

# 电投能源 (002128.SZ)

## 业绩超预期，煤+铝龙头，弹性成长兼备

公司发布 2025 年半年度业绩公告。2025 年上半年公司营业收入 144.64 亿元，同比增长 2.38%；归母净利润 27.87 亿元，同比减少 5.36%；2025Q2 营业收入 69.26 亿元，同比增长 2.12%；归母净利润 12.28 亿元，同比增长 22.76%。

### 煤炭韧性凸显。

- 产销方面，2025H1 原煤产量 2263.08 万吨，同比-0.19%，环比-10.6%；原煤销量 2177.45 万吨，同比-1.98%，环比-14.8%。
- 利价方面，2025H1 公司吨煤综合售价 206 元/吨，同比-0.6%，环比-12.0%；吨煤成本 94 元/吨，同比+9.5%，环比持平，吨煤毛利 112 元/吨，同比-7.8%，环比-20.0%；
- 公司核定产能 **4,800 万吨/年**，经过多年耕耘，已成为东北地区褐煤销售龙头企业，公司 **2025 年煤炭长协价与 2024 持平**，有助于提升公司 **2025 年煤炭业务利润韧性**；**2025 年公司煤炭产/销量计划为 4800/4824 万吨。**

### 电解铝业务赋能弹性，成长可期。

- 产销方面，2025H1 公司生产电解铝 45 万吨，同比+1.0%，环比持平，电解铝销量 45 万吨，同比+0.6%，环比-0.6%。
- 利价方面，2025H1 公司吨铝售价 17712 元/吨，同比+1.0%，环比-0.3%，吨铝成本 13691 元/吨，同比+3.5%，环比-13.6%，吨铝毛利 4021 元/吨，同比-6.8%。
- 公司目前拥有年产 **86 万吨电解铝生产线**，扎铝二期 **35 万吨绿电铝项目建设投产后绿电占比达到 79%**，扎铝二期项目落地将成为国内首条“绿电铝”生产线，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。**2025 年公司电解铝产/销量计划为 90/90 万吨。**

### 绿电业务增量逐步兑现。

- 2025H1 公司发电量 663522 万千瓦时，同比+19.4%，其中煤电发电量 241595 万千瓦时，同比-2.6%，新能源发电量 421927 万千瓦时，同比+37.2%；售电量 638623 万千瓦时，同比+20.6%，其中煤电售电量 220452 万千瓦时，同比-2.5%，新能源售电量 418171 万千瓦时，同比+37.7%。2025H1 公司度电售价 0.2972 元/千瓦时，同比-6.0%，度电成本 0.1619 元/千瓦时，同比-9.3%。
- 公司拥有 2×600MW 火电装机，主要向内蒙古东部、辽宁省、吉林省、黑龙江省、山东省及华北地区售电。依靠内蒙古地区得天独厚的风能、光伏资源，公司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，装机规模和发电量在当地名列前茅，**随着突泉县 44.5 万千瓦项目于 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。**
- 2025 年公司计划发电量 270.26 亿千瓦时(含自备电厂发电量 133.79 亿千瓦时)，计划销售电量 131.87 亿千瓦时。**

**投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 59/60/64 亿元，对应 PE 为 8.0X、7.7X、7.3X，维持“买入”评级。

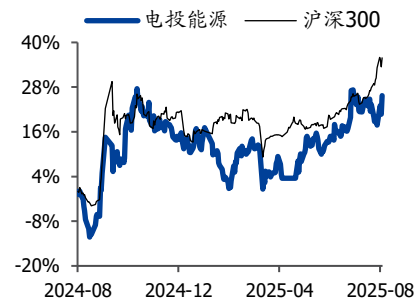
**风险提示：**电解铝价格大幅下跌；电价大幅下跌；煤炭价格不及预期。

## 买入（维持）

### 股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
08月28日收盘价(元)	20.80
总市值(百万元)	46,624.73
总股本(百万股)	2,241.57
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	11.63

### 股价走势



### 作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com

### 相关研究

- 《电投能源 (002128.SZ): 电解铝贡献弹性, 煤电托底, 未来可期》 2025-04-25
- 《电投能源 (002128.SZ): “电解铝二期 35 万吨”过会, 打开成长空间》 2024-07-01
- 《电投能源 (002128.SZ): 主营业务量价齐升, “煤+电+铝”布局未来可期》 2024-04-26

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26,846	29,859	30,443	30,703	32,480
增长率 yoy (%)	0.2	11.2	2.0	0.9	5.8
归母净利润 (百万元)	4,560	5,342	5,856	6,045	6,409
增长率 yoy (%)	14.4	17.1	9.6	3.2	6.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.03	2.38	2.61	2.70	2.86
净资产收益率 (%)	14.8	15.4	15.2	14.2	13.8
P/E (倍)	10.2	8.7	8.0	7.7	7.3
P/B (倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7143	9178	8784	9721	12619
现金	1693	2980	2595	3442	1267
应收票据及应收账款	1888	2012	2055	2002	4044
其他应收款	317	419	393	414	558
预付账款	653	804	754	783	1456
存货	1446	1258	1408	1340	2264
其他流动资产	1146	1705	1579	1740	3030
<b>非流动资产</b>	41358	42456	46690	49379	50543
长期投资	776	1147	1377	1608	1885
固定资产	24427	30692	32677	35305	37728
无形资产	4784	4878	5661	6289	6698
其他非流动资产	11371	5739	6975	6177	4233
<b>资产总计</b>	48501	51634	55475	59100	63162
<b>流动负债</b>	5816	5527	5649	5654	5841
短期借款	271	150	120	96	78
应付票据及应付账款	2939	2744	2956	2970	3088
其他流动负债	2607	2633	2572	2587	2675
<b>非流动负债</b>	8381	7535	6708	5877	5050
长期借款	7474	6733	5993	5252	4511
其他非流动负债	906	802	715	625	539
<b>负债合计</b>	14197	13062	12357	11532	10891
少数股东权益	3417	3969	4534	5095	5675
股本	2242	2242	2242	2242	2242
资本公积	6351	6351	6351	6351	6351
留存收益	22238	25940	29707	33596	37719
归属母公司股东权益	30887	34603	38584	42473	46596
<b>负债和股东权益</b>	48501	51634	55475	59100	63162

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	6871	7950	10065	10381	6573
净利润	5021	5871	6422	6607	6989
折旧摊销	2361	2972	2971	3571	4200
财务费用	170	248	295	257	220
投资损失	-139	-83	-85	-92	-97
营运资金变动	-569	-1152	354	-98	-4897
其他经营现金流	28	94	108	136	159
<b>投资活动现金流</b>	-7741	-4448	-7192	-6266	-5397
资本支出	-7785	-4175	-6248	-6054	-5153
长期投资	0	-294	-220	-225	-275
其他投资现金流	45	22	-724	14	31
<b>筹资活动现金流</b>	725	-2207	-3257	-3268	-3351
短期借款	271	-121	-30	-24	-18
长期借款	-801	-741	-741	-741	-741
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	-2700	-1345	-2487	-2503	-2592
<b>现金净增加额</b>	-143	1296	-385	847	-2175

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	26846	29859	30443	30703	32480
营业成本	18307	19691	19717	19811	21091
营业税金及附加	1631	1819	1855	1842	1916
营业费用	61	64	66	61	58
管理费用	883	979	1000	998	1039
研发费用	32	78	76	71	65
财务费用	145	225	261	228	181
资产减值损失	-45	-96	21	5	-10
其他收益	89	112	114	107	107
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	139	83	85	92	97
资产处置收益	3	9	6	6	6
<b>营业利润</b>	5913	7065	7652	7853	8286
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	7555	7755	8174
所得税	832	1055	1133	1148	1185
<b>净利润</b>	5021	5871	6422	6607	6989
少数股东损益	461	530	565	562	580
<b>归属母公司净利润</b>	4560	5342	5856	6045	6409
EBITDA	8314	10260	10788	11554	12555
EPS (元/股)	2.03	2.38	2.61	2.70	2.86

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.2	11.2	2.0	0.9	5.8
营业利润(%)	4.2	19.5	8.3	2.6	5.5
归属母公司净利润(%)	14.4	17.1	9.6	3.2	6.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.8	34.1	35.2	35.5	35.1
净利率(%)	17.0	17.9	19.2	19.7	19.7
ROE(%)	14.8	15.4	15.2	14.2	13.8
ROIC(%)	12.0	13.4	13.4		12.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.3	25.3	22.3	19.5	17.2
净负债比率(%)	19.5	11.9	9.1	4.6	6.8
流动比率	1.2	1.7	1.6	1.7	2.2
速动比率	0.7	1.1	1.0	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	15.7	15.3	15.0	15.1	10.7
应付账款周转率	6.4	6.9	6.9	6.7	7.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.38	2.61	2.70	2.86
每股经营现金流(最新摊薄)	3.07	3.55	4.49	4.63	2.93
每股净资产(最新摊薄)	13.78	15.44	17.21	18.95	20.79
<b>估值比率</b>					
P/E	10.2	8.7	8.0	7.7	7.3
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.7	4.7	4.7	4.2	4.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com