

电投能源 (002128.SZ)

蒙东综合能源龙头，煤电铝协同均衡增长

核心观点：

- 公司概况：**国电投旗下综合能源上市平台，“煤-电-铝”产业协同发展。公司是国家电投在内蒙古区域内煤炭、火电、电解铝及新能源的资源整合平台和投资载体。根据公司财报，2019年以来公司收入、业绩、现金流周期性弱化，盈利能力强，负债率处于行业低位。19-24年扣非后归母净利润 CAGR 达 17%，24 年净利率和 ROE 分别达 20%和 15%。
- 资产重组：**拟收购白音华煤电 100%股权，煤电铝产能和盈利有望大幅增长。5月19日，公司发布关联交易预案，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买白音华煤电 100%股权。白音华煤电业务模式与公司接近，截至 2024 年 12 月末，白音华煤电拥有 1,500 万吨/年褐煤产能、262 万千瓦火电和 40.53 万吨/年电解铝产能。2023、2024 年度以及 2025 年 1 季度实现归母净利润分别为 5.43、13.96 和 4.30 亿元。若完成收购，公司各产品产能有望增长 30-90%，盈利进一步增厚。
- 公司优势：**露天矿低成本+坑口火电主力调峰+电解铝产业链完善+风光新能源资源丰富。(1)公司是蒙东及大东北区域内最大的煤企，且均为露天矿，吨煤成本处于行业低位；(2)坑口火电是东北电网直调火电厂主力调峰机组，利用小时高，盈利能力强；(3)电解铝上下游产业链完善，具备成本优势；(4)内蒙风光资源丰富，公司市场份额占比高。
- 盈利预测与投资建议。**公司正在全面贯彻落实“均衡增长战略”，目前内生增长主要来自扎铝二期以及新能源项目，收购白音华煤电 100%股权落地后，公司煤电铝产能和盈利有望进一步增长。此外，公司经营性现金流充裕，未来资本开支下降后，分红比例有进一步提升空间。暂不考虑收购白音华煤电项目并表影响，预计 25-27 年 EPS 分别为 2.68、2.92 和 3.10 元/股。结合可比公司以及公司历史估值，给予公司 25 年 9 倍 PE，对应合理价值 24.11 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。**煤炭下游需求可能低预期，电解铝行业价格受国内外市场经济形势影响较大，新能源消纳压力进一步加大等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,846	29,859	30,380	34,078	37,260
增长率 (%)	0.2%	11.2%	1.7%	12.2%	9.3%
EBITDA	8,381	10,311	11,048	11,843	12,417
归母净利润	4,560	5,342	6,006	6,546	6,940
增长率 (%)	14.4%	17.1%	12.4%	9.0%	6.0%
EPS (元/股)	2.03	2.38	2.68	2.92	3.10
市盈率 (P/E)	7.0	8.2	7.4	6.8	6.4
ROE (%)	14.6%	15.2%	15.2%	14.9%	14.3%
EV/EBITDA	4.5	4.6	4.3	3.8	3.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

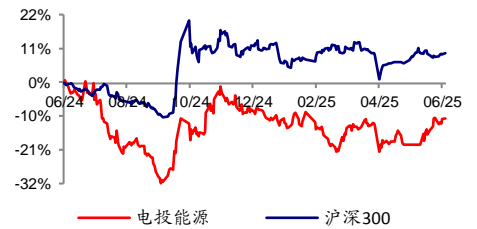
买入

当前价格	19.75 元
合理价值	24.11 元
报告日期	2025-06-09

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2241.57/2241.57
总市值/流通市值 (百万元)	44271.08/44271.08
一年内最高/最低 (元)	22.51/15.17
30 日日均成交量/成交额 (百万)	15.29/289.63
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	2.70/-2.13

相对市场表现



分析师：

宋炜



SAC 执证号：S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260523030001

SFC CE No. AUS961



010-59136686



shentao@gf.com.cn

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、公司概况：国电投旗下综合能源上市平台，“煤-电-铝”产业协同发展.....	4
（一）股权结构：公司大股东为蒙东能源，实控人为国务院国资委.....	4
（二）主营业务：扎根蒙东区域，“煤-电-铝”产业协同发展.....	4
（三）财务状况：2019年以来公司收入、业绩、现金流周期性弱化，盈利能力强， 负债率处于低位.....	8
二、资产重组：拟收购白音华煤电 100%股权，煤电铝产能和盈利有望大幅增长.....	9
（一）事项：拟通过发行股份及支付现金的方式购买内蒙古公司持有的白音华煤电 100%股权.....	9
（二）概况：白音华煤电业务模式与公司接近，若完成收购，公司各产品产能有望增 长 30-90%，盈利进一步增厚.....	10
三、行业趋势：蒙东煤炭供需整体平稳，电解铝行业进入稳定发展成熟期，新能源全面进 入平价发展阶段.....	11
四、公司优势：露天矿低成本+坑口火电主力调峰+电解铝产业链完善+风光新能源资源丰 富.....	14
五、盈利预测和投资建议.....	17
（一）核心盈利预测假设.....	17
（二）可比公司估值分析.....	18
六、风险提示.....	19

图表索引

图 1: 截至 2025 年 3 月底, 电投能源公司股权控制关系.....	4
图 2: 2019 年以来公司收入周期性弱化 (单位: 亿元)	8
图 3: 2019 年以来公司业绩年复合增速达到 17% (单位: 亿元)	8
图 4: 公司经营性现金流充裕 (单位: 亿元)	8
图 5: 公司盈利能力强, 资产负债率较低.....	8
图 6: 白音华煤电的股权结构及控制关系	9
图 7: 蒙东地区褐煤价格较秦港煤价变化更为平缓 (单位: 元/吨)	11
图 8: 电投能源吨煤成本处于行业低位 (单位: 元/吨)	14
图 9: 电投能源燃煤机组利用小时远高于东三省平均水平 (单位: 小时)	15
图 10: 近三年来内蒙古风电发电量同比增速高于全国.....	16
图 11: 近三年来内蒙古太阳能发电量同比增速也高于全国.....	16
图 12: 目前公司 PE(TTM)处于 2010 年以来 25-50%分位.....	18
图 13: 目前公司 PB(LF)处于 2010 年以来 25%分位.....	19
表 1: 电投能源主要煤矿资产	5
表 2: 电投能源煤炭业务经营概况	5
表 3: 电投能源电解铝业务经营概况.....	6
表 4: 电投能源扎哈淖尔铝合金续建项目 (扎铝二期项目) 筹备进程	6
表 5: 电投能源电力业务经营概况	7
表 6: 纳入本次重组标的资产范围内的全资子公司、控股子公司及参股公司.....	9
表 7: 白音华煤电最近两年及一期模拟合并的主要财务数据 (单位: 万元)	10
表 8: 电投能源主要经营业务预测	17
表 9: 电投能源可比公司估值分析	18

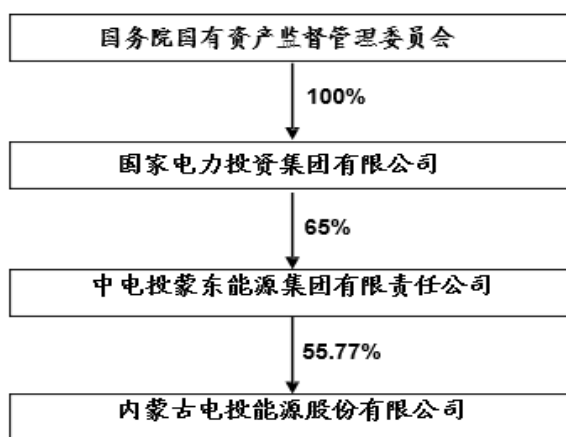
一、公司概况：国电投旗下综合能源上市平台，“煤-电-铝”产业协同发展

（一）股权结构：公司大股东为蒙东能源，实控人为国务院国资委

公司是央企国电投旗下综合能源上市平台。2007年在深交所上市以来，2014年公司收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司，2019年公司收购内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司51%股权，业务范围从煤炭逐步拓展到火电、电解铝等板块。过去5年来，公司在风光等新能源业务领域布局发展力度进一步加大，目前整体绿电装机规模位居煤炭相关公司前列。

公司控股股东为蒙东能源，其直接持有公司55.77%的股权，而国家电投集团持有蒙东能源65%的股权，公司实际控制人为国务院国资委。

图 1：截至2025年3月底，电投能源公司股权控制关系



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）主营业务：扎根蒙东区域，“煤-电-铝”产业协同发展

公司是国家电投在内蒙古区域内煤炭、火力发电、电解铝及光伏风电等新能源的资源整合平台和投资载体，利用煤炭成本优势+充沛的电力资源，形成了良好业务协同效应，具备较好的盈利能力和抗风险能力。

目前公司主要业务包括生产销售煤炭、电解铝、煤电及光伏风电新能源等业务，根据公司2024年年报，2024年电解铝、煤炭、煤电和新能源发电业务收入占比分别是52%、34%、6%和5%，毛利占比分别是27%、58%、4%和7%。

煤炭业务：2023年完成核增产能后，核定产能达到4800万吨，成本优势突出，盈利稳健

公司所在地霍林郭勒市因煤炭资源储量丰富而闻名，是东北经济区的重要能源基地，拥有全国五大露天煤矿之一的霍林河露天煤矿。公司煤炭资源主要集中在蒙东地区，主产煤种为褐煤，2023年完成核增产能后，目前总核定产能达4,800万吨/年，产能满负荷运转，产量释放稳定。主要包括南露天矿（2000万吨/年）、北露天矿（1000万吨/年）和扎哈淖尔露天矿（1800万吨/年）。2022-2024年公司原煤产量分别为4600/4655/4800万吨，销量分别为4600/4647/4776万吨，产能利用率高。

公司纯露天开采模式造就了远优于行业的开采成本优势，具有稳健盈利的基础。经过多年耕耘，公司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，形成了比较稳定的用户群和市场网络。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。

表 1：电投能源主要煤矿资产

煤矿名称		产能 (万吨)	累计资源储量(万吨)	累计动用资源储量(万吨)	剩余资源储量(万吨)
霍林河煤田一号露天矿	南露天矿	2000	138,708	62,813	75,895
	北露天矿	1000			
扎哈淖尔露天矿		1800	121,716	29,978	91,738
合计		4800	260,424	92,790	167,634

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 2：电投能源煤炭业务经营概况

	2021A	2022A	2023A	2024A
产量(万吨)	4,598	4,600	4,655	4,800
销量(万吨)	4,604	4,600	4,647	4,776
产销率	100%	100%	100%	100%
售价(元/吨, 不含税)	162	183	196	213
成本(元/吨)	85	92	89	89
吨煤毛利(元/吨)	77	91	107	124
毛利率	48%	50%	55%	58%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

电解铝业务：业绩弹性较大，目前在产产能86万吨，在建扎铝二期35万吨项目顺利推进

根据公司2024年年报，公司电解铝业务主要由控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司开展，目前拥有年产86万吨电解铝生产线，同时拥有180万千瓦火电和105万千瓦新能源装机的自备电厂，具有规模优势和“煤-电-铝”产业协同优势。公司铝产品主要包括铝液和铝锭，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。

21-24年，霍煤鸿骏实现净利润分别为24.4/14.24/8.86/10.14亿元，其中电解铝产销量总体较平稳，业绩波动主要受电解铝价格以及原料端氧化铝价影响大。

霍林河循环经济局域网扎铝二期 35 万吨绿电铝项目(配套 65 万风电)顺利开工，全球首个“煤-新能源-电-铝”联营及源网荷储直供新范式加速构建，循环经济绿电比例进一步提升。未来，扎铝二期35万吨绿电铝项目建设投产后绿电占比达到79%，符合国家产业政策和地方绿色低碳发展战略，是促进低碳园区建设的示范项目。

扎铝二期项目的落地实施将成为国内首条“绿电铝”生产线，引领铝产业链由“煤电铝”向“绿电铝”低碳转型升级。扎铝二期及配套项目的建设将迎来霍林河循环经济的加速升级，建成后将形成121万吨电解铝产能，绿电（风光）消纳占比突破40%的循环经济产业集群，助力实现霍林河循环经济产业链绿色高质量发展。

表 3: 电投能源电解铝业务经营概况

	2021A	2022A	2023A	2024A
产量(万吨)	88	86	88	90
销量(万吨)	88	86	88	90
产销率	100%	100%	100%	100%
售价(元/吨, 不含税)	16,400	17,457	16,312	17,402
成本(元/吨)	12,125	14,267	13,783	14,326
单位毛利(元/吨)	4,275	3,190	2,529	3,076
毛利率	26%	18%	16%	18%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 电投能源扎哈淖尔铝合金续建项目（扎铝二期项目）筹备进程

