

2025 年 03 月 13 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

雷轶
SAC: S1350524110001
leiyi@huayuanstock.com
顾超
SAC: S1350524110005
guchao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 03 月 12 日
收盘价（元）	18.89
一年内最高/最低（元）	23.86/15.08
总市值（百万元）	42,343.32
流通市值（百万元）	42,343.32
总股本（百万股）	2,241.57
资产负债率（%）	28.25
每股净资产（元/股）	15.15

资料来源：聚源数据

电投能源 (002128. SZ)

——能源转型标杆，非周期的央企成长股

投资要点：

- 目前，电投能源已经形成了全球首个的“煤-绿电-铝”一体化产业园模式，其特点是低成本、上下游长协稳定盈利、循环经济绿色转型的推广模板，在整体约 50 亿利润、70 亿经营性现金流、低维护性资本开支的基础上，完成了近 5GW 绿电布局，形成了绿电装机占比 37% 的 86 万吨电解铝产能，可称为能源转型的标杆。从近十年财务特征上来看，2014–2023 年公司税前利润总额 cagr26%，过去 9 年 7 增，且在 2015 年煤炭行业最低谷时行业亏损面超 8 成，上市公司中仅电投能源与中国神华等少数企业没有亏损，其财务特征几乎是周期行业里的局外人。公司作为国家电投旗下市值最大、负债率最低的上市公司，正不断地响应党和国家号召，以“均衡、稳健、高质量”的标准、独特的“霍林河循环产业园”模式，引领能源转型，塑造绿电铝行业标准。展望 2030 年，国家电投集团内蒙古能源有限公司（以下简称“国家电投内蒙古公司”）在“均衡增长战略”的指导下，提出“绿色转型，七年再造（2023–2030）”计划，有机会将电投能源（即蒙东公司）塑造为一家百亿利润、超过百亿经营性现金流的企业，千亿之行，始于足下。

税前利润九年七增的背后

1) 高能见度一体化经营模式：独特的霍林河循环经济产业园。内蒙头顶有风光，脚下有煤炭（风、光、煤资源均是全国前三），手中有电网（全国第三大电网“蒙西电网”、地处“西电东送”北通道的关口），且本地用电也正在快速增长，电解铝等产业集群已形成规模，因此该区域（尤其蒙东）的资源禀赋是最适合形成“煤-绿电-铝”产业园模式的地方。循环经济产业园上游煤炭、电力成本低且稳定可控，下游铝制品产业集群需求持续增长，财务数据具有高度可预测性。

2) 煤价 85%长协，较早完成上下游生态构建。公司褐煤售价低、发电效益好，在大东北区域市场份额占比超 10%，构建了稳定合作的生态关系，不易受外部煤炭供应冲击。目前长协比例达 85%，近 5 年公司综合售价逐年上升，且与市场价相比仍有较大空间，而得益于露天矿的低成本，公司煤炭业务平均毛利率达到 50%。

3) 始终坚持“高质量”为拓展业务的标准。内蒙风能资源占全国一半以上，太阳能资源超过五分之一，且距离负荷中心近，输电成本低，能够提供“绿色电、便宜电、可靠电”，可选的优质项目较多，未来公司新建项目 ROE 有望保持较高水平。电力成本优势配合下游铝产业集群，电解铝毛利率优势明显。新建扎铝二期绿电（风光）占比达到 79%，项目测算 ROE 超过 30%，高质量发展践行中。

能源转型正迈入高质量均衡发展时代，标杆企业未来仍然有高质量成长空间

公司创设的工艺流程变革（商业模式变革）有效解决了新能源行业消纳的痛点和高耗能产业能源成本高的难点，为两类行业的未来发展提供了行动方案，可称为能源转型标杆企业。

1) 绿电：摆脱消纳问题，推进高质量发展。绿电行业发展的痛点在于消纳，而电

投能源给出了成熟的方案，项目建设前就与高耗能行业和外送通道匹配好，以确保高质量成长。这些优势不仅体现在跨地区输电损耗低、传输效率高上，更在于其强大的联通性和高可靠性，成为国家电力系统的重要保障，因此售价有望维持较好水平。

2) 绿电铝：行业标准的制定和推进者。我国是世界最大的铝工业国和出口国，铝材及铝制品已成为我国遭遇贸易摩擦最多的品种之一，绿电铝毋庸置疑是应对当前和今后国内国际双循环的首选低碳原料。公司已完成第一批绿电铝产品认证，**2024 年上半年电解铝绿电消纳占比达 27.58%**，而扎铝二期项目的落地实施将成为**国内首条绿电铝生产线**。到 2025 年底，公司预计电解铝绿电消纳整体占比达到 40%，远超国家电解铝行业 25%可再生能源利用比例要求。

3) 煤炭：第一 s 曲线的贡献仍会持续。高长协比例且售价有安全空间，不易受市场供需冲击。即使在本轮煤炭涨价前的 2020 年，市场价也有约 250 元（同期 Q5500 港口价 652 元左右），可见盈利的稳定性。**同业竞争承诺下，集团资产注入支持上市公司做大做强。**上市公司体外集团内仍有白音华 2 处大型褐煤矿，年产褐煤 3500 万吨/年，**储量、产能约是 0.7 个上市公司体量。**

➤ **国家战略、集团战略、公司战略支撑千亿之路**

国家战略：内蒙是能源转型路上的重镇。内蒙古其既是煤炭等传统能源的重要生产地，又具有丰富的风光资源，探索优化内蒙古的能源转型路径，对国家能源基地的绿色低碳转型和全国新能源发展都具有借鉴意义。

集团战略：各平台定位愈发清晰，内蒙古公司发挥“大一类企业”作用。国家电投是能源行业骨干央企，承担保障国家能源安全重要使命。**国家电投内蒙古公司**作为集团“大一类企业”，绿色转型发展，十四五目标“奋进百亿”，“2030”目标 7 年时间“再造一个内蒙古公司”。

企业战略：协同产业上市平台，实现“利润百亿市值千亿”。电投能源将打造成为集团公司协同产业上市平台，发挥好上市公司投融资平台作用，实现“利润百亿市值千亿”目标。

➤ **财务分析：稳健增长，回报可期**

复盘公司近十年的财务数据，我们认为公司交出了一份令人满意的答卷，2014–2023 年收入、利润复合增速分别为 17%、26%，累计现金分红 72 亿（07 年上市以来超百亿），ROE 平均为 14%、负债率平均 35%，24 年已控制在 30% 以下。未来公司资本开支周期过去后，仅以 23 年财务数据保守预测，50 亿左右利润叠加额外 20 亿折旧，可形成超 70 亿经营现金流，股东回报的提升值得期待。

➤ **中特估：国家电投“大集团小市值”，将做大做强旗下公司**

三部门联合会议加速上市公司并购重组，中央与地方电力企业着力提升资产证券化率。国家电投的大集团、小公司特点明显，证券化率提升空间大。国家电投内蒙古公司提出 2025 年的工作计划，助推内蒙古公司资产证券化率达到 58%。据我们测算约需增加 200 亿资产规模。

➤ **盈利预测与评级：**

我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 53.64、60.95、71.08 亿元，同比分别增长 17.63%、13.63%、16.62%。EPS 分别为 2.39、2.72、3.17 元/股，对应 3 月 12 日收盘价 PE 分别为 7.89X、6.95X、5.96X，选取同行业 A 股煤炭、电力和电解铝相关龙头公司为可比公司，公司估值低于可比公司，具备较高安全边际。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。煤价超预期下跌风险；铝价超预期下跌的风险；安全生产风险；新能源项目不及预期风险。**

盈利预测与估值（人民币）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26,793	26,846	28,901	30,742	37,910
同比增长率（%）	8.59%	0.20%	7.66%	6.37%	23.32%
归母净利润（百万元）	3,986	4,560	5,364	6,095	7,108
同比增长率（%）	11.27%	14.39%	17.63%	13.63%	16.62%
每股收益（元/股）	1.78	2.03	2.39	2.72	3.17
ROE（%）	16.97%	14.76%	15.47%	15.64%	16.16%
市盈率（P/E）	10.62	9.29	7.89	6.95	5.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 53.64、60.95、71.08 亿元，同比分别增长 17.63%、13.63%、16.62%。EPS 分别为 2.39、2.72、3.17 元/股，对应 3 月 12 日收盘价 PE 分别为 7.89X、6.95X、5.96X，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

（1）煤炭业务：产销量分别为 4800、4800、4800 万吨；不含税售价维持 270 元/吨；

（2）电力业务：销量分别为 123、135、149 亿千瓦时；不含税售价分别为 0.34、0.33、0.32 元/千瓦时；

（3）电解铝业务：销量分别为 88、88、121 万吨；不含税售价分别为 1.72、1.90、1.95 万元/吨。

投资逻辑要点

电投能源已经形成了全球首个的“煤–绿电–铝”一体化产业园模式，其特点是低成本、上下游长协稳定盈利、循环经济绿色转型的推广模板，在整体约 50 亿利润、70 亿经营性现金流、低维护性资本开支的基础上，完成了近 5GW 绿电布局，形成了绿电装机占比 37%的 86 万吨电解铝产能，可称为能源转型的标杆。

从近十年财务特征上来看，2014–2023 年公司税前利润总额 cagr26%，过去 9 年 7 增，且在 2015 年行业最低谷时煤炭行业亏损面超 8 成，上市公司中仅电投能源与中国神华等少数企业没有亏损，其财务特征几乎是周期行业里的局外人。

公司作为国家电投旗下市值最大、负债率最低的上市公司，正不断地响应党和国家号召，以“均衡、稳健、高质量”的标准、独特的“霍林河循环产业园”模式，引领能源转型，塑造绿电铝行业标准。展望 2030 年，国家电投内蒙古公司在“均衡增长战略”的指导下，提出“绿色转型，七年再造（2023–2030）”计划，有机会将电投能源塑造为一家百亿利润、超过百亿经营性现金流的企业，千亿之行，始于足下。

