电投能源（002128.SZ）

资产收购落地，“煤电铝”一体化版图再进一步

■ **发布公告收购白音华煤电 100%股权。**

➢ **交易形式：**2025 年 11 月 15 日电投能源发布公告，宣布拟通过发行股份及支付现金的方式购买内蒙古公司持有的白音华煤电 100%股权。同时，上市公司拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。

➢ **交易价格（不含募集配套资金金额）：**111.49 亿元，其中现金对价 15.6 亿元、股份对价 95.88 亿元；募集资金计划不超过 45 亿元。

➢ **发行股份对价：**15.57 元/股，除息后为 14.77 元/股，发行股票数量约为 6.49 亿股，占本次发行股份购买资产后（不考虑募集配套资金）公司总股本 22.46%。

■ **交易完成后，截止 2025 年 6 月 30 日，归母净利润：27.87 亿元增至 35.49 亿元，资产负债率：27.26%提高至 41.61%。**

➢ 白音华煤电 2025 年 1-9 月合并归母净利润约为 14 亿元，经计算，交易完成后预计增厚上市公司年化归母净利润 18.67 亿元，结合交易对价，本次交易 PE 约 6.0X，本次交易完成后，预计不会摊薄上市公司 2025 年 1-9 月每股收益，随着标的公司业绩释放，长期来看将增厚上市公司每股收益。

➢ 根据资产基础评估法，交易标的净资产账面价值 75.3 亿元(扣除永续债)，评估价值 110 亿元（扣除永续债），增值率 46%。

■ **交易标的资产情况：22-25 前三季度交易标的归母净利润分别为 1.5、4.9、14.5、14.0 亿元。**

➢ 露天二号矿：位于内蒙古锡林郭勒盟西乌珠程沁旗白音华化工园区，煤炭地质储量 9.97 亿吨，老年褐煤，平均发热量为 3100 千卡/千克，核定产能 1500 万吨/年，具有挥发分高、低硫、低磷、低灰等特点。交易完成后，电投能源公司总煤炭核定产能将增至 6300 万吨/年。

➢ 坑口发电：位于内蒙古锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗白音华化工园区，拥有 2x660MW 超超临界火力发电机组，2024 年 6 月 7 日 1 号机组投产发电，2024 年 6 月 15 日 2 号机组投产发电。

➢ 铝电公司：40 万吨/年电解铝产能自备风电厂建设主体（目前尚在建设期）建设完成后将转让给内蒙古白音华铝电有限公司。

➢ 赤峰新城热电：赤峰市最大的供热热源点，拥有 2 台 300MW 亚临界空冷燃煤供热机组，总装机容量 600MW。

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 11.0X、10.6X、10.0X，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
11 月 14 日收盘价（元）	28.63
总市值（百万元）	64,176.25
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）	16.05

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

1、《电投能源（002128.SZ）：业绩超预期，煤+铝龙头，弹性成长兼备》 2025-08-29
2、《电投能源（002128.SZ）：电解铝贡献弹性，煤电托底，未来可期》 2025-04-25
3、《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

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	15.1	14.2	13.7
P/E（倍）	14.1	12.0	11.0	10.6	10.0
P/B（倍）	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 11 月 14 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
流动资产	7143				
现金	1693	2980	2432	3854	416
应收票据及应收账款	1888	2012	2055	2002	4635
其他应收款	317	419	393	414	627
预付账款	653	804	754	783	1755
存货	1446	1258	1408	1340	2582
其他流动资产	1146	1705	1579	1740	3377
非流动资产	41358	42456	46977	49124	49952
长期投资	776	1147	1377	1608	1885
固定资产	24427	30692	32677	35305	37728
无形资产	4784	4878	4980	5067	5139
其他非流动资产	11371	5739	7943	7144	5200
资产总计	48501	51634	55598	59257	63344
流动负债	5816	5527	5688	5698	5882
短期借款	271	150	130	110	90
应付票据及应付账款	2939	2744	2956	2970	3088
其他流动负债	2607	2633	2601	2617	2704
非流动负债	8381	7535	6696	5895	5094
长期借款	7474	6733	5993	5252	4511
其他非流动负债	906	802	703	643	583
负债合计	14197	13062	12384	11593	10976
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	33595	37718
归属母公司股东权益	30887	34603	38680	42569	46692
负债和股东权益	48501	51634	55598	59257	63344

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6871	7950	10030	10316	4865
净利润	5021	5871	6421	6606	6989
折旧摊销	2361	2972	2936	3505	4112
财务费用	170	248	296	259	223
投资损失	-139	-83	-85	-92	-97
营运资金变动	-569	-1152	354	-98	-6521
其他经营现金流	28	94	108	136	159
投资活动现金流	-7741	-4448	-7444	-5658	-4973
资本支出	-7785	-4175	-5538	-5447	-4729
长期投资	0	-294	-220	-225	-275
其他投资现金流	45	22	-1686	14	31
筹资活动现金流	725	-2207	-3134	-3236	-3330
短期借款	-231	-121	-20	-20	-20
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	-2198	-1345	-2374	-2475	-2569
现金净增加额	-143	1296	-548	1422	-3438

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
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	995	1041
研发费用	32	78	76	71	65
财务费用	145	225	262	232	179
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
营业利润	5913	7065	7651	7853	8286
营业外收入	28	31	24	28	28
营业外支出	89	171	121	127	140
利润总额	5852	6926	7554	7754	8174
所得税	832	1055	1133	1148	1185
净利润	5021	5871	6421	6606	6989
少数股东损益	461	530	565	562	580
归属母公司净利润	4560	5342	5856	6045	6409
EBITDA	8314	10260	10752	11491	12466
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
成长能力					
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
获利能力					
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	15.1	14.2	13.7
ROIC(%)	12.0	13.4	13.3	12.7	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	29.3	25.3	22.3	19.6	17.3
净负债比率(%)	19.5	11.9	9.6	4.0	8.6
流动比率	1.2	1.7	1.5	1.8	2.3
速动比率	0.7	1.1	1.0	1.2	1.3
营运能力					
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	9.8
应付账款周转率	6.4	6.9	6.9	6.7	7.0
每股指标（元）					
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	4.47	4.60	2.17
每股净资产(最新摊薄)	13.78	15.44	17.26	18.99	20.83
估值比率					
P/E	14.1	12.0	11.0	10.6	10.0
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.7	4.7	6.4	5.7	5.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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

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

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

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