

2025 年 11 月 27 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
雷轶
SAC: S1350524110001
leiyi@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 26 日
收盘价 (元)	26.47
一年内最高/最低 (元)	30.08/17.22
总市值 (百万元)	59,334.45
流通市值 (百万元)	59,334.45
总股本 (百万股)	2,241.57
资产负债率 (%)	25.18
每股净资产 (元/股)	16.61

资料来源：聚源数据

电投能源 (002128. SZ)

——拟收购白音华煤电，定价合理盈利有望上台阶

投资要点：

- 事件：2025 年 11 月 15 日，公司公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》。购买资产：拟以 111.5 亿元交易价格购买集团大股东旗下白音华煤电 100%股权，其中现金对价 15.6 亿元，股份对价 95.9 亿元，向对手方内蒙古公司以 14.77 元/股（除息后）发行 6.5 亿股，占发行后总股本 22.5%，锁定期 3 年。募集配套资金：拟定向增发募集配套资金不超过 45 亿元，其中 35.6%/16 亿用于支付现金对价，35.6%/16 亿用于补充白音华流动资金，10.2%/4.6 亿用于白音华露天矿改造更新，9.8%/4.4 亿用于白音华铝电公司电解槽节能改造，8.9%/4 亿用于白音华 30 万千瓦自备风电场建设。
- 煤电铝增量显著模式相近，扩大“煤电铝”业务规模。公司此次购买的资产白音华煤电，包含煤炭业务、电力业务、电解铝业务，其中煤炭业务为白音华二号矿，煤炭核定产能 1500 万吨/年，电力业务为白音华坑口发电分公司及赤峰新城热电分公司，装机容量分别为 132 万千瓦、60 万千瓦，电解铝业务为白音华铝电公司，拥有电解铝产能 40.5 万吨/年。白音华煤电主营业务及盈利模式与电投能源基本一致，若资产购买落地，有望显著增大公司现有的“煤电铝”一体化业务规模。
- 收购定价合理，发行股份收购完成后 EPS 未被显著摊薄。据公司公告，合并白音华煤电 100%股权后，公司 2024 年归母净利润由 53.4 亿元增加至 67.9 亿元，增长 14.5 亿元，2025H1 归母净利润由 27.9 亿元增加至 35.5 亿元，增长 7.6 亿元，利润规模显著提升。不考虑募集配套资金的情况下，公司 2024/2025H1 的 EPS，交易前分别为 2.38/1.24 元/股，交易后分别为 2.35/1.23 元/股，小幅摊薄 2025 上半年 EPS 0.01 元/股，但白音华煤电 2025Q3 业绩突出，公司预计以 2025 前三季度业绩评估则不会摊薄 EPS，随着白音华煤电业绩释放，长期来看有望增厚上市公司 EPS。
- 收购预计带来 20 亿元归母净利润增量，未来资产注入及扎铝二期投产或仍有增量。白音华煤电 2025 年归母净利润或超 20 亿元：据公司公告，白音华煤电 2025 年前三季度归母净利润约为 14 亿元，其中 2025Q3 归母净利润约 6.4 亿元，考虑 Q4 铝价进一步上行，则 2025 年归母净利润有望超 20 亿元，显著提升公司盈利水平。集团煤电铝资产仍有注入预期：根据实控人国电投集团出具的避免同业竞争承诺，未来集团旗下仍有白音华三号矿（核定产能 2000 万吨/年）、青铜峡铝业、黄河鑫业、通辽电投等煤电铝资产具备注入预期，有望进一步增厚公司业绩，增强公司“煤电铝”一体化发展模式。扎铝二期计划于 2025 年底投产：公司积极推进旗下扎铝二期（35 万吨电解铝产能）建设，计划 2025 年底投产，配套 65 万千瓦风电，打造国内首条“绿电铝”生产线，有望贡献 2026 年业绩增量。
- 盈利预测与评级：不考虑白音华煤电并表影响，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 57.7/64.0/66.1 亿元，同比增速分别为 8.0%/10.9%/3.4%，当前股价对应的 PE 分别为 10.3/9.3/9.0 倍。公司注入优质“煤电铝”一体化资产，旗下扎铝二期即将建成投产释放业绩，并有露天矿长协煤、坑口煤电、优质绿电等底层资源支