核心风险提示

煤价超预期下跌风险；铝价超预期下跌的风险；安全生产风险；新能源项目不及预期风险。

内容目录

1. 税前利润九年七增的背后	8
1.1. 高能见度一体化经营模式：独特的霍林河循环经济产业园	8
1.2. 煤价 85%长协，较早完成上下游生态构建	10
1.3. 始终坚持“高质量”为拓展业务的标准	12
2. 能源转型正迈入高质量均衡发展时代，标杆企业未来仍然有高质量成长空间	14
2.1. 绿电：摆脱消纳问题，推进高质量发展	14
2.2. 绿电铝：行业标准的制定和推进者	16
2.3. 煤炭：第一 S 曲线的贡献仍会持续	18
3. 国家战略、集团战略、公司战略支撑千亿之路	21
3.1. 国家战略：内蒙是能源转型路上的重镇	21
3.2. 集团战略：各平台定位愈发清晰，内蒙古公司发挥“大一类企业”作用	21
3.3. 企业战略：电投定位为内蒙古区域整合平台，新能源领域再造一个内蒙古电投	22
4. 财务分析：稳健增长，回报可期	23
5. 中特估：国家电投“大集团小市值”，将做大做强旗下公司	26
5.1. 政策指导盘活存量资产，电力企业着力提升资产证券化率	26
5.2. 国家电投的“大集团、小公司”特点明显，证券化率提升空间大	27
6. 盈利预测与评级	27
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1： 霍林河循环经济产业园：煤-电+绿电-铝一体化模式	9
图表 2： 内蒙古用电量持续增长	9
图表 3： 霍林河循环经济园绿电资源优势明显	9
图表 4： 2024 年内蒙古能源保供全国占比均处第一	10
图表 5： 我国煤炭调入调出情况	11
图表 6： 上市公司体内矿井资源充裕	11
图表 7： 煤炭业务收入、成本与毛利率（亿元）	12
图表 8： 公司煤炭售价稳步提升（元/吨）	12
图表 9： 内蒙古风力资源条件优秀	12
图表 10： 内蒙古大部太阳能资源最佳斜面总辐照量超过 1800kWh/m	12
图表 11： 公司绿电项目利用小时数领先	13
图表 12： 2024 年公司新能源投资项目预估 ROE 情况	13
图表 13： 公司电解铝毛利处于较好水平	14
图表 14： 8 条建成和 1 条已开工特高压路线	15
图表 15： 内蒙古公司绿电产业概况	16
图表 16： 电力业务经营预测	16
图表 17： 配套产业政策对电解铝能效要求日益提高	16
图表 18： 电解铝指标价值	17
图表 19： 电解铝经营测算	18
图表 20： 蒙东地区褐煤价格大部分时间处于长协价上限	19
图表 21： 公司售价距市场价格仍有空间	19
图表 22： 内蒙古公司煤炭资源情况（8300 万吨产能、全国原煤产量第 9）	20
图表 23： 待注入资产情况	20
图表 24： 待注入资产经营情况	20
图表 25： 煤炭业务经营预测	20
图表 26： 内蒙古新能源建设目标	21
图表 27： 内蒙古公司 2025 目标“绿色转型、奋进百亿”	22
图表 28： 内蒙古公司 2030 目标—“绿色转型、七年再造”	22
图表 29： 内蒙古公司产业布局	23

图表 30: 过去十年公司业绩完成与财务情况	24
图表 31: 过去 10 年资本开支与折旧摊销	24
图表 32: 公司 2019 年至 2024Q1-3 营收 (亿元, %)	25
图表 33: 公司 2019 年至 2024Q1-3 归母净利润 (亿元, %)	25
图表 34: 公司 2019 年至今期间费用率总体呈下降趋势	25
图表 35: 公司 2019 年至今毛利率与净利率抬升	25
图表 36: 公司 2019 至 2024H1 年各项业务营收 (亿元)	26
图表 37: 公司 2024H1 年各项业务营收占比 (亿元)	26
图表 38: 公司 2019 至 2024H1 年各项业务毛利 (亿元)	26
图表 39: 公司 2024H1 年各项业务毛利占比 (亿元)	26
图表 40: 公司 2024-2026 年主营业务关键假设表	28
图表 41: 可比公司估值表	29

翻开公司 2010–2023 的年报，公司每年都会对第二年的各板块经营目标（含利润总额）做出明确预测目标，这一点是极为少见的，我们查阅了 A500 指数里，这是少数能给出如此清晰确定规划的公司，并且 14 年里有 11 年超越目标，平均超越幅度为 48%。为何一个周期行业的企业报表有如此高的可预见性，为何利润一直保持增长，这门生意的高 roe 和成长是否可以可持续？本文尝试总结其原因并做出展望。

1. 税前利润九年七增的背后

1.1. 高能见度一体化经营模式：独特的霍林河循环经济产业园

内蒙头顶有风光，脚下有煤炭，手中有电网，该区域（尤其蒙东）的资源禀赋是最合适形成“煤–绿电–铝”产业园模式的地方。内蒙的风、光、煤资源均是全国前三（按省份），且地处“西电东送”北通道的关口，已建成 8 条特高压电力外送通道，累计外送量超 6400 亿千瓦时，且仍有丰富“运力”在建；同时内蒙本地用电也正在快速增长，中央出台了支持先进绿色高载能产业向内蒙古低碳零碳园区转移布局的政策，例如支持建设蒙东（赤峰—通辽）承接产业转移示范区，内蒙古因此成为高耗能行业落地最为青睐的省份之一，2023 年内蒙古用电量增速达到 12.4%、全国第三，四大高耗用电量占总用电量比重高达 58.7%。

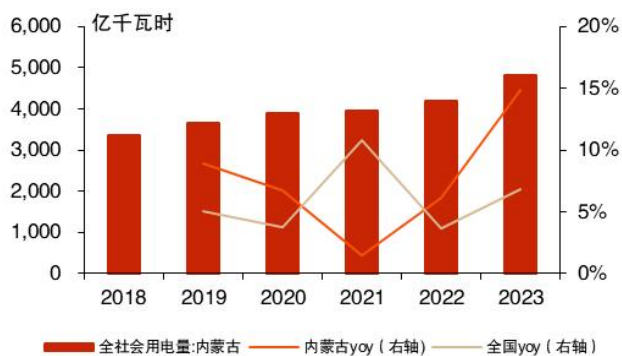
- 国家产业政策不断调整升级，为了更好地发挥资源优势，公司控股股东中电投蒙东能源在 2010 年创造性的提出了建设霍林河循环经济的战略构想。以上市公司电投能源为投资整合平台，立足于三个千万吨级的露天煤矿，2014 年收购霍林河坑口电厂形成 1.2GW 煤电联营，2019 年进一步结合自身电力优势收购霍煤鸿骏电解铝公司 51% 股权，在上市公司体内正式形成“煤–电–铝”的循环产业经济模式。同时公司早于 2014 年开始发展绿色能源转型，2020 年响应党和国家号召加快发展新能源、优化电力装机结构，目前已完成高质量的近 5gw 绿电布局（2023 年风电平均发电小时数 2800h）。
- 其中，霍林河产业循环经济形成了年消耗约 900 万吨煤炭的 1.8GW 火电装机+1.05GW 绿电装机、年产 86 万吨电解铝的霍林河循环经济示范项目。目前每年有 30 亿度绿电输送至下游内部电解铝产业，且循环经济可最大化利用新能源发电，电力成本优势尤为突显，其中循环经济四期风电最高年利用小时数超过 4000 小时，弃风率趋近于零，居全国首位。霍林河循环经济产业园以电解铝产品为载体，实现了劣质煤和新能源的转化与储存，上游煤炭、电力成本低且稳定可控，下游铝制品产业集群需求持续增长，因此循环经济产业园的财务数据具有高度可预测性。

图表 1：霍林河循环经济产业园：煤-电+绿电-铝一体化模式



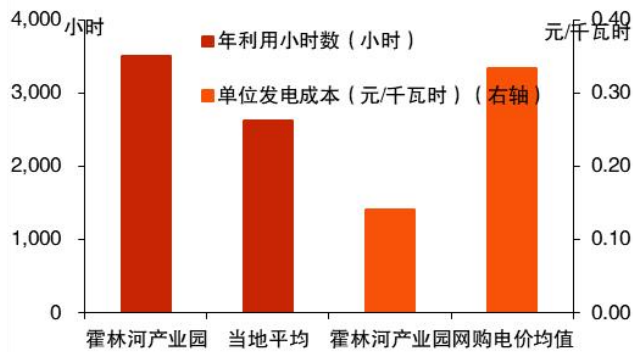
资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

图表 2：内蒙古用电量持续增长



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：霍林河循环经济园绿电资源优势明显



资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

- 白音华正复制霍林河模式发展“煤—新能源—电—铝—铝加工”循环经济产业。在资源条件相似的锡林郭勒盟白音华地区，依托现有 3500 万吨煤炭产能，集团规划了两期 80 万吨铝项目，配套建设 90.5 万千瓦的火电和新能源电力项目。2022 年随着白音华铝电公司首炉铝水出炉，白音华循环经济产业链一期项目正式建成投产。
- 公司创设的工艺流程变革（商业模式变革）有效解决了新能源行业消纳的痛点和高耗能产业能源成本高的难点，为两类行业的未来发展提供了行动方案，可称为能源转型标杆企业。

- **霍林河“煤—绿电—铝”的循环经济模式的成功正吸引民营企业复刻。**东方希望新疆希铝以准东丰富的煤炭资源为生产要素，通过煤、电、铝一体化循环经济产业链，依托准东 3900 亿吨整装露天煤田，将煤炭就地转化为工业生产所需的电力资源，打造了工业硅——多晶硅——光伏组件——光伏发电的硅产业链，最终电力能源用于生产电解铝，把具有价格优势的煤炭资源就地转化为高附加值的铝精深加工产品。循环经济打造完成后，东方希望将通过 10 年时间，争取在新疆实现固定资产投资超过 1000 亿元，最终形成一个产值超过 1000 亿元、利润 100 亿元的产业园，可见循环产业园模式的稳定性、盈利能力也吸引了民营长期资本投入，而目前电投能源的市值远低于同等利润规模的产业园投资额。

1.2. 煤价 85%长协，较早完成上下游生态构建

公司煤炭产品主要为平均发热量为 3000 大卡/千克左右的褐煤，具有高挥发分、高灰熔点、不易结焦特点，售价低、发电效益好，且公司销往东北运距较短、在大东北区域市场份额占比超 10%，可保障下游电厂需求，因此下游火电机组锅炉均基于褐煤设计，**构建了稳定合作的生态关系，不易受外部煤炭供应冲击**。2024 年公司煤炭业务长协比例达 85%，下游客户主要为 5 大发电集团，近 5 年公司综合售价逐年上升，且与市场价相比仍有较大空间。得益于露天矿的低成本（2019–2023 年近 5 年吨煤营业成本均值仅为 116 元），公司煤炭业务平均毛利率达到 50%，预计 2024 年煤炭业务贡献利润总额 40 亿左右，2019–2023 年最近 5 年 CAGR 为 17%，分别占公司全部利润的比例为 69%、52%、41%、57%、71%。

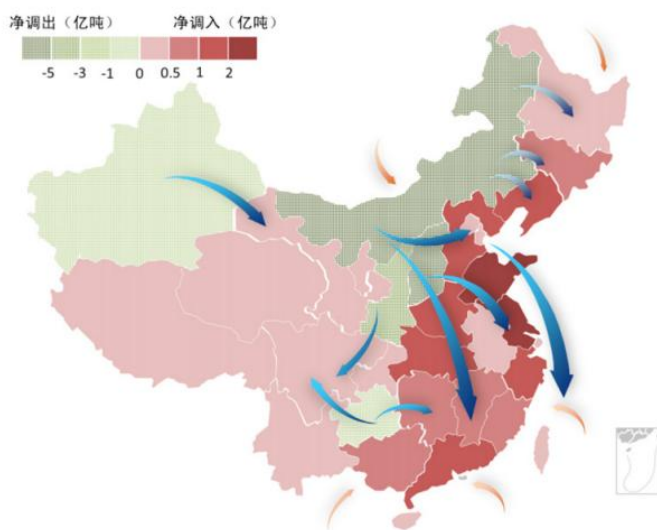
- **重要能源保供基地内蒙古，内蒙电投产量排第二。**内蒙古现有煤炭总产能 13.4 亿吨、占全国的 1/4，是全国重要的煤炭供应保障基地。国家电投内蒙古公司拥有 5 座千万吨级现代化露天煤矿，资源总储量 46.99 亿吨，核定产能 8300 万吨/年，煤炭产量位居全国第九位、内蒙古自治区第二位、大东北地区第一位，是大东北地区重点煤炭生产单位及重要能源保供企业。

图表 4：2024 年内蒙古能源保供全国占比均处第一

产煤量：亿吨	12.9	发电量：亿度	8000
保供量：亿吨	8.3	外送量：亿度	3150
全国占比	34.50%	全国占比	16%

资料来源：内蒙古国资公众号，华源证券研究所

图表 5：我国煤炭调入调出情况



资料来源：《煤炭工业发展“十三五”规划》，华源证券研究所

图表 6：上市公司体内矿井资源充裕

煤田	矿井	煤种	产能 (万吨/年)	权益比 例	权益产能 (万吨)	查明资源储量 (亿吨)	剩余资源储量 (亿吨)
霍林河矿区一 号露天矿田	南露天矿 北露天矿	褐煤 褐煤	2000 1000	100% 100%	2000 1000	13.87	7.89
扎哈淖尔 露天矿田	扎哈尔露 天矿	褐煤	1800	98%	1764	12.17	9.35
合计			4800	99%	4764	26.04	17.24

资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：数据截至 2023 年底）

- **低卡煤与下游火电机组的双向适配，下游客群稳定。**公司矿区主要出产老年优质褐煤，发热量 2699 千卡/千克-3826 千卡/千克，具有低硫、低磷、高挥发份、高灰熔点“两低两高”环保特点，是火电机组低成本发电的上佳燃料。同时公司现有煤炭产能 4800 万吨/年，是蒙东及大东北区域内最大的煤炭生产企业，煤炭市场份额占整个大东北区域 10%以上，因此公司周边主要电厂的发电设备均根据霍林河煤炭高挥发分、高灰熔点、不易结焦的煤质特点设计，否则会影响到锅炉的正常运行，从这个意义上讲，公司主要客户对公司产品依赖度较高，主要客户群稳定。
- **长协比例高，价格稳定。**公司长协占比超 85%，价格接近国家控制长协价上限，且露天煤矿采掘成本较低，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。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。

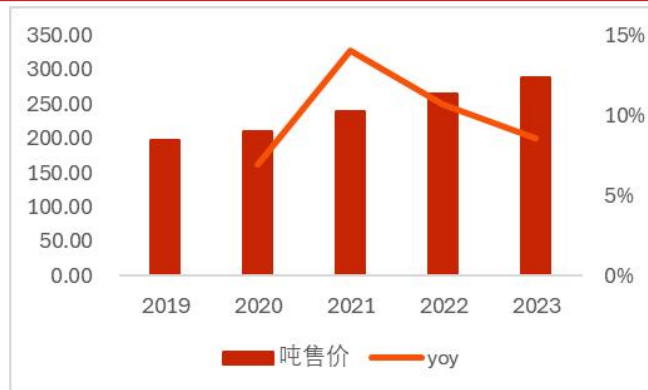
- **高长协比例源于低成本信心和构建长期稳定生态的初心。**露天开采、均为超大矿的特性决定了公司生产效率高、开采成本低的竞争优势。且相比其他露天煤矿，霍林河煤田矿床含水少，疏干成本较低。2019 年以来公司煤炭业务毛利率基本保持在 47%以上，2023 年公司煤炭业务毛利率 54.48%，毛利高达 49.68 亿元，在煤价波动较大的 2023 年，毛利率依旧保持较高水平。公司也是较早主动构建上下游长期稳定合作关系的企业之一，今天来看，合作关系稳定性给予了电投能源更健康的产业结构、更强的抗风险能力。

图表 7：煤炭业务收入、成本与毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司煤炭售价稳步提升（元/吨）



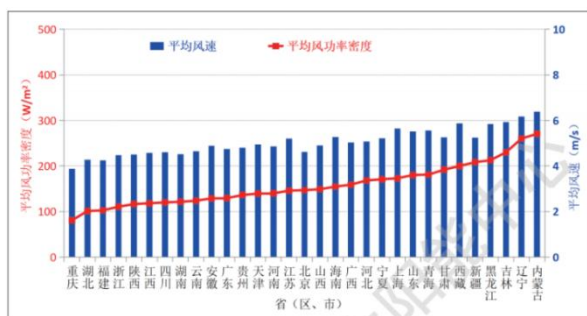
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 始终坚持“高质量”为拓展业务的标准

“头顶有风光、手中有电网”，绿电项目实际 ROE 有望超预期。

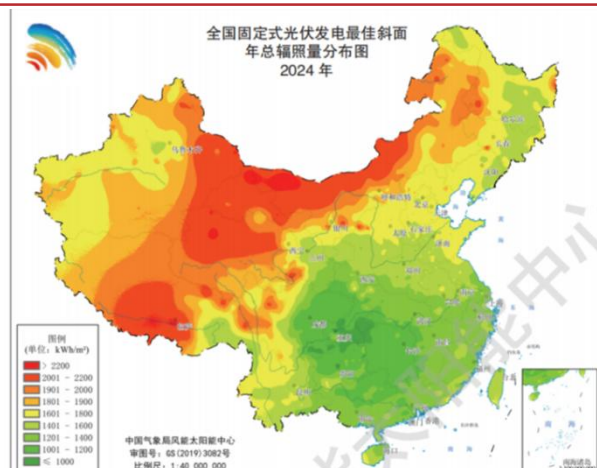
- 从可开发量看，内蒙古风能资源占全国一半以上，太阳能资源超过五分之一，同时内蒙古拥有全国第三大电网——蒙西电网，距离负荷中心近，输电成本低，能够提供“绿色电、便宜电、可靠电”，在追求均衡、高质量发展的战略下，**可选的优质项目较多**，未来公司新建项目 ROE 有望保持较高水平。

图表 9：内蒙古风力资源条件优秀



资料来源：《2024 年中国风能太阳能资源年景公报》，华源证

图表 10：内蒙古大部太阳能资源最佳斜面总辐照量超过 1800kWh/m



资料来源：《2024 年中国风能太阳能资源年景公报》，华源证

券研究所

注：70 米高度年平均风速(单位:m/s)与平均风功率密度(单位:W/m²)

券研究所

注：2024 年全国固定式光伏发电最佳斜面年总辐照量分布(单位:kwh/m²)

- 从实际利用小时数看，19-21 年公司风电平均为 2693 小时，光伏平均为 1901 小时，在 2023 年公司风电利用小时达到 2800 小时，光伏约 1700 小时，均明显高于新投资项目可研测算使用的 2100 和 1600 小时数值，特别是 24 年东胜区新能源内陆港分散式风电二期项目，项目电价按 0.2084 元/千瓦时（含税）进行测算，明显低于当前 0.3 元/千瓦时的实际电价水平，新建项目的 ROE 测算数值为 20%左右，将大幅超出 6.4%的可研测算数值。

