

煤电铝协同发展，稳定性与成长性兼备

2025 年 8 月 6 日

核心观点

- 国家电投集团“煤电铝一体化”综合能源企业。**公司成立之初以煤炭业务为主，多年来通过资本运作、转型发展等多种方式，目前已成为以煤为核心，煤电铝一体化和清洁能源为重点的清洁综合能源企业。截至 2024 年末，公司煤炭产能 4800 万吨/年、电解铝产能 86 万吨/年、火电装机 300 万千瓦（含自备电厂），新能源装机 500 万千瓦，资产规模随着公司的不断发展而壮大。2024 年公司煤炭、电解铝、电力收入分别为 158.9 亿元、105.9 亿元、33.8 亿元，占比分别为 53.2%、35.4%、11.3%。
- 露天煤矿开采成本低，后续资产注入空间大。**公司是蒙东及大东北区域内煤炭龙头，市场份额占大东北区域 10% 以上，受益于运距优势以及东北地区煤炭每年 3 亿吨以上缺口，公司煤炭多年来满产满销。近期受到迎峰度夏旺季、煤炭限产政策催化等影响，市场煤价大幅反弹，也有望为公司褐煤长协价格提供支撑。公司两座露天矿产能 4800 万吨/年，其开采成本低且与煤价关联度低，近年来公司吨煤成本维持在 80-90 元。受益于低开采成本和高长协占比，十四五以来煤炭盈利能力稳中有升，吨煤毛利由 2021 年 77 元提升至 2024 年 131 元，煤炭业务毛利率由 2021 年 49.0% 提升至 2024 年 59.3%。大股东已承诺将白音华二、三号矿（总产能 3500 万吨/年）注入公司，目前正筹划注入白音华煤电有限公司（旗下拥有白音华二号矿，产能 1500 万吨/年），注入后公司煤炭产能将增加 31%。
- 自建与收购带来电解铝产能增量，成本优势明显。**公司目前拥有电解铝产能 86 万吨/年，2025 年底扎铝二期（35 万吨/年）建成后总产能将增加至 121 万吨/年。此外，拟注入的白音华煤电有限公司子公司拥有 40 万吨/年的电解铝产能，自建+注入带来的产能增量将达到 87%。电解铝产品同质化强、耗能高（1 吨电解铝耗电 13500 千瓦时），低电力成本是核心竞争力。公司通过煤电铝一体化运营，既享有自有煤矿和坑口电厂带来的低成本火电，又享有配套新能源带来的低成本绿电，成本优势明显。2024 年公司电解铝单吨电力成本 3705 元，相较自备电平均水平低 1200 元以上，相较网购电平均水平低 2500 元以上。
- 火电利用小时数高、发电成本低，新能源装机增长空间大。**公司所属霍林河坑口电厂装机 120 万千瓦（不含电解铝自备装机），是东北地区主力供电机组，近年来利用小时数在 4600 以上。坑口电厂受益于煤炭自供带来的成本优势，近年来市场煤价上行时仍能保证相对稳健的盈利能力。公司新能源装机由 2021 末 156 万千瓦增长至 2024 年末 500 万千瓦（含 105 万千瓦电解铝自备装机），三年复合增速 47.5%。公司计划 2025 年再投产 200 万千瓦新能源，十四五末公司新能源装机将达到 700 万千瓦。
- 投资建议：**预计公司 25-27 年归母净利润分别为 56.07、62.30、63.15 亿元，对应当前 PE 分别为 8.1x、7.3x、7.2x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**煤价下降的风险；电解铝盈利能力下降的风险；安全生产风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29859.05	30085.64	36719.04	37029.44
收入增长率%	11.23	0.76	22.05	0.85
归母净利润(百万元)	5341.61	5606.73	6230.01	6315.38
利润增速%	17.15	4.96	11.12	1.37
毛利率%	34.05	33.85	31.40	31.34
摊薄 EPS(元)	2.38	2.50	2.78	2.82
PE	8.51	8.11	7.30	7.20

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

电投能源 (002128.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-08-05

股票代码	002128
A 股收盘价(元)	20.28
上证指数	3,617.60
总股本(万股)	224,157
实际流通 A 股(万股)	224,157
流通 A 股市值(亿元)	455

相对沪深 300 表现图

2025-08-05



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、煤电铝一体化联营，财务指标稳健	3
（一）国家电投集团“煤电铝一体化”综合能源企业	3
（二）营收净利稳健增长，分红金额逐年提高	4
（三）白音华二、三号矿待注入，总产能 3500 万吨	6
二、煤炭盈利能力稳定，资产注入空间大	7
（一）煤炭行业：供需双弱，限产叠加旺季推动煤价企稳回升	7
（二）东北地区煤炭年需求缺口 3 亿吨以上，高度依赖蒙东地区调入	10
（三）拥有两座大型露天煤矿，盈利能力稳定，后续资产注入空间大	12
三、电解铝行业盈利能力回升，公司成本优势突出	14
（一）电解铝行业：氧化铝价格回落，行业盈利能力回升	14
（二）自建与收购带来产能增量，成本优势突出	16
四、发电：火电成本低，新能源装机增长空间大	18
五、盈利预测与估值	21
（一）盈利预测	21
（二）相对估值	22
（三）绝对估值：合理每股价值区间为 32.27-36.25 元	22
六、风险提示	24

一、煤电铝一体化联营，财务指标稳健

（一）国家电投集团“煤电铝一体化”综合能源企业

业务版图逐渐完善，目前已成为国家电投集团“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（简称“电投能源”）于 2001 年成立，原名“内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司”，后于 2007 年上市，证券简称“露天煤业”。电投能源成立时主营业务为煤炭生产与销售，随着公司的快速发展，通过资本运作、转型发展等多种方式，目前已成为以煤为核心，煤电铝一体化和清洁能源为重点的清洁综合能源企业。2021 年，根据公司经营发展需要，公司名称由“内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司”，变更为“内蒙古电投能源股份有限公司”，证券简称变更为“电投能源”。

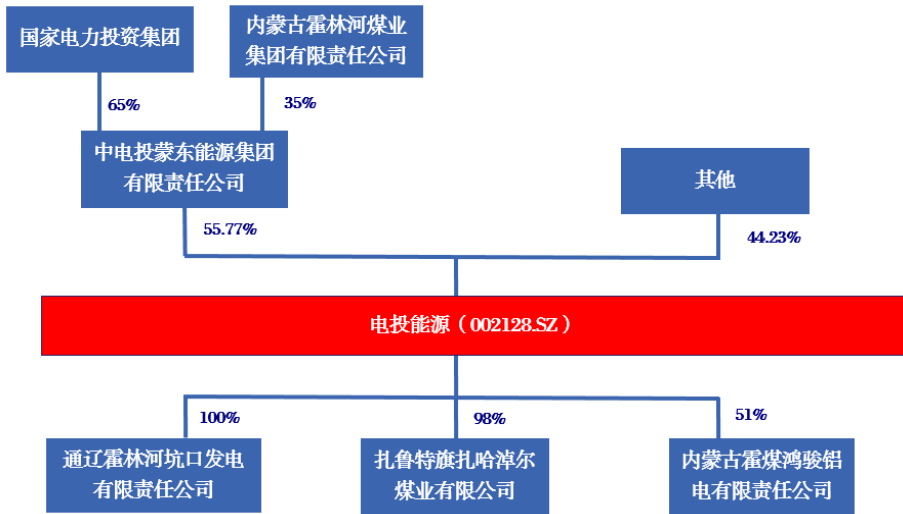
表1：电投能源发展历史

年份	重大事件
2001	公司成立，主营业务为煤炭产销
2007	深交所上市，证券简称“露天煤业”
2014	收购中电投蒙东能源集团有限责任公司持有的通辽霍林河坑口发电有限责任公司 100%股权，初步形成煤电一体化联营
2019	购买中电投蒙东能源集团有限责任公司持有的内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司 51%股权，形成煤电铝一体化经营模式
2021	证券简称变更为“电投能源”
2023	完成非公开发行募集资金建设通辽百万风电项目，拓展新能源行业布局
2025	拟收购内蒙古白音华煤电有限公司 100%股权，提升公司在煤炭、火电及铝电等领域的市场份额和竞争力

资料来源：国家电投官网、公司公告、中国银河证券研究院

国家电力投资集团是公司实际控制人。截至 2025 年一季度末，国家电力投资集团持有公司控股股东（中电投蒙东集团有限责任公司）65%股权，是公司实际控制人。国家电力投资集团产业结构完善，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。此外，集团已成为全球最大的清洁能源发电企业，截至 2025 年一季度末，集团清洁能源装机 1.93 亿千瓦，清洁能源装机占比 72.77%。

图1：电投能源股权结构（截至 2025Q1）

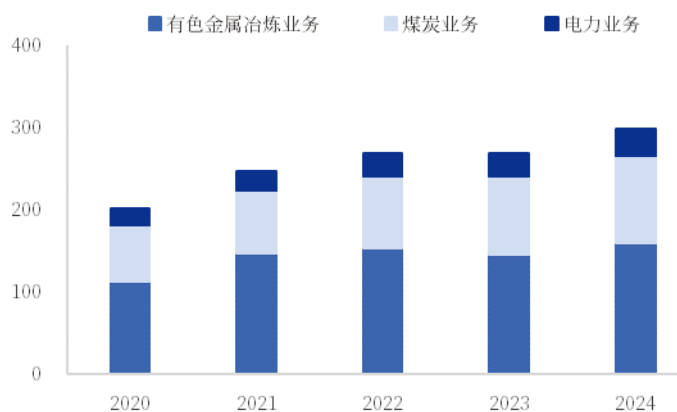


资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）营收净利稳健增长，分红金额逐年提高

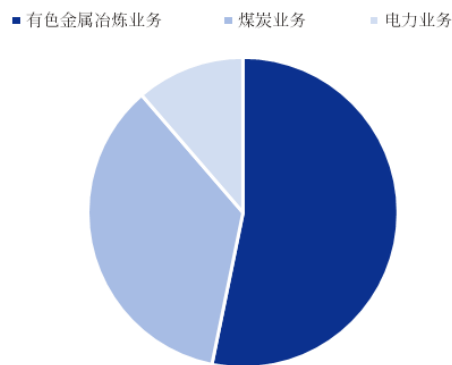
煤电铝一体化经营模式，其中煤炭和电解铝营收占比高。多年来，凭借国家政策优势、地区资源优势、产业发展优势全方位支持，已成功打造以劣质褐煤就地发电转化为主、大比例消纳新能源电力的“煤-新能源-电-铝”循环经济产业模式。截至 2024 年末，公司煤炭产能 4800 万吨/年，火电装机 300 万千瓦（含自备电厂），电解在运产能 86 万吨/年，新能源装机 500 万千瓦。从营收结构来看，2024 年公司煤炭业务、有色金属冶炼业务（电解铝）、电力业务营收分别为 105.85 亿元、158.90 亿元、33.84 亿元，营收占比分别为 35.4%、53.2%、11.3%。

图2：公司 2020-2024 年营收构成（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

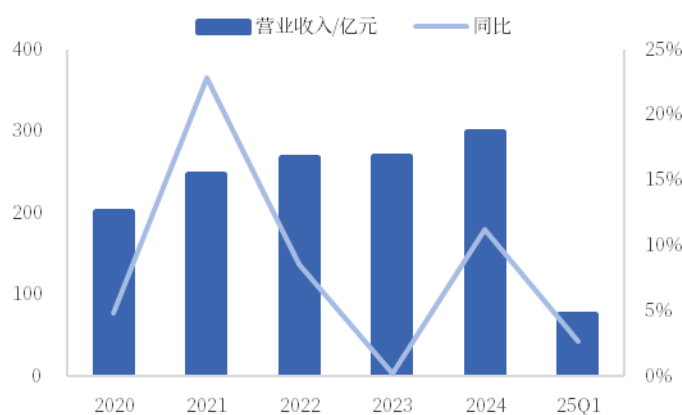
图3：公司 2024 年营收占比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

