

25Q2 业绩同比增长，资产收购助力未来成长

2025 年 08 月 28 日

► **事件：**2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 144.64 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 27.87 亿元，同比下降 5.4%。

► **25Q2 盈利同比提升、季节性环比下降。**25Q2，公司实现营业收入 69.26 亿元，环比+2.1%/-8.1%；归母净利润 12.28 亿元，环比+22.8/-21.3%。25Q2 公司四费同环比分别-0.44/-0.06 亿元，费率同环比-0.7/+0.2pct。

► **煤炭量价稳定，毛利率同比下滑。**25H1，公司实现原煤产量 2263.1 万吨，同比-0.2%；原煤销量 2177.5 万吨，同比-2.0%；吨煤收入 201.2 元/吨，同比-0.7%；吨煤成本 91.0 元/吨，同比+6.8%；煤炭业务毛利率同比-3.2pct 至 54.8%。

► **电力受益新能源放量产销双升，毛利率同比抬升。**25H1，公司完成发电量 66.4/63.9 亿千瓦时，同比+19.4%/+20.6%；电力业务毛利率同比+1.8pct 至 45.4%。其中：**1) 煤电：**25H1 公司煤电发电量 24.2/22.0 亿千瓦时，同比-2.6%/-2.5%；度电收入 0.3631 元/千瓦时，同比-3.3%；度电成本 0.2628 元/千瓦时，同比+4.0%；度电毛利 0.1003 元/千瓦时，同比-18.3%；煤电业务毛利率同比-5.1pct 至 27.6%。**2) 新能源：**25H1，公司新能源(含光伏、风电)发电量 42.2/41.8 亿千瓦时，同比+37.2%/+37.7%；度电收入 0.2588 元/千瓦时，同比-4.4%；度电成本 0.1074 元/千瓦时，同比-12.3%；度电毛利 0.1515 元/千瓦时，同比+2.0%；新能源发电业务毛利率同比+3.7pct 至 58.5%。

► **铝产品售价增幅不及成本，毛利率同比下滑。**25H1，公司实现电解铝产量 45.2 万吨，同比+1.0%；电解铝销量 45.0 万吨，同比+0.6%；吨铝收入为 17711.8 元/吨，同比+2.5%；吨铝成本为 13690.7 元/吨，同比+5.4%；电解铝业务毛利率同比-2.1pct 至 22.7%。25H1 霍煤鸿骏权益净利润(持股比例 51%) 5.16 亿元，同比+6.4%。

► **拟收购白音华煤电 100%股权，煤电铝产能有望提升。**公司此前公告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，2024 年实现营收、归母净利润分别为 114 亿元、14 亿元。

► **投资建议：**不考虑资产注入，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 50.62/53.57/57.35 亿元，对应 EPS 分别为 2.26/2.39/2.56 元/股，对应 2025 年 8 月 27 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) 煤、电、电解铝价格大幅下跌；2) 资产注入进展不及预期。

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	5,062	5,357	5,735
增长率(%)	17.1	-5.2	5.8	7.1
每股收益(元)	2.38	2.26	2.39	2.56
PE	8	9	8	8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.98 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

分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

1.电投能源 (002128.SZ) 2025 年一季报点评：业绩符合预期，Q2 电解铝盈利有望改善-2025/04/27

2.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

3.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

4.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

5.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

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	1,709	1,806	1,958
销售费用	64	65	68	74
管理费用	979	899	950	1,031
研发费用	78	78	83	90
EBIT	7,288	6,710	7,092	7,568
财务费用	225	143	141	128
资产减值损失	-96	-43	-45	-49
投资收益	83	83	88	95
营业利润	7,065	6,617	7,003	7,497
营业外收支	-139	-53	-58	-61
利润总额	6,926	6,563	6,945	7,436
所得税	1,055	1,000	1,058	1,133
净利润	5,871	5,564	5,888	6,303
归属于母公司净利润	5,342	5,062	5,357	5,735
EBITDA	10,260	9,761	10,298	10,924

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,980	2,832	3,729	4,925
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	9,051	10,274	11,994
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	46,487	49,479	52,470
资产合计	51,634	55,538	59,753	64,464
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	2,693	2,813	3,009
流动负债合计	5,527	5,662	5,895	6,314
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	13,094	13,227	13,546
股本	2,242	2,242	2,242	2,242
少数股东权益	3,969	4,471	5,002	5,570
股东权益合计	38,572	42,444	46,526	50,918
负债和股东权益合计	51,634	55,538	59,753	64,464

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	-7.94	5.70	6.71
净利润增长率	17.15	-5.24	5.82	7.06
盈利能力 (%)				
毛利率	34.05	31.33	31.34	30.98
净利率	17.89	16.89	16.91	16.69
总资产收益率 ROA	10.35	9.11	8.96	8.90
净资产收益率 ROE	15.44	13.33	12.90	12.65
偿债能力				
流动比率	1.66	1.60	1.74	1.90
速动比率	0.98	0.92	1.06	1.22
现金比率	0.54	0.50	0.63	0.78
资产负债率 (%)	25.30	23.58	22.14	21.01
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	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	2.38	2.26	2.39	2.56
每股净资产	15.44	16.94	18.52	20.23
每股经营现金流	3.55	3.98	4.10	4.34
每股股利	0.85	0.81	0.85	0.91
估值分析				
PE	8	9	8	8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.73	4.98	4.72	4.45
股息收益率 (%)	4.25	4.03	4.27	4.57

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,871	5,564	5,888	6,303
折旧和摊销	2,972	3,052	3,206	3,356
营运资金变动	-1,152	77	-135	-154
经营活动现金流	7,950	8,914	9,186	9,732
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	-6,960	-6,079	-6,224
股权募资	38	0	0	0
债务募资	-255	-137	-150	-150
筹资活动现金流	-2,207	-2,103	-2,210	-2,312
现金净流量	1,296	-148	897	1,196

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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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