图表 11：公司绿电项目利用小时数领先

类型	项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
风电平均利用小时数（h）	电投能源	2,533	2,771	2,777
	内蒙古区域	2,305	2,410	2,429
	全国范围	2,082	2,097	2,246
光伏平均利用小时数（h）	电投能源	1,987	1,970	1,746
	内蒙古区域	1,660	1,630	1,556
	全国范围	1,169	1,160	1,163

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：2024 年公司新能源投资项目预估 ROE 情况

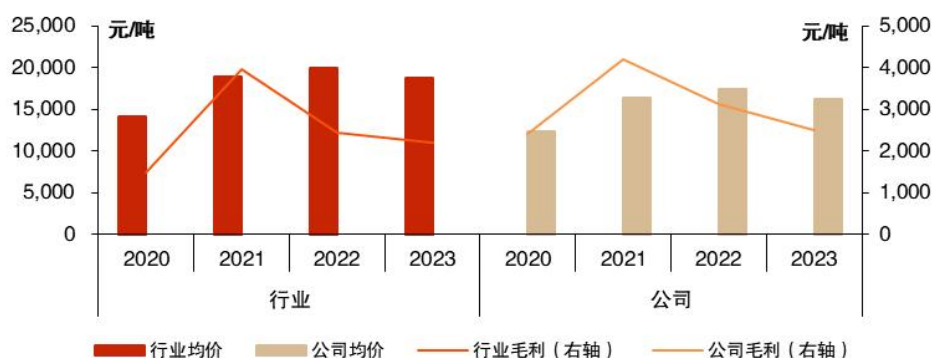
项目名称	霍林河循环经济示范工程续建（第六期）200MW 风电项目	扎鲁特旗防沙治沙和风电光伏一体化工程首批 55 万千瓦项目	东胜区新能源内陆港分散式风电二期 10MW 风电项目	乌兰布和东北部新能源基地先导工程 100 万千瓦光伏发电项目（一期）	乌兰布和东北部新能源基地 100 万千瓦光伏先导工程项目（二期）	库伦旗农村能源试点县项目（一期工程）
发电去向	循环经济自发自用供电电源	本地消纳		项目在特高压输电通道投产前，接入蒙西电网消纳；特高压输电通道投产后，再改接入基地配套的汇集站外送消纳		
利用小时数			2187	1611	1611	
装机量						
风电：MW	200	250	10			50
光伏：MW		300		1000	1000	5
投资总额：万元	89,819.14	226098.36	3799.11	327990.77	331473.32	26434.46
单位投资：元/千瓦	4,490.96	4,110.88	3,799.11	3,279.91	3,314.73	4,806.27
ROE	8.92%	7.82%	6.40%	11.39%	11.08%	7.07%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

电力成本优势配合下游铝产业集群，电解铝毛利率优势明显。

- 低电价叠加低电耗，公司电解铝 2020–2023 年平均生产成本为 1.25 万元/吨，较行业平均 1.54 万元/吨低 0.29 万元/吨（低 19%）。相对铝锭来说，铝水可节省运费以及客户再熔融成本，且相对铝锭存在一定的溢价，铝水占比的增加，导致市场售价的持续提升。
- 高能耗的绿电转型，实现高质量发展。2020–2023 年公司平均吨毛利 0.30 万元/吨，远高于行业平均的 0.25 万元/吨。得益于成本与售价的双重优势，新建扎铝二期绿电（风光）占比达到 79%，项目测算 ROE 超过 30%，高质量发展践行中。

图表 13：公司电解铝毛利处于较好水平



资料来源：ifind，华源证券研究所

2. 能源转型正迈入高质量均衡发展时代，标杆企业未来仍然有高质量成长空间

2.1. 绿电：摆脱消纳问题，推进高质量发展

绿电行业发展的痛点在于消纳，而电投能源给出了成熟的方案，在此基础上实现持续且稳定的增长。“风从草原来，煤从空中走，电送全中国”，项目建设前就与高耗能行业和外送通道匹配好，以确保高质量成长。产业园本身和本地用电不断增长，以及持续增长的外送通道，风光资源较好及项目储备充足，8 条特高压外送通道的联合运作和富余“运力”，使得内蒙古在电力领域具备了大规模外送能力优势。这些优势不仅体现在跨地区输电损耗低、传输效率高上，更在于其强大的联通性和高可靠性，成为国家电力系统的重要保障，因此售价有望维持较好水平。

风光资源得天独厚，本地消纳与外送通道畅通有保障：

- 在外送侧，内蒙古特高压外送电量连续 7 年稳步增长，24 年 1–10 月特高压外送电量达 1372.36 亿千瓦时，占总外送电量 80% 以上，目前运力仍然充沛。24 年 10 月底，内蒙古地区第八条特高压工程——张北至胜利 1000 千伏特高压交流工程正式投运，每年可向京津冀鲁苏等地输送超过 700 亿千瓦时电能。

图表 14：8 条建成和 1 条已开工特高压路线

工程线路	投运时间	电压等级
蒙西-天津南	2016 年 11 月	1000kV 交流
上海庙-临沂	2019 年 1 月	± 800kV 直流
锡盟-泰州	2017 年 10 月	± 800kV 直流
扎鲁特-青州	2017 年 12 月	± 800kV 直流
蒙西-晋中	2020 年 9 月	1000kV 交流
锡盟-胜利	2017 年 8 月	1000kV 交流
锡盟-山东	2016 年 7 月	1000kV 交流
张北-胜利	2024 年 10 月	1000kV 交流
蒙西-京津冀	建设中	800KV 直流

资料来源：微信公众号《CPEM》，华源证券研究所

- 在负荷侧，国网蒙东电力高效服务六类市场化项目接网，实现 39 个市场化项目 611 万千瓦负荷、1180 万千瓦新能源就地平衡消纳。**2021 年以来，在新能源装机年均增长 18% 的同时，新能源利用率始终稳定在 97% 左右的较高水平。**蒙东近三年可再生能源消纳责任权重完成率（28.5%、34.2%、39.5%），分别高于国家下达目标 8 个、12 个、16.5 个百分点。

装机量持续增长，集团持续发力能源转型。

- 国家电投内蒙古公司新能源产业发展坚持以“十四五”规划为指导，加快构筑创新智慧能源新跑道。2024 年新能源装机达到 839 万千瓦，全年获取新能源指标 515 万千瓦，新增投产 114 万千瓦，乌兰察布风电基地首批 120 万千瓦就地消纳工程、通辽 100 万千瓦风电外送项目、锡盟 50 万千瓦风电项目、国家电投上海庙至山东特高压外送通道阿拉善基地 40 万千瓦风电项目已于 2023 年底前全容量投产发电。
- 23 年电投能源新能源装机 455.2 万千瓦，24H1 电投能源新能源装机达到 477.98 万千瓦。未来“国家电投内蒙古公司”（电投能源母公司）将利用 7 年时间“再造一个内蒙古公司”，2030 年新能源装机量将达到 33GW。公司参与的乌兰察布风电基地一期 600 万千瓦项目是全球陆上单体最大风电项目，也是集团公司由高速度发展向高质量发展转变的一个重要示范项目。
- **电投能源负债率低、资金充足，将会是未来绿电发展的核心主力军。**截至 2024Q3 公司账上现金余额 47 亿，资产负债率仅为 28%，2023 年底内蒙古公司资产总额为 1280.49 亿元，营收 432.01 亿元，实现利润总额 70.09 亿元，将为公司绿电发展提供有力支撑。

图表 15：内蒙古公司绿电产业概况



资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

图表 16：电力业务经营预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量：亿度	65	69	77	77.3	81.64	123.3	135.25	149
火电装机量:GW	3	3	3	3	3	3	3	3
绿电装机量:GW			1.56	2.17	4.5	5	6	6
度电单价：元/度	0.29	0.29	0.3	0.36	0.34	0.34	0.33	0.32
度电净利：亿	0.05	0.05	0.04	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05
归母净利：亿	3	3.38	2.91	4.67	4.38	6.17	6.76	7.44

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

2.2. 绿电铝：行业标准的制定和推进者

我国是世界最大的铝工业加工国，铝材及铝制品已成为我国遭遇贸易摩擦最多的品种之一，绿电铝毋庸置疑是应对当前和今后国内国际双循环的首选低碳原料，因此绿电铝成破局欧盟碳边境调节机制的突破口。公司已完成第一批绿电铝产品认证，同时扎铝二期项目的落地实施预计将成为国内首条绿电铝生产线。

中国这一世界级铝工业大国正实现绿色转型。中国是最具完整、最具影响力的世界级铝工业大国，目标将全面建成最具完整、最具影响力的世界级铝工业大国。2023 年，中国铝土矿、氧化铝、电解铝、铝材和再生铝产量分别为 9300 万吨、8244 万吨、4159 万吨、4695 万吨和 950 万吨，全球占比分别为 24%、58%、59%、67%和 24%。基于中国有色金属工业协会预测，中国铝工业有望于 2025 年提前实现碳达峰。

图表 17：配套产业政策对电解铝能效要求日益提高

文件名称	文号	政策内容
国家发展改革委关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知	发改价格[2021]1239 号	>档位标准一铝液综合交流电耗： >加价标准：高于分档标准的，每超过

2022 年:13650 千瓦时/吨	20 千瓦时, 每千瓦时加价
2023-2024 年:13450 千瓦时/吨(不含脱硫电耗)	0.01 元, 不足 20 千瓦时的, 按 20 千瓦时计算。
自 2025 年起:13300 千瓦时/吨(不含脱硫电耗)	鼓励非水可再生能源利用水平, 适当降低加价幅度。
2021-2025 行动目标到	
2025 年, 通过实施节能降碳行动, 电解铝等行业能效达到标杆水平的产能比例超过 30%。	指标水平——铝液交流电耗 基准值:13350 千瓦时/吨 标杆值:13000 千瓦时/吨

国家发展改革委等部门关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见

发改产业
【2021】1464 号

资料来源：发改委，华源证券研究所

- 公司深入研究“绿电铝”客户市场需求，积极申请绿证，提升绿色电解铝产品新价值。公司规划布局了“绿电+再生铝”项目，构建电解铝产业发展新格局。首批“绿电铝”产品认证中，霍煤鸿骏铝电公司完成 8.6 万吨重熔用铝锭、9.9 万吨电解原铝液认证，大比例的绿电转化为“绿电铝”，让铝业变为“绿业”。2024 年上半年，电解铝绿电消纳占比达 27.58%。预计到 2025 年底，公司电解铝产能扩增至 121 万吨，绿电消纳整体占比达到 40%，远超国家电解铝行业 25%可再生能源利用比例要求。

下游产业集群日渐夯实，合作稳定、利稳量增。

- 霍林郭勒市电价优势形成铝产业集群，被中国有色金属工业协会评价为“中国最适合发展煤电铝产业的地区”。霍林郭勒市已形成 3525 万吨煤炭、270 万吨原铝、232 万吨铝后加工产能，原铝产能占全国的 6.5%、全自治区的 45%，原铝就地转化率达到 86%。预计到 2026 年，霍林郭勒将形成 600 万吨氧化铝、500 万吨电解铝、100 万吨再生铝、450 万吨铝后精深加工的绿色低碳铝基新材料产业集群。目前当地现已建成霍煤鸿骏、锦联铝材、创源金属 3 家投资超百亿的电解铝企业，先后建设了霍煤车轮、联晟轻合金、创源铝加工等项目，拥有铝箔、板带、精铝、铝轮毂、铝粉、各类铝型材及铸件等 120 余个种类。一方面，铝深加工企业 70%以上采取铝液直供进行生产，每吨产品可降低加工成本 600 元，另一方面，当地预计 2024 年内电价达到 0.38 元/千瓦时以内，2025 年电价降至 0.35 元/千瓦时，电价低廉，且绿电占比高，完全能够应对碳关税壁垒。

电解铝指标高价值，公司产能规模持续增长。

- 2017 年，四部门实施电解铝产能总量控制，动态形成我国 4500 万吨/年电解铝合规产能“天花板”。由于电解铝行业利润上升，且大部分指标都是在产产能，可以出售指标较少，合规指标稀缺性也越来越明显。近两年电解铝指标交易价格在 6020-10050 元/吨之间，这也说明市场比较看好未来电解铝行业的盈利水平。结合近 2 年电解铝一级市场交易价值，扎铝二期项目 35 万吨电解铝指标的市场价值可达到 25 亿元左右。

图表 18：电解铝指标价值

时间	事项	总量(万吨)	总金额(亿)	单位价值(元/吨)
2023/09	南山铝业拟转让的 33.6 万吨电解铝产能指标	33.6	22.27	6,628

/17				
2023/2/9	南山铝业将拥有的 13.6 万吨电解铝产能指标(“转让标的”)转让给贵州兴仁	13.6	8.51	6,257
2023/08/23	云铝股份向中国铝业青海分公司转让价值 6 亿元电解铝产能指标	10	6.0187	5,678
2022/8/31	遵义玉隆铝业有限公司一 10 万吨电解铝产能指标被拍卖，以 10.0487 亿元成交，成交价比起拍价高出了 4.59 亿元，溢价率高达 84%。	10	10.0487	9,480

资料来源：相关公司公告，华源证券研究所

- **公司现有电解铝产能 86 万吨，扎铝二期建成后达到 121 万吨。**2019 年 5 月，公司定增收购控股股东中电投蒙东能源持有的内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51%的股权，布局电解铝业务，形成年产 86 万吨电解铝产能规模。目前正大力推进扎哈淖尔铝合金续建项目（扎铝二期年产 35 万吨/年项目）建设，预计 2025 年公司电解铝产能将达到 121 万吨。同时白音华铝电公司一期电解铝产能 40 万吨在 2023 年完成满产，考虑到控股股东与上市公司的同业竞争承诺，该部分产能未来可能注入上市公司，进一步增大公司电解铝产能规模。

图表 19：电解铝经营测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝销量：万吨	89	91	88	86	88	88	88	121
吨收入：元/吨	12022	12308	16364	17401	16250	17,200	19,000	19,500
吨毛利：元/吨	1461	2418	4205	3132	2500	3,400	4,400	4,900
吨净利：元	507	1077	2772	1652	1007	1600	2600	3100
归母净利：亿元	2	5	12	7	5	7	12	19

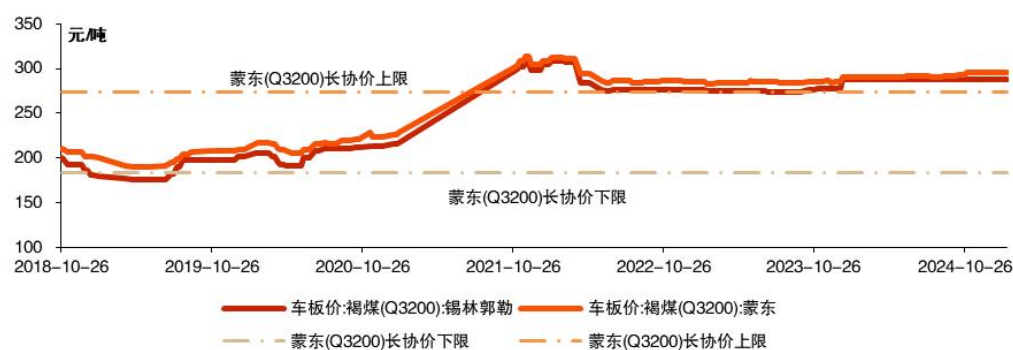
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 煤炭：第一 S 曲线的贡献仍会持续

高长协比例且售价有安全空间，不易受市场供需冲击。

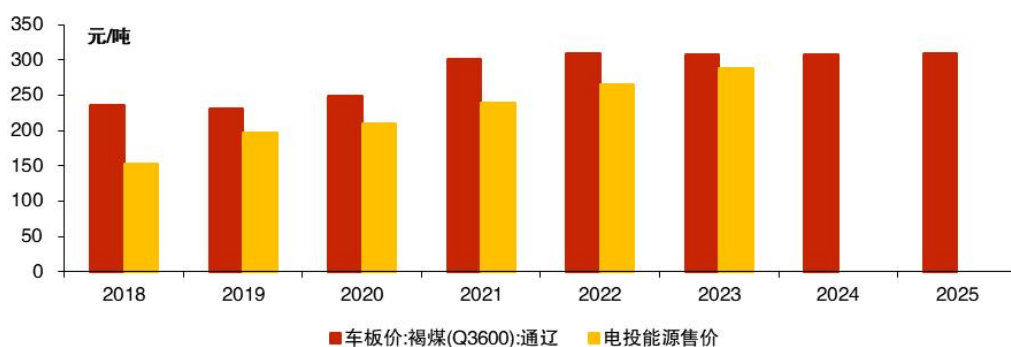
- 根据发改委《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，蒙东地区 3500 大卡煤炭长协价为 200-300 元/吨，自 2017 年以来，霍林郭勒坑口褐煤价长期维持在 300 元/吨以上，高于长协价上限，区域缺口明显，且不容易受外界冲击。自 2019 年以来，此区域市场价格持续高于长协价格，2024 年蒙东褐煤市场价 308 元/吨，电投能源 24H1 含税售价为 290 元/吨左右，电投能源煤炭价格较蒙东地区市场价格仍有不小空间，安全边际明显，即使在本轮煤炭涨价前的 2020 年，市场价也有约 250 元/吨（同期 Q5500 港口价 652 元左右），可见盈利的稳定性和涨价的可能性。

图表 20：蒙东地区褐煤价格大部分时间处于长协价上限



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 21：公司售价距市场价格仍有空间



资料来源：iFind，华源证券研究所

同业竞争承诺下，集团资产注入支持上市公司做大做强。

- 集团除上市公司外拥有合计储量 10.51 亿吨、产能 3500 万吨褐煤，煤质高于公司现有产能。上市公司体外集团内仍有白音华 2 处大型褐煤矿，合计储量 10.51 亿吨，年产褐煤 3500 万吨/年，储量、产能约是 0.7 个上市公司体量。后续有望注入上市公司，为公司煤炭业务贡献较大的业绩增量。
- 2014 年 8 月，公司控股股东制定了《关于避免内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司同业竞争的总体规划》，将电投能源规划为中电投集团在内蒙古东部煤炭、火力发电资源整合的唯一平台和投资载体，中电投集团已将白音华二号露天矿、将白音华三号露天矿的煤炭经销权委托给电投能源，在符合条件下，预计将启动煤炭资产注入工作。

图表 22：内蒙古公司煤炭资源情况（8300 万吨产能、全国原煤产量第 9）



资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

图表 23：待注入资产情况

公司名称	煤炭资产	产能（万吨/年）	所在地	主要股东及 股权比例
国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司	白音华二号矿	1,500	锡林郭勒	国家电投集团内蒙古能源有限公司：100.00%
内蒙古白音华蒙东露天煤业有限公司	白音华三号矿	2,000	锡林郭勒	中电投蒙东能源集团有限责任公司：100%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 24：待注入资产经营情况

煤电公司-2 号矿	营收（亿元）	净利润（亿元）	利润率
2018	38.32	3.49	9%
2019	39.66	3.39	9%
2020	40.23	4.76	12%
煤业公司-3 号矿			
2020	24.84	6.22	25%

资料来源：《中电投蒙东能源集团短融债募集说明书》，华源证券研究所

图表 25：煤炭业务经营预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量：万吨	4,607	4,585	4,604	4,600	4,647	4,800	4,800	4,800
外销量：万吨	3257	3235	3254	3316	3297	3,600	3,600	3,600
吨收入：元/吨	196	210	240	265	288	270	270	270
吨毛利：元/吨	95	102	117	136	161	147	147	147
吨净利：元/吨	58	45	60	82	108	110	110	110
归母净利：亿	19	15	19	27	36	40	40	40