撑，“煤电铝”一体化业绩稳健久期长，资本开支期结束后，公司作为能源央企，有望提升分红水平，股息率具备吸引力，维持“买入”评级。

➤ **风险提示。煤炭价格超预期下跌，电解铝价格超预期下跌，氧化铝价格超预期上涨。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,846	29,859	31,960	36,977	39,619
同比增长率（%）	0.20%	11.23%	7.04%	15.70%	7.15%
归母净利润（百万元）	4,560	5,342	5,766	6,397	6,614
同比增长率（%）	14.37%	17.15%	7.95%	10.93%	3.40%
每股收益（元/股）	2.03	2.38	2.57	2.85	2.95
ROE（%）	14.76%	15.44%	15.05%	15.08%	14.17%
市盈率（P/E）	13.01	11.11	10.29	9.28	8.97

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,980	4,862	8,532	12,476
应收票据及账款	3,237	3,464	4,008	4,295
预付账款	804	877	1,015	1,087
其他应收款	419	426	493	528
存货	1,258	1,651	1,939	2,087
其他流动资产	481	486	562	602
流动资产总计	9,178	11,767	16,550	21,075
长期股权投资	1,147	1,225	1,303	1,381
固定资产	31,051	32,553	33,165	33,872
在建工程	2,999	2,501	2,001	1,501
无形资产	4,878	4,824	4,865	4,899
长期待摊费用	501	511	523	533
其他非流动资产	1,881	1,971	1,964	1,956
非流动资产合计	42,456	43,585	43,820	44,143
资产总计	51,634	55,352	60,370	65,218
短期借款	150	0	200	400
应付票据及账款	2,744	3,094	3,633	3,910
其他流动负债	2,633	2,747	3,220	3,463
流动负债合计	5,527	5,840	7,053	7,772
长期借款	6,882	5,677	4,283	2,897
其他非流动负债	653	653	653	653
非流动负债合计	7,535	6,330	4,936	3,550
负债合计	13,062	12,171	11,989	11,322
股本	2,242	2,242	2,242	2,242
资本公积	6,351	6,351	6,351	6,351
留存收益	26,011	29,720	33,835	38,090
归属母公司权益	34,603	38,313	42,428	46,683
少数股东权益	3,969	4,869	5,953	7,213
股东权益合计	38,572	43,181	48,381	53,896
负债和股东权益合计	51,634	55,352	60,370	65,218

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,871	6,617	7,432	7,825
折旧与摊销	2,972	3,250	3,464	3,696
财务费用	225	294	222	150
投资损失	-83	-83	-83	-83
营运资金变动	-1,221	-243	-100	-62
其他经营现金流	186	56	56	56
经营性现金净流量	7,950	9,891	10,991	11,582
投资性现金净流量	-4,448	-4,303	-3,623	-3,943
筹资性现金净流量	-2,207	-3,706	-3,698	-3,696
现金流量净额	1,296	1,882	3,670	3,944

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,859	31,960	36,977	39,619
营业成本	19,691	20,585	24,175	26,014
税金及附加	1,819	1,946	2,274	2,575
销售费用	64	69	80	85
管理费用	979	1,048	1,213	1,299
研发费用	78	84	97	104
财务费用	225	294	222	150
资产减值损失	-96	-103	-119	-127
信用减值损失	-43	-47	-54	-58
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	83	83	83	83
公允价值变动损益	-1	-2	-2	-2
资产处置收益	9	4	4	4
其他收益	112	70	70	70
营业利润	7,065	7,940	8,899	9,361
营业外收入	31	24	24	24
营业外支出	171	121	121	121
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,926	7,843	8,802	9,264
所得税	1,055	1,176	1,320	1,390
净利润	5,871	6,666	7,481	7,874
少数股东损益	530	900	1,085	1,260
归属母公司股东净利润	5,342	5,766	6,397	6,614
EPS(元)	2.38	2.57	2.85	2.95

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.23%	7.04%	15.70%	7.15%
营业利润增长率	19.49%	12.38%	12.08%	5.19%
归母净利润增长率	17.15%	7.95%	10.93%	3.40%
经营现金流增长率	15.71%	24.41%	11.12%	5.38%
盈利能力				
毛利率	34.05%	35.59%	34.62%	34.34%
净利率	19.66%	20.86%	20.23%	19.87%
ROE	15.44%	15.05%	15.08%	14.17%
ROA	10.35%	10.42%	10.60%	10.14%
估值倍数				
P/E	11.11	10.29	9.28	8.97
P/S	1.99	1.86	1.60	1.50
P/B	1.71	1.55	1.40	1.27
股息率	3.21%	3.47%	3.85%	3.98%
EV/EBITDA	5	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。