龙头企业相比盈利能力优秀。

**盈利预测：**预计 2024 和 2025 年公司归母净利润为 299.65 亿元和 326.17 亿元，每股收益为 2.17 元和 2.46 元，2 月 26 日股价对应 PE 分别为 8.10 倍和 7.13 倍，给予“增持”评级。

## 6 风险提示

- (1) **煤炭价格波动风险** 若煤炭供给超预期，或将会使煤价下行；
- (2) **新能源装机规模扩张不及预期** 公司新投产电解铝产能爬坡不及预期，或将影响公司盈利；
- (3) **煤矿发生安全生产事故风险** 煤炭生产过程发生安全事故，导致停工停产或致使产量不及预期。

表 1: 公司盈利预测简表 (2025/2/26)

科目 (百万元)	2023(A)	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>26845.53</b>	<b>29964.58</b>	<b>32616.95</b>	<b>37570.37</b>
<b>营业总成本</b>	<b>21059.68</b>	<b>23065.57</b>	<b>25073.84</b>	<b>29253.13</b>
营业成本	18307.15	20032.16	21786.45	25498.01
营业税金及附加	1631.29	1792.65	1951.33	2247.67
销售费用	61.39	66.52	71.71	83.97
管理费用	882.78	852.70	967.47	1139.67
财务费用	145.39	282.48	245.29	224.38
研发费用	31.69	39.07	51.59	59.43
<b>其他经营收益</b>	<b>126.81</b>	<b>53.83</b>	<b>64.13</b>	<b>68.54</b>
公允价值变动净收益	1.01	1.06	1.41	1.16
投资净收益	138.90	107.18	111.99	119.36
其他收益	89.20	34.60	44.29	56.03
<b>营业利润</b>	<b>5912.65</b>	<b>6952.84</b>	<b>7607.24</b>	<b>8385.78</b>
加 营业外收入	28.48	18.34	19.84	22.22
减 营业外支出	88.91	110.90	101.54	100.45
<b>利润总额</b>	<b>5852.22</b>	<b>6860.28</b>	<b>7525.54</b>	<b>8307.55</b>
减 所得税	831.52	1030.62	1127.42	1224.33
<b>净利润</b>	<b>5020.70</b>	<b>5829.67</b>	<b>6398.12</b>	<b>7083.22</b>
减 少数股东损益	461.05	968.44	876.22	932.40
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>4559.65</b>	<b>4861.22</b>	<b>5521.90</b>	<b>6150.82</b>
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>2.03</b>	<b>2.17</b>	<b>2.46</b>	<b>2.74</b>
<b>PE</b>	<b>8.63</b>	<b>8.10</b>	<b>7.13</b>	<b>6.40</b>

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系:**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 导致无法给出明确的投资评级; 股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明: 本评级体系的“市场指数”, A股参照标的为沪深 300 指数; 新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告, 市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板(含退市整理期)等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告, 港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系: “保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报, “谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报, “稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报, “积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报, “激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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, 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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22115843

网址: www.dgzq.com.cn