

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

电投能源(002128.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

高升：煤炭钢铁行业首席分析师

执业编号：S1500524100002

邮箱：gaosheng@cindasc.com

李睿：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525040002

邮箱：lirui@cindasc.com

刘波：煤炭钢铁行业分析师

执业编号：S1500525070001

邮箱：liubo1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

煤炭业绩保持稳健，电铝转型驱动成长

2025年8月29日

事件：2025年8月27日，电投能源发布半年度报告，2025年上半年公司实现营业收入144.64亿元，同比增长2.38%，实现归母净利润27.87亿元，同比下降5.36%；扣非后净利润27.24亿元，同比下降5.38%。经营活动现金流量净额38.43亿元，同比下降2.14%；基本每股收益1.24元/股，同比下降5.34%。

分季度看，2025年第二季度，公司单季度营业收入69.26亿元，同比增长2.12%；单季度归母净利润12.28亿元，同比增长22.76%。

点评：

- **受益于高长协占比和区域市场供需格局相对独立，公司煤炭业绩保持稳健。**产销量方面：2025上半年，公司原煤产量为2263.08万吨，同比下降0.19%；销量为2177.45万吨，同比下降1.98%。价格和成本方面：煤炭销售均价为206元/吨，同比下降0.62%；煤炭单位成本94元/吨，同比增加8元/吨，涨幅9.53%。2025上半年，煤炭板块实现收入44.87亿元，同比下降2.59%；营业成本实现20.48亿元，同比上升7.36%。公司作为蒙东及东北区域大型煤炭生产企业，长协煤占比较高，且区域市场供需格局相对独立，使得公司煤炭业务盈利稳定性显著优于行业平均水平。
- **火电业务量价小幅下降，风光发电同比显著增加。**火电方面：2025上半年，公司实现火力发电量241595.25万千瓦时，同比降低2.64%；实现售电量220452.23万千瓦时，同比降低2.45%；实现火电销售电价0.363元/千瓦时，同比下降3.29%。风电光伏新能源方面：2025上半年，公司实现新能源发电量421926.82万千瓦时，同比增加37.23%；实现售电量418171.08万千瓦时，同比增加37.72%；新能源电价实现0.262元/千瓦时，同比下降3.61%。随着突泉44.5万千瓦风电、赤峰11万千瓦风储等重点项目顺利投产，公司新能源业务发电量显著增长。
- **电解铝业务盈利提升，未来成长空间广阔。**产销量方面：2025上半年，公司实现电解铝产量45.23万吨，同比提高0.98%；实现销售电解铝45万吨，同比提高0.58%。价格方面：2025上半年，公司实现电解铝销售均价17952元/吨，同比增加2.38%。成本方面：2025上半年，公司实现电解铝单位成本13892元/吨，同比增长5.07%。展望未来，扎铝二期35万吨绿电铝项目正在向2025年底投产目标冲刺，公司电解铝业务成长空间广阔。
- **资产注入稳步推进，打开长期成长空间。**公司作为国家电投在内蒙古区域煤、电、铝业务的整合平台，外延并购成长空间广阔，公司已披露拟通过发行股份及支付现金方式购买白音华煤电公司100%股权。该标的资产拥有1500万吨/年的褐煤产能和40.5万吨/年的电解铝产能。我们

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

认为，此次资产注入若能顺利完成，将大幅提升公司煤炭与电解铝的产能规模，进一步巩固公司在区域内的龙头地位，并为长期发展打开新的空间。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为公司煤炭、电力、电解铝资产质量较好，在煤炭板块业绩稳健，绿电、电解铝业务具有增量的背景下，公司未来成长值得期待。我们预计，公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 56.44/63.86/73.08 亿元，每股收益分别为 2.52/2.85/3.26 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济形势存在不确定性；地缘政治因素影响全球经济；煤电相关行业政策的不确定性；煤矿出现安全生产事故；并购事项推进不及预期等。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	26,846	29,859	28,825	29,227	29,796
同比(%)	0.2%	11.2%	-3.5%	1.4%	1.9%
归属母公司净利润（百万元）	4,560	5,342	5,644	6,386	7,308
同比(%)	14.4%	17.1%	5.7%	13.2%	14.4%
毛利率(%)	31.8%	34.1%	34.9%	37.5%	40.4%
ROE(%)	14.8%	15.4%	14.7%	15.0%	15.4%
EPS（摊薄）（元）	2.03	2.38	2.52	2.85	3.26
P/E	10.23	8.73	8.26	7.30	6.38
P/B	1.51	1.35	1.21	1.09	0.98
EV/EBITDA	4.65	4.73	4.74	3.94	3.15

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	7,143	9,178	12,130	16,323	21,314	
货币资金	1,693	2,980	5,873	9,931	14,816	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,888	2,012	2,082	2,192	2,317	
预付账款	653	804	751	730	711	
存货	1,446	1,258	1,303	1,268	1,234	
其他	1,463	2,125	2,121	2,202	2,235	
非流动资产	41,358	42,456	43,936	44,532	44,969	
长期股权投资	776	1,147	1,147	1,147	1,147	
固定资产（合计）	24,427	30,692	32,114	33,376	34,478	
无形资产	4,784	4,878	4,978	5,078	5,178	
其他	11,371	5,739	5,697	4,931	4,166	
资产总计	48,501	51,634	56,066	60,856	66,283	
流动负债	5,816	5,527	5,525	5,532	5,486	
短期借款	271	150	150	150	150	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,939	2,744	2,867	2,891	2,863	
其他	2,607	2,633	2,507	2,490	2,473	
非流动负债	8,381	7,535	7,532	7,532	7,532	
长期借款	7,474	6,733	6,733	6,733	6,733	
其他	906	802	799	799	799	
负债合计	14,197	13,062	13,057	13,064	13,018	
少数股东权益	3,417	3,969	4,527	5,158	5,881	
归属母公司股东权益	30,887	34,603	38,482	42,633	47,383	
负债和股东权益	48,501	51,634	56,066	60,856	66,283	

重要财务指标					单位: 百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,846	29,859	28,825	29,227	29,796
同比（%）	0.2%	11.2%	-3.5%	1.4%	1.9%
归属母公司净利润	4,560	5,342	5,644	6,386	7,308
同比（%）	14.4%	17.1%	5.7%	13.2%	14.4%
毛利率（%）	31.8%	34.1%	34.9%	37.5%	40.4%
ROE%	14.8%	15.4%	14.7%	15.0%	15.4%
EPS (摊薄)(元)	2.03	2.38	2.52	2.85	3.26
P/E	10.23	8.73	8.26	7.30	6.38
P/B	1.51	1.35	1.21	1.09	0.98
EV/EBITDA	4.65	4.73	4.74	3.94	3.15

利润表	单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,846	29,859	28,825	29,227	29,796
营业成本	18,307	19,691	18,767	18,258	17,771
营业税金及附加	1,631	1,819	1,758	1,783	1,818
销售费用	61	64	63	65	0
管理费用	883	979	951	964	983
研发费用	32	78	75	76	77
财务费用	145	225	103	16	-106
减值损失合计	-45	-96	0	0	0
投资净收益	139	83	81	82	83
其他	33	76	108	110	112
营业利润	5,913	7,065	7,296	8,256	9,448
营业外收支	-60	-139	0	0	0
利润总额	5,852	6,926	7,296	8,256	9,448
所得税	832	1,055	1,094	1,238	1,417
净利润	5,021	5,871	6,202	7,018	8,031
少数股东损益	461	530	558	632	723
归属母公司净利润	4,560	5,342	5,644	6,386	7,308
EBITDA	8,314	10,260	10,147	11,185	12,415
EPS (当年)(元)	2.11	2.38	2.52	2.85	3.26

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	6,871	7,950	9,225	9,910	11,059	
净利润	5,021	5,871	6,202	7,018	8,031	
折旧摊销	2,361	2,972	2,748	2,913	3,073	
财务费用	170	248	192	192	192	
投资损失	-139	-83	-81	-82	-83	
营运资金变动	-569	-1,152	169	-129	-151	
其它	28	94	-5	-2	-2	
投资活动现金流	-7,741	-4,448	-4,142	-3,425	-3,425	
资本支出	-7,785	-4,175	-3,499	-3,498	-3,498	
长期投资	0	-294	-10	-10	-10	
其他	45	22	-633	83	83	
筹资活动现金流	725	-2,207	-2,189	-2,427	-2,750	
吸收投资	3,955	38	-3	0	0	
借款	-1,033	-862	0	0	0	
支付利息或股息	-2,110	-1,859	-2,167	-2,427	-2,750	
现金流净增加额	-143	1,296	2,893	4,058	4,885	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，现任信达证券研发中心负责人。

高升，现为煤炭钢铁行业首席分析师，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。