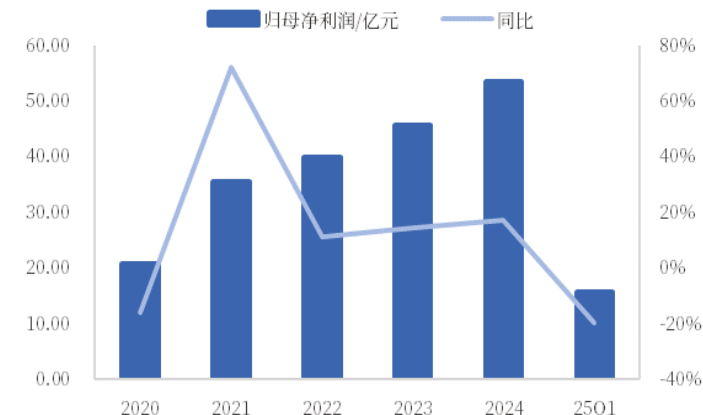
公司营业收入与归母净利润稳健增长。2020 年以来，随着煤炭、电解铝价格波动上行，以及新能源装机增长，公司营收与归母净利润呈稳健增长趋势。2020-2024 年，公司营业收入从 200.74 亿元增长至 298.59 亿元，年化增速为 10.4%；公司归母净利润从 20.71 亿元增长至 53.42 亿元，年化增速为 26.7%。2025 年一季度公司营收和归母净利润分别为 75.37 亿元、15.59 亿元，同比增速分别为 2.6%、-19.8%，其中归母净利润下降主要是由于一季度氧化铝价格涨幅超过铝锭，导致电解铝业务盈利水平下降。

图4：公司 2020-2025 年一季度营收及同比（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图5：公司 2020-2025 年一季度归母净利润及同比（右）

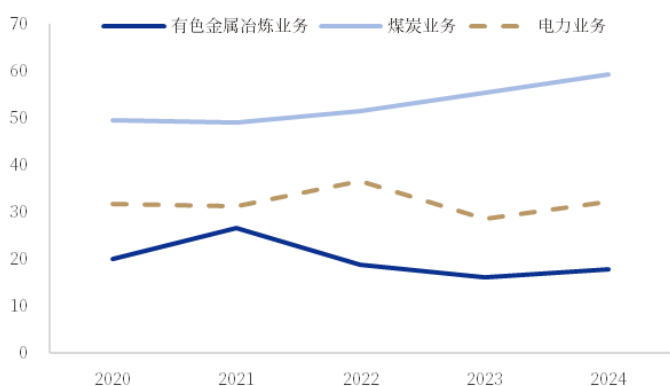


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

煤炭业务近年毛利率持续提升，并且是公司主要毛利来源。2020 年以来随煤价整体波动上行，公司外销煤价增长，公司煤炭业务毛利率由 2020 年 49.6% 提升至 2024 年 59.3%；公司有色金属冶炼业务毛利率主要受到氧化铝和铝锭价格影响，2020 年以来在 20% 左右波动；公司电力业务毛利

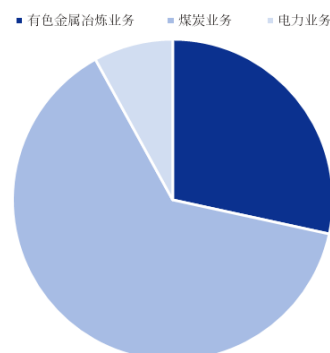
率主要受装机结构、煤价与电价影响，2020年以来在30%左右波动。2024年公司煤炭业务、有色金属冶炼业务、电力业务毛利分别为62.74亿元、28.03亿元、7.92亿元，占比分别为63.6%、28.4%、8.0%。

图6：公司2020-2024分板块毛利率（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

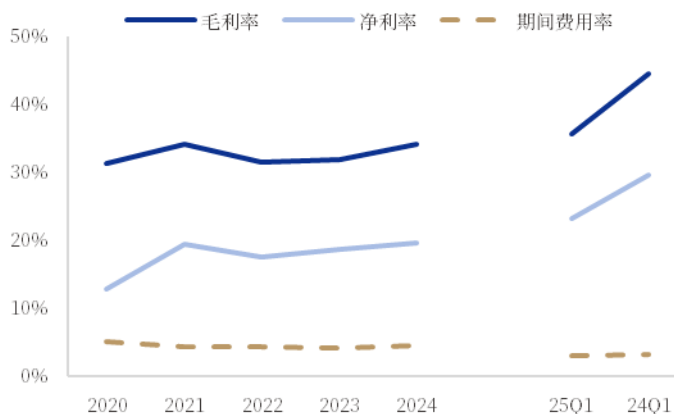
图7：公司2024年毛利构成



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

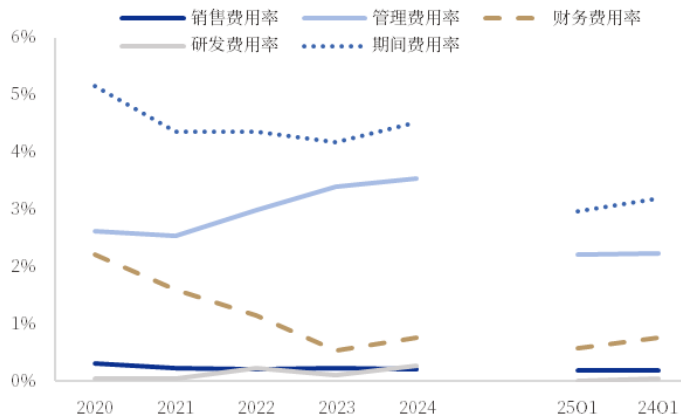
近年来公司毛利率、净利率波动上行，期间费用率小幅下降。2020-2024年，受益于煤炭业务盈利能力提升，公司毛利率由31.20%提升至34.05%，累计涨幅2.86pct，净利率由12.81%提升至19.66%，累计涨幅6.85pct。期间费用率方面，2020-2024年公司期间费用率由5.15%下降至4.51%，累计降幅0.65pct，主要受益于利率下行带来的财务费用率下降。

图8：公司2020-2025Q1毛利率、净利率、期间费用率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

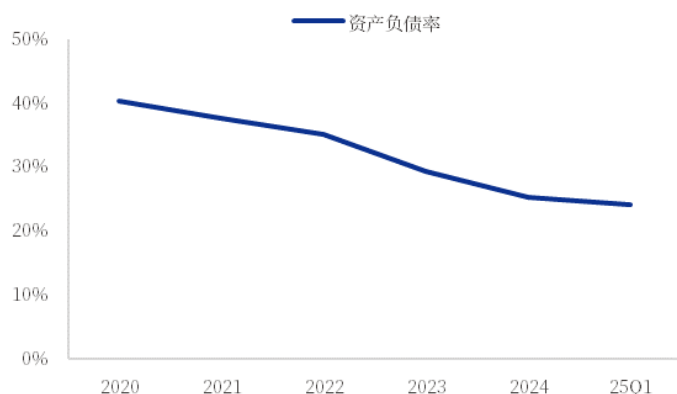
图9：公司2020-2025Q1期间费用率



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

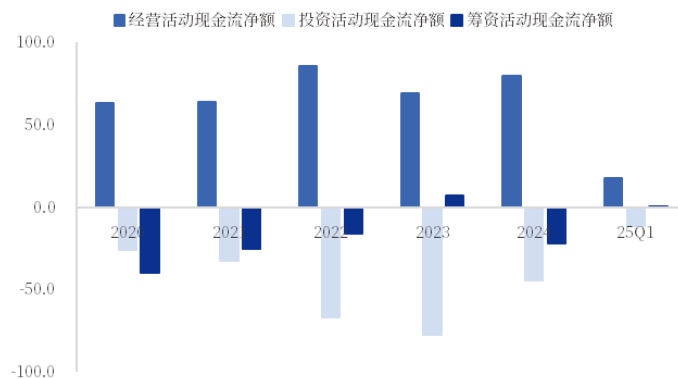
资产负债率稳步下降，经营性现金流稳定。2020-2024年，公司资产负债率由40.31%下降至25.30%，累计降幅15.01pct，2025年一季度进一步下降至24.14%，较2024年末降低1.16pct。2020-2024年，公司经营性净现金流在63-85亿元之间波动，年均经营性净现金流为72亿元，整体较为稳定。2025年一季度，公司经营性净现金流17.7亿元，同比增长31.8%。

图10: 公司资产负债率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

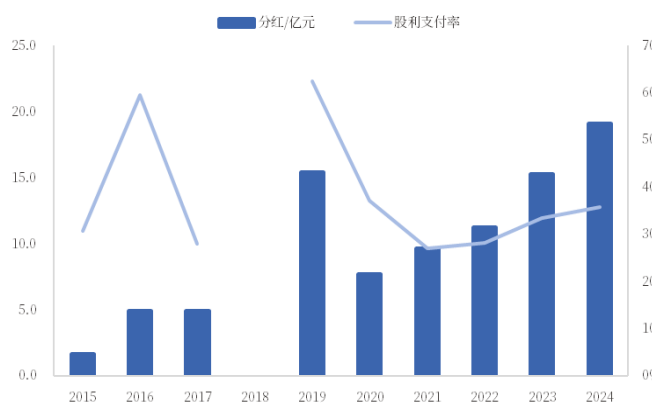
图11: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

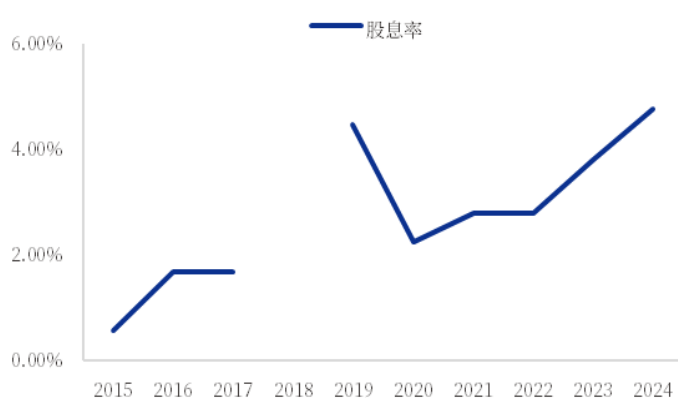
十四五以来分红金额、股利支付率逐年提高。2021-2024 年, 公司年度现金分红金额分别为 9.61 亿元、11.21 亿元、15.24 亿元、19.05 亿元, 年化复合增速为 25.6%; 年度股利支付率分别为 26.99%、28.11%、33.43%、35.67%, 年均提升 2.89pct。

图12: 公司年度现金分红金额 (亿元)、股利支付率 (右轴)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图13: 公司年度股息率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(三) 白音华二、三号矿待注入, 总产能 3500 万吨

控股股东已承诺将白音华二、三号矿注入公司, 总产能 3500 万吨。根据 2014 年 8 月公司公告《内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司收到实际控制人和控股股东避免同业竞争总体规划的公告》, 控股股东承诺在满足条件的情况下, 将白音华二、三号矿注入公司。白音华二、三号矿设计产能分别为 1500 万吨和 2000 万吨, 主要产品均为老年优质褐煤, 平均发热量为 3200 千卡/千克。

表2: 白音华二、三号矿基本情况

	经营主体	位置	年设计产能	地质储量	品种
白音华二号露天煤矿	白音华煤电有限责任公司	白音华煤田中南部	1500 万吨	10.26 亿吨	优质褐煤 (平均发热量 3200 千卡/千克)
白音华三号露天煤矿	白音华蒙东露天煤业有限公司	白音华煤田中部	2000 万吨	13.31 亿吨	

资料来源: 内蒙古工业大学、中国银河证券研究院

二、煤炭盈利能力稳定，资产注入空间大

（一）煤炭行业：供需双弱，限产叠加旺季推动煤价企稳回升

近年来，煤炭行业政策导向紧密围绕产能调控、环保节能、行业转型、安全生产等核心目标展开。（1）**产能调控**：2025 年 7 月国家能源局发布《关于组织开展煤矿生产情况核查，促进煤炭供应平稳有序的通知》，强调加强产能管理，并将核查煤矿 2024 年全年原煤产量是否超过公告产能，以及 2025 年 1-6 月每月原煤产量是否超过公告产能的 10%；（2）**环保节能**：2024 年中共中央、国务院分别发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》、《关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》、《2024—2025 年节能降碳行动方案》，多次提出控制化石能源消费，加强煤炭清洁高效利用；（3）**行业转型**：2024 年国家发改委、工信部等部门分别发布《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》、《原材料工业数字化转型工作方案（2024—2026 年）》，提出推动煤炭行业智能化、数字化转型。

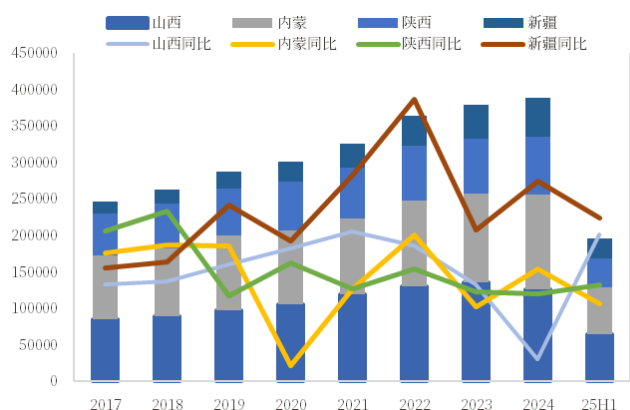
表3：煤炭行业重要政策

时间	部门	文件名称	内容摘要
2025.7	国家能源局	《关于组织开展煤矿生产情况核查，促进煤炭供应平稳有序的通知》	国家能源局将在重点产煤省（区）组织开展煤矿生产情况核查工作。核查范围涵盖山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏、新疆等 8 个省（区）的煤矿，已进入联合试运转的煤矿参照生产煤矿标准进行核查。核查主要内容包括：核查煤矿 2024 年全年原煤产量是否超过公告产能（联合试运转煤矿以公告建设规模为准），以及 2025 年 1-6 月每月原煤产量是否超过公告产能的 10%。
2025.6	国家矿山安全监察局	《关于加强新时代矿山安全文化建设的指导意见》	加强新时代矿山安全文化建设，实现矿山高质量发展和高水平安全良性互动。
2024.12	国家发改委	《煤炭矿区总体规划管理规定》	规范煤炭资源勘查开发秩序，保护和合理开发利用煤炭资源，保障能源安全稳定供应。
2024.10	国家矿山安全监察局	《煤矿安全生产标准化管理体系考核定级办法》	进一步加强煤矿安全生产基础建设，提升煤矿安全保障能力。
2024.9	国家发改委等 6 部门	《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》	到 2030 年，煤炭绿色智能开发能力明显增强，生产能耗强度逐步下降，储运结构持续优化，商品煤质量稳步提高，重点领域用煤效能和清洁化水平全面提升，与生态优先、节约集约、绿色低碳发展相适应的煤炭清洁高效利用体系基本建成。
2024.7	中共中央、国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加强化石能源清洁高效利用。坚决控制化石能源消费，深入推动煤炭清洁高效利用，“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长，接下来 5 年逐步减少，在保障能源安全供应的前提下，重点区域继续实施煤炭消费总量控制。
2024.7	中共中央	《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	健全煤炭清洁高效利用机制。加快规划建设新型能源体系，完善新能源消纳和调控政策措施。
2024.5	国务院	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	严格合理控制煤炭消费。加强煤炭清洁高效利用，推动煤电低碳化改造和建设。严格实施大气污染防治重点区域煤炭消费总量控制，重点削减非电力用煤，持续推进燃煤锅炉关停整合、工业窑炉清洁能源替代和散煤治理。对大气污染防治重点区域新建和改扩建用煤项目依法实行煤炭等量或减量替代。
2024.1	工信部等 9 部门	《原材料工业数字化转型工作方案（2024—2026 年）》	涉及现代煤化工、传统煤化工等在标准建设、数字化技术改造提升、工业互联网平台体系建设等方面的要求，推动煤炭行业数字化转型。

资料来源：国家发改委、国家能源局、国家矿山安全监察局、中共中央、国务院、中国银河证券研究院

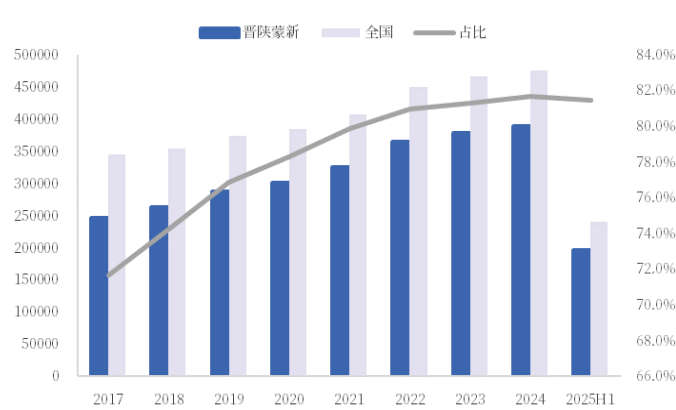
上一轮供给侧改革以来，全国煤炭产量加速向晋、陕、蒙、新 4 省集中。受煤炭资源分布限制，我国煤炭生产集中在山西、陕西、内蒙、新疆等煤炭资源丰富的地区，自 2016 年国家政策要求煤炭行业去产能以来，煤企低效无效产能逐渐被清退，煤炭生产重心进一步向资源禀赋好、开采条件好的“晋陕蒙新”地区集中。2025 年上半年“晋陕蒙新”4 省原煤生产量分别为 6.52 亿吨（同比+10.1%）、3.88 亿吨（同比+3.3%）、6.39 亿吨（同比+0.7%）、2.79 亿吨（同比+12.4%），4 省原煤合计产量为 19.59 亿吨，占同期全国原煤产量的 81.5%。

图14：晋陕蒙新四省原煤产量（万吨）及同比（%，右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

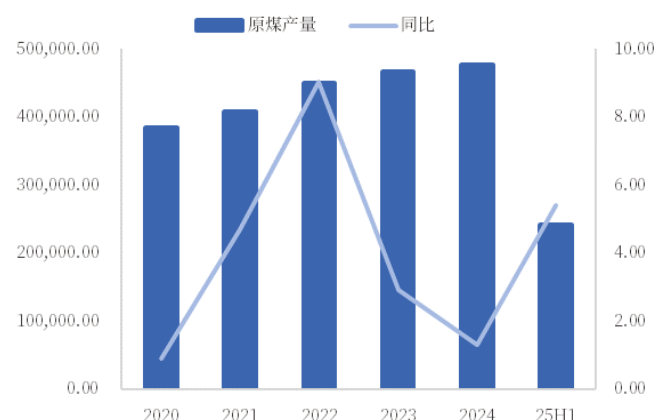
图15：晋陕蒙新四省原煤产量（万吨）及占全国的比例（%，右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

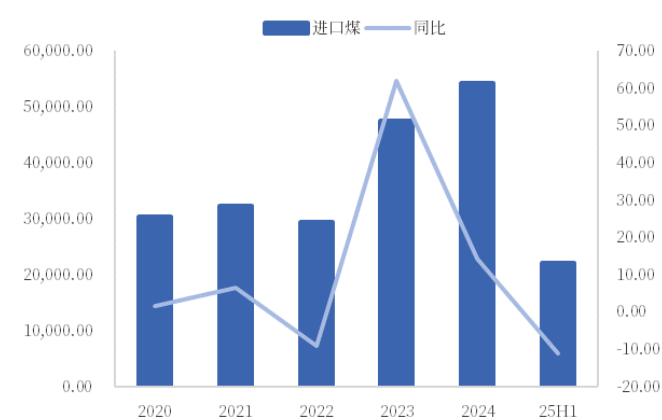
国内原煤产量、进口煤数量增速放缓。2024 年以来受到电力及非电行业需求疲软、节能降碳政策调控、安监压力趋严等影响，国内煤炭供给增速较十四五前期大幅放缓。2024 年、2025 年上半年，国内原煤产量分别为 47.59 亿吨、24.05 亿吨，同比分别+1.3%、+5.4%，进口煤数量分别为 5.43 亿吨、2.22 亿吨，同比分别+14.4%、-11.1%，国产煤和进口煤总供给分别为 53.02 亿吨、26.27 亿吨，同比分别+3.3%、+4.4%。

图16：全国原煤累计产量（万吨）及同比（%，右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

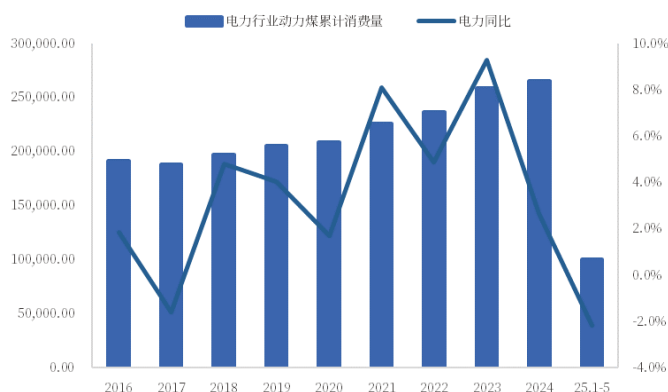
图17：进口煤数量（万吨）及同比（%，右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

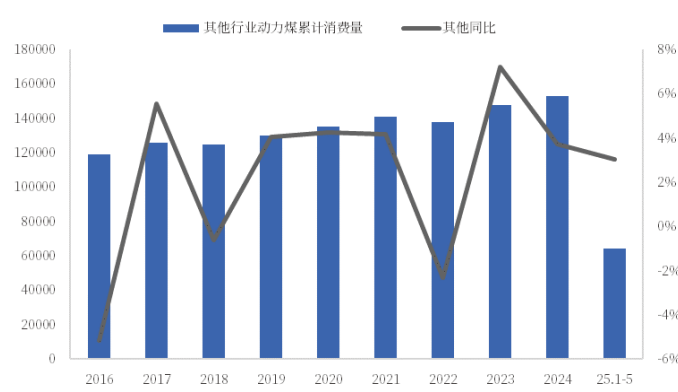
电力和非电行业用煤需求承压，2025 年上半年整体用煤需求下降。电力行业受到清洁能源电量挤压影响，非电行业受到经济增速下滑、地产投资下降等影响，用煤需求承压明显。2024 年、2025 年上半年，全国电力行业动力煤累计消费分别为 26.51 亿吨、10.05 亿吨，同比分别+2.6%、-2.2%，全国非电行业动力煤累计消费分别为 15.31 亿吨、6.43 亿吨，同比分别+3.7%、+3.0%，全国各行业动力煤累计消费分别为 41.82 亿吨、16.48 亿吨，同比分别+3.0%、-0.2%。

图18: 电力行业动力煤累计消费(万吨)及同比(%，右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

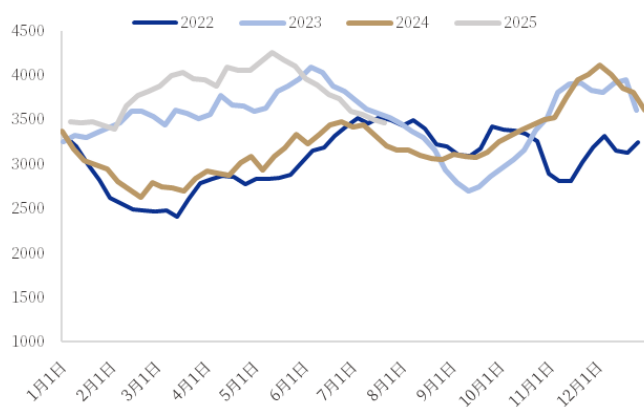
图19: 其他行业动力煤累计消费(万吨)及同比(%，右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

