

电投能源 (002128.SZ)

煤铝一体且业绩韧性高，关注煤矿和绿电成长性

2025 年 08 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

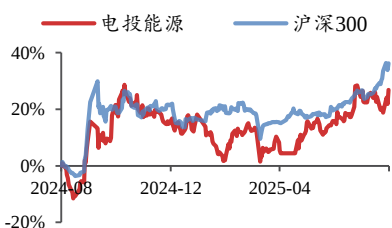
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2025/8/28
当前股价(元)	20.80
一年最高最低(元)	22.34/15.08
总市值(亿元)	466.25
流通市值(亿元)	466.25
总股本(亿股)	22.42
流通股本(亿股)	22.42
近 3 个月换手率(%)	31.79

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《氧化铝价增致业绩同比承压，集团资产注入成长可期——公司 2025 年一季报点评报告》-2025.5.7

《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

● 煤铝一体且业绩韧性高，关注煤矿和绿电成长性。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 144.64 亿元，同比+2.38%；实现归母净利润 27.87 亿元，同比-5.36%，实现扣非后归母净利润 27.24 亿元，同比-5.38%。单 Q2 看，公司实现营业收入 69.26 亿元，环比-8.11%；实现归母净利润 12.28 亿元，环比-21.26%，实现扣非后归母净利润 11.97 亿元，环比-21.57%。考虑煤炭和电解铝价格判断趋势，我们适当调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 57.3/60.5/64.0 亿元（前值 57.9/61.7/65.0 亿元），同比分别+7.3%/+5.5%/+5.8%；EPS 分别为 2.56/2.70/2.85 元，对应当前股价 PE 分别为 8.1/7.7/7.3 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。

● 煤炭量价微跌韧性高，电解铝量价均小幅上涨

煤炭业务：公司是东北地区褐煤龙头企业，2025H1 煤炭产销量为 2263/2177 万吨，同比-0.2%/-2.0%，吨煤售价 201.2 元/吨，同比-0.7%；吨煤成本 93.3 元/吨，同比+9.4%，吨煤毛利 107.9 元/吨，同比-8.04%，毛利率 53.6%，同比-4.28pct。**电解铝业务：**公司拥有 86 万吨电解铝生产线。2025H1 公司电解铝产/销为 45.2/45.0 万吨，同比+0.98%/+0.58%。电解铝单吨售价 17712 元，同比+2.47%；单吨成本 13691 元，同比+5.35%，单吨毛利 4021 元/吨，同比-6.28%，毛利率 22.7%，同比-2.12pct。**电力业务：**公司新能源业务发展顺利，截至 2025 年 6 月底新能源装机规模约为 500 万千瓦。2025H1 发电 66.4 亿千瓦时，同比+19.42%，其中火电发电 24.2 亿千瓦时，同比-2.64%，新能源发电 42.2 亿千瓦时，同比+37.23%；售电 63.9 亿千瓦时，同比+20.58%，其中火电售电 22 亿千瓦时，同比-2.45%，新能源售电 41.8 亿千瓦时，同比+37.72%。

● 推进煤矿资产注入和新能源电力建设，分红比例有望提升

推进项目建设贡献产能增量：**煤炭业务方面，**公司核定煤炭产能 4800 万吨/年，其中公司自有煤炭产能 3000 万吨/年，控股 98%的子公司扎鲁特旗扎哈淖尔煤业有限公司煤炭产能 1800 万吨/年。目前公司积极推进购买国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司 100%股权，标的公司拥有白音华矿区二号露天矿的采矿权，煤炭核定产能 1500 万吨/年。**电力业务方面，**公司全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司拥有火电装机规模 2x600MW；公司控股 51%的子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司拥有 180 万火电和 105 万新能源装机的自备电厂；公司按计划正常推进所属霍林河循环经济示范工程续建(第六期)20 万千瓦时风电等项目。**电解铝业务方面，**霍煤鸿骏铝电公司现已形成 86 万吨电解铝和 20 万吨碳素产能。**分红比例有望提升：**2024 年公司每股派发现金红利 0.8 元（含税），按照 2025 年 8 月 28 日收盘价计算，当前公司股息率为 3.8%，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	28,855	29,452	29,832
YOY(%)	0.2	11.2	-3.4	2.1	1.3
归母净利润(百万元)	4,560	5,342	5,730	6,046	6,397
YOY(%)	14.4	17.1	7.3	5.5	5.8
毛利率(%)	31.8	34.1	34.5	34.5	35.2
净利率(%)	17.0	17.9	19.9	20.5	21.4
ROE(%)	14.6	15.2	14.9	13.8	13.2
EPS(摊薄/元)	2.03	2.38	2.56	2.70	2.85
P/E(倍)	10.2	8.7	8.1	7.7	7.3
P/B(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7143	9178	15444	19783	24849	营业收入	26846	29859	28855	29452	29832
现金	1693	2980	9680	13729	18818	营业成本	18307	19691	18892	19287	19340
应收票据及应收账款	1888	2012	1708	2114	1745	营业税金及附加	1631	1819	1734	1785	1806
其他应收款	317	419	310	425	324	营业费用	61	64	63	65	65
预付账款	653	804	693	788	735	管理费用	883	979	898	950	956
存货	1446	1258	1665	1141	1759	研发费用	32	78	58	57	65
其他流动资产	1146	1705	1389	1586	1469	财务费用	145	225	-165	-393	-614
非流动资产	41358	42456	39989	39208	38136	资产减值损失	-45	-96	0	0	0
长期投资	776	1147	1462	1846	2194	其他收益	89	112	70	90	91
固定资产	24436	30699	27979	26653	24976	公允价值变动收益	1	-1	1	0	0
无形资产	4785	4931	5539	6097	6749	投资净收益	139	83	104	109	98
其他非流动资产	11361	5680	5008	4612	4217	资产处置收益	3	9	4	5	6
资产总计	48501	51634	55433	58991	62985	营业利润	5913	7065	7691	7968	8476
流动负债	5816	5527	6517	6450	6555	营业外收入	28	31	24	28	28
短期借款	271	150	211	181	196	营业外支出	89	171	121	127	140
应付票据及应付账款	2939	2744	2921	2752	2992	利润总额	5852	6926	7594	7869	8365
其他流动负债	2607	2633	3385	3518	3368	所得税	832	1055	1143	1167	1258
非流动负债	8381	7535	5686	4088	2470	净利润	5021	5871	6451	6702	7107
长期借款	7474	6733	4832	3260	1629	少数股东损益	461	530	720	656	710
其他非流动负债	906	802	854	828	841	归属母公司净利润	4560	5342	5730	6046	6397
负债合计	14197	13062	12204	10539	9025	EBITDA	8605	10183	10214	10334	10735
少数股东权益	3417	3969	4689	5345	6055	EPS(元)	2.03	2.38	2.56	2.70	2.85
股本	2242	2242	2242	2242	2242						
资本公积	6351	6351	6351	6351	6351	主要财务比率					
留存收益	22238	25940	30431	34958	39781	成长能力					
归属母公司股东权益	30887	34603	38541	43107	47905	营业收入(%)	0.2	11.2	-3.4	2.1	1.3
负债和股东权益	48501	51634	55433	58991	62985	营业利润(%)	4.2	19.5	8.9	3.6	6.4
						归属于母公司净利润(%)	14.4	17.1	7.3	5.5	5.8
						获利能力					
						毛利率(%)	31.8	34.1	34.5	34.5	35.2
						净利率(%)	17.0	17.9	19.9	20.5	21.4
						ROE(%)	14.6	15.2	14.9	13.8	13.2
						ROIC(%)	13.7	14.5	14.2	13.5	13.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.3	25.3	22.0	17.9	14.3
						净负债比率(%)	20.6	13.1	-6.2	-17.2	-27.9
						流动比率	1.2	1.7	2.4	3.1	3.8
						速动比率	0.8	1.2	1.9	2.7	3.3
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.03	2.38	2.56	2.70	2.85
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.07	3.55	4.17	3.81	4.13
						每股净资产(最新摊薄)	13.78	15.44	17.19	19.23	21.37
						估值比率					
						P/E	10.2	8.7	8.1	7.7	7.3
						P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	6.6	5.5	4.8	4.2	3.5

现金流量表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6871	7950	9358	8534	9266
净利润	5021	5871	6451	6702	7107
折旧摊销	2294	2893	2606	2668	2764
财务费用	145	225	-165	-393	-614
投资损失	-139	-83	-104	-109	-98
营运资金变动	-631	-1221	706	-263	180
其他经营现金流	181	266	-136	-72	-73
投资活动现金流	-7741	-4448	-36	-1770	-1589
资本支出	7797	4185	-222	1526	1334
长期投资	0	-294	-316	-384	-348
其他投资现金流	57	32	58	140	92
筹资活动现金流	725	-2207	-2622	-2715	-2588
短期借款	-231	-121	60	-30	15
长期借款	-801	-741	-1901	-1572	-1631
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	-782	-1113	-972
现金净增加额	-143	1296	6700	4049	5089

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。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口头承诺均为无效。

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