

**电投能源 (002128.SZ)**
**氧化铝价增致业绩同比承压, 集团资产注入成长可期**

2025年05月07日

**——公司2025年一季度报点评报告**
**投资评级: 买入 (维持)**
**张绪成 (分析师)**

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2025/5/6
当前股价(元)	17.85
一年最高最低(元)	23.86/15.08
总市值(亿元)	400.12
流通市值(亿元)	400.12
总股本(亿股)	22.42
流通股本(亿股)	22.42
近3个月换手率(%)	30.37

**● 氧化铝价增致业绩同比承压, 集团资产注入成长可期, 维持“买入”评级**

公司发布2025年一季度报, 2025Q1公司实现营业收入75.4亿元, 同比+2.6%, 环比-6.4%; 实现归母净利润15.6亿元, 同比-19.8%, 环比+65.5%; 实现扣非后归母净利润15.3亿元, 同比-20.2%, 环比+87.7%。我们维持2025-2027年公司盈利预测, 预计2025-2027年公司归母净利润为57.9/61.7/65亿元, 同比分别+8.4%/+6.5%/+5.4%; EPS分别为2.58/2.75/2.90元, 对应当前股价PE分别为6.9/6.5/6.2倍。公司在煤铝主业稳健经营的基础上, 积极推进新能源业务, 装机规模有望持续放量, 看好转型增长潜力, 维持“买入”评级。

**● Q1铝锭价格或同比上涨, 氧化铝成本端同比提升或致业绩承压**

(1) **煤炭业务:** 公司长协煤占比约90%, 市场煤占比约10%, 为公司业绩稳定提供支持; 公司长协售价与NCEI指数挂钩, 2025Q1NCEI指数平均742.2元/吨, 同比-6.7%, 环比-3.7%。(2) **电解铝业务:** 从收入端来看, 2025Q1中国铝锭(A00)市场价平均为20433元/吨, 同比+7.2%, 环比-0.5%, 一季度铝价同比小涨、环比微跌, 一定程度上支撑电解铝板块盈利; 从成本端来看, 2025Q1内蒙古氧化铝(一级)平均价为3794元/吨, 同比+13.4%, 环比-28.9%, 一季度氧化铝价格同比大增、环比大幅下降, 或导致一季度电解铝板块盈利同比承压但环比改善。

**● 煤铝电业务增量可期, 集团资产注入打开成长空间**

(1) **煤铝电业务增量可期:** 煤炭业务方面, 当前公司拥有煤炭产能4800万吨, 同时集团公司拥有白音华二、三号矿合计产能3500万吨, 集团公司承诺注入的白音华二、三号矿土地使用证相关手续已办理完毕, 未来公司煤炭产能增量可期; 电解铝业务方面, 公司目前拥有86万吨电解铝产能, 霍煤鸿骏扎铝二期35万吨电解铝项目正在开展前期工作, 电解铝业务有望贡献业绩弹性; 电力业务方面, 2024年公司新能源计划投产规模70万千瓦左右, 截至2024年底新能源装机达500.76万千瓦(不含储能), 其中风电装机405.04万千瓦, 光伏装机95.72万千瓦, 2025年计划投产规模约200万千瓦时。(2) **集团资产注入打开成长空间:** 2025年5月5日公司公告, 拟通过发行股份及支付现金方式购买国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司100%股权, 据相关资料梳理, 内蒙古白音华煤电拥有约1500万吨/年的煤炭产能、500千安大型电解铝生产线以及2\*66万千瓦的坑口电站, 有望打开公司成长空间。(3) **分红比例同比提升:** 2024年公司现金分红总额19.05亿元, 分红比例为35.67%, 同比+2.24pct, 按照2025年4月30日收盘价计算, 当前公司股息率为4.8%, 在央企市值管理要求下, 公司分红比例有望持续提高, 投资价值凸显。

● **风险提示:** 煤铝价格下跌超预期; 新能源机组利用率不及预期。

**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,846	29,859	28,856	29,551	29,933
YOY(%)	0.2	11.2	-3.4	2.4	1.3
归母净利润(百万元)	4,560	5,342	5,791	6,168	6,501
YOY(%)	14.4	17.1	8.4	6.5	5.4
毛利率(%)	31.8	34.1	34.7	34.7	35.2
净利率(%)	17.0	17.9	20.1	20.9	21.7
ROE(%)	14.6	15.2	14.5	13.4	12.6
EPS(摊薄/元)	2.03	2.38	2.58	2.75	2.90
P/E(倍)	8.8	7.5	6.9	6.5	6.2
P/B(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《煤电铝量增致业绩提升, 关注煤铝成长和绿电转型—公司2024年报点评报告》-2025.4.25

