

业绩符合预期，Q2 电解铝盈利有望改善

➤ **事件：**2025 年 4 月 27 日，公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度，公司实现营业收入 75.37 亿元，同比增长 2.6%；归母净利润 15.59 亿元，同比下降 19.8%；扣非归母净利润 15.27 亿元，同比下降 20.2%。

➤ **25Q1 期间费率同比下降，专项储备余额大幅提升。**2025 年一季度，公司四费同比减少 0.10 亿元，四费率同比下降 0.2pct，其中销售/管理/研发费率均同比基本持平，财务费率同比下降 0.2pct。截至 25Q1 末，公司专项储备余额较年初增加 1.59 亿元至 2.21 亿元，大幅增长 257.0%。

➤ **25Q1 电解铝业务成本抬升对冲铝价上涨，盈利同比下降，25Q2 有望改善。**公司少数股东损益主要由少数股东持股比例 49% 的霍煤鸿骏构成，25Q1 公司少数股东损益为 1.86 亿元，同比下降 18.1%。据 Wind 数据，25Q1 中国 A00 铝价为 20445.44 元/吨，同比上涨 7.34%，但内蒙地区氧化铝价格 3794.11 元/吨，同比上涨 13.38%，因此我们合理估计成本端氧化铝价格的抬升对冲铝价上涨，导致霍煤鸿骏单季利润同比下降。但 2025 年 3 月以来，内蒙地区氧化铝价格整体呈现下降趋势，截至 4 月 25 日已降至 2890 元/吨，公司 25Q2 电解铝盈利有望伴随成本端让利环比改善。霍煤鸿骏现拥有电解铝产能 86 万吨/年，扎铝二期建成后产能将达到 121 万吨/年，其打造了一条以劣质褐煤就地发电转化为大比例消纳新能源电力的“煤-新能源-电-铝”循环经济产业新范式，扎铝二期投产后绿电占比将达到 79%，未来公司电解铝业务有望持续贡献增量。

➤ **煤炭长协比例高、业绩稳健，电力盈利或承压。**煤炭业务方面，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，现有煤炭产能 4800 万吨/年，南露天煤矿 200 万吨产能核增于 2023 年完成，预计 2025 年实现核增产能全部达产。资产注入方面，集团白音华 2、3 号矿土地使用证相关手续已办理完成，合计产能 3500 万吨，潜在产能扩张空间广阔。公司煤炭定价执行蒙东地区 3500 大卡 200-300 元/吨的价格合理区间，销售长协占比 85%，整体价格波动小，业绩稳定性强。电力业务方面，截至 2024 年末，公司拥有火电装机 120 万千瓦，新能源装机 499.94 万千瓦。公司近年加大力度发展新能源，2024 年发电量受益新能源机组放量同比增长 94.7%，但同时 2025 年蒙东地区电价下滑相对明显，据北极星电力网数据，蒙东 2025 年年度交易价格同比下降 13% 以上，我们预计公司以量补价，电力整体盈利能力或稳中略有下降。

➤ **投资建议：**考虑煤价、电价中枢下移，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 49.06/51.98/55.61 亿元，对应 EPS 分别为 2.19/2.32/2.48 元/股，2025 年 4 月 25 日股价的 PE 倍数分别为 9/8/8 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 电价、电解铝价格大幅下跌；2) 在建项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,859	29,974	31,681	34,351
增长率（%）	11.2	0.4	5.7	8.4
归属母公司股东净利润（百万元）	5,342	4,906	5,198	5,561
增长率（%）	17.1	-8.1	5.9	7.0
每股收益（元）	2.38	2.19	2.32	2.48
PE	8	9	8	8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.86 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

1. 电投能源 (002128.SZ) 2024 年年报点评：
业绩同比增长，电解铝盈利能力有望继续提升
-2025/04/25

2. 电投能源 (002128.SZ) 2024 年三季报点评：
24Q3 盈利同环比大幅提升，新能源成长可期-2024/10/24

3. 电投能源 (002128.SZ) 2024 年半年报点评：
业绩同比增长，电解铝售价抬升增厚盈利
-2024/08/27

4. 电投能源 (002128.SZ) 2024 年一季报点评：
业绩同比增长，新能源贡献未来成长-2024/04/28

5. 电投能源 (002128.SZ) 2023 年年报点评：
盈利同比增长，新能源贡献未来成长-2024/04/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29,859	29,974	31,681	34,351
营业成本	19,691	20,582	21,753	23,709
营业税金及附加	1,819	1,826	1,930	2,093
销售费用	64	65	68	74
管理费用	979	983	1,039	1,127
研发费用	78	78	83	90
EBIT	7,288	6,508	6,879	7,337
财务费用	225	143	135	122
资产减值损失	-96	-43	-45	-49
投资收益	83	83	88	95
营业利润	7,065	6,415	6,797	7,272
营业外收支	-139	-53	-58	-61
利润总额	6,926	6,362	6,739	7,211
所得税	1,055	969	1,026	1,098
净利润	5,871	5,393	5,713	6,112
归属于母公司净利润	5,342	4,906	5,198	5,561
EBITDA	10,260	9,560	10,086	10,694

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,980	3,409	4,186	5,248
应收账款及票据	2,012	1,976	2,089	2,265
预付款项	804	840	888	968
存货	1,258	1,272	1,344	1,465
其他流动资产	2,125	2,131	2,225	2,372
流动资产合计	9,178	9,628	10,732	12,318
长期股权投资	1,147	1,147	1,147	1,147
固定资产	30,692	33,192	35,692	38,191
无形资产	4,878	5,678	6,178	6,678
非流动资产合计	42,456	45,686	48,678	51,669
资产合计	51,634	55,314	59,410	63,987
短期借款	150	100	50	0
应付账款及票据	2,744	2,868	3,032	3,304
其他流动负债	2,633	2,694	2,814	3,010
流动负债合计	5,527	5,663	5,896	6,315
长期借款	6,733	6,633	6,533	6,433
其他长期负债	802	799	799	799
非流动负债合计	7,535	7,432	7,332	7,232
负债合计	13,062	13,095	13,229	13,547
股本	2,242	2,242	2,242	2,242
少数股东权益	3,969	4,455	4,970	5,522
股东权益合计	38,572	42,218	46,181	50,440
负债和股东权益合计	51,634	55,314	59,410	63,987

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.23	0.39	5.69	8.43
EBIT 增长率	22.41	-10.70	5.70	6.66
净利润增长率	17.15	-8.15	5.94	6.99
盈利能力 (%)				
毛利率	34.05	31.33	31.34	30.98
净利润率	17.89	16.37	16.41	16.19
总资产收益率 ROA	10.35	8.87	8.75	8.69
净资产收益率 ROE	15.44	12.99	12.61	12.38
偿债能力				
流动比率	1.66	1.70	1.82	1.95
速动比率	0.98	1.03	1.14	1.27
现金比率	0.54	0.60	0.71	0.83
资产负债率 (%)	25.30	23.67	22.27	21.17
经营效率				
应收账款周转天数	23.51	23.95	23.10	22.81
存货周转天数	24.71	22.12	21.65	21.33
总资产周转率	0.60	0.56	0.55	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	2.38	2.19	2.32	2.48
每股净资产	15.44	16.85	18.38	20.04
每股经营现金流	3.55	3.91	4.02	4.26
每股股利	0.85	0.78	0.83	0.88
估值分析				
PE	8	9	8	8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.52	4.85	4.59	4.33
股息收益率 (%)	4.51	4.14	4.39	4.69
现金流量表 (百万元)				
净利润	5,871	5,393	5,713	6,112
折旧和摊销	2,972	3,052	3,206	3,356
营运资金变动	-1,152	78	-135	-154
经营活动现金流	7,950	8,754	9,012	9,541
资本开支	-4,175	-6,313	-6,167	-6,319
投资	-294	0	0	0
投资活动现金流	-4,448	-6,169	-6,079	-6,224
股权募资	38	0	0	0
债务募资	-255	-144	-150	-150
筹资活动现金流	-2,207	-2,157	-2,155	-2,256
现金净流量	1,296	429	778	1,062

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048