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 国家战略、集团战略、公司战略支撑千亿之路

3.1. 国家战略：内蒙是能源转型路上的重镇

内蒙古绿色发展转型，将是中国引领世界潮流的一张名片。

- 内蒙古新能源布局融入国家战略，其既是煤炭等传统能源的重要生产地，又具有丰富的风光资源，探索优化内蒙古的能源转型路径，对国家能源基地的绿色低碳转型和全国新能源发展都具有借鉴意义。地下的“黑金”代表过去，那么地上的“绿金”则孕育着内蒙古能源经济转型的未来。2024 年，中共中央政治局会议强调“推进清洁能源基地建设”，内蒙古被赋予“国家重要能源和战略资源基地”的使命。这一顶层设计，将内蒙古从“资源输出地”升级为“国家能源安全的关键支点”，为其能源产业发展奠定了坚实基础。作为国家重要的能源基地，内蒙古新能源建设“两个率先、两个转变、两个超过”的总体目标已然锁定。
- 从装机规模看，2023 年底，内蒙古新能源装机容量达到 9322.6 万千瓦，占全区总装机容量的 43.2%，较 2012 年末的风电装机容量增长 3.1 倍，太阳能发电装机容量增长 130 倍。2024 年 3 月，内蒙古新能源装机规模在全国率先突破 1 亿千瓦，较 2014 年占电力总装机的比重提高 19 个百分点。根据《2025 年内蒙古自治区计划报告》，2024 年底内蒙古新能源装机规模 1.35 亿千瓦，约占全国一成；2025 年将新建新能源装机 1500 万千瓦。
- 本地利用与外送消纳协同，内蒙古逐步摸索出“保障性与市场化并重、大基地与分散式共存、本地消纳与电力外送协同”的发展方式。截至 24 年 11 月底，内蒙古累计批复市场化并网项目超 200 个，配建新能源规模超 7000 万千瓦，探索市场化项目建设走在了全国前列。

图表 26：内蒙古新能源建设目标



资料来源：内蒙古工商联日报，华源证券研究所

3.2. 集团战略：各平台定位愈发清晰，内蒙古公司发挥“大一类企业”作用

国家电投是能源行业骨干央企，承担保障国家能源安全重要使命。

- 作为中央直接管理的特大型国有重要骨干企业，也是全球最大的光伏发电、新能源发电、清洁能源发电企业，国家电投肩负保障国家能源安全的重要使命，并以建设世界一流清洁能源企业目标，全面实施均衡增长战略。目前清洁能源装机已达 1.77 亿千瓦，占比 70.86%。集团未来将把能源法作为重要法治保障，按照支持优先开发可再生能源的能源结构调整方向，全面实施“均衡增长战略”。光伏发电方面，国家电投光伏装机规模持续八年保持世界第一。“十四五”期间，光伏装机将超 1 亿千瓦，新建光伏电站系统效率突破 85.4%，达到世界一流水平。
- 国家电投内蒙古公司被集团视为最重要的战略发展区域、安全生态屏障、利润贡献支撑和资本运作平台，发挥“大一类企业”的主力军、排头兵作用。

即：到 2030 年末，内蒙古公司核心指标占国家电投比重持续提升，其中，资产总额占比由 7.3%提升至 9%；营业收入占比由 11.2%提升至 15.2%；利润总额占比由 17.2%提升至 20%。煤炭产能 8300 万吨；电力总装机 4570 万千瓦，占比由 6.2%提升至 10.4%；煤电装机 1270 万千瓦，占比由 10.5%提升至 15.7%；新能源装机 3300 万千瓦，占比由 5.9%提升至 10.9%；电解铝产量 161 万吨，占比由 29.3%提升至 34.6%；铁路运营 627 公里，港口规模 1800 万吨/年。

图表 27：内蒙古公司 2025 目标“绿色转型、奋进百亿”



资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

图表 28：内蒙古公司 2030 目标—“绿色转型、七年再造”



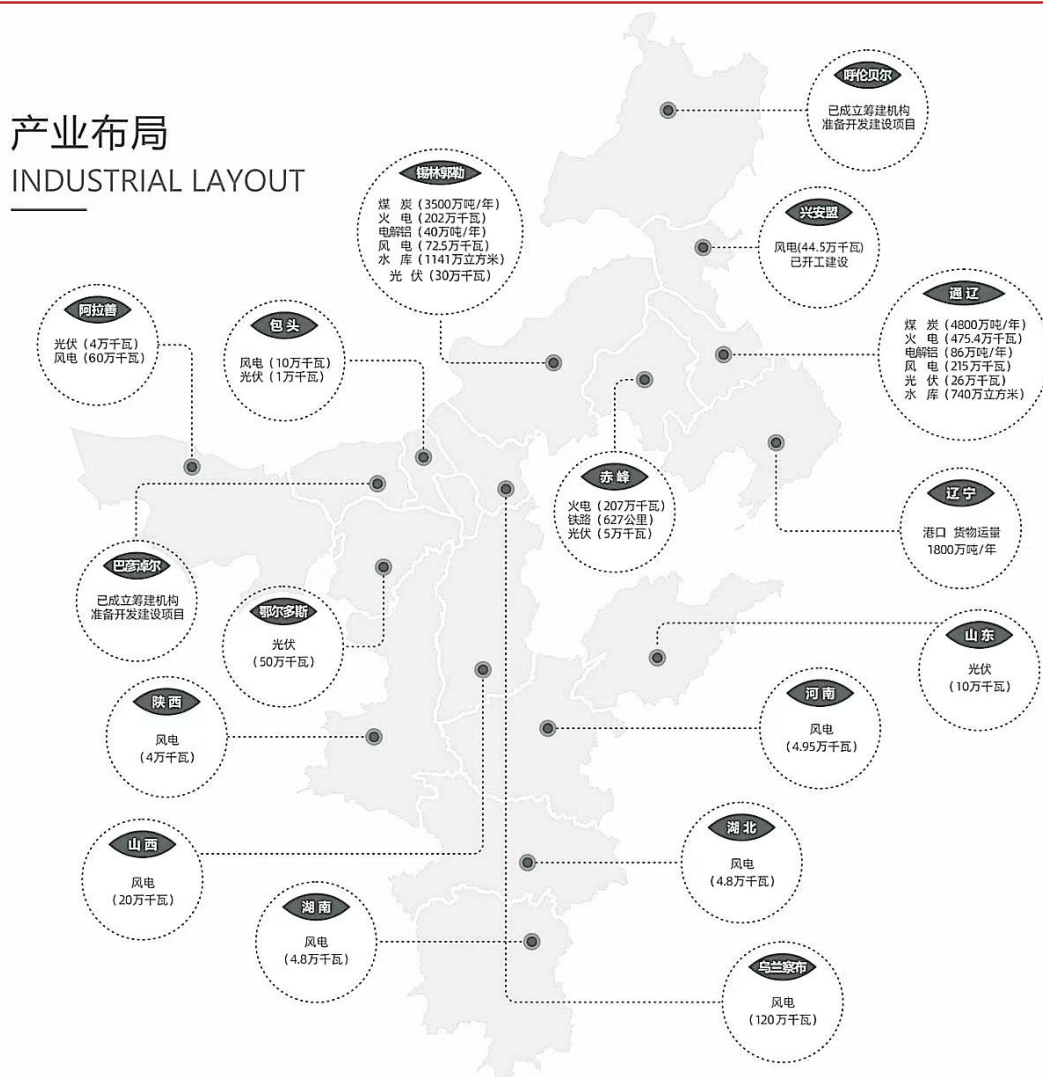
资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

3.3. 企业战略：电投定位为内蒙古区域整合平台，新能源领域再造一个内蒙古电投

- 电投能源作为国家电投在内蒙古区域的投资整合平台。内蒙古公司以电投能源上市公司为核心，不断加快整体资产上市的步伐。随着 2018 年 11 月 7 日露天煤业收购霍煤鸿骏铝电公司 51% 股权重组配资事项获证监会条件通过，公司资产证券化率提高至 45%，运营平台得到较大改善，资本竞争优势凸显。

- 2014年8月，公司控股股东制定了《关于避免内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司同业竞争的总体规划》，将电投能源规划为中电投集团在内蒙古东部煤炭、火力发电资源整合的唯一平台和投资载体，中电投集团已将白音华二号露天矿、将白音华三号露天矿的煤炭经销权委托给电投能源，在符合条件下，预计将启动煤炭资产注入工作。

图表 29：内蒙古公司产业布局



资料来源：国家电投内蒙古公司公众号，华源证券研究所

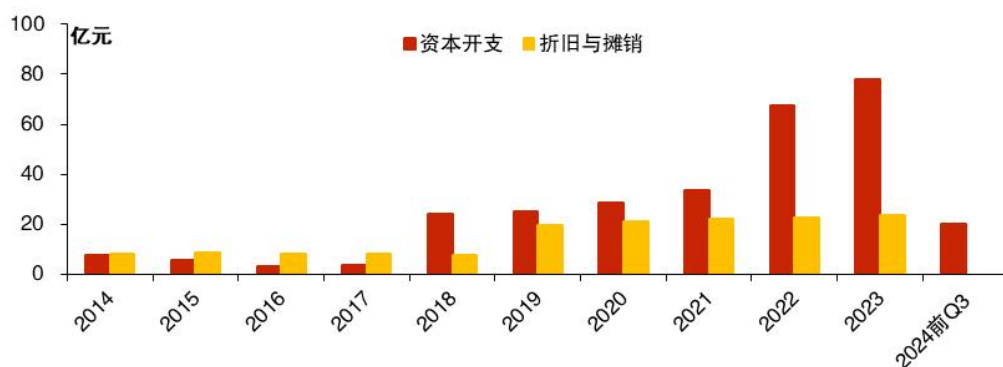
4. 财务分析：稳健增长，回报可期

复盘公司近十年的财务数据，我们认为公司交出了一份令人满意的答卷，2014–2023 年收入、利润复合增速分别为 17%、26%，累计现金分红 72 亿（07 年上市以来超百亿），ROE 平均为 14%、负债率平均 35%，24 年已控制在 30% 以下。未来公司资本开支周期过去后，仅以 23 年财务数据保守预测，50 亿左右利润叠加额外 20 亿折旧，可形成超 70 亿经营现金流，股东回报的提升值得期待。