《Q3业绩环比大增, 关注分红提升和绿电转型—公司信息更新报告》-2024.10.24

《煤铝电改善业绩向好, 关注分红提升和绿电转型—公司2024年中报点评报告》-2024.8.27

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7143	9178	17296	22319	28283
现金	1693	2980	11539	16234	22251
应收票据及应收账款	1888	2012	1708	2127	1745
其他应收款	317	419	310	428	324
预付账款	653	804	693	793	736
存货	1446	1258	1657	1148	1758
其他流动资产	1146	1705	1389	1589	1469
<b>非流动资产</b>	41358	42456	39974	39305	38226
长期投资	776	1147	1462	1846	2194
固定资产	24436	30692	27969	26729	25047
无形资产	4785	4931	5539	6097	6749
其他非流动资产	11361	5687	5004	4632	4235
<b>资产总计</b>	48501	51634	57270	61624	66509
<b>流动负债</b>	5816	5527	6496	6470	6554
短期借款	271	150	211	181	196
应付票据及应付账款	2939	2744	2906	2766	2991
其他流动负债	2607	2633	3379	3523	3367
<b>非流动负债</b>	8381	7535	5683	4107	2488
长期借款	7474	6733	4829	3279	1647
其他非流动负债	906	802	854	828	841
<b>负债合计</b>	14197	13062	12180	10577	9041
少数股东权益	3417	3969	4697	5366	6087
股本	2242	2242	2242	2242	2242
资本公积	6351	6351	6351	6351	6351
留存收益	22238	25940	31208	36847	43186
<b>归属母公司股东权益</b>	30887	34603	40394	45681	51380
负债和股东权益	48501	51634	57270	61624	66509

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	6871	7950	9384	8609	9309
净利润	5021	5871	6519	6837	7223
折旧摊销	2294	2893	2606	2671	2771
财务费用	145	225	-193	-459	-703
投资损失	-139	-83	-104	-109	-98
营运资金变动	-631	-1221	693	-260	190
其他经营现金流	181	266	-136	-72	-73
<b>投资活动现金流</b>	-7741	-4448	-21	-1885	-1589
资本支出	7797	4185	-221	1632	1337
长期投资	0	-294	-316	-384	-348
其他投资现金流	57	32	74	132	96
<b>筹资活动现金流</b>	725	-2207	-804	-2030	-1703
短期借款	-231	-121	60	-30	15
长期借款	-801	-741	-1904	-1550	-1633
普通股增加	320	0	0	0	0
资本公积增加	3636	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2198	-1345	1040	-449	-86
<b>现金净增加额</b>	-143	1296	8559	4695	6017

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	26846	29859	28856	29551	29933
营业成本	18307	19691	18841	19284	19384
营业税金及附加	1631	1819	1734	1791	1812
营业费用	61	64	63	65	65
管理费用	883	979	898	953	960
研发费用	32	78	58	57	66
财务费用	145	225	-193	-459	-703
资产减值损失	-45	-96	0	0	0
其他收益	89	112	70	90	91
公允价值变动收益	1	-1	1	0	0
投资净收益	139	83	104	109	98
资产处置收益	3	9	4	5	6
<b>营业利润</b>	5913	7065	7771	8127	8613
营业外收入	28	31	24	28	28
营业外支出	89	171	121	127	140
<b>利润总额</b>	5852	6926	7674	8028	8501
所得税	832	1055	1155	1191	1279
<b>净利润</b>	5021	5871	6519	6837	7223
少数股东损益	461	530	728	669	722
<b>归属母公司净利润</b>	4560	5342	5791	6168	6501
EBITDA	8605	10183	10266	10431	10790
EPS(元)	2.03	2.38	2.58	2.75	2.90

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.2	11.2	-3.4	2.4	1.3
营业利润(%)	4.2	19.5	10.0	4.6	6.0
归属于母公司净利润(%)	14.4	17.1	8.4	6.5	5.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.8	34.1	34.7	34.7	35.2
净利率(%)	17.0	17.9	20.1	20.9	21.7
ROE(%)	14.6	15.2	14.5	13.4	12.6
ROIC(%)	13.7	14.5	13.7	12.9	12.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.3	25.3	21.3	17.2	13.6
净负债比率(%)	20.6	13.1	-10.1	-21.2	-32.1
流动比率	1.2	1.7	2.7	3.4	4.3
速动比率	0.8	1.2	2.2	3.1	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	15.7	15.3	15.5	15.4	15.5
应付账款周转率	6.4	6.9	6.7	6.8	6.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.38	2.58	2.75	2.90
每股经营现金流(最新摊薄)	3.07	3.55	4.19	3.84	4.15
每股净资产(最新摊薄)	13.78	15.44	18.02	20.38	22.92
<b>估值比率</b>					
P/E	8.8	7.5	6.9	6.5	6.2
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.9	4.8	3.9	3.3	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn