

# 电投能源 (002128.SZ)

## 成本上涨业绩承压，铝业务弹性及新能源成长仍可期

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2025 年半年报：**2025H1 公司实现营收 144.6 亿元，同比+2.4%，归母净利润 27.9 亿元，同比-5.4%。其中 2025Q2 公司实现营收 69.3 亿元，同比+2.1%，环比-8.1%，归母净利润 12.3 亿元，同比+22.8%、环比-21.3%。

**煤炭业务：吨煤售价小幅下降，吨煤成本有所增加。**2025H1 公司原煤产/销量为 2263.1/2177.5 万吨，同比-0.2%/-2.0%。吨煤售价 201 元/吨，同比-1.4 元/吨，吨煤成本 93 元/吨，同比+8 元/吨。煤炭业务实现营收/毛利为 45/24 亿元，分别同比-2.6%/-9.6%。

**铝业务：产销量保持稳定，成本增加高于铝价上涨，毛利下滑。**2025H1 公司电解铝产/销量为 45.2/45 万吨，同比+1.0%/+0.6%；吨铝售价/成本分别为 17711/13691 元/吨，分别同比增加 409/648 元/吨，铝业务板块实现营收/毛利 81/18 亿元，同比+3%/-5%。受益于铝价上涨，控股公司内蒙古霍煤鸿骏铝电上半年实现净利润 10 亿元，同比+6%。扎铝二期 35 万吨绿电铝项目正在向年底投产目标推进。

**电力业务：需求疲软，火电承压；随着装机量的快速增长，新能源发电量大幅增长，且成本降低，释放业绩弹性。**2025H1 公司火电发/售电量为 24/22 亿千瓦时，同比-2.6%/-2.5%，火电业务实现营收/毛利为 8/2 亿元，分别同比-6%/-20%。2025H1 光伏风电合计发/售电量为 42/42 亿千瓦时，同比+37%/+38%；新能源度电售价/成本分别为 0.262/0.109 元/千瓦时，分别同比下降 0.01/0.04 元/千瓦时；风电实现营收/毛利为 9/6 亿元，分别同比+44%/+53%；太阳能发电实现营收/毛利为 1.5/1 亿元，分别同比-14.5%/+41%。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 56/58/60 亿元。考虑公司新能源发电、铝业务均具备较好的成长性；长协煤占比较高，煤炭下行对煤炭业务影响相对有限；中长期集团资产有望注入，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

### 公司研究·财报点评

#### 煤炭·煤炭开采

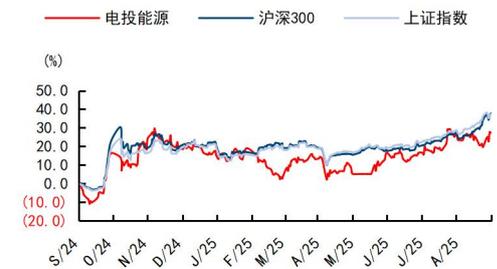
证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：胡瑞阳  
0755-81982908  
huruiyang@guosen.com.cn  
S0980523060002

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 20.74 元  
总市值/流通市值 46490/46490 百万元  
52 周最高价/最低价 22.34/15.08 元  
近 3 个月日均成交额 220.35 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《电投能源 (002128.SZ) - 煤价下行拖累业绩，关注铝业务弹性及新能源业务成长性》——2025-04-29  
《电投能源 (002128.SZ) - 煤电铝协同发展，成长稳健》——2024-11-19

### 盈利预测和财务指标

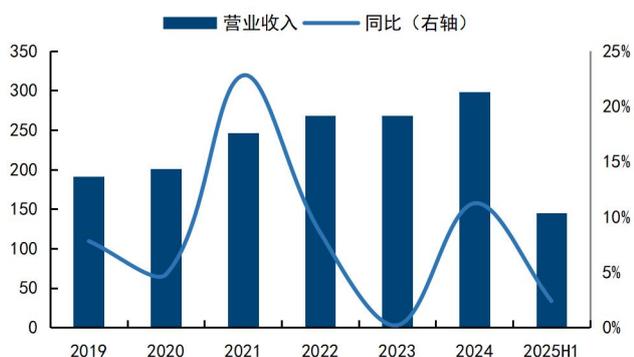
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,846	29,859	31,236	33,866	36,024
(+/-%)	0.2%	11.2%	4.6%	8.4%	6.4%
归母净利润(百万元)	4560	5342	5625	5817	6042
(+/-%)	14.4%	17.1%	5.3%	3.4%	3.9%
每股收益(元)	2.03	2.38	2.51	2.60	2.70
EBIT Margin	22.1%	24.2%	24.3%	23.4%	22.7%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	15.4%	14.7%	13.8%	13.1%
市盈率 (PE)	10.0	8.5	8.1	7.8	7.6
EV/EBITDA	7.3	5.8	5.4	5.1	4.9
市净率 (PB)	1.48	1.32	1.19	1.08	0.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

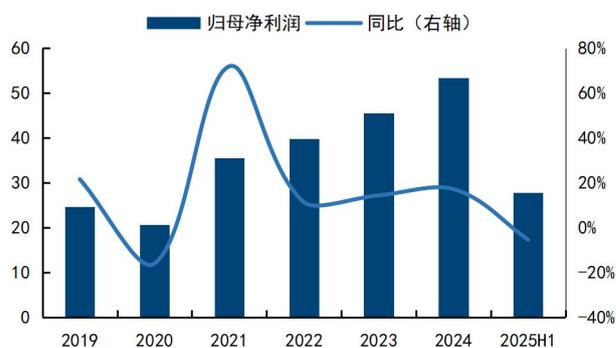
**公司发布 2025 年半年报：**2025H1 公司实现营收 144.6 亿元，同比+2.4%，归母净利润 27.9 亿元，同比-5.4%。其中 2025Q2 公司实现营收 69.3 亿元，同比+2.1%，环比-8.1%，归母净利润 12.3 亿元，同比+22.8%、环比-21.3%。

图1：公司营业收入及增速（亿元；%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（亿元；%）

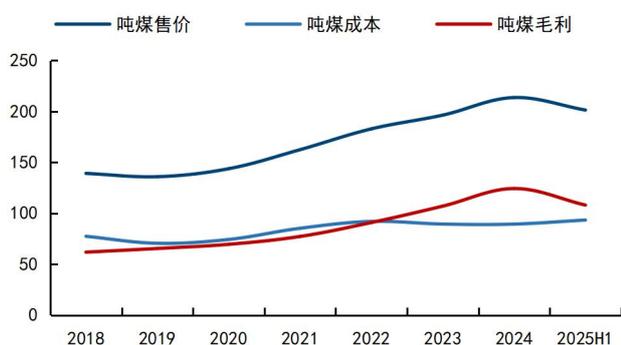


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**煤炭业务：吨煤售价小幅下降，吨煤成本有所增加。**2025H1 公司原煤产/销量为 2263.1/2177.5 万吨，同比-0.2%/-2.0%。吨煤售价 201 元/吨，同比-1.4 元/吨，吨煤成本 93 元/吨，同比+8 元/吨。煤炭业务实现营收/毛利为 45/24 亿元，分别同比-2.6%/-9.6%。

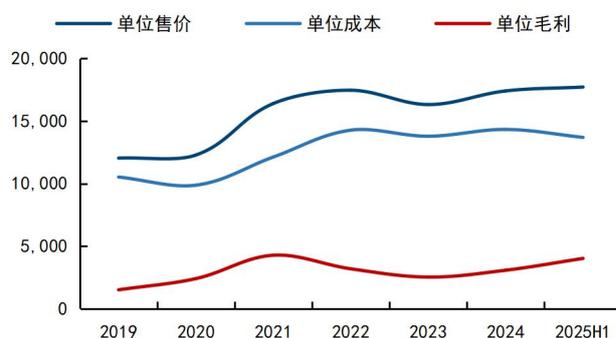
**铝业：产销量保持稳定，成本增加高于铝价上涨，毛利下滑。**2025H1 公司电解铝产/销量为 45.2/45 万吨，同比+1.0%/+0.6%；吨铝售价/成本分别为 17711/13691 元/吨，分别同比增加 409/648 元/吨，铝业板块实现营收/毛利 81/18 亿元，同比+3%/-5%。受益于铝价上涨，控股公司内蒙古霍煤鸿骏铝电上半年实现净利润 10 亿元，同比+6%。扎铝二期 35 万吨绿电铝项目正在向年底投产目标推进。

图3：煤炭盈利变化（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：电解铝盈利变化（元/吨）

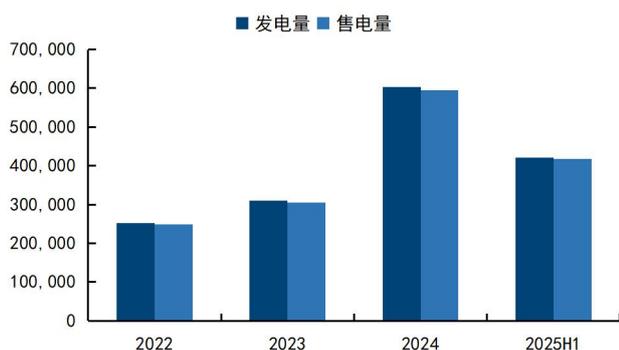


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**电力业务：需求疲软，火电承压；随着装机量的快速增长，新能源发电量大幅增长，且成本降低，释放业绩弹性。**2025H1 公司火电发/售电量为 24/22 亿千瓦时，同比

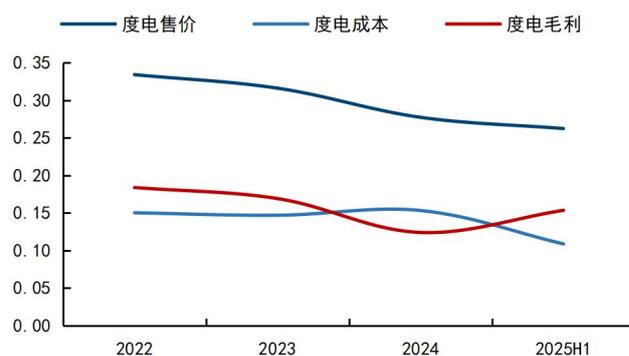
-2.6%/-2.5%，火电业务实现营收/毛利为 8/2 亿元，分别同比-6%/-20%。2025H1 光伏风电合计发/售电量为 42/42 亿千瓦时，同比+37%/+38%；风电实现营收/毛利为 9/6 亿元，分别同比+44%/+53%；太阳能发电实现营收/毛利为 1.5/1 亿元，分别同比-14.5%/+41%；新能源度电售价/成本分别为 0.262/0.109 元/千瓦时，分别同比下降 0.01/0.04 元/千瓦时。

图5: 新能源发/售电 (万千瓦时)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 新能源发电盈利变化 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 维持“优于大市”评级。

维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 56/58/60 亿元。考虑公司新能源发电、铝业务均具备较好的成长性；长协煤占比较高，煤炭下行对煤炭业务影响相对有限；中长期集团资产有望注入，维持“优于大市”评级。

**风险提示:** 经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1693	2980	2980	3839	7117	营业收入	26846	29859	31236	33866	36024
应收款项	2181	2432	2544	2758	2934	营业成本	18307	19691	20572	22615	24302
存货净额	1446	1258	1283	1406	1502	营业税金及附加	1631	1819	1903	2063	2195
其他流动资产	1823	2509	2624	2845	3027	销售费用	61	64	67	73	78
<b>流动资产合计</b>	<b>7143</b>	<b>9178</b>	<b>9431</b>	<b>10848</b>	<b>14580</b>	管理费用	883	979	1024	1111	1181
固定资产	33024	33691	37799	40551	41431	研发费用	32	78	82	89	94
无形资产及其他	4784	4878	4740	4601	4463	财务费用	145	225	218	211	175
投资性房地产	2774	2740	2740	2740	2740	投资收益	139	83	83	83	83
长期股权投资	776	1147	1517	1888	2258	资产减值及公允价值变动	(44)	(97)	(131)	(131)	(131)
<b>资产总计</b>	<b>48501</b>	<b>51634</b>	<b>56227</b>	<b>60629</b>	<b>65473</b>	其他收入	0	(1)	30	23	17
短期借款及交易性金融负债	654	703	1079	703	703	营业利润	5913	7065	7433	7768	8062
应付款项	2939	2744	2799	3067	3277	营业外净收支	(60)	(139)	(139)	(139)	(139)
其他流动负债	2224	2080	2126	2330	2490	<b>利润总额</b>	<b>5852</b>	<b>6926</b>	<b>7294</b>	<b>7629</b>	<b>7923</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5816</b>	<b>5527</b>	<b>6004</b>	<b>6100</b>	<b>6470</b>	所得税费用	832	1055	1111	1162	1207
长期借款及应付债券	7474	6733	6733	6733	6733	少数股东损益	461	530	558	650	674
其他长期负债	906	802	802	803	805	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4560</b>	<b>5342</b>	<b>5625</b>	<b>5817</b>	<b>6042</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8381</b>	<b>7535</b>	<b>7535</b>	<b>7536</b>	<b>7538</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>14197</b>	<b>13062</b>	<b>13539</b>	<b>13636</b>	<b>14008</b>	净利润	4560	5342	5625	5817	6042
少数股东权益	3417	3969	4340	4773	5222	资产减值准备	(53)	51	5	6	4
股东权益	30887	34603	38348	42220	46243	折旧摊销	2219	2815	3388	3750	4124
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>48501</b>	<b>51634</b>	<b>56227</b>	<b>60629</b>	<b>65473</b>	公允价值变动损失	44	97	131	131	131
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	145	225	218	211	175
每股收益	2.03	2.38	2.51	2.60	2.70	营运资本变动	810	(1104)	(140)	(79)	(77)
每股红利	0.94	0.83	0.84	0.87	0.90	其它	385	302	366	426	444
每股净资产	13.78	15.44	17.11	18.84	20.63	<b>经营活动现金流</b>	<b>7964</b>	<b>7502</b>	<b>9376</b>	<b>10052</b>	<b>10670</b>
ROIC	13.09%	14.03%	14%	13%	13%	资本开支	0	(3283)	(7501)	(6501)	(5001)
ROE	14.76%	15.44%	15%	14%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	32%	34%	34%	33%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(90)</b>	<b>(3654)</b>	<b>(7872)</b>	<b>(6872)</b>	<b>(5372)</b>
EBIT Margin	22%	24%	24%	23%	23%	权益性融资	0	38	0	0	0
EBITDA Margin	30%	34%	35%	34%	34%	负债净变化	(801)	(741)	0	0	0
收入增长	0%	11%	5%	8%	6%	支付股利、利息	(2110)	(1859)	(1880)	(1945)	(2020)
净利润增长率	14%	17%	5%	3%	4%	其它融资现金流	(2218)	2599	376	(376)	0
资产负债率	36%	33%	32%	30%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8039)</b>	<b>(2561)</b>	<b>(1504)</b>	<b>(2321)</b>	<b>(2020)</b>
股息率	4.6%	4.1%	4.1%	4.3%	4.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(166)</b>	<b>1287</b>	<b>0</b>	<b>859</b>	<b>3278</b>
P/E	10.0	8.5	8.1	7.8	7.6	货币资金的期初余额	1859	1693	2980	2980	3839
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1693	2980	2980	3839	7117
EV/EBITDA	7.3	5.8	5.4	5.1	4.9	企业自由现金流	0	4554	2179	3880	5975
						权益自由现金流	0	6412	2371	3325	5827

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032