图表 30：过去十年公司业绩完成与财务情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营收：亿元	63	56	55	76	82	192	201	246	268	268
yoy	-11%	-11%	-2%	38%	8%	133%	5%	23%	9%	0.2%
计划利润总额	4	8	3	14	17	32	35	40	56	50
实际利润总额	7	6	10	21	24	32	33	56	56	58
yoy	-40%	-15%	50%	117%	15%	35%	3%	70%	-1%	5%
完成比例	187%	81%	327%	151%	136%	101%	95%	142%	100%	116%
计划归母净利润						23	26	26	35	34
实际归母净利润	6	5	8	18	20	25	21	36	40	46
yoy	-41%	-17%	60%	125%	11%	23%	-16%	72%	12%	14%
完成比例						106%	81%	136%	112%	133%
ROE(平均：%)	9	6	9	17	18	17	12	19	18	17
负债率(%)	39.50	36.95	31.50	26.22	30.22	44.58	40.31	37.58	35.15	29.27

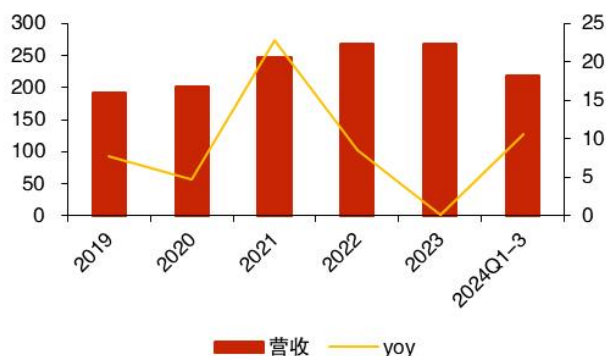
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 31：过去 10 年资本开支与折旧摊销


资料来源：公司公告，华源证券研究所

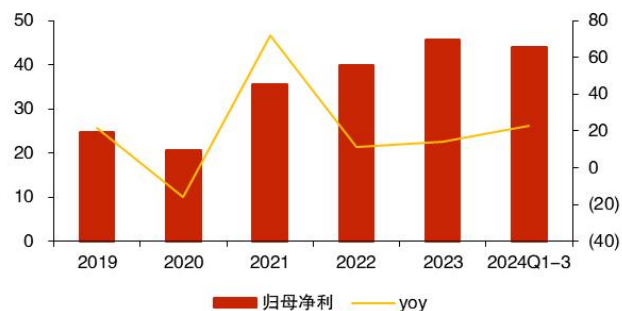
- **公司持续稳健发展,利润增速高于营收增速。**从营收来看,2019年到2023年 CAGR 8.8%,到 2023 年已达 268.5 亿元,24 年前三季度实现营收 218.10 亿元,同增 10.54%;从归母净利润来看,2019 年到 2023 年 CAGR 16.6%,高于营收增速,到 2023 年归母净利润已达 45.6 亿元,24 年前三季度实现归母净利润 44 亿元,同增 22.73%。

图表 32：公司 2019 年至 2024Q1-3 营收（亿元，%）



资料来源：wind，华源证券研究所

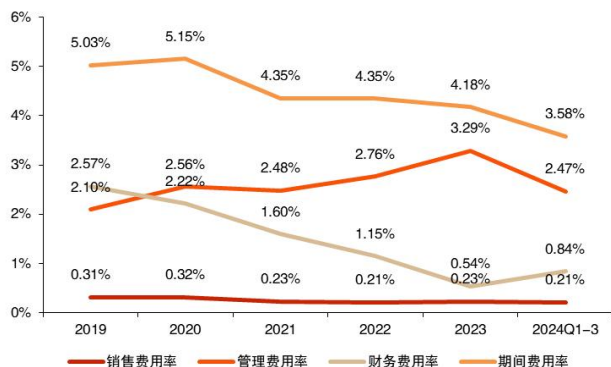
图表 33：公司 2019 年至 2024Q1-3 归母净利润（亿元，%）



资料来源：wind，华源证券研究所

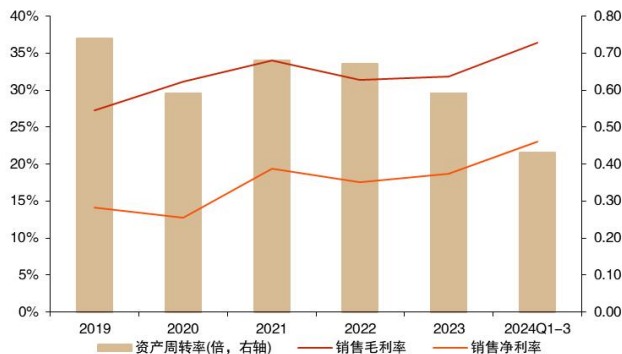
- **管理高效，费用率持续下降，净利率持续提升。**从期间费用率来看，2019–2023 年除管理费用率略有增长外，其余均处于持平或微降状态，整体期间费用率由 2019 年的 5.0%，降至 2023 年的 4.2%，24 年 Q3 仅为 3.6%，显示出极强的管理效率。受益于公司业务整体盈利的提升以及期间费用率的持续下降，公司净利率持续提升，由 2019 年的 14%，提升至 2023 年的 19%，24 年前三季度公司净利率达 23%。

图表 34：公司 2019 年至今期间费用率总体呈下降趋势



资料来源：wind，华源证券研究所

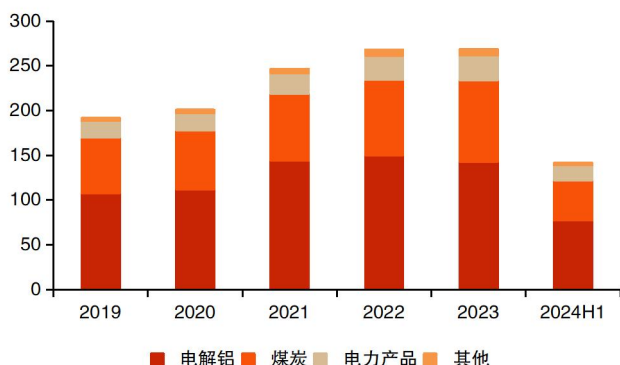
图表 35：公司 2019 年至今毛利率与净利率抬升



资料来源：wind，华源证券研究所

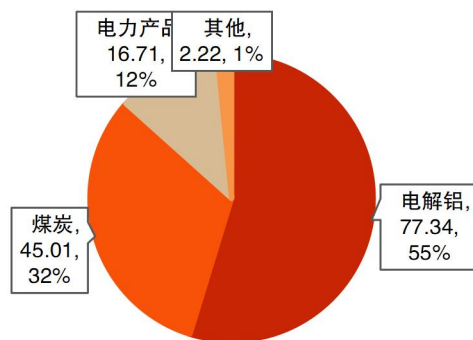
- **煤炭业务为基本盘，电解铝营收占比最大。**分业务营收来看，公司主营煤炭、电力（光伏、风电、火电）和电解铝业务，各项业务稳步增长。煤炭、电力及电解铝三项业务 19–23 年年均复合增速分别为 9.88%、10.19%和 7.42%。2023 年营收占比分别为 34%、11%和 53%。
- **煤炭毛利占比最高，电解铝毛利弹性大。**从业务毛利来看，煤炭、电力及电解铝三项业务毛利 19–23 年年均复合增速分别为 13.34%、10.16%和 13.19%。煤炭业务稳步增长，电力业务亦相对稳健，电解铝业务毛利虽受铝价影响略有波动，但整体仍稳步上行。2023 年毛利占比分别为 58%、11%和 26%。

图表 36：公司 2019 至 2024H1 年各项业务营收（亿元）



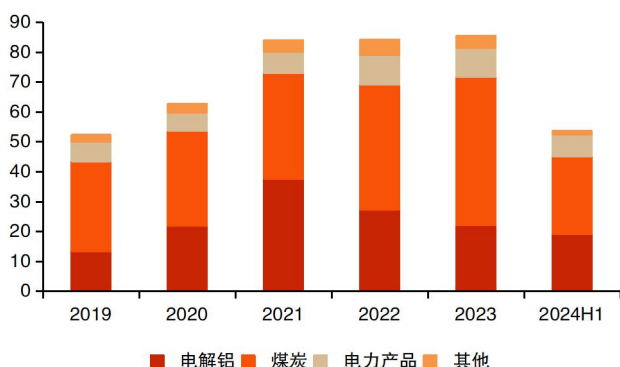
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 37：公司 2024H1 年各项业务营收占比（亿元）



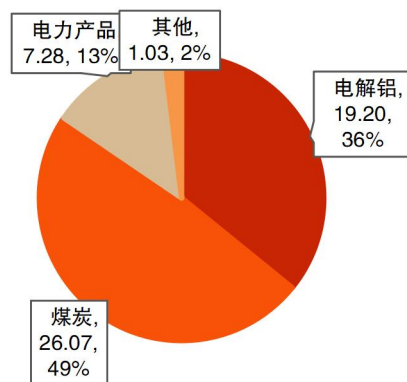
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 38：公司 2019 至 2024H1 年各项业务毛利（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 39：公司 2024H1 年各项业务毛利占比（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

5. 中特估：国家电投“大集团小市值”，将做大做强旗下公司

5.1. 政策指导盘活存量资产，电力企业着力提升资产证券化率

三部门联合会议加速上市公司并购重组。早在 2020 年 10 月，国务院在《关于进一步提高上市公司质量的意见》中即提出推动企业并购重组，用以盘活存量、提质增效、转型发展。在此之后，推动国有企业专业化重组一直是我国国有企业改革重点方向。但是由于过去几年资本市场客观条件，相关进展相对缓慢。

2024 年 9 月 24 日央行、金融监管总局和证监会三部门联合会议后，作为一揽子方案之一，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程，包括：

- 支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。

- 进一步提高监管包容度。证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。

作为对政策的回应，2024 年 8 月以来电力企业资产整合明显加速。

- 国电投集团 24 年 9 月底做出重大战略部署，港股中国电力通过远达环保整合集团旗下水电资产，中国电力以旗下五凌水电和长洲水电换取远达环保股份，整合完成后将成为远达环保控股股东；A 股电投产融整合集团核电资产。
- 华电国际 24 年 8 月发布公告收购集团江苏、广东、上海和广西等区域 1597.28 万千瓦常规能源资产；
- 国家能源集团旗下龙源电力 24 年 10 月发布公告，拟现金收购集团旗下 8 家新能源公司股权，对应在运和在建新能源装机合计 203.29 万千瓦。
- 国资委发布央企市值管理意见，高度重视资产整合、新增分拆上市提法。2024 年 11 月证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励企业建立市值管理制度。2024 年 12 月国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，除常规的强调分红等措施外，着重强调并购重组，在提法中新增分拆上市。对于长期破净公司，指导制定披露估值提升计划，鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置，预计相关资产整合将会加速。

5.2. 国家电投的“大集团、小公司”特点明显，证券化率提升空间大

- 国家电力投资集团有限公司（简称国家电投）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。截至目前，国家电投共计控股 6 家上市公司，分别是 A 股的上海电力、电投能源、电投产融、远达环保、吉电股份，以及港股的中国电力，合计总市值虽超千亿，但相对集团 24 年底超 1.9 万亿资产规模比例明显偏低，“大集团、小公司”资产特点突出，未来证券化率上升空间较大，远达环保即为前例。
- 国家电投内蒙古公司提出 2025 年的工作计划，要加速打造上市公司旗舰品牌，助推内蒙古公司资产证券化率达到 58%，按照当前电投能源总资产（24Q3）与 2023 年末内蒙古公司资产数据，据我们测算需要增加约 200 亿资产规模。

6. 盈利预测与评级

结合公司各项业务及在建情况，我们对 2024–2026 年作出如下假设：

（1）煤炭业务：产销量分别为 4800、4800、4800 万吨；不含税售价维持 270 元/吨；

(2) 电力业务：销量分别为 123、135、149 亿千瓦时；不含税售价分别为 0.34、0.33、0.32 元/千瓦时；

(3) 电解铝业务：销量分别为 88、88、121 万吨；不含税售价分别为 1.72、1.90、1.95 万元/吨。

我们预计：

图表 40：公司 2024-2026 年主营业务关键假设表

(亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
煤炭							
收入	65.86	74.72	84.06	91.19	97.20	97.20	97.20
成本	34.02	39.21	42.28	41.51	44.28	44.28	44.28
毛利率	48%	48%	50%	54%	54%	54%	54%
电力							
收入	19.64	22.93	27.52	27.66	32.56	33.55	34.59
成本	13.42	15.77	17.44	18.08	22.01	22.71	23.43
毛利率	32%	31%	37%	35%	32%	32%	32%
电解铝							
收入	112.01	144.37	150.43	143.03	151.36	167.20	235.95
成本	90.03	106.73	122.94	120.85	121.44	128.48	176.66
毛利率	20%	26%	18%	16%	20%	23%	25%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

根据以上假设,我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 53.64、60.95、71.08 亿元,同比分别增长 17.63%、13.63%、16.62%。EPS 分别为 2.39、2.72、3.17 元/股,对应 3 月 12 日收盘价 PE 分别为 7.89X、6.95X、5.96X。从可比公司估值看,我们选取同行业 A 股煤炭、电力和电解铝相关龙头公司为可比公司,算术平均得到 24-26 年综合平均 PE 分别为 10.25X、9.14X、8.30X,公司估值低于可比公司均值,具备较高安全边际。

首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		PB
		2025-03-12	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600188.SH	兖矿能源	13.31	1.57	1.78	1.95	8.47	7.48	6.82	1.84
601088.SH	中国神华	35.93	2.98	2.98	3.02	12.07	12.06	11.89	1.75
601898.SH	中煤能源	10.07	1.44	1.52	1.62	7.01	6.62	6.20	0.93
000933.SZ	神火股份	20.28	2.10	2.55	2.85	9.65	7.95	7.11	2.30
000807.SZ	云铝股份	18.23	1.38	1.68	1.89	13.17	10.88	9.66	2.46
601600.sh	中国铝业	7.74	0.73	0.80	0.90	10.61	9.72	8.63	2.20
600021.Sh	上海电力	9.08	0.93	1.03	1.13	9.82	8.86	8.02	0.92
000875.SZ	吉电股份	5.19	0.39	0.47	0.56	13.17	11.02	9.31	1.60
600483.SH	福能股份	8.93	1.08	1.16	1.27	8.25	7.70	7.01	1.13
	平均值		1.40	1.55	1.69	10.25	9.14	8.30	1.68

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，盈利预测来自 ifind 一致预期

7. 风险提示

（1）煤价超预期下跌风险。经济恢复或存不及预期风险，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）铝价超预期下跌的风险。对铝价预测做了谨慎的小幅上涨预期，如果不及预期甚至大幅下跌，可能对公司业绩形成拖累；

（3）安全生产风险。公司矿山为煤矿，瓦斯爆炸、透水、突出等矿难风险较大，若出现生产问题，公司盈利或出现较大影响；

（4）新能源项目不及预期风险。公司新能源发电装机持续增长，其发电小时数受天气以及电网消纳影响较大，未来实际贡献发电量存在一定不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,693	4,008	7,983	13,297
应收票据及账款	2,640	3,198	3,402	4,195
预付账款	653	786	836	1,030
其他应收款	317	407	433	534
存货	1,446	1,685	1,757	2,195
其他流动资产	394	342	364	449
流动资产总计	7,143	10,426	14,774	21,701
长期股权投资	776	866	956	1,046
固定资产	24,845	26,244	28,407	30,334
在建工程	8,597	6,731	3,866	1,000
无形资产	4,784	4,640	4,496	4,353
长期待摊费用	534	467	401	334
其他非流动资产	1,822	1,822	1,822	1,822
非流动资产合计	41,358	40,771	39,947	38,888
资产总计	48,501	51,197	54,722	60,589
短期借款	271	0	0	0
应付票据及账款	2,939	2,669	2,783	3,478
其他流动负债	2,607	3,150	3,292	4,107
流动负债合计	5,816	5,819	6,075	7,585
长期借款	7,719	6,033	4,325	2,607
其他非流动负债	661	661	661	661
非流动负债合计	8,381	6,694	4,987	3,268
负债合计	14,197	12,513	11,061	10,853
股本	2,242	2,242	2,242	2,242
资本公积	6,351	6,351	6,351	6,351
留存收益	22,295	26,079	30,378	35,392
归属母公司权益	30,887	34,671	38,971	43,984
少数股东权益	3,417	4,013	4,690	5,752
股东权益合计	34,304	38,684	43,660	49,736
负债和股东权益合计	48,501	51,197	54,722	60,589

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	5,021	5,814	6,626	8,024
折旧与摊销	2,361	2,677	2,913	3,149
财务费用	145	329	230	131
投资损失	-139	-142	-142	-142
营运资金变动	-631	-695	-118	-102
其他经营现金流	115	170	170	170
经营性现金净流量	6,871	8,155	9,680	11,231
投资性现金净流量	-7,741	-1,973	-1,973	-1,973
筹资性现金净流量	725	-3,867	-3,733	-3,943
现金流量净额	-143	2,315	3,974	5,314

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,846	28,901	30,742	37,910
营业成本	18,307	18,935	19,741	24,670
税金及附加	1,631	1,728	1,839	2,267
销售费用	61	64	68	84
管理费用	883	822	875	1,079
研发费用	32	38	40	49
财务费用	145	329	230	131
资产减值损失	-45	-101	-107	-132
信用减值损失	-60	-44	-47	-57
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	139	142	142	142
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	3	1	1	1
其他收益	89	89	89	89
营业利润	5,913	7,072	8,028	9,672
营业外收入	28	28	28	28
营业外支出	89	89	89	89
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,852	7,012	7,967	9,612
所得税	832	1,052	1,196	1,442
净利润	5,021	5,959	6,772	8,170
少数股东损益	461	596	677	1,062
归属母公司股东净利润	4,560	5,364	6,095	7,108
EPS(元)	2.03	2.39	2.72	3.17

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	0.20%	7.66%	6.37%	23.32%
营业利润增长率	4.17%	19.61%	13.51%	20.49%
归母净利润增长率	14.39%	17.63%	13.63%	16.62%
经营现金流增长率	-19.20%	18.68%	18.71%	16.01%
盈利能力				
毛利率	31.81%	34.49%	35.79%	34.93%
净利率	18.70%	20.62%	22.03%	21.55%
ROE	14.76%	15.47%	15.64%	16.16%
ROA	9.40%	10.48%	11.14%	11.73%
估值倍数				
P/E	9.29	7.89	6.95	5.96
P/S	1.58	1.47	1.38	1.12
P/B	1.37	1.22	1.09	0.96
股息率	3.60%	3.73%	4.24%	4.94%
EV/EBITDA	5	5	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。