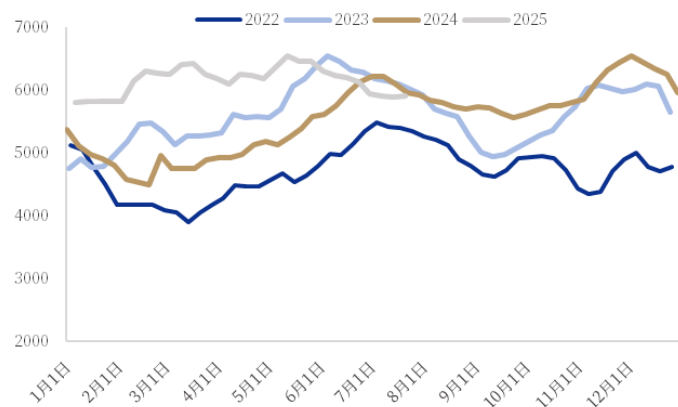
煤炭库存高位回落，关注迎峰度夏期间去库情况。截至7月21日，北方港口、沿海港口库存分别为3469、5897万吨，虽然较5月中有所下滑，但仍处于充足水平。现阶段处于迎峰度夏用煤旺季，但由于矿山供应充足、各环节库存高位、进口煤冲击及清洁能源发力等因素影响，且下游电厂提前储备煤炭，港口煤炭供需格局改善有限。

图20: 北方港口煤炭库存(万吨)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图21: 沿海港口煤炭库存(万吨)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

近期市场煤价大幅反弹。受到国内煤炭增产保供、进口煤维持高位、电力和非电行业用煤需求增速下滑等因素影响，煤炭供需持续宽松。2024年全年、2025年年初至7月25日，秦皇岛5500大卡动力煤均价（市场煤价）分别为855元/吨、670元/吨，同比分别下降110元/吨、201元/吨。短期来看受到迎峰度夏旺季、煤炭限产政策催化等影响，市场煤价大幅反弹，7月25日市场煤价反弹至653元/吨，较年内低点上涨44元/吨。

图22: 秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价 (元/吨)

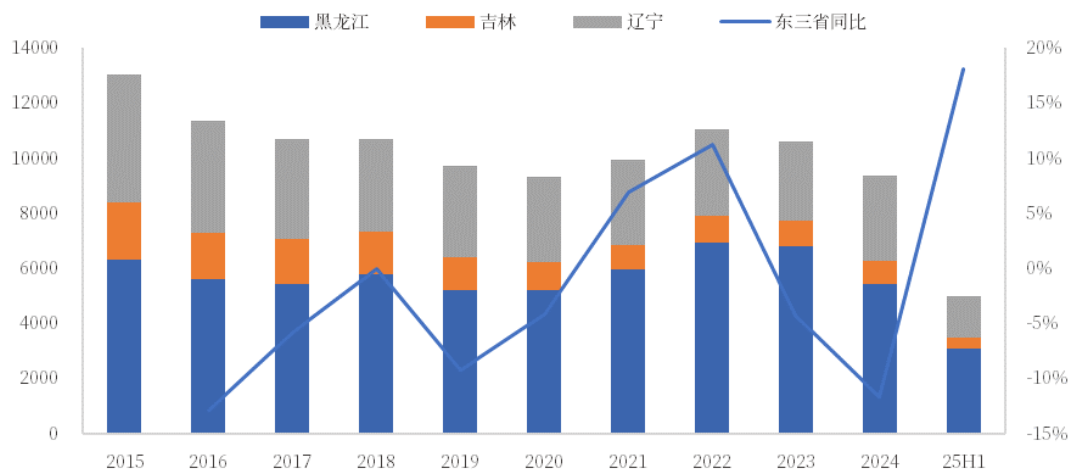


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(二) 东北地区煤炭年需求缺口 3 亿吨以上，高度依赖蒙东地区调入

近年来东北地区煤炭产量波动下降，目前年产量不足 1 亿吨。上一轮供给侧改革以来，全国煤炭产量加速向晋、陕、蒙、新 4 省集中，东北地区受到煤炭资源枯竭、开采成本相对较高、政策调控等影响，近年来煤炭产量呈波动下降趋势。其中 2024 年、2025 年上半年，东三省煤炭总产量分别为 9350 万吨、4983 万吨，同比增速分别为-11.7%、+18.1%。2025 年上半年产量反弹，主要受到 2024 年黑龙江煤炭安监趋严而带来的低基数影响，与 2023 年上半年相比，2025 年上半年东三省煤炭总产量下降 6.7%。

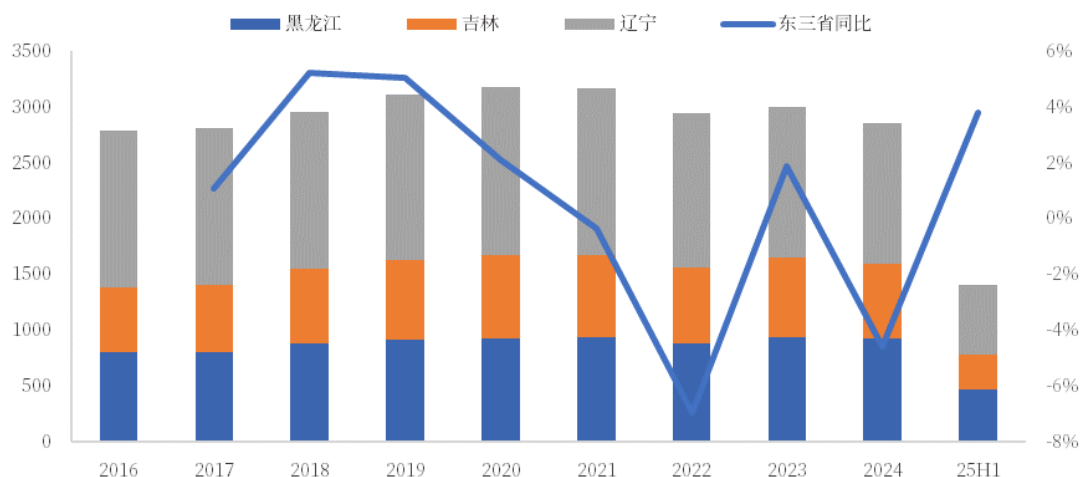
图23: 东北地区煤炭产量 (万吨) 及同比 (右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

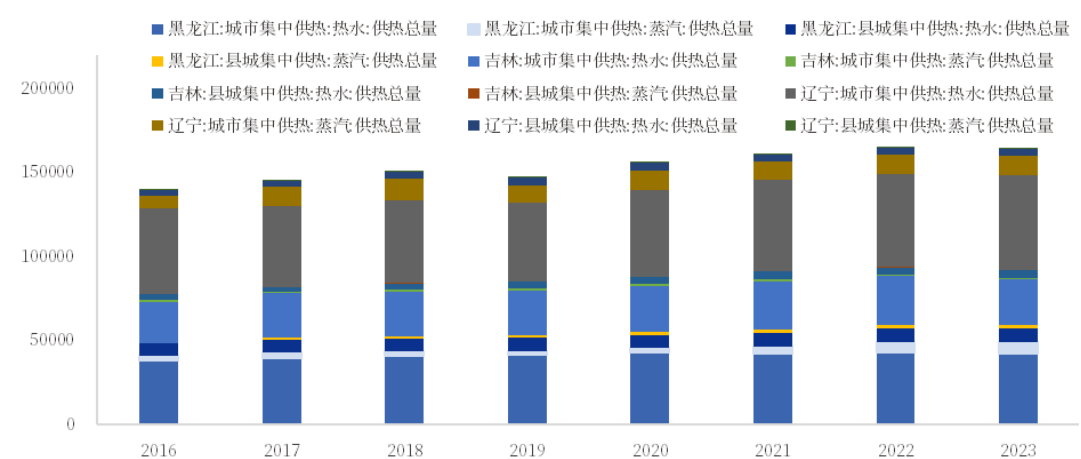
十四五以来，东北地区煤炭需求量基本稳定。以东北地区煤炭需求最大的发电、供热行业为例，十四五以来东三省火电年发电量在 3000 亿千瓦时左右，近年来受清洁电量挤压影响略有下降，其中 2024 年、2025 年上半年发电量分别为 2857 亿千瓦时、1408 亿千瓦时，同比增速分别为-4.6%、+3.8%；十四五以来受城镇化率提升、清洁取暖政策推动等影响，东北地区年集中供热量小幅增长，其中 2021 年、2022 年、2023 年供热量分别为 16.12 亿吉焦、16.53 亿吉焦、16.46 亿吉焦，同比增速分别为+3.1%、+2.5%、-0.4%。

图24: 东北地区火电发电量（亿千瓦时）及同比（右）



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

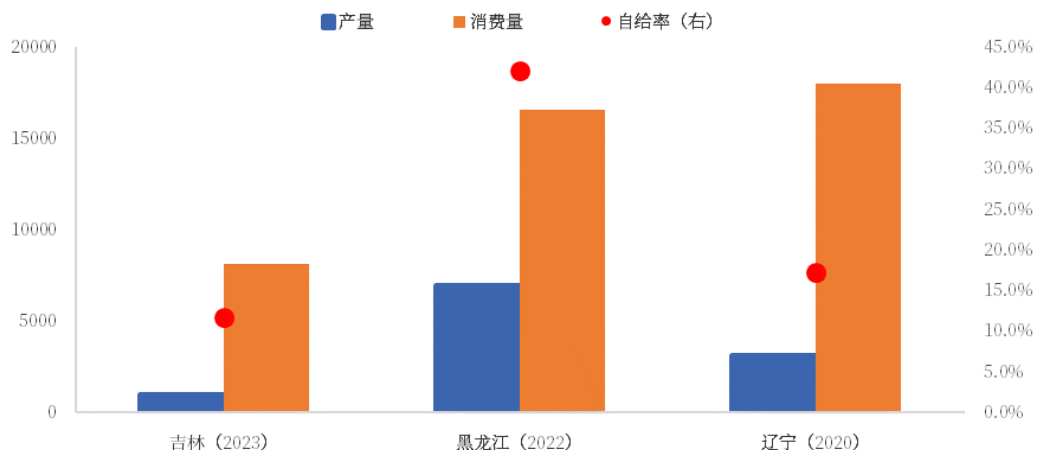
图25: 东北地区供热量（万吉焦）



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

东北地区煤炭年需求缺口在3亿吨以上，煤炭高度依赖电投能源所在蒙东地区。根据最新统计数据，2023年吉林、2022年黑龙江、2020年辽宁煤炭消费量分别为0.81亿吨、1.66亿吨、1.8亿吨，煤炭自给率分别为11.7%、42.0%、17.2%，煤炭年需求缺口分别为0.71亿吨、0.96亿吨、1.5亿吨，累计缺口达到3.16亿吨。由于蒙东是距离东三省最近的煤炭主产区，运输成本相对较低，因此东三省外购煤炭高度以来蒙东地区。以辽宁为例，根据辽宁省发改委统计，2020年辽宁省煤炭年需求缺口1.5亿吨中，内蒙调入1亿吨（预计以蒙东为主），山西和黑龙江调入3000万吨、进口2000万吨，内蒙占调入量2/3。

图26：东北地区煤炭产量（万吨）、消费量（万吨）、自给率（右）

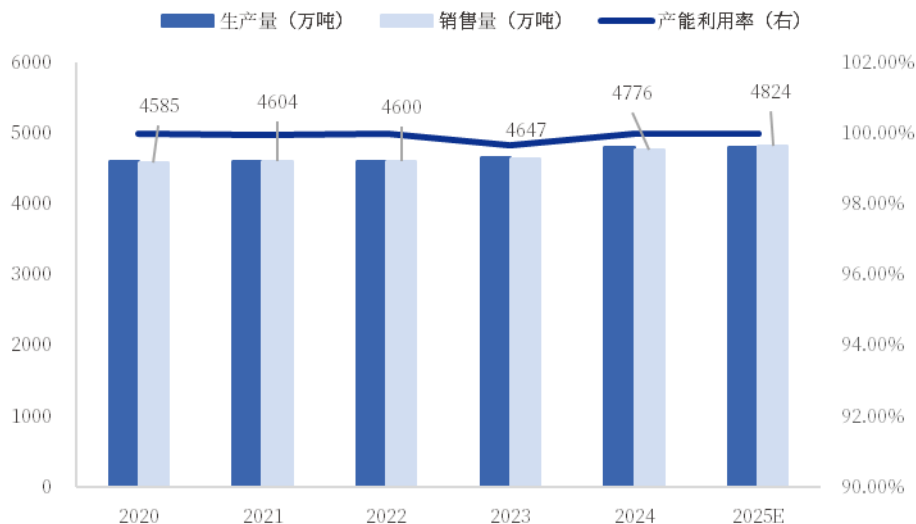


资料来源：吉林省统计局、共研产业咨询、辽宁省发改委、wind、中国银河证券研究院

（三）拥有两座大型露天煤矿，盈利能力稳定，后续资产注入空间大

公司拥有煤炭产能 4800 万吨，产能利用率接近 100%。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，两矿核准产能分别为 3000 万吨和 1800 万吨，总核准产能 4800 万吨（包括霍林河矿区一号露天煤田南露天矿 2023 年 8 月核增产能 200 万吨）。公司是蒙东及大东北区域内最大的煤炭生产企业，煤炭市场份额占大东北区域 10% 以上，受益于运距优势以及东北地区煤炭硬性缺口，公司多年来煤炭维产能利用率接近 100%。根据公司 2025 年经营规划，2025 年计划生产原煤 4800 万吨，计划销售原煤 4824 万吨，维持满产满销状态。