日期	事项
2024年6月	通辽市扎哈淖尔 35 万吨绿电铝项目（扎铝二期）完成投资决策；
2024年8月	霍林河循环经济示范工程续建（第六期）200MW 风电项目已完成投资决策；
2024年11月	通辽市扎哈淖尔 35 万吨绿电铝项目（扎铝二期）正式开工建设；
2024年12月	通辽循环经济示范工程七期 45 万千瓦风电项目完成投资决策；100MW/200MWh 储能项目正在加速推进前期工作。

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

电力业务：近三年公司传统煤电量价格略有下滑，新能源发电业务保持高增长

煤电：根据公司2024年年报，公司火电业务主要由全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司开展，其拥有的2×600MW煤电机组依托露天煤矿而建，是东北电网直调火电厂主力调峰机组，电力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，热力主要保障霍林郭勒市冬季供暖保供需求，为民生保供主要热源供应机组。

新能源电力：截至2024年12月31日，公司新能源装机 499.94 万千瓦，依托良好的风、光资源优势，有着较强的盈利能力，主要销售给国家电网、蒙西电网及电力用户。

公司与通辽市政府企地联手，共同推动“三北”重点生态工程建设，落实自治区党委“六个工程”战略部署，打好打赢科尔沁沙地歼灭战的具体措施，将进一步推动绿色发展和新能源建设，实现生态与经济的共赢。立足内蒙古市场的基础上，通过在山东、山西等风光资源丰富地区投资建设新能源项目，市场的份额稳步提升，逐步形成了全国性的新能源产业布局。公司新能源与火电形成互补协同效应，实现风火打捆外送营销策略，提高电力供应的稳定性和可靠性。

近三年来，虽然传统煤电业务量价均有下滑，但公司新能源发电业务发电量和售电量高增长，整体电力业务（煤电+新能源发电）业绩贡献保持稳健。

表 5：电投能源电力业务经营概况

	2021A	2022A	2023A	2024A
发电量（百万千瓦时）	7,719	8,491	8,700	11,554
煤电		5,962	5,605	5,528
新能源发电		2,530	3,095	6,027
发电量 YOY	12%	10%	2%	33%
煤电			-6%	-1%
新能源发电			22%	95%
售电量（百万千瓦时）	6,957	7,730	8,165	10,992
煤电		5,234	5,109	5,034
新能源发电		2,497	3,056	5,958
产销率	90%	91%	94%	95%
煤电		88%	91%	91%
新能源发电		99%	99%	99%
售价（元/千瓦时）	0.327	0.352	0.339	0.306
成本（元/千瓦时）	0.225	0.224	0.221	0.208
单位毛利（元/千瓦时）	0.101	0.128	0.117	0.098

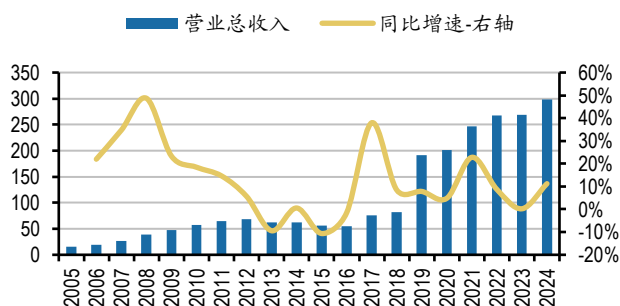
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）财务状况：2019年以来公司收入、业绩、现金流周期性弱化，盈利能力强，负债率处于低位

2005-2015年，公司煤炭业务占比高，整体收入和盈利呈现明显的周期性。2016年以来，特别是2019年收购集团电解铝资产并表后，公司业绩周期性弱化。最近2年来，由于煤炭行业景气下行，煤企业绩普遍承压下行。但公司受益于煤电铝一体化发展，长协煤价上涨，电解铝行业产能受限、供需格局向好，各项业务协同效应凸显，业绩在持续增长。19-24年，公司归母净利润和扣非后归母净利润年复合增速达到16.7%和16.8%。公司目前经营性现金流充裕，盈利能力强，24年净利率和ROE（加权）分别达到19.7%和15.4%，而负债率在25年1季度末已回落至24%。

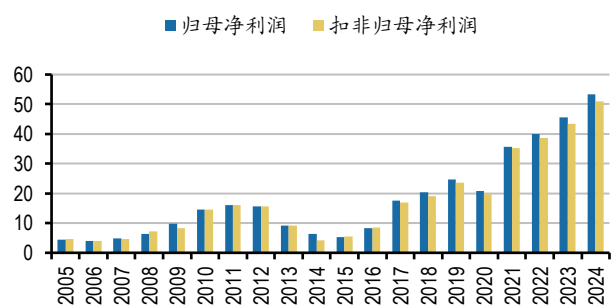
在过去10年周期底部的2015年，在近乎全行业亏损情况下，公司是业绩、经营性现金流仍维持正向的少数公司之一，成本优势和盈利能力经历过周期检验。

图 2：2019年以来公司收入周期性弱化（单位：亿元）



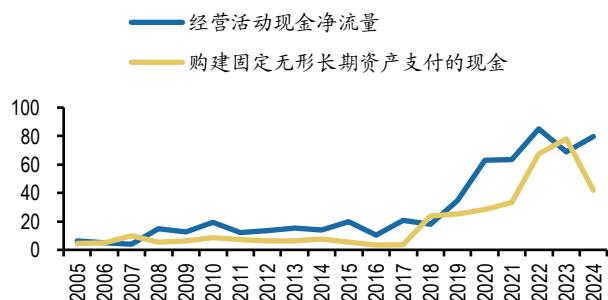
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2019年以来公司业绩年复合增速达到17%（单位：亿元）



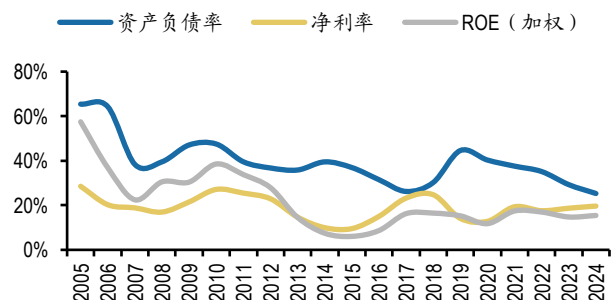
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：公司经营性现金流充裕（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：公司盈利能力强，资产负债率较低



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、资产重组：拟收购白音华煤电 100%股权，煤电铝产能和盈利有望大幅增长

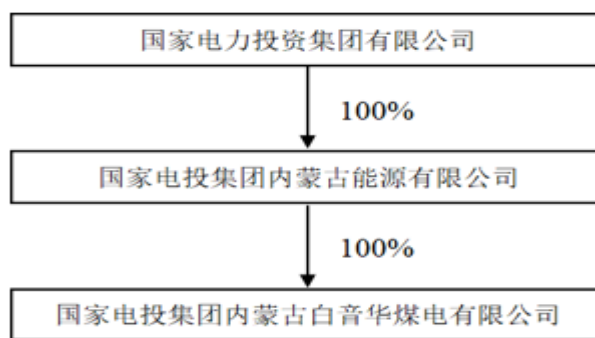
（一）事项：拟通过发行股份及支付现金的方式购买内蒙古公司持有的白音华煤电 100%股权

5月19日，公司发布关联交易预案，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买国家电投集团内蒙古能源有限公司（简称“内蒙古公司”）持有的白音华煤电100%股权。同时，上市公司拟向不超过35名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。截至本预案签署日，本次交易标的资产的审计、评估工作尚未完成，本次交易的具体交易价格尚未确定。

本次交易的交易对方为国家电投集团内蒙古能源有限公司，是国电投在内蒙的全资子公司。而标的资产白音华煤电纳入本次重组标的资产范围内的全资子公司、控股子公司及参股公司包括内蒙古白音华铝电有限公司（100%）、西乌旗高勒罕水务有限责任公司（90%）和赤峰华禹水务投资有限公司（16.8%）。

本次交易前，拟将白音华煤电所持蒙东协合新能源有限公司67.84%股权、通过泰合风力发电有限公司 51%股权和二连浩特长风协合风能开发有限公司 51%股权划转至内蒙古公司，并基于划转后的标的资产范围编制白音华煤电的模拟财务报表。截至本预案出具日，该划转事项已经内蒙古公司决策通过，划入划出方已签署划转协议，目前正在履行工商变更登记程序。

图 6：白音华煤电的股权结构及控制关系



数据来源：关联交易预案、广发证券发展研究中心

表 6：纳入本次重组标的资产范围内的全资子公司、控股子公司及参股公司

序号	企业名称	类型	注册资本（万元）	持股比例
1	内蒙古白音华铝电有限公司	全资子公司	220,000	100.0%
2	西乌旗高勒罕水务有限责任公司	控股子公司	29,600	90.0%
3	赤峰华禹水务投资有限公司	参股公司	21,464	16.8%

数据来源：关联交易预案、广发证券发展研究中心

(二) 概况: 白音华煤电业务模式与公司接近, 若完成收购, 公司各产品产能有望增长 30-90%, 盈利进一步增厚

根据关联交易预案, 白音华煤电主营业务为煤炭、铝及电力产品的生产和销售。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、地方供热等方面; 电力产品主要销售给国家电网及电力用户等; 铝产品主要包括铝液和铝锭, 其中铝液主要销售给周边铝加工企业, 铝锭主要销往东北等地区。

截至2024年12月末, 白音华煤电拥有1,500万吨/年褐煤产能、262万千瓦火电和40.53万吨/年电解铝产能。标的公司利用煤炭成本优势+充沛的电力资源, 在煤电铝业务领域内形成了良好协同效应, 实现煤炭资源共享、就地转化, 不仅减轻煤炭外销压力, 降低煤炭运输成本, 减少煤炭运输造成的污染, 而且还降低了生产能耗、发电成本以及电解铝的生产成本, 实现经济效益和社会效益的最大化。

从白音华煤电最近两年及一期模拟合并的主要财务数据来看, 2025年3月底, 整体资产负债率为70%, 高于上市公司。2023、2024年度以及2025年1季度实现归母净利润分别为5.43、13.96和4.30亿元。

若完成收购, 公司煤炭产能将从4800万吨增长至6300万吨, 增幅为31%。煤电装机(包括霍煤鸿骏自备电厂)从300万千瓦增长至562万千瓦, 增幅为87%。电解铝产能从86万吨增长至126.53万吨, 增幅为47%。

表 7: 白音华煤电最近两年及一期模拟合并的主要财务数据 (单位: 万元)

资产负债项目	2025年3月31日	2024年12月31日	2023年12月31日
总资产	2,542,759	2,497,196	2,400,118
总负债	1,788,342	1,790,764	1,803,899
所有者权益	754,417	706,433	596,219
归属于母公司所有者权益	754,366	706,384	596,183
收入利润项目	2025年1-3月	2024年度	2023年度
营业收入	291,088	1,140,216	736,179
营业利润	57,345	191,102	67,359
利润总额	57,368	191,407	72,666
净利润	42,976	139,584	54,344
归属于母公司股东的净利润	42,974	139,571	54,339

数据来源: 关联交易预案、广发证券发展研究中心

注: 本次交易前, 拟将白音华煤电所持蒙东协合新能源有限公司 67.84%股权、通辽泰合风力发电有限公司 51%股权和二连浩特长风协合风能开发有限公司 51%股权划转至内蒙古公司, 上表为基于划转后的标的资产范围编制的白音华煤电模拟财务报表。

三、行业趋势：蒙东煤炭供需整体平稳，电解铝行业进入稳定发展成熟期，新能源全面进入平价发展阶段

1. 煤炭行业：蒙东煤炭供需整体平稳，煤价变化较秦港更为平缓

“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期，能源绿色低碳发展是关键。能源整体消费来看，到 2030 年我国人均能耗随人均 GDP 增长将继续增加，同时以煤为主的能源体系是中国的基本国情，可再生能源比重将显著增长，煤炭占比延续回落。2025年虽然煤炭市场供需整体保持宽松状态运行，但大东北地区受地域限制，煤炭市场供需关系仍然以整体平衡为主。

政策驱动方面，政策支持大型现代化煤矿，淘汰年产30万吨以下的小煤矿，预计到2025年基本完成。此外，长协煤价与市场价“双轨制”趋近，政府引导煤价稳定在合理区间。

图 7：蒙东地区褐煤价格较秦港煤价变化更为平缓（单位：元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2. 火电行业：碳达峰前，火电机组为稳定电网运行的“压舱石”作用更为凸显

近年来，煤电装机比重连续下滑。火电从基础保障和系统调节电源逐步向应急保障和灵活调节电源转变。碳达峰前，火电发挥基础保障和系统调节作用，利用小时在 4000 小时左右，呈现逐步降低态势。

尽管新能源发展迅速，但火电在保障电力供应稳定性、满足电力需求高峰及调峰备用方面仍发挥着不可替代的作用。火电行业在面临新能源竞争压力的同时，也迎来了新的发展机遇。需要紧跟市场趋势，加强技术创新和市场拓展，推进清洁化与高效化转型，实现多元化发展，并加强智能化与数字化转型。

根据《内蒙古自治区人民政府办公厅关于印发自治区新能源倍增行动实施方案的通知》内政办发〔2023〕69 号)相关内容，明确“十四五”中后期电力规划仍然以

新能源发展为主，未来受发电量、碳排放指标、煤炭资源收紧等因素影响火电机组大规模发展，火电发电比重逐步下降，煤电节能减排加速，碳排放权交易的正式启动，加之全面推行容量电价的考核机制，煤电企业将承受更大、更复杂的压力和考验。另外，在构建新型电力系统形势下，火电机组为稳定电网运行的“压舱石”作用更为凸显，火电机组运行方式将以调峰形式为主，进一步压缩了火电发展空间。

3. 电解铝行业：进入稳定发展成熟期，企业成本差异分化加大

中国电解铝行业经过过去几十年的发展，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主要是碳政策的执行，且日益趋紧，电解铝企业的成本也将出现两极分化，管理好、排放低的有剩余碳指标获利。反之则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，都要把降碳排在首位。

电解铝行业迎来新的大周期，成本高、价格高且行业有长期利润，但并不是所有企业、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，时刻控制成本仍然是新的大周期里的第一要素。

根据公司年报，截至2024年末，国内电解铝运行产能4,350万吨，已接近国家设定的天花板（4,500万吨），在碳中和、碳达峰以及电解铝产能指标大背景下，未来新增产能有限。需求方面，随着传统铝消费板块逐渐转好，新能源板块持续发力，铝未来消费将继续向好。

4. 光伏、风电新能源行业：全面进入平价发展阶段，市场消纳与调峰压力进一步加大

预计未来一段时间内，新能源仍保持高速增长态势，通过大型新能源基地集中开发利用、源网荷储一体化项目、防沙治沙和风电光伏一体化项目协同发展等模式并举，实现对传统能源的可靠替代。

随着国家财政补贴逐步退出，新能源平价项目将实现优先发展，带动新能源全面进入无补贴平价发展阶段。在资源条件好的区域，规划建设新能源大基地，并配套送出通道进行消纳，成为未来平价时代的先行者，也是未来清洁能源发展的重要方向之一，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。规模化开发新能源基地在带来效益的同时，也面临着市场消纳、送出和接入等困难。2024年蒙西地区弃风限电率仍然较高，新能源项目集中大规模投产，市场消纳与调峰压力将进一步加大。

根据公司年报，国内新能源发展主要是五个方向：

一是推进光伏基地化开发，积极推动以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电、光伏基地开发；

二是推进光伏分布式发电开发，规范有序推进整县屋顶分布式光伏试点工作；

三是依托水电统筹推进水风光综合基地开发，充分发挥水电灵活调节能力强，系统自身能力强的优势，利用水电外送消纳通道，着力打造百分之百可再生能源；四是大力实施行动计划，推进光伏更大规模发展，推动光伏发电与建筑、农业、交通、通信等领域融合发展；

五是组织开展试点示范，推进光伏更高质量发展，通过光伏走廊、新型高效电池高频应用的示范，以点带面，探索总结出可复制发展途径，持续推进光伏发电技术进步、规模扩大，应用率提升。

随着新能源发电规模的扩大，固定价格的上网电价模式已无法满足市场需求。因此，深化新能源上网电价市场化改革成为必然趋势，这将推动新能源发电企业走向市场，通过市场竞争形成价格，促进产业高质量发展。随着绿电交易及碳市场逐步推进，新能源绿色环境多元价值将得到体现。

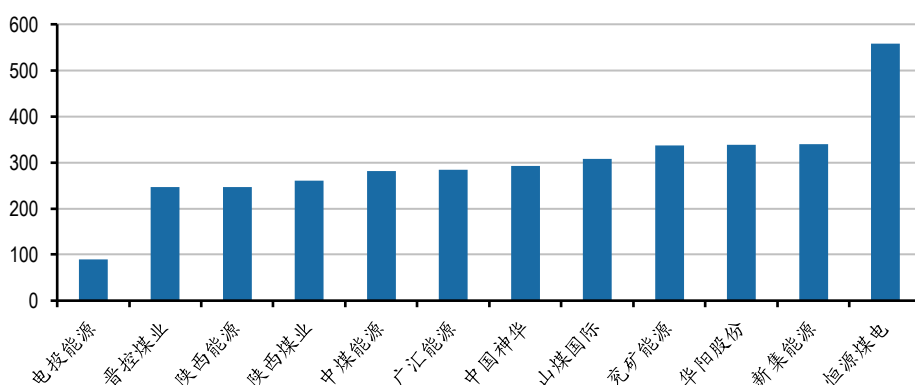
四、公司优势：露天矿低成本+坑口火电主力调峰+电解铝产业链完善+风光新能源资源丰富

1. 煤炭：露天矿低成本优势突出

公司现有煤炭产能 4,800 万吨/年，是蒙东及大东北区域内最大的煤炭生产企业，且均为露天矿，吨煤成本处于行业低位。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，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。

同时，公司具有多年的煤炭开采、销售历史，形成了管理优势、人才优势、技术优势，并拥有开展煤炭贸易、煤炭竞价交易的经验，煤炭的营销方式日趋多样化，公司竞争力持续提升。

图 8：电投能源吨煤成本处于行业低位（单位：元/吨）



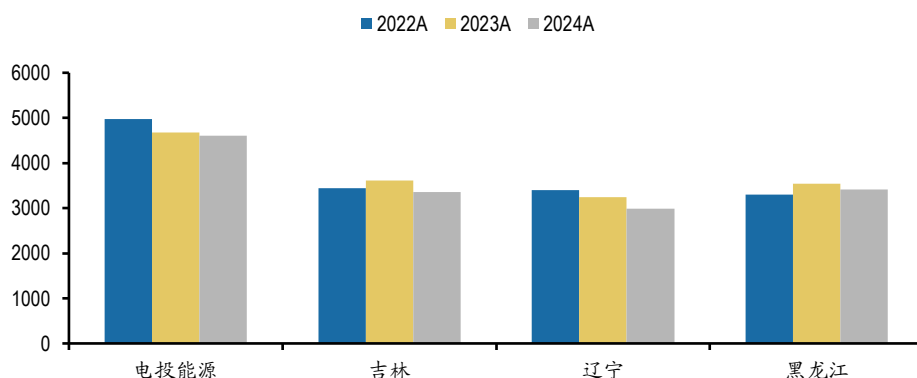
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 煤电：坑口火电主力调峰机组，利用小时高，盈利能力强

通辽霍林河坑口发电有限责任公司 2x600MW 机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组。目前正处在良好的运营期间，作为东北电网通辽北部电网架构的主力核心大机组。依托电投能源露天煤矿而建的大型坑口火电机组，主要燃用自有低热值煤炭，原煤价格、运输成本较为低廉，所发电量主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，是东北地区盈利能力最强的火力发电机组之一。

随着机组投产以来进行的节能综合升级改造、灵活性辅助调峰改造等，机组能耗指标大幅降低，辅助调峰能力增加，持续盈利能力增强，同时作为坑口电站，上煤系统采用胶带供煤方式，运输成本相对占有竞争优势。

图 9：电投能源燃煤机组利用小时远高于东三省平均水平（单位：小时）



数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

3. 电解铝：上下游产业链完善，具备成本优势

公司控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司目前拥有年产86万吨电解铝生产线，多年来，凭借国家政策优势、地区资源优势、产业发展优势全方位支持，霍煤鸿骏铝电公司成功打造了一条以劣质褐煤就地发电转化为主、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。

未来，扎铝二期35万吨绿电铝项目建设投产后绿电占比达到79%，符合国家产业政策和地方绿色低碳发展战略，是促进低碳园区建设的示范项目。扎铝二期项目的落地实施将成为国内首条“绿电铝”生产线，引领铝产业链由“煤电铝”向“绿电铝”低碳转型升级。扎铝二期及配套项目的建设将迎来霍林河循环经济的加速升级，建成后将形成121万吨电解铝产能，绿电（风光）消纳占比突破40%的循环经济产业集群，助力实现霍林河循环经济产业链绿色高质量发展。

主要竞争优势包括：

一是霍林河地区已经形成了煤电铝产业链，拥有距离煤炭产地近的自备电厂，具有电力成本优势。

二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投运，环保优势明显。

三是霍林河循环经济局域网扎铝二期35万吨绿电铝项目（配套65万风电）顺利开工，全球首个“煤-新能源-电-铝”联营及源网荷储直供新范式加速构建，循环经济绿电比例进一步提升。

四是内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司生产稳定，高品质铝产出率相对较高，有稳定的中高端市场及客户。

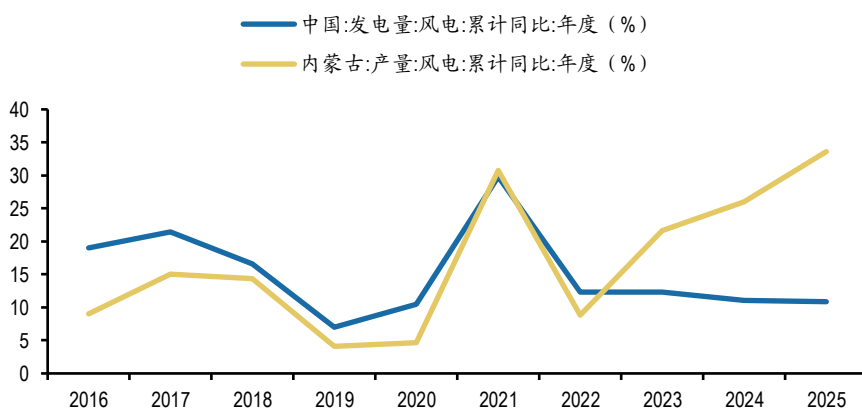
五是铝下游加工企业围绕公司周边建厂，铝水运输距离相对较近，安全性经济性较高。

4. 新能源：内蒙风光资源丰富，公司市场份额占比高

依靠内蒙古地区得天独厚的风能、光伏资源，电投能源拥有大量优质的风光资源储备，占据了较高的市场份额，尤其是在风电领域，其装机规模和发电量在当地名列前茅，在光伏发电市场也保持着快速增长的态势，不断扩大市场份额。

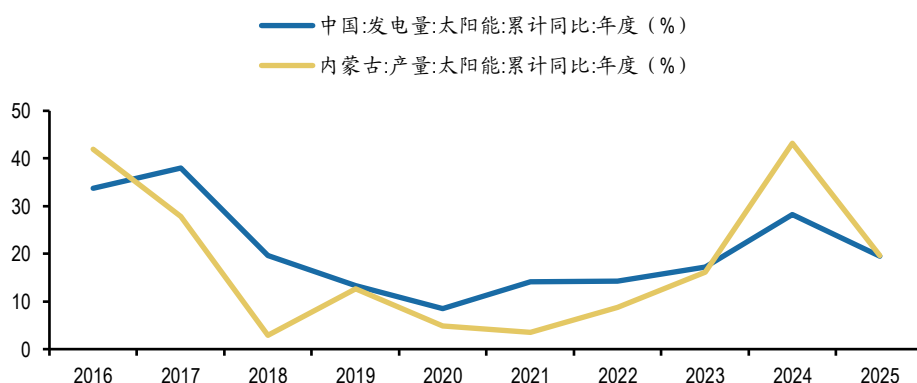
优化风电场和光伏电站的选址，优选风能、光伏资源丰富且稳定的区域，能够保证较高的发电效率和稳定的电力输出，在市场竞争中奠定了坚实基础。随着突泉县44.5万千瓦风电项目于2024年年底全容量投产，通辽市防沙治沙和风电光伏一体化110万千瓦项目建设的有序推进，“十四五”期间公司新能源装机规模将大幅提升。

图 10：近三年来内蒙古风电发电量同比增速高于全国



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11：近三年来内蒙古太阳能发电量同比增速也高于全国



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

(一) 核心盈利预测假设

1. 根据公司2024年年报，公司2025年计划原煤生产4,800万吨；计划发电量270.26亿千瓦时（含自备电厂发电量133.79亿千瓦时）；计划电解铝产量90万吨。2025年计划销售原煤4,824.03万吨；计划销售电量131.87亿千瓦时。
2. 煤炭业务方面，由于公司目前无其他在建矿井，暂不考虑收购白音华煤电并表影响，预计27-28年煤炭产量维持平稳。同时由于蒙东区域市场供需维持平衡，预计煤价和成本也有望维持平稳。
3. 电力业务方面，目前公司电力增量主要来自新能源发电，结合装机规划，预计25-27年发电量同比增速分别为16%、27%和3%。同时受新能源平价上网影响，25-26年整体上网电价和成本小幅下降，27年维持平稳。
4. 电解铝业务方面，考虑到扎铝二期有望26年投产，预计25-27年电解铝产量同比增速分别为0%、17%和15%，电解铝价平稳上涨。而成本端25年主要受益于氧化铝价下降，26-27年略有回升。

表 8: 电投能源主要经营业务预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
煤炭业务							
产量 (万吨)	4,598	4,600	4,655	4,800	4,800	4,800	4,800
销量 (万吨)	4,604	4,600	4,647	4,776	4,824	4,800	4,800
产销率	100%	100%	100%	100%	101%	100%	100%
售价 (元/吨)	162	183	196	213	213	213	213
成本 (元/吨)	85	92	89	89	89	89	89
电力业务							
发电量 (百万千瓦时)	7,719	8,491	8,700	11,554	13,362	16,932	17,519
售电量 (百万千瓦时)	6,957	7,730	8,165	10,992	12,779	16,308	16,890
产销率	90%	91%	94%	95%	96%	96%	96%
售价 (元/千瓦时)	0.33	0.35	0.34	0.31	0.30	0.29	0.29
成本 (元/千瓦时)	0.23	0.22	0.22	0.21	0.20	0.19	0.19
电解铝业务							
产量 (万吨)	88	86	88	90	90	105	121
销量 (万吨)	88	86	88	90	90	105	121
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
售价 (元/吨)	16,400	17,457	16,312	17,402	17,402	17,576	17,752
成本 (元/吨)	12,125	14,267	13,783	14,326	13,609	13,745	13,883

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 可比公司估值分析

公司作为国电投旗下综合能源公司，煤电铝业务协同发展，公司正在全面贯彻落实“均衡增长战略”，加快发展新能源主体产业，推进煤炭智能化矿山建设，煤电清洁转型，电解铝由“煤电铝”向“绿电铝”转型，全力保障公司绿色低碳高质量发展。公司目前内生增长主要来自扎铝二期以及新能源发电项目，未来收购白音华煤电100%股权落地后，公司煤电铝产能和盈利有望进一步增长。此外，公司经营性现金流充裕，未来资本开支下降后，分红比例还有进一步提升空间。

由于公司主营业务涉及煤炭、电力、电解铝，我们选取煤电一体化的公司中国神华、陕西煤业、新集能源以及电解铝公司云铝股份作为参考。这些公司估值分化的原因除去业绩稳健性有差异之外，分红比例高低影响也较大，其中中国神华和陕西煤业分红比例更高，ROE也较高，目前估值整体高于新集能源和云铝股份。

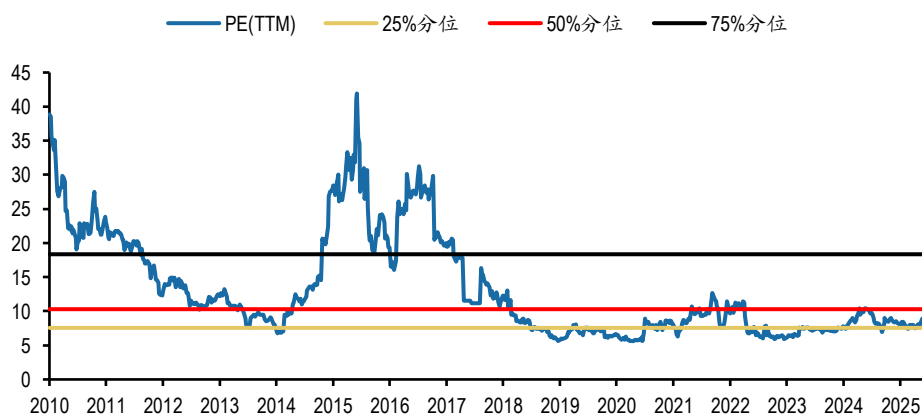
暂不考虑收购白音华煤电项目并表影响，预计25-27年公司EPS分别为2.68、2.92和3.10元/股。结合可比公司以及公司历史估值，给予公司25年9倍PE，对应合理价值24.11元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9: 电投能源可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	EPS (元/股)			P/E			P/B (LF)
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601225.SH	陕西煤业	20.03	2.00	2.10	2.19	10.0	9.5	9.1	2.0
601088.SH	中国神华	39.54	2.67	2.73	2.81	14.8	14.5	14.1	1.8
601918.SH	新集能源	6.72	0.88	0.97	1.04	7.7	6.9	6.5	1.1
000807.SZ	云铝股份	14.71	1.90	2.23	2.43	7.8	6.6	6.1	1.7
可比公司平均						10.1	9.4	8.9	1.7
002128.SZ	电投能源	19.68	2.68	2.92	3.10	7.3	6.7	6.3	1.2

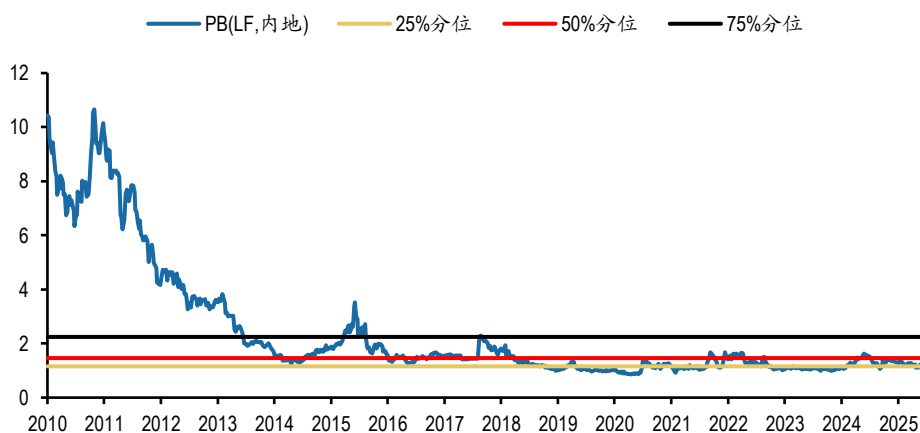
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (电投能源2025-2027年盈利预测来自广发证券, 其他可比公司盈利预测取自Wind一致预期, 最新股价为6月6日收盘价)

图 12: 目前公司PE(TTM)处于2010年以来25-50%分位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 13: 目前公司PB(LF)处于2010年以来25%分位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

六、风险提示

1. 煤炭下游需求可能低预期，叠加国内煤炭供给充足，产业链库存偏高，市场煤价承压，也间接影响蒙东地区煤价。
2. 电解铝行业价格受国内外市场经济形势影响较大。美国关税政策、国际地缘冲突，易影响全球产业链的稳定性，进而影响铝价走势。
3. 随着国家风电光伏发电大基地项目陆续并网投产，未来新增风光装机在内蒙古地区的投产比重增加，新能源消纳压力进一步加大。再加上用电量增速存在较大不确定性，部分地区用电增量保持在较低水平，新能源电价存在压力。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	7,143	9,178	9,907	11,422	13,049
货币资金	1,693	2,980	3,110	4,087	5,320
应收及预付	3,026	3,263	3,859	4,193	4,437
存货	1,446	1,258	1,345	1,471	1,567
其他	978	1,678	1,594	1,671	1,726
非流动资产总额	41,358	42,456	45,213	47,580	49,594
长期股权投资	776	1,147	1,297	1,447	1,597
固定资产	24,427	30,692	31,337	31,628	31,670
在建工程	8,597	2,999	4,999	6,899	8,699
使用权资产	418	359	429	449	469
无形资产	4,784	4,878	4,920	4,956	4,987
其他	2,356	2,382	2,232	2,202	2,172
资产总额	48,501	51,634	55,120	59,002	62,642
流动负债总额	5,816	5,527	4,946	5,358	5,729
短期借款	271	150	130	120	110
应付及预收	3,215	3,007	2,421	2,759	3,066
其他	2,330	2,370	2,394	2,479	2,552
非流动负债总额	8,381	7,535	6,884	5,385	3,386
长期借款	7,474	6,733	6,233	4,733	2,733
应付债券	0	0	0	0	0
其他	906	802	650	651	652
负债总额	14,197	13,062	11,830	10,743	9,114
股本	2,242	2,242	2,242	2,242	2,242
其他	28,646	32,362	36,485	40,805	45,385
归母权益合计	30,887	34,603	38,726	43,046	47,627
少数股东权益	3,417	3,969	4,564	5,213	5,901
负债和股东权益	48,501	51,634	55,120	59,002	62,642

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,846	29,859	30,380	34,078	37,260
营业成本	18,307	19,691	19,363	22,066	24,520
营业税金及附加	1,631	1,819	1,851	2,076	2,270
销售费用	61	64	66	74	80
管理费用	883	979	996	1,118	1,222
研发费用	32	78	79	89	97
财务费用	145	225	204	160	88
资产减值损失	-45	-96	-50	-45	-40
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资收益	139	83	84	95	103
营业利润	5,913	7,065	7,858	8,547	9,049
营业外收支	-60	-139	-70	-60	-50
利润总额	5,852	6,926	7,788	8,487	8,999
所得税费用	832	1,055	1,186	1,293	1,371
合并净利润	5,021	5,871	6,602	7,195	7,628
少数股东损益	461	530	595	649	688
归母净利润	4,560	5,342	6,006	6,546	6,940
EPS (元/股)	2.03	2.38	2.68	2.92	3.10

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	6,871	7,950	8,751	10,411	11,029
合并净利润	5,021	5,871	6,602	7,195	7,628
折旧摊销	2,361	2,972	3,024	3,188	3,347
营运资金变动	-631	-1,221	-1,077	-115	-15
其他	0	0	84	0	0
投资活动现金流净额	-7,741	-4,448	-5,713	-5,502	-5,293
资本性开支	-7,785	-4,175	-5,747	-5,450	-5,250
投资	0	-294	-150	-150	-150
其他	45	22	184	98	107
融资活动现金流净额	725	-2,207	-2,872	-3,932	-4,504
股本融资	3,955	38	0	0	0
债权融资	-1,050	-255	-1,235	-1,510	-2,010
股利分配与偿付利息	-2,110	-1,859	-2,276	-2,421	-2,494
其他	-69	-132	640	0	0
现金净增加额	-143	1,296	166	977	1,233
期初现金余额	1,791	1,647	2,944	3,110	4,087
期末现金余额	1,647	2,944	3,110	4,087	5,320

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	0.2%	11.2%	1.7%	12.2%	9.3%
营业利润增长率	4.2%	19.5%	11.2%	8.8%	5.9%
归母净利润增长率	14.4%	17.1%	12.4%	9.0%	6.0%
获利能力					
毛利率	31.8%	34.1%	36.3%	35.2%	34.2%
净利率	18.7%	19.7%	21.7%	21.1%	20.5%
ROE	14.6%	15.2%	15.2%	14.9%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	29.3%	25.3%	21.5%	18.2%	14.6%
有息负债率	16.0%	13.3%	11.5%	8.2%	4.5%
流动比率	1.2	1.7	2.0	2.1	2.3
利息保障倍数	49.3	35.1	34.3	44.2	67.6
营运能力					
应收账款周转率	14.2	14.8	12.0	12.4	12.9
存货周转率	12.7	15.7	14.4	15.0	15.7
应付账款周转率	6.2	7.2	8.0	8.0	8.0
每股指标					
每股收益	2.03	2.38	2.68	2.92	3.10
每股净资产	13.78	15.44	17.28	19.20	21.25
每股经营现金流	3.07	3.55	3.90	4.64	4.92
估值比率					
PE	7.0	8.2	7.4	6.8	6.4
PB	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.5	4.6	4.3	3.8	3.4

广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

张 云 瀚：高级分析师，美国哥伦比亚大学硕士。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。