

## 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

## 煤炭业绩稳健，电解铝引领成长

2025年10月26日

**事件：**2025年10月24日，电投能源发布三季度报告，2025年前三季度公司实现营业收入224.03亿元，同比增长2.72%，实现归母净利润41.18亿元，同比下降6.40%；扣非后净利润40.30亿元，同比下降5.95%。经营活动现金流量净额78.50亿元，同比增长13.30%；基本每股收益1.84元/股，同比下降6.12%。

分季度看，2025年三季度，公司单季度营业收入79.39亿元，同比增长3.34%；单季度归母净利润13.31亿元，同比下降8.52%。

## 点评：

- **蒙东褐煤价格走势平稳，公司煤炭业务有望稳健。**公司地处蒙东核心煤炭产区，主要客户集中于东北地区。随着东北区域持续淘汰落后产能，本地煤炭市场供需结构持续优化，相较于全国市场展现出更强的抗波动能力。截至2025年10月24日，蒙东地区3200卡褐煤的全年均价为282元/吨，与2024年相比仅小幅回落3.6%，显示出较强的价格韧性。同时，公司煤炭销售结构中长协占比较高，在高比例长协支撑及区域基本面的共同推动下，公司煤炭板块的业绩有望延续稳健表现。
- **电解铝业务是公司当前业绩弹性的主要来源和未来成长的核心引擎。**公司旗下霍煤鸿骏铝电公司作为少数股东损益的主要构成部分，在2025年第三季度实现少数股东损益8.30亿元，较2024年同期增长34.95%，反映出电解铝板块盈利能力快速增强。此外，公司在建的扎鲁特二期35万吨电解铝项目我们预计将于2025年底至2026年初建成投产，该项目投产后，公司权益铝产能将实现进一步增长，为未来业绩贡献新增量。
- **煤电铝协同发展，公司长期成长空间广阔。**作为国家电投集团在内蒙古地区煤、电、铝产业布局的重要整合平台，公司具备外延式扩张潜力。公司拟收购白音华煤电公司100%股权，该公司拥有1500万吨/年的褐煤产能以及40.5万吨/年的电解铝产能，体量可观。此次资产注入有望提升公司在煤炭与电解铝两大核心业务方面的产能规模，不仅有助于强化其在区域内的产业龙头地位，也有望为公司打开更广阔的长期发展空间。
- **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54.92/60.25/67.41亿元，每股收益分别为2.45/2.69/3.01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  | 5,492  | 6,025  | 6,741  |
| 同比(%)         | 14.4%  | 17.1%  | 2.8%   | 9.7%   | 11.9%  |
| 毛利率(%)        | 31.8%  | 34.1%  | 36.3%  | 38.2%  | 40.4%  |
| ROE(%)        | 14.8%  | 15.4%  | 14.3%  | 14.2%  | 14.4%  |
| EPS（摊薄）（元）    | 2.03   | 2.38   | 2.45   | 2.69   | 3.01   |
| P/E           | 12.45  | 10.63  | 10.34  | 9.42   | 8.42   |
| P/B           | 1.84   | 1.64   | 1.48   | 1.34   | 1.21   |
| EV/EBITDA     | 4.65   | 4.73   | 5.58   | 4.78   | 3.98   |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 23 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   | 11,555 | 16,073 | 21,301 |  |
| 货币资金      | 1,693  | 2,980   | 5,342  | 9,702  | 14,803 |  |
| 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     | 735    | 722    | 711    |  |
| 存货        | 1,446  | 1,258   | 1,276  | 1,254  | 1,234  |  |
| 其他        | 1,463  | 2,125   | 2,121  | 2,202  | 2,235  |  |
| 非流动资产     | 41,358 | 42,456  | 44,904 | 45,499 | 45,937 |  |
| 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   | 6,665  | 5,899  | 5,134  |  |
| 资产总计      | 48,501 | 51,634  | 56,459 | 61,572 | 67,238 |  |
| 流动负债      | 5,816  | 5,527   | 5,466  | 5,516  | 5,516  |  |
| 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   | 2,807  | 2,860  | 2,863  |  |
| 其他        | 2,607  | 2,633   | 2,509  | 2,506  | 2,502  |  |
| 非流动负债     | 8,381  | 7,535   | 7,496  | 7,496  | 7,496  |  |
| 长期借款      | 7,474  | 6,733   | 6,733  | 6,733  | 6,733  |  |
| 其他        | 906    | 802     | 763    | 763    | 763    |  |
| 负债合计      | 14,197 | 13,062  | 12,963 | 13,012 | 13,012 |  |
| 少数股东权益    | 3,417  | 3,969   | 5,015  | 6,162  | 7,446  |  |
| 归属母公司股东权益 | 30,887 | 34,603  | 38,481 | 42,398 | 46,779 |  |
| 负债和股东权益   | 48,501 | 51,634  | 56,459 | 61,572 | 67,238 |  |

| 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   | 5,492  | 6,025  | 6,741  |  |
| 同比 (%)      | 14.4%  | 17.1%   | 2.8%   | 9.7%   | 11.9%  |  |
| 毛利率 (%)     | 31.8%  | 34.1%   | 36.3%  | 38.2%  | 40.4%  |  |
| ROE%        | 14.8%  | 15.4%   | 14.3%  | 14.2%  | 14.4%  |  |
| EPS (摊薄)(元) | 2.03   | 2.38    | 2.45   | 2.69   | 3.01   |  |
| P/E         | 12.45  | 10.63   | 10.34  | 9.42   | 8.42   |  |
| P/B         | 1.84   | 1.64    | 1.48   | 1.34   | 1.21   |  |
| EV/EBITDA   | 4.65   | 4.73    | 5.58   | 4.78   | 3.98   |  |

| 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  | 18,371 | 18,060 | 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    | 32     | -99    |  |
| 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   | 7,692  | 8,438  | 9,441  |  |
| 营业外收支       | -60    | -139    | 0      | 0      | 0      |  |
| 利润总额        | 5,852  | 6,926   | 7,692  | 8,438  | 9,441  |  |
| 所得税         | 832    | 1,055   | 1,154  | 1,266  | 1,416  |  |
| 净利润         | 5,021  | 5,871   | 6,538  | 7,173  | 8,025  |  |
| 少数股东损益      | 461    | 530     | 1,046  | 1,148  | 1,284  |  |
| 归属母公司净利润    | 4,560  | 5,342   | 5,492  | 6,025  | 6,741  |  |
| EBITDA      | 8,314  | 10,260  | 10,543 | 11,383 | 12,415 |  |
| EPS (当年)(元) | 2.11   | 2.38    | 2.45   | 2.69   | 3.01   |  |

| 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   | 9,517  | 10,086 | 11,077 |  |
| 净利润     | 5,021  | 5,871   | 6,538  | 7,173  | 8,025  |  |
| 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  | 124    | -108   | -127   |  |
| 其它      | 28     | 94      | -5     | -2     | -2     |  |
| 投资活动现金流 | -7,741 | -4,448  | -5,110 | -3,425 | -3,425 |  |
| 资本支出    | -7,785 | -4,175  | -3,505 | -3,498 | -3,498 |  |
| 长期投资    | 0      | -294    | -10    | -10    | -10    |  |
| 其他      | 45     | 22      | -1,595 | 83     | 83     |  |
| 筹资活动现金流 | 725    | -2,207  | -2,045 | -2,301 | -2,551 |  |
| 吸收投资    | 3,955  | 38      | -2     | 0      | 0      |  |
| 借款      | -1,033 | -862    | 0      | 0      | 0      |  |
| 支付利息或股息 | -2,110 | -1,859  | -2,114 | -2,301 | -2,551 |  |
| 现金流净增加额 | -143   | 1,296   | 2,362  | 4,360  | 5,101  |  |

## 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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：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。