图27：公司煤炭业务产销量、产能利用率

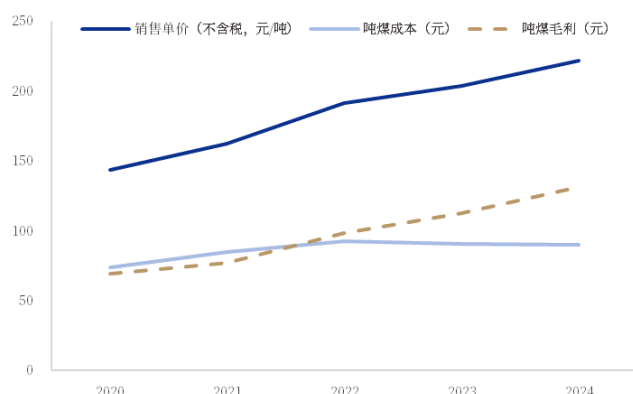


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

近年来公司煤炭销售单价、吨煤毛利持续上行。根据公司公告，2023-2024 年公司长协煤占比为 85%，长协煤价定价机制为基准价加浮动价，其中浮动价随蒙东褐煤价格变动指数而变化。近年来公司煤炭销售单价上行，2020-2024 年销售单价（不含税）由 144 元增加至 222 元，累计涨幅 54.3%。其中 2024 年虽然市场煤价进入下行通道，但 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，因此 2024 年煤炭售价逆势上涨。成本端来看，煤炭营

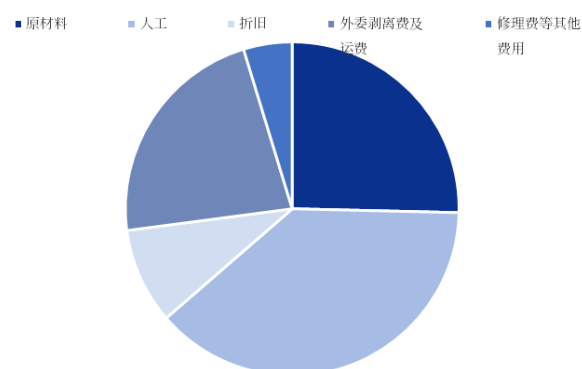
业成本主要由人工、折旧、外委剥离费、运费等构成，与煤价关联度低，因此近年来公司吨煤成本维持在 80-90 元。因此，公司吨煤毛利随售价增加而上行，2020-2024 年公司吨煤毛利由 69 元增加至 131 元，累计涨幅 89.2%。

图28：公司煤炭销售单价、吨煤成本、吨煤毛利



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图29：2024 年公司煤炭业务营业成本构成



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

目前正筹划注入白音华二号矿，后续产能增长空间大。公司上市时大股东承诺将白音华二、三号矿（总产能 3500 万吨/年）注入公司，目前正筹划注入白音华煤电有限公司（旗下拥有白音华二号矿，产能 1500 万吨/年）。根据公司 5 月 19 日公告，公司拟通过发行股份及支付现金方式收购国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司 100% 股权。白音华煤电有限公司旗下白音华二号矿煤炭产能为 1500 万吨，收购完成后公司煤炭产能将由 4800 万吨增加至 6300 万吨，增幅 31.3%。此外，白音华煤电有限公司拥有 262 万千瓦火电和 40.53 万吨/年电解铝产能。白音华煤电有限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，2024 年实现营收、归母净利润分别为 114 亿元、14 亿元。本次重组完成后，公司业务规模将进一步扩大，并将提升公司在煤炭、火电及铝电等领域的市场份额和竞争力。

三、电解铝行业盈利能力回升，公司成本优势突出

（一）电解铝行业：氧化铝价格回落，行业盈利能力回升

近年来，电解铝行业政策以“双碳”目标为核心，围绕节能降碳、绿色转型展开。2024 年 7 月、2024 年 5 月，国家发改委、国务院分别发布《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》、《2024—2025 年节能降碳行动方案》，均明确提出到 2025 年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%、可再生能源使用比例达到 25% 以上的量化目标；2025 年 7 月，国家发改委、国家能源局发布《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》，延续上一年制定的量化目标，强制考核电解铝行业 2025 年绿电消费比例（各省要求比例不同，但均高于 25%）。

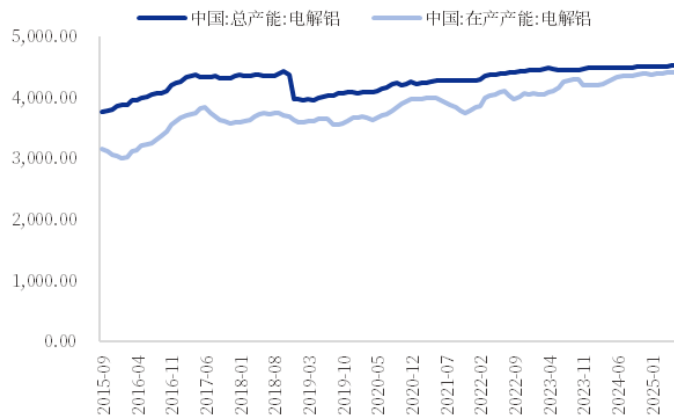
表4：电解铝行业重要政策

时间	部门	文件名称	内容摘要
2025.7	国家发改委、国家能源局	《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》	重点用能行业绿色电力消费比例完成情况核算以绿证为主，2025 年各省（自治区、直辖市）对电解铝行业绿色电力消费比例完成情况进行考核。
2025.3	工信部等 10 部门	《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》	到 2027 年，铝产业链供应链韧性和安全水平明显提升。原料保障方面，力争国内铝土矿资源量增长 3%—5%，再生铝产量 1500 万吨以上；产业布局方面，铝加工产业集聚区建设水平进一步提升，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比提升至 30% 以上，清洁能源使用比例 30% 以上；技术创新方面，突破一批低碳冶炼、精密加工等关键技术和高端新材料，培育铝消费新增长点。
2024.7	国家发改委等 5 部门	《电解铝行业节能降碳专项行动计划》	到 2025 年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，行业可再生能源利用比例达到 25% 以上，再生铝产量达到 1150 万吨。通过实施节能降碳改造，电解铝行业 2024 年—2025 年形成节能量约 250 万吨标准煤、减排二氧化碳约 650 万吨。到 2030 年底，电解铝行业单位产品能耗和碳排放明显下降，可再生能源使用进一步提升。
2024.5	国务院	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	严格落实电解铝产能置换；到 2025 年底，再生金属供应占比达到 24% 以上，铝水直接合金化比例提高到 90% 以上；新建和改扩建电解铝项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，新建和改扩建氧化铝项目能效须达到强制性能耗限额标准先进值；推广高效稳定铝电解、铜铈连续吹炼、竖式还原炼镁、大型矿热炉制硅等先进技术，加快有色金属行业节能降碳改造。到 2025 年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，可再生能源使用比例达到 25% 以上。

资料来源：国家发改委、国家能源局、工信部、国务院、中国银河证券研究院

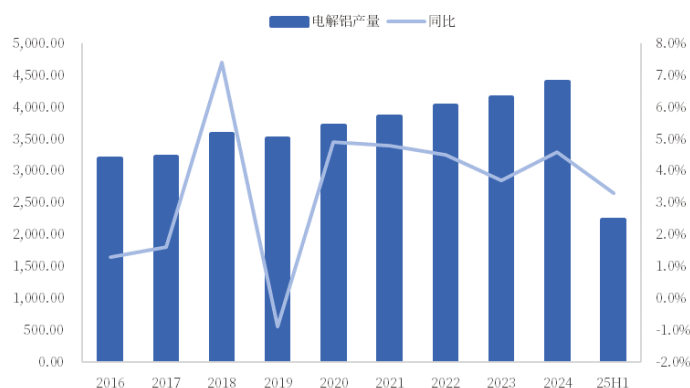
全国电解铝产能上限 4500 万吨，产能利用率维持高位。2017 年开始我国对电解铝实施供给侧改革，2018 年颁布的《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》确立了我国电解铝产能天花板为 4500 万吨，以控制行业产能的无序增长。截至 2025 年 6 月，我国电解铝总产能和在产产能分别为 4521 万吨、4416 万吨，产能利用率为 97.7%，且十四五以来产能利用率始终维持在 90% 以上。我国电解铝产量主要受到产能上限影响，增速较为有限，其中 2024 年、2025 年上半年电解铝产量分别为 4401 万吨、2238 万吨，同比分别增长 4.6%、3.3%。

图30: 全国电解铝总产能与在产产能 (万吨)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

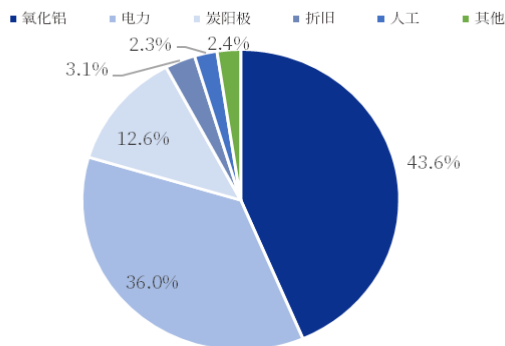
图31: 全国电解铝产量 (万吨) 及同比 (右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

低电力成本是行业核心竞争力，电投能源成本优势明显。根据中国有色金属网统计，2025年2月国内电解铝成本构成中，电力占比约36%，仅次于氧化铝。考虑到氧化铝、炭阳极等原材料成本接近，因此电价是生产成本的主要决定因素。近年来随着煤价下跌，自备电价相对于网电价格优势明显，2025年2月两者均价分别为0.365元/千瓦时、0.494元/千瓦时。以电投能源为例，公司通过煤电铝一体化运营，既享有自有煤矿和坑口电厂带来的低成本火电，又享有配套新能源带来的低成本绿电，成本优势明显。2024年电投能源电解铝单吨电力成本为3705元（按照1吨电解铝耗电13500千瓦时测算，折合度电成本仅为0.275元/千瓦时），相较自备电平均水平低1200元以上，相较网购电平均水平低2500元以上。

图32: 2025年2月中国电解铝行业制造成本构成



资料来源: 中国有色金属网、中国银河证券研究院

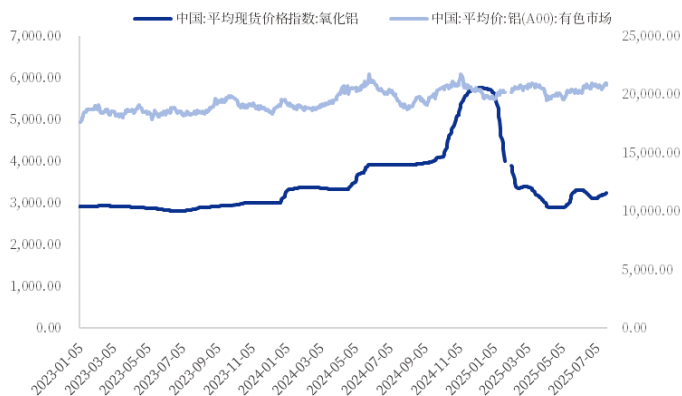
图33: 中国电解铝行业电价走势



资料来源: 中国有色金属网、中国银河证券研究院

2025年以来氧化铝价格见顶回落，电解铝行业盈利能力回升。根据中国有色金属网统计，2025年2月国内电解铝成本构成中，氧化铝占比约44%，是占比最大的成本项。按照1吨电解铝消耗1.95吨氧化铝测算，我们统计了近年来1吨电解铝与1.95吨氧化铝价格之差，从而反映电解铝行业盈利能力变化趋势。2024年下半年氧化铝价格大幅上涨，电解铝行业盈利能力承压，至2024年年末1吨电解铝与1.95吨氧化铝价格之差下跌至8500元，电解铝行业亏损严重。2025年以来随着氧化铝价格回落，电解铝行业盈利能力回升，至2025年7月28日1吨电解铝与1.95吨氧化铝价格之差回升至14300元，达到近年来最高水平。根据富宝资讯统计，二季度国内氧化铝现货均价为3062元/吨，环比跌幅20.2%，电解铝行业季度平均利润为3748元/吨，环比涨幅36.3%。

图34：氧化铝价格（元/吨）与铝价（元/吨，右）



资料来源：wind、中国银河证券研究院

图35：1吨铝与1.95吨氧化铝价差（元）

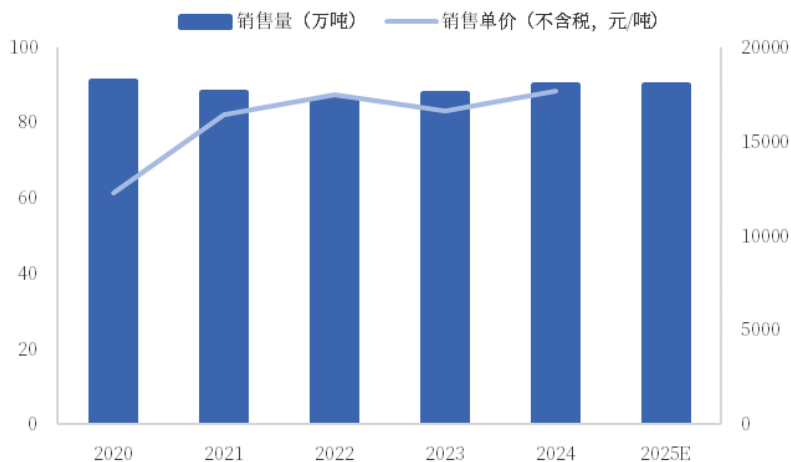


资料来源：wind、中国银河证券研究院

（二）自建与收购带来产能增量，成本优势突出

公司电解铝产能 86 万吨，近年来维持满产满销。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，近年来维持满产满销状态，2020 年以来年产销量均在 90 万吨左右。公司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。由于电解铝产品同质化强，因此价格以随行就市为主，近年来电解铝产品销售单价随铝价上涨。

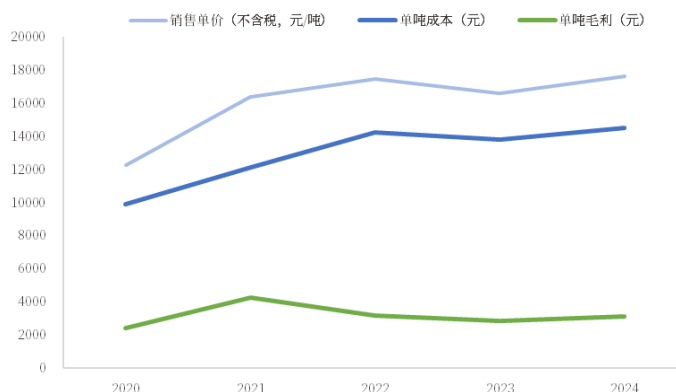
图36：公司电解铝销量及销售单价（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

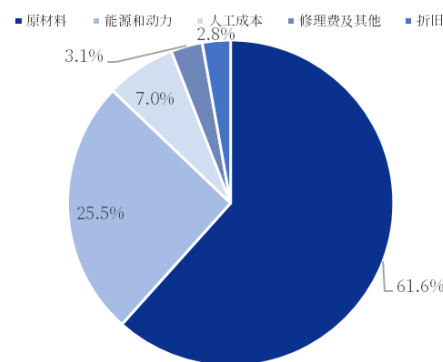
电解铝盈利能力受原材料和铝价影响，近年来吨毛利在 2400-4200 元之间。公司电解铝产品销售价格随行就市，近年来价格波动上行。成本端来看，电解铝营业成本以原材料为主（氧化铝、氟化盐、阳极炭块等），2024 年原材料占营业成本 61.6%。考虑到电力、人工、折旧等成本相对固定，因此公司电解铝业务盈利能力主要受到原材料以及铝价影响，2020 年以来吨毛利在 2400-4200 元之间。2025 年以来随着氧化铝价格大幅下滑，预计电解铝业务盈利能力仍有提升空间。

图37：公司电解铝销售单价、吨煤成本、吨煤毛利



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

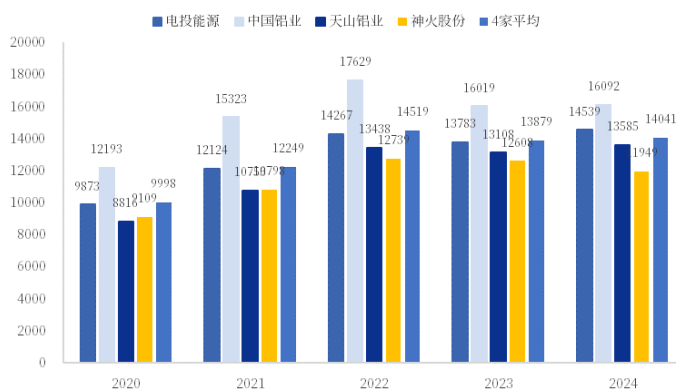
图38：2024 年公司电解铝业务营业成本构成



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

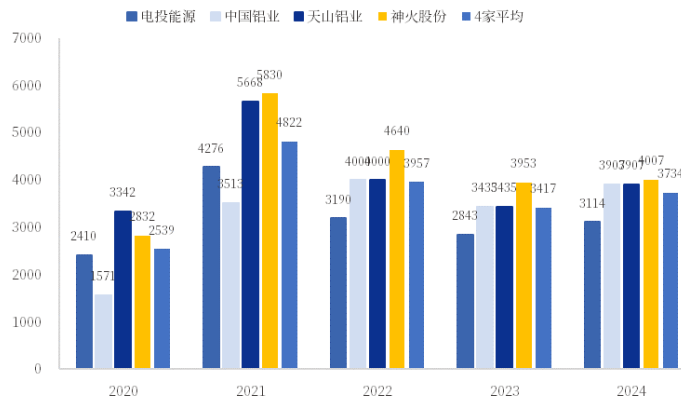
公司电解铝生产成本和其他行业龙头相当。我们统计了近 5 年电解铝行业龙头单吨生产成本和单吨毛利情况。公司单吨生产成本虽然略高于天山铝业和神火股份，但明显低于中国铝业，和龙头平均成本接近。其中天山铝业拥有铝土矿、氧化铝、预焙阳极、发电、电解铝、高纯铝、铝深加工的全产业链生产环节，具有完整铝产业链一体化综合优势；神火股份电解铝产能分布于全国成本最低的新疆地区和绿色水电为主的云南地区，电力成本优势明显。从单吨毛利来看，公司略低于龙头平均水平，可能与上市公司统计口径不同有关。

图39：部分公司电解铝单吨成本（元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图40：部分公司电解铝单吨毛利（元）



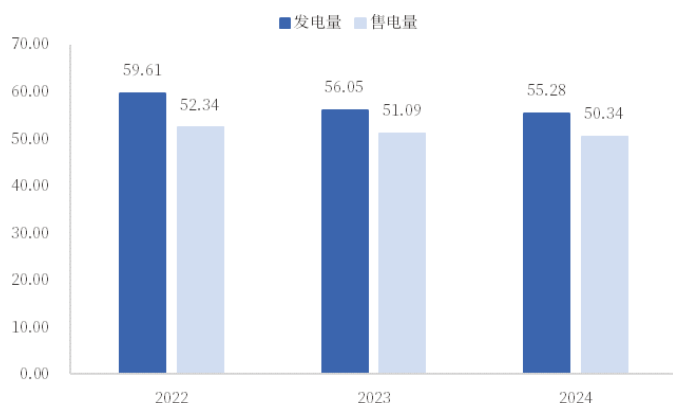
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

扎铝二期在建项目+拟收购白音华煤电有限公司，公司电解铝产能仍有提升空间。（1）扎铝二期项目电解铝产能 35 万吨，有望于 2025 年 12 月底投产。扎铝二期项目高比例使用绿电，绿电占比 79%，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；（2）公司拟收购白音华煤电有限公司 100%股权，其子公司白音华煤电铝电公司规划总产能 80 万吨高精铝板带，目前建设完成一期项目产能 40 万吨电解铝。重组后将打通“煤矿-火电-绿电-电解铝”全链条，为电解铝二期项目提供了更有利的发展条件和资源支持。

四、发电：火电成本低，新能源装机增长空间大

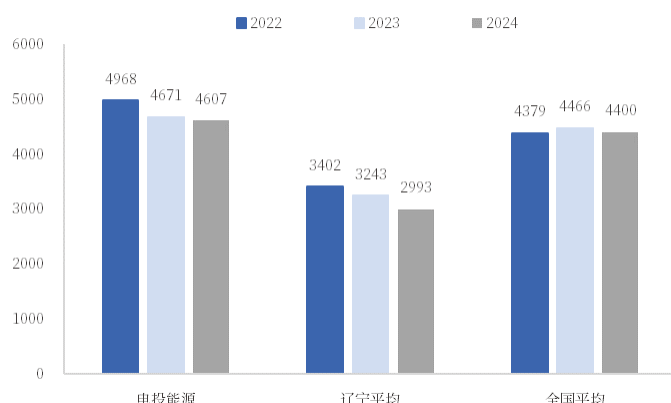
公司火电机组是东北地区主力供电机组，利用小时数高于全国及辽宁平均水平。公司所属霍林河坑口电厂装机 120 万千瓦，电力主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，是东北地区主力供电机组以及东北电网直调火电厂主力调峰机组，热力主要保障霍林郭勒市冬季供暖保供需求。近年来公司火电年发电量超过 55 亿千瓦时，对应利用小时数在 4600 小时以上，高于全国火电利用小时数 200 小时以上，且高于辽宁火电利用小时数 1000 小时以上。

图41：公司火电发电量与售电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

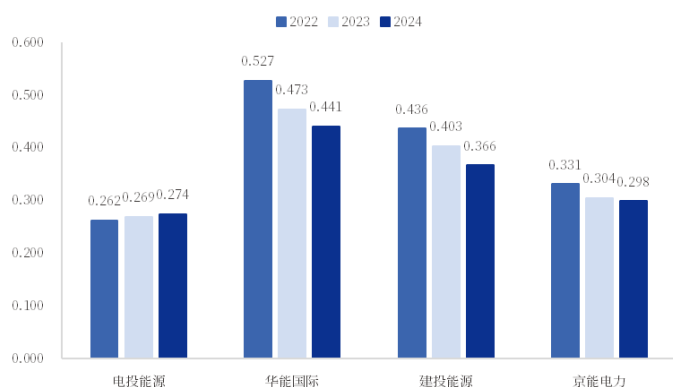
图42：公司、辽宁平均、全国平均火电利用小时



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

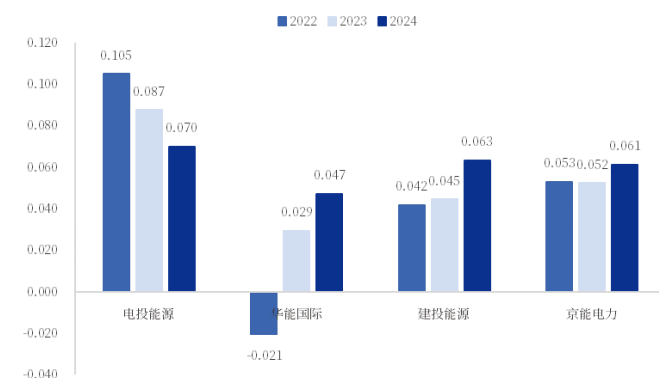
公司煤电发电成本低，盈利能力强。公司所属霍林河坑口电厂装机 120 万千瓦依托自有露天煤矿而建，主要燃用自有低热值煤炭，原煤价格、运输成本较为低廉，是东北地区盈利能力最强的火力发电机组之一。和华能国际、建投能源、京能电力相比，近年来公司煤电度电成本、度电毛利水平具有明显优势。

图43：部分公司煤电度电成本（元/千瓦时）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

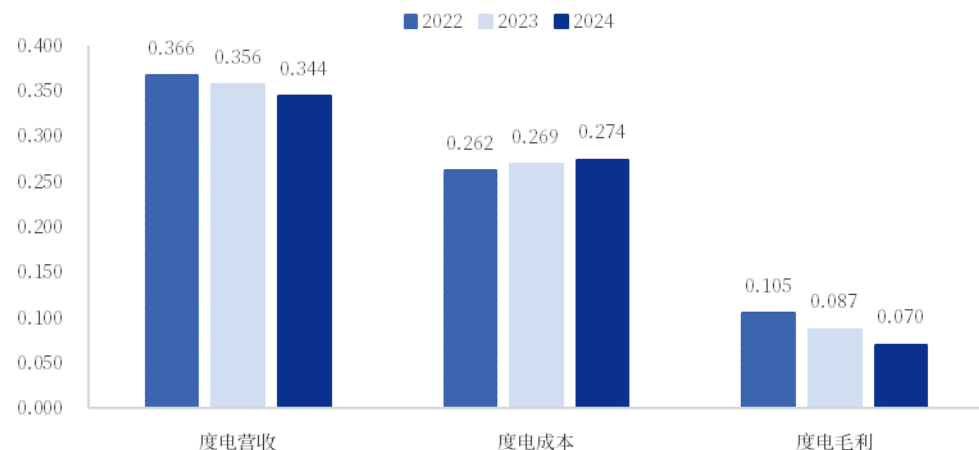
图44：部分公司煤电度电毛利（元/千瓦时）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

近年来受电价下行影响，火电业务盈利能力有所调整。2022 年以来随煤价下行以及宏观经济偏弱影响，公司火电度电电价小幅下降。成本端来看，受益于公司自有露天煤矿，近年来度电成本较为稳定且维持低位。受火电电价下行影响，公司火电业务盈利能力有所调整，2024 年度度电毛利下滑至 0.07 元，但仍保持相对稳健水平。

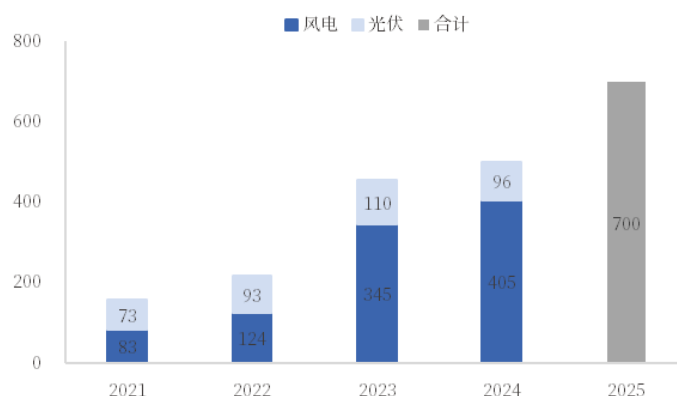
图45：公司火电业务度电营收、度电成本、度电毛利（元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

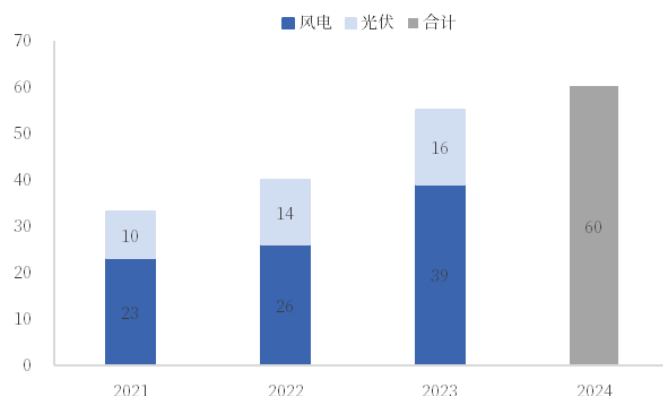
公司 2024 年末新能源装机 500 万千瓦，三年复合增速 47.5%。近年来公司大力推动清洁能源转型，新能源装机由 2021 末 156 万千瓦增长至 2024 年末 500 万千瓦（含 105 万千瓦电解铝项目配套自备电厂），三年复合增速 47.5%。公司计划 2025 年再投产 200 万千瓦新能源，十四五末公司新能源装机将达到 700 万千瓦。新能源发电量随装机增长，2024 年公司新能源发电量 60 亿千瓦时，三年复合增速 22.1%。

图46：公司新能源装机（万千瓦）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

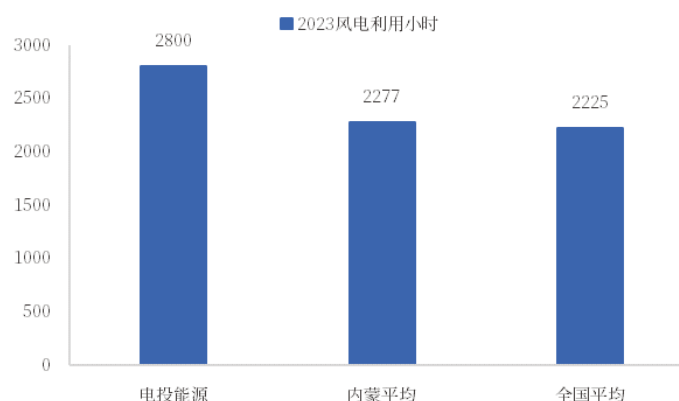
图47：公司新能源发电量（亿千瓦时，含电解铝自用）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

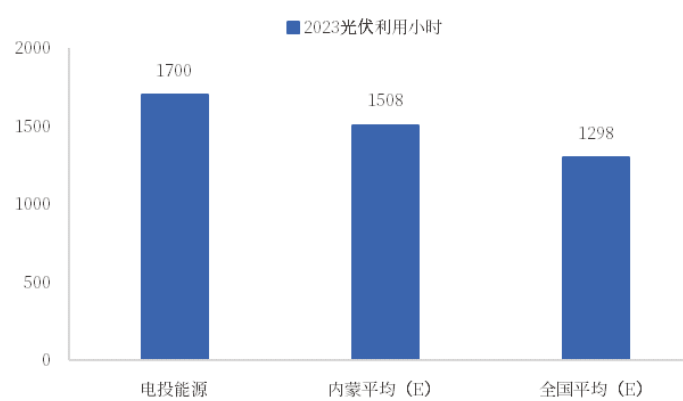
风光资源条件好，利用小时数高。内蒙古自治区风光资源整体较好，可选优质项目区域多。根据公司公告，2023 年公司风电和光伏项目利用小时数分别为 2800 小时和 1700 小时，均大幅高于内蒙古和全国平均水平。

图48：2023 年风电利用小时



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

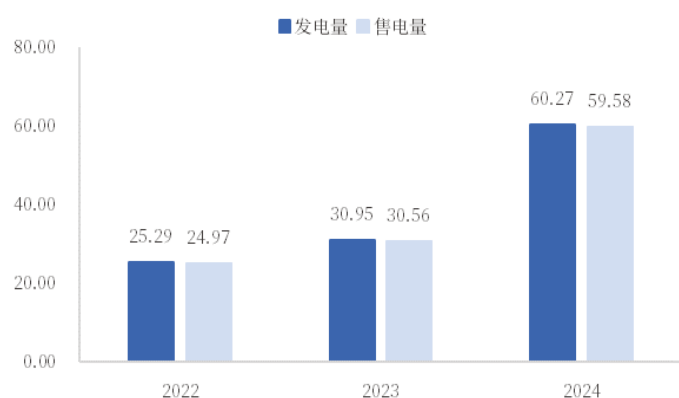
图49：2023 年光伏利用小时



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

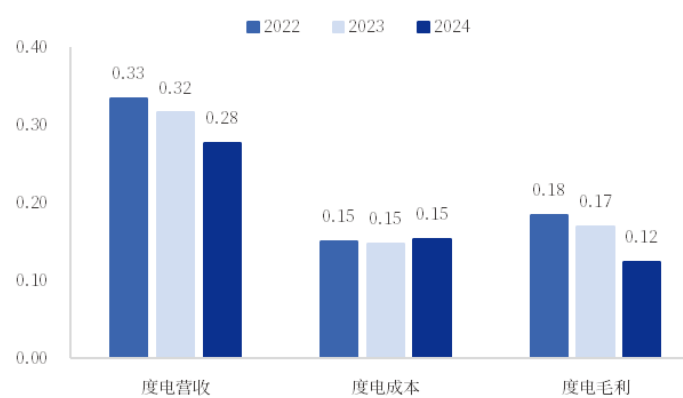
近年来电价下滑，新能源项目盈利能力承压。受到平价项目占比增加、新能源市场化电量占比增加的双重影响，2022-2024 年公司新能源度电营收由 0.33 元下降至 0.28 元，累计降幅 0.05 元。在度电成本相对稳定的前提下，2022-2024 年公司新能源度电毛利由 0.18 元下降至 0.12 元，累计降幅 0.06 元。

图50：公司新能源发电量与售电量（亿千瓦时，不含电解铝自用）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图51：公司新能源营收、度电成本、度电毛利（元/千瓦时）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

煤炭：预计 2025-2027 年销量均为 4800 万吨，不含税单价分别为 210、208、205 元/吨，营业成本均为 90 元/吨。

电解铝：预计 2025-2027 年销量均为 90、125、125 万吨，不含税单价均为 18000 元/吨，营业成本均为 14500 元/吨。

新能源：预计 2025-2027 年装机分别为 700、850、1000 万千瓦，上网电量分别为 82、102、122 亿千瓦时，度电营收分别为 0.26、0.255、0.25 元/千瓦时，度电成本每年下降 1%。

火电：预计 2025-2027 年装机维持 120 万千瓦，利用小时数分别为 4500、4450、4400 小时，度电营收分别为 0.334、0.340、0.345 元/千瓦时，度电成本分别下降 5%、3%、3%。

基于上述假设，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 300.86、367.19、370.29 亿元，同比增长 0.8%、22.0%、0.8%；实现归母净利润 56.07、62.30、63.15 亿元，同比增长 5.0%、11.1%、1.4%；对应 EPS 分别为 2.50、2.78、2.82 元。

表5：电投能源营收拆分&预测

业务类型	项目	2024A	2025E	2026E	2027E
煤炭	收入（亿元）	105.85	101.30	99.84	98.40
	成本（亿元）	43.11	43.42	43.20	43.20
	毛利（亿元）	62.74	57.888	56.64	55.2
	毛利率	59.3%	57.1%	56.7%	56.1%
电解铝	收入（亿元）	158.9	162.00	225.00	225.00
	成本（亿元）	130.87	130.50	181.25	181.25
	毛利（亿元）	28.03	31.5	43.75	43.75
	毛利率	17.6%	19.4%	19.4%	19.4%
新能源	收入（亿元）	21.32	26.01	30.50	21.32
	成本（亿元）	12.44	15.32	18.14	12.44
	毛利（亿元）	8.88	10.69	12.36	8.88
	毛利率	41.7%	41.1%	40.5%	41.7%
火电	收入（亿元）	16.23	16.34	16.39	16.23
	成本（亿元）	12.66	12.14	11.64	12.66
	毛利（亿元）	3.58	4.20	4.75	3.58
	毛利率	22.0%	25.7%	29.0%	22.0%
合计	营业收入（亿元）	298.59	300.86	367.19	370.29
	营业成本（亿元）	11.2%	0.8%	22.0%	0.8%
	毛利（亿元）	196.91	199.01	251.91	254.23
	毛利率	101.68	101.84	115.28	116.06

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）相对估值

- 选取中国神华、中煤能源、兖矿能源、中国铝业、神火股份、云铝股份作为可比公司，公司估值水平低于可比公司平均，我们认为公司估值有提升空间。

表6：公司&可比公司估值水平（截至 2025 年 8 月 5 日）

代码	简称	股价	EPS				PE				PB（最新）
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
601088.SH	中国神华	37.56	2.95	3.09	3.16	3.24	12.7	12.2	11.9	11.6	1.92
601898.SH	中煤能源	12.14	1.46	1.52	1.58	1.67	8.3	8.0	7.7	7.3	1.03
600188.SH	兖矿能源	12.98	1.44	1.95	2.08	2.22	9.0	6.7	6.2	5.9	2.29
601600.SH	中国铝业	7.48	0.72	0.55	0.65	0.76	10.3	13.6	11.5	9.8	1.78
000933.SZ	神火股份	17.77	1.91	2.80	3.06	3.21	9.3	6.3	5.8	5.5	1.87
000807.SZ	云铝股份	15.91	1.27	1.34	1.50	1.62	12.5	11.9	10.6	9.8	1.92
	平均数						10.4	9.8	9.0	8.3	1.48
002128.SZ	电投能源	20.28	2.38	2.50	2.78	2.82	8.5	8.1	7.3	7.2	1.32

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）绝对估值：合理每股价值区间为 32.27-36.25 元

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2025-2027 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2028-2030 年，我们假设过渡期增长率为 1.5%；第三阶段为 2030 年以后，我们假设永续增长率为 0.5%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在二者正负波动 0.05% 的情况下，公司合理每股价值区间为 32.27-36.25 元，对应市值 724-813 亿元。

表7：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	1.50%
永续增长率	0.50%
贝塔值 (β)	0.92
无风险利率 (R_f)	1.74%
市场预期收益率 (R_m)	8.00%
有效税率 (T)	15.00%
债务资本成本 K_d	3.00%
债务资本成本比重 W_d	11.93%
股权资本成本 K_e	7.50%
加权平均资本成本 WACC	6.91%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表8：绝对估值敏感性分析

估值区间		折现率						
		6.76%	6.81%	6.86%	6.91%	6.96%	7.01%	7.06%
永续 增长 率	0.35%	33.93	33.65	33.36	33.08	32.81	32.54	32.27
	0.40%	34.16	33.86	33.58	33.30	33.02	32.74	32.47
	0.45%	34.38	34.09	33.80	33.51	33.23	32.95	32.68
	0.50%	34.61	34.31	34.02	33.73	33.44	33.16	32.88
	0.55%	34.85	34.54	34.24	33.95	33.66	33.37	33.09
	0.60%	35.08	34.78	34.47	34.17	33.88	33.59	33.31
	0.65%	36.25	35.94	35.63	35.33	35.03	34.73	34.45

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

煤价下降的风险：公司煤炭保持满产满销状态，煤价下降将直接影响公司煤炭业务业绩；

电解铝盈利能力下降的风险：电解铝业务盈利能力主要受到铝锭及原材料价格影响，如果铝锭价格下跌而原材料价格上涨，将会对电解铝业务业绩产生不利影响；

安全生产风险：公司自有煤矿如果出现安全生产事故，可能会对公司盈利产生较大影响。

图表目录

图 1: 电投能源股权结构 (截至 2025Q1)	3
图 2: 公司 2020-2024 年营收构成 (亿元)	4
图 3: 公司 2024 年营收占比	4
图 4: 公司 2020-2025 年一季度营收及同比 (右)	4
图 5: 公司 2020-2025 年一季度归母净利润及同比 (右)	4
图 6: 公司 2020-2024 分板块毛利率 (%)	5
图 7: 公司 2024 年毛利构成	5
图 8: 公司 2020-2025Q1 毛利率、净利率、期间费用率	5
图 9: 公司 2020-2025Q1 期间费用率	5
图 10: 公司资产负债率	6
图 11: 公司现金流情况 (亿元)	6
图 12: 公司年度现金分红金额 (亿元)、股利支付率 (右轴)	6
图 13: 公司年度股息率	6
图 14: 晋陕蒙新四省原煤产量 (万吨) 及同比 (%) (右)	8
图 15: 晋陕蒙新四省原煤产量 (万吨) 及占全国的比例 (%) (右)	8
图 16: 全国原煤累计产量 (万吨) 及同比 (%) (右)	8
图 17: 进口煤数量 (万吨) 及同比 (%) (右)	8
图 18: 电力行业动力煤累计消费 (万吨) 及同比 (%) (右)	9
图 19: 其他行业动力煤累计消费 (万吨) 及同比 (%) (右)	9
图 20: 北方港口煤炭库存 (万吨)	9
图 21: 沿海港口煤炭库存 (万吨)	9
图 22: 秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价 (元/吨)	10
图 23: 东北地区煤炭产量 (万吨) 及同比 (右)	10
图 24: 东北地区火电发电量 (亿千瓦时) 及同比 (右)	11
图 25: 东北地区供热量 (万吉焦)	11
图 26: 东北地区煤炭产量 (万吨)、消费量 (万吨)、自给率 (右)	12
图 27: 公司煤炭业务产销量、产能利用率	12
图 28: 公司煤炭销售单价、吨煤成本、吨煤毛利	13
图 29: 2024 年公司煤炭业务营业成本构成	13
图 30: 全国电解铝总产能与在产产能 (万吨)	15
图 31: 全国电解铝产量 (万吨) 及同比 (右)	15
图 32: 2025 年 2 月中国电解铝行业制造成本构成	15
图 33: 中国电解铝行业电价走势	15
图 34: 氧化铝价格 (元/吨) 与铝价 (元/吨, 右)	16

图 35: 1 吨铝与 1.95 吨氧化铝价差 (元)	16
图 36: 公司电解铝销量及销售单价 (右)	16
图 37: 公司电解铝销售单价、吨煤成本、吨煤毛利	17
图 38: 2024 年公司电解铝业务营业成本构成	17
图 39: 部分公司电解铝单吨成本 (元)	17
图 40: 部分公司电解铝单吨毛利 (元)	17
图 41: 公司火电发电量与售电量 (亿千瓦时)	18
图 42: 公司、辽宁平均、全国平均火电利用小时	18
图 43: 部分公司煤电度电成本 (元/千瓦时)	18
图 44: 部分公司煤电度电毛利 (元/千瓦时)	18
图 45: 公司火电业务度电营收、度电成本、度电毛利 (元)	19
图 46: 公司新能源装机 (万千瓦)	19
图 47: 公司新能源发电量 (亿千瓦时, 含电解铝自用)	19
图 48: 2023 年风电利用小时	20
图 49: 2023 年光伏利用小时	20
图 50: 公司新能源发电量与售电量 (亿千瓦时, 不含电解铝自用)	20
图 51: 公司新能源营收、度电成本、度电毛利 (元/千瓦时)	20
表 1: 电投能源发展历史	3
表 2: 白音华二、三号矿基本情况	6
表 3: 煤炭行业重要政策	7
表 4: 电解铝行业重要政策	14
表 5: 电投能源营收拆分&预测	21
表 6: 公司&可比公司估值水平 (截至 2025 年 8 月 5 日)	22
表 7: 基本假设及关键参数	22
表 8: 绝对估值敏感性分析	23

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9178.24	11508.09	16142.11	20091.22
现金	2980.01	5328.57	8599.10	12475.72
应收账款	2012.21	2005.14	2478.94	2488.49
其它应收款	419.40	400.57	488.52	497.35
预付账款	803.58	792.98	994.25	1012.30
存货	1257.83	1483.87	1807.05	1814.40
其他	1705.21	1496.95	1774.26	1802.97
非流动资产	42456.05	45411.28	47824.12	49697.76
长期投资	1146.56	1372.62	1624.24	1887.16
固定资产	30692.13	33857.25	37347.56	40673.62
无形资产	4878.08	5581.75	6187.80	6741.05
其他	5739.27	4599.66	2664.52	395.93
资产总计	51634.29	56919.37	63966.22	69788.98
流动负债	5527.27	5299.29	6299.98	5982.77
短期借款	150.42	-307.59	-615.40	-942.10
应付账款	2744.25	2952.35	3712.70	3721.18
其他	2632.59	2654.54	3202.68	3203.68
非流动负债	7534.96	6732.45	5932.45	5132.45
长期借款	6733.38	5933.38	5133.38	4333.38
其他	801.59	799.07	799.07	799.07
负债合计	13062.23	12031.74	12232.43	11115.21
少数股东权益	3968.72	4523.23	5139.38	5763.98
归属母公司股东权益	34603.34	40364.40	46594.41	52909.79
负债和股东权益	51634.29	56919.37	63966.22	69788.98

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7950.47	9449.47	10000.75	10341.52
净利润	5871.15	6161.24	6846.16	6939.98
折旧摊销	2971.90	2752.56	3060.73	3343.93
财务费用	247.86	187.25	149.85	118.64
投资损失	-82.92	-90.26	-110.16	-111.09
营运资金变动	-1151.55	332.12	-54.99	-63.01
其它	94.04	106.56	109.16	113.08
投资活动现金流	-4448.01	-5724.09	-5472.57	-5219.56
资本支出	-4175.27	-5648.84	-5331.70	-5068.70
长期投资	-294.33	-226.15	-251.02	-261.96
其他	21.59	150.91	110.16	111.09
筹资活动现金流	-2206.91	-1376.82	-1257.66	-1245.34
短期借款	-120.74	-458.01	-307.81	-326.70
长期借款	-740.82	-800.00	-800.00	-800.00
其他	-1345.35	-118.80	-149.85	-118.64
现金净增加额	1296.40	2348.55	3270.53	3876.62

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29859.05	30085.64	36719.04	37029.44
营业成本	19691.13	19901.28	25191.01	25423.41
营业税金及附加	1819.08	1805.14	2203.14	2221.77
营业费用	64.42	60.17	73.44	74.06
管理费用	979.24	962.74	1175.01	1184.94
财务费用	225.29	157.45	96.56	32.65
资产减值损失	-95.89	0.20	-10.18	-14.19
公允价值变动收益	-0.85	0.00	0.00	0.00
投资净收益	82.92	90.26	110.16	111.09
营业利润	7065.21	7358.52	8164.31	8274.68
营业外收入	31.45	30.00	30.00	30.00
营业外支出	170.61	140.00	140.00	140.00
利润总额	6926.05	7248.52	8054.31	8164.68
所得税	1054.90	1087.28	1208.15	1224.70
净利润	5871.15	6161.24	6846.16	6939.98
少数股东损益	529.54	554.51	616.15	624.60
归属母公司净利润	5341.61	5606.73	6230.01	6315.38
EBITDA	10259.76	10158.52	11211.60	11541.26
EPS (元)	2.38	2.50	2.78	2.82

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11.23%	0.76%	22.05%	0.85%
营业利润	19.49%	4.15%	10.95%	1.35%
归属母公司净利润	17.15%	4.96%	11.12%	1.37%
毛利率	34.05%	33.85%	31.40%	31.34%
净利率	17.89%	18.64%	16.97%	17.06%
ROE	15.44%	13.89%	13.37%	11.94%
ROIC	13.38%	12.31%	12.18%	11.12%
资产负债率	25.30%	21.14%	19.12%	15.93%
净负债比率	11.94%	2.04%	-6.69%	-14.43%
流动比率	1.66	2.17	2.56	3.36
速动比率	1.12	1.56	1.95	2.71
总资产周转率	0.60	0.55	0.61	0.55
应收账款周转率	15.31	14.98	16.38	14.91
应付账款周转率	6.93	6.99	7.56	6.84
每股收益	2.38	2.50	2.78	2.82
每股经营现金	3.55	4.22	4.46	4.61
每股净资产	15.44	18.01	20.79	23.60
P/E	8.51	8.11	7.30	7.20
P/B	1.31	1.13	0.98	0.86
EV/EBITDA	4.73	4.57	3.75	3.21
P/S	1.52	1.51	1.24	1.23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn