



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年02月12日

基础数据

02月11日收盘价（元）	29.57
总市值（亿元）	662.83
总股本（亿股）	22.42

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证煤炭】电投能源 2025 年中报点评：煤炭高毛利韧劲足，铝电新能拉动成长-2025.09.03

【兴证煤炭】电投能源 2024 年年报点评：煤铝双轮稳增，绿电转型提速-2025.04.30

分析师：王锟

S0190521010002
wangkun89@xyzq.com.cn

分析师：李冉冉

S0190525010002
liranran@xyzq.com.cn

电投能源(002128.SZ)

煤稳基石铝释弹性，一体化旗舰再起航

投资要点：

电投能源前身为露天煤业，历经二十余年发展，通过“煤-电-铝-新能源”纵向一体化布局与资本运作，已成长为蒙东地区综合能源龙头，是国家电投集团在内蒙古区域的资源整合核心平台。公司实际控制人为国务院国资委，控股股东蒙东能源持股 55.77%，央企背景为其资源获取、政策适配及项目推进提供坚实保障。截至 2025 年 9 月底，公司资产负债率仅 25.2%，财务结构稳健，偿债能力充足，为业务扩张奠定良好基础。

煤炭业务：区域垄断+超低成本，筑就盈利护城河。公司拥有霍林河及扎哈淖尔优质露天矿，核定产能 4800 万吨/年。纯露天开采赋予其显著的成本优势（吨煤成本仅 80-90 元），且长协占比超 80%，盈利极具韧性。在蒙东及东北地区，公司凭借褐煤资源的低硫低磷特性与下游电厂高度匹配，拥有极强的区域垄断地位和客户粘性。

电解铝业务：供给刚性+成本下行，业绩弹性核心来源。国内电解铝产能受 4500 万吨天花板约束，供给侧刚性凸显；而需求端在新能源车与电力电子拉动下结构重构，铝价中枢有望稳步抬升。公司通过煤电铝一体化布局，利用自备电厂锁定电力成本优势。随着氧化铝价格回落及扎铝二期 35 万吨绿电铝产能释放，铝板块毛利率已升至 22.7%，后续盈利弹性有望进一步爆发。

资产重组：白音华注入，开启“四位一体”新格局。公司拟以 111.49 亿元收购白音华煤电 100% 股权。交易完成后，煤炭产能将提升 31.2%至 6300 万吨/年，电解铝产能增至 161 万吨/年，火电装机大幅跨越至 312 万千瓦。此举不仅解决了同业竞争，更在规模上实现了“煤炭+火电+绿电+电解铝”的深度融合，协同效用放大，分红潜力亦随持股比例提升而增加。

电力及新能源：绿电转型提速，构筑第二增长曲线。公司新能源装机已达 500 万千瓦，绿电毛利占比稳步提升。火电方面依托“自有煤+坑口电厂”模式，度电毛利具备显著竞争优势。新能源板块的快速扩容已成为公司利润增长的新引擎。

投资建议：受益于铝价中枢提升、电解铝产能释放及新能源业务增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 54.33 亿元、72.71 亿元、74.42 亿元，同比增长 1.7%、33.8%、2.4%，对应每股收益 2.42 元、3.24 元、3.32 元。估值层面，截至 2026 年 2 月 11 日，公司 PE 估值 9.1 倍（2026E），显著低于可比煤炭公司平均 13.3 倍（2026E）及可比电解铝公司平均 13.4 倍（2026E）的估值水平，具备一定估值修复空间，维持“增持”评级。

- 风险提示：商品价格大幅下行的风险、环保及安全生产风险、原料价格波动风险、产销兑现不及预期风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	29859	30364	37130	39449
同比增长	11.2%	1.7%	22.3%	6.2%
归母净利润（百万元）	5342	5433	7271	7442
同比增长	17.1%	1.7%	33.8%	2.4%
毛利率	34.1%	35.9%	42.3%	41.3%
ROE	15.4%	14.1%	17.0%	15.9%
每股收益（元）	2.38	2.42	3.24	3.32
市盈率	12.4	12.2	9.1	8.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算；盈利预测未考虑资产注入后情形

目录

一、概况：煤电铝新一体化布局，央企背景筑牢发展根基.....	5
（一）历史沿革：从露天煤业到蒙东综合能源龙头.....	5
（二）核心业务：煤铝为基、电力协同，多板块营收稳增.....	6
（三）股价复盘：“煤”为稳定基石，“铝”为波动之源.....	7
二、煤炭：政策托底+低成本壁垒，盈利基本盘持续稳固.....	9
（一）行业趋势：政策拐点确立，供需格局持续优化.....	9
（二）公司资产：区域垄断+低成本高长协，盈利稳健可控.....	9
（三）白音华收购：煤炭产能协同效应提升.....	11
三、电解铝：供需重构+产能扩张，盈利弹性显著释放.....	13
（一）公司资产：一体化协同+产能扩张，成本优势持续强化.....	13
（二）行业趋势：供需重构下，价格中枢稳步上行.....	15
（三）白音华收购：电解铝产能扩张与盈利优化并进.....	23
四、电力：火电稳基+新能源提速，成为利润增长新引擎.....	24
（一）火电业务：自备煤+坑口电厂，度电毛利竞争优势显著.....	24
（二）新能源业务：装机规模快速扩容，盈利贡献持续提升.....	24
（三）白音华收购：电力产能翻倍，增厚盈利水平.....	25
五、财务：盈利稳增+质地优化，支撑业务扩张.....	27
（一）盈利表现：多因素驱动，归母净利润稳步提升.....	27
（二）财务质地：低负债+充足现金流，偿债能力充裕.....	28
（三）费用与分红：期间费率稳定，分红比例仍有提升空间.....	29
六、收购：白音华煤电注入，完善“四位一体”产业版图.....	30
（一）交易结构：“股份+现金”收购优质标的.....	30
（二）标的价值：煤电铝一体化布局，产能规模大幅提升.....	30
（三）收购影响：解决同业竞争，协同效用放大.....	31
七、盈利预测与估值.....	32
（一）盈利预测：多业务协同驱动，业绩稳步增长.....	32
（二）估值分析：显著低于行业均值，估值修复空间充足.....	32
（三）敏感性分析：铝价波动对业绩影响分析.....	33
八、风险提示.....	34

图目录

图 1、电投能源主要历史发展进程.....	5
图 2、电投能源股权结构图.....	5
图 3、电投能源分板块营业收入（亿元）.....	6
图 4、电投能源分板块营业成本（亿元）.....	6
图 5、电投能源分板块毛利（亿元）.....	7
图 6、电投能源分板块毛利率.....	7
图 7、2021 年以来电投能源股价复盘.....	8
图 8、2025 年 7 月“查超产”后原煤产量同比回落.....	9
图 9、2025 年全国进口煤同比下滑 9.6%.....	9
图 10、2025H1 电投能源煤炭营收占 30%（亿元）.....	10
图 11、电投能源煤炭产销量.....	10
图 12、电投能源煤炭售价及成本变化.....	

图 13、	电投能源毛利及毛利率变化.....	11
图 14、	辽宁吉林煤炭产量呈逐年下滑趋势（万吨）	11
图 15、	辽宁吉林的煤炭自供率低于 20%（万吨）	11
图 16、	白音华煤炭外售价格、成本及毛利率	12
图 17、	电投能源电解铝产销量（万吨）	13
图 18、	电投能源铝产品售价、成本及毛利（元/吨）	13
图 19、	2024 年电投能源成本构成.....	14
图 20、	电投能源电解铝成本分项（元/吨）	14
图 21、	可比公司电解铝销量（万吨）	14
图 22、	电解铝公司吨铝售价对比	15
图 23、	电解铝公司吨铝成本对比	15
图 24、	电解铝公司毛利对比.....	15
图 25、	电解铝公司毛利率对比	15
图 26、	铝的生命周期.....	16
图 27、	铝产业链梳理.....	16
图 28、	中国进口逐年加大铝土矿进口量（万吨）	17
图 29、	2025 年中国进口铝土矿主要来源于几内亚、澳大利亚.....	17
图 30、	中国港口进口铝土矿价格回落至 60-70 美元/吨附近.....	17
图 31、	全国氧化铝产能及产能利用率（万吨/年）	18
图 32、	全国氧化铝产量持续走高	18
图 33、	国内氧化铝库存持续走高	18
图 34、	氧化铝价格走低盈利收缩（元/吨）	18
图 35、	电解铝在运产能接近 4500 万吨/年上限	19
图 36、	近年电解铝产量增长接近上限（万吨/年）	20
图 37、	电解铝月度产量相对均衡约 380 万吨/月	20
图 38、	海外新增电解铝项目集中于印尼、印度	20
图 39、	2025 年电解铝消费量同比增长 3.8%	21
图 40、	2025 年房地产竣工面积降幅收窄至 18.1%.....	21
图 41、	汽车单车用铝趋势向上（千克/辆）	22
图 42、	2025 年新能源汽车销量同比+25%.....	22
图 43、	2025 年新增光伏装机增速为 14.2%.....	22
图 44、	高压线路及电网投资增速	22
图 45、	电解铝的价格及盈利变化（元/吨）	23
图 46、	白音华电解铝售价、成本及毛利率.....	23
图 47、	电投能源火电发电售电及利用小时（亿度、小时）	24
图 48、	2025H1 电投能源火电度电毛利为 0.09 元度	24
图 49、	2024 年电投能源煤电成本拆分：能源动力占比偏低.....	24
图 50、	电投能源新能源发电、售电及装机量	25
图 51、	电投能源新能源度电盈利及成本	25
图 52、	电投能源电力板块毛利占比提升至 17.6%.....	25
图 53、	白音华煤电度电收入、成本、毛利及毛利率	26
图 54、	电投能源近年归母净利润及主要产品价格.....	27
图 55、	电投能源经营现金流净额持续改善.....	28
图 56、	电投能源现金流量利息保障倍数整体提升.....	28
图 57、	电投能源流动性指标高于 1	28

图 58、	电投能源负债率连续降至 25.2%	28
图 59、	电投能源期间费用整体增长.....	29
图 60、	2025 前三季度电投能源期间费率为 3.0%.....	29
图 61、	电投能源近三年分红比例维持在 28%-36%区间	29
图 62、	2025H1 白音华主营业务毛利结构.....	31
图 63、	白音华主营业务毛利率	31
图 64、	电投能源 PE-Band	32
图 65、	电投能源 PB-Band	32

表目录

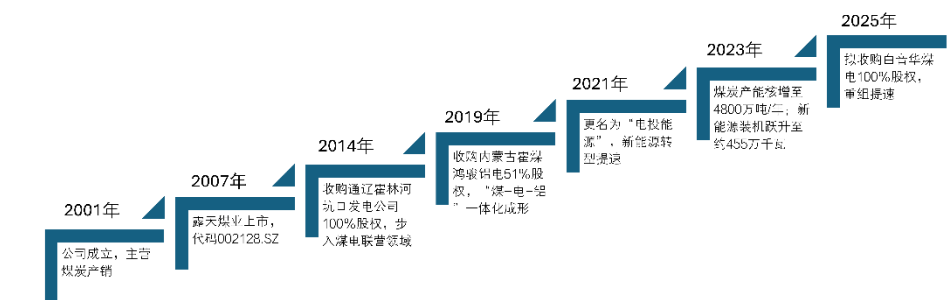
表 1、	电投能源煤矿梳理（亿吨；年；万吨/年）	10
表 2、	2026 年上半年氧化铝投产项目梳理	18
表 3、	2026 年电解铝项目投产梳理（万吨/年）	19
表 4、	电投能源收购白音华主要指标变化（万元、万股、元/股）	30
表 5、	可比煤炭及电解铝上市公司估值对比	33
表 6、	电投能源市值矩阵分板块估值敏感性分析	33
表 7、	2026 年电投能源业绩及 PE 对铝及氧化铝价格的敏感性测算.....	34

一、概况：煤电铝新一体化布局，央企背景筑牢发展根基

(一) 历史沿革：从露天煤业到蒙东综合能源龙头

从露天煤业到蒙东综合能源龙头。电投能源（002128.SZ）前身为露天煤业，成立于2001年。公司在2014年收购通辽霍林河坑口发电有限责任公司100%的股权，随后在2019年收购霍煤鸿骏铝电公司51%的股权，煤电铝一体化发展模式初步形成。公司于2021年正式更名为内蒙古电投能源股份有限公司。历经“煤-电-铝-新能源”纵向一体化与资本运作两条主线推进，成长为蒙东综合能源龙头，是国家电力投资集团有限公司（国家电投）在内蒙古区域资源整合的平台。

图1、电投能源主要历史发展进程

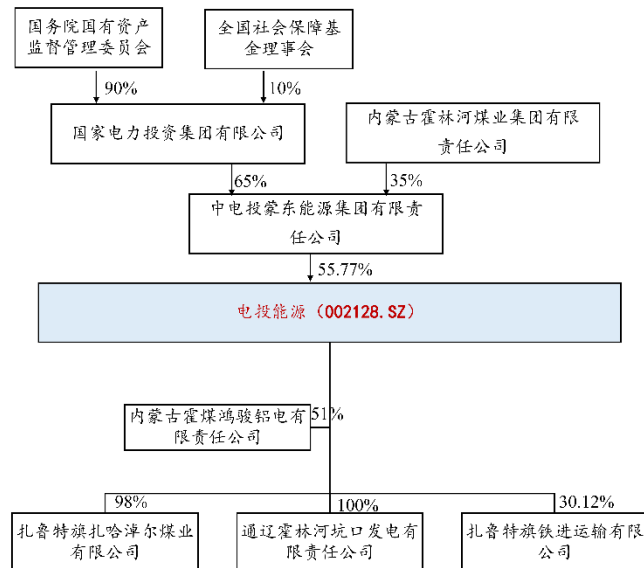


数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2025/09/30

截至2025年9月底，公司控股股东为中电投蒙东能源集团有限责任公司（蒙东能源），持股比例为55.77%，国家电投持股蒙东能源65%。电投能源实际控制人为国务院国资委。

图2、电投能源股权结构图



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2025/09/30

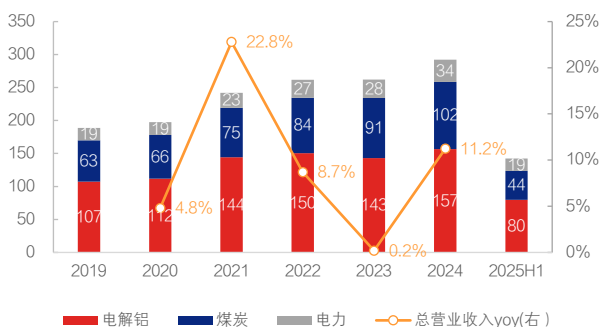
电投能源的主营业务是煤炭、铝、火电及光伏风电新能源的生产、销售。截至 2025 年 6 月底：

- 煤炭业务方面，电投能源拥有两片矿区和三座矿井，在产煤矿产能 4800 万吨/年，权益产能 4764 万吨，煤种主要为褐煤，用于发电使用，热值在 2800-3700 卡/克之间。
- 电力业务方面，电投能源主要通过全资子公司通辽霍林河坑口发电公司经营火电业务，电厂主体为霍林河坑口电厂。截至 2025 年年底，公司火电装机规模（对外）为 120 万千瓦。此外，电投能源控股子公司霍煤鸿骏铝电公司所属自备电厂，拥有 180 万千瓦火电装机，105 万千瓦新能源装机的自备电厂，年消耗 850 万吨褐煤。
- 电解铝方面，子公司霍煤鸿骏铝电公司现已形成电解铝产能 86 万吨/年，权益产能为 43.86 万吨/年。同时，霍煤鸿骏铝电公司新建扎铝二期 35 万吨绿色铝项目已于 2025 年底投产。投产后，公司电解铝产能将提升至 121 万吨/年，权益产能提升至 61.71 万吨/年。
- 新能源方面，公司新能源装机约 500 万千瓦，分布在内蒙古、山西等地区。

（二）核心业务：煤铝为基、电力协同，多板块营收稳增

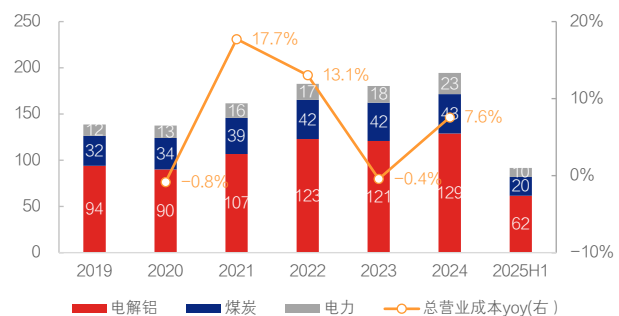
公司营收以电解铝、煤炭等主业为核心，电力业务为辅助。2024 年，公司电解铝、煤炭及电力业务分别实现营收 157、102 和 34 亿元，同比增长 9.5%、11.8%和 21.5%。2025 年上半年，电解铝、煤炭及电力业务分别实现营收 80、44、19 亿元，占比 55%、30%、13%。

图3、电投能源分板块营业收入（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：电力业务包含煤电、风电和太阳能电力业务，后同。

图4、电投能源分板块营业成本（亿元）

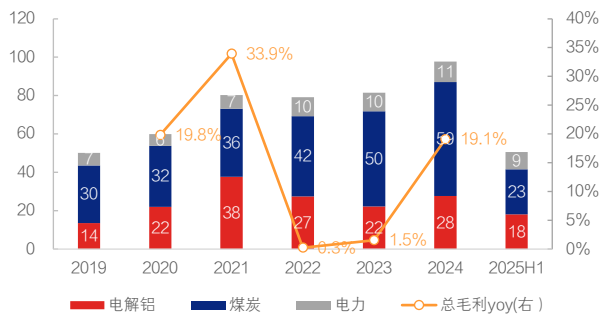


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

煤炭板块的高毛利率奠定盈利基本盘，而电解铝及电力业务毛利率均有显著提升。2019-2024 年，电投能源煤炭板块毛利率在 48%-58.2% 区间范围波动，整体保持高毛利率水平；电解铝板块毛利率在 12.6%-26.1% 区间范围波动，近年稳中有升；

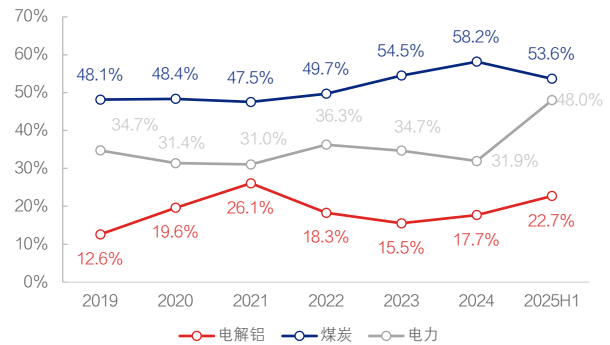
电力板块毛利率保持在 31%-36.3% 区间波动。2025 年上半年，煤炭板块维持绝对优势，毛利率为 53.6%，电解铝板块毛利率增至 22.7%，电力板块毛利率大幅上涨至 48%，主要得益于风电毛利及毛利率大幅提升。毛利绝对额来看，煤炭板块毛利占据主要份额，2025 年上半年，煤炭毛利为 23 亿元，占比 45.8%，电解铝毛利为 18 亿元，占比 35.3%，电力毛利为 9 亿元，占比 17.6%。

图5、电投能源分板块毛利（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、电投能源分板块毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）股价复盘：“煤”为稳定基石，“铝”为波动之源

我们对电投能源自 2021 年以来的股价进行复盘，发现公司股价上涨依靠铝周期上行、一体化协同稳定煤价、产能与绿电放量驱动 EPS 增长，而股价下跌及相对走弱源于铝价调整、定增压制估值，且铝业务结构与持股比例偏低使其对铝价弹性不足，难以匹配纯铝板块涨幅。

1. 2021 年：铝、煤周期上行，EPS 预期增长驱动股价上涨

2021 年，煤炭价格周期上行，动力煤价格在当年 9 月-10 月期间创下历史新高。当年，秦皇岛动力煤市场价格上涨 50.0%。但公司由于长协占比高，煤炭销售均价提升仅 13.0%。同期，电解铝市场均价同比增加 33.2%，公司电解铝产品全部现货销售，售价涨幅基本趋同市场，上涨 33.5%。2021 年，公司股价上涨 41.3%，同期相较上证综指超额收益 36.5pct，申万动力煤、申万铝上涨 31.6%、53.5%。

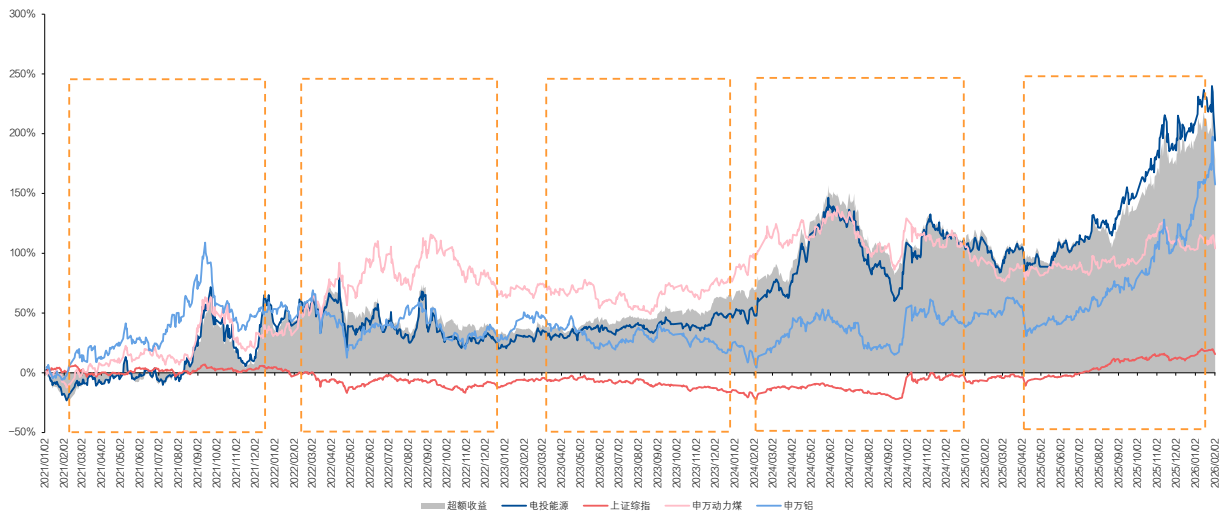
2. 2022 年：铝价调整叠加定增摊薄 eps，公司股价承压下行

2022 年，公司股价下滑 13.8%，申万动力煤上涨 24.8%，申万铝下滑 16.7%。公司股价主要受到电解铝价格下行影响。2022Q3 电解铝价格 18394 元/吨，较 2022Q1 均价下滑 17%。除此之外，2022 年 5 月 12 日，公司发布 40 亿元定增预案，用于风电项目和补充流动资金，引发市场对大股东可能压低股价以获得较低增发价的担忧，从而导致公司股价下滑，跑输申万动力煤。

3. 2023 年：“煤电铝”一体化运营熨平价格波动，股价超额收益显著

2023 年，公司主营产品煤炭和电解铝价格均承压下行，动力煤均价下滑 23.8%，电解铝均价下滑 6.2%。但公司通过煤电铝一体化运行，熨平价格波动周期，公司煤炭售价逆势增长（yoy+7.4%），从而使得归母净利润及 EPS 实现逐季度增长，2023 年四个季度归母净利润分别同比增长 6.96%、17.49%、8.52%及 33.71%，驱动公司股价上行，2023 年，公司股价上涨 19.9%，相较上证指数的超额收益为 23.6pct，同期申万动力煤、申万铝指数分别变化+7.9%、-2.2%，公司股价表现具备明显的超额收益。

图7、2021 年以来电投能源股价复盘



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：①超额收益=电投能源股价涨幅-上证综指股价涨幅；②起始日期为 2021/01/04

4. 2024 年：主业“三箭齐发”驱动 EPS 增长，超额收益显著

2023 年，公司煤炭产能核增 200 万吨/年提升至 4800 万吨/年，2024 年产销提升且煤炭售价逆势提升 8.8%，电解铝产量提升至 90 万吨，售价提升 6.7%；公司绿电装机提升至 500 万千瓦，绿电贡献收益增加。公司主业“三箭齐发”驱动 EPS 增长，公司股价超额收益显著。2024 年，公司股价上涨 41.8%，相较上证指数的超额收益为 29.1pct，同期申万动力煤、申万铝指数分别变化+18.2%、+11.5%。

5. 2025 年：股价表现“强于煤，弱于铝”

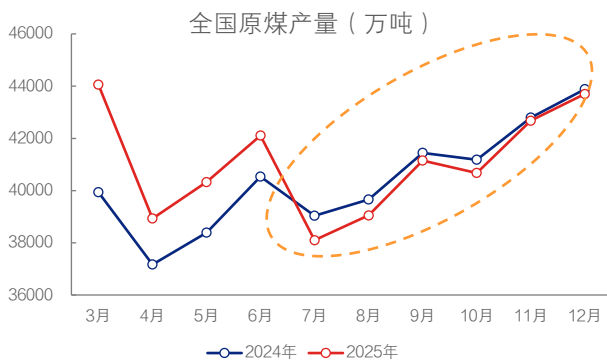
2025 年，公司股价上涨 48.5%，相较上证综指超额收益 30.1pct，同期申万煤炭、电解铝涨幅分别为-3.3%、+70.6%，股价表现“强于煤、弱于铝”。2025 年，电解铝市场均价上涨 4.0%，动力煤市场价下滑 18.6%。“弱于铝”主要由于：公司电解铝业务占比相对偏低，2025H1 营收和毛利分别占比为 55.1%、35.3%；同时，电解铝业务由持股比例 51%的子公司运营，相较于铝纯度更高的公司而言，公司业绩对铝价波动的敏感性偏低。“强于煤”在于，公司的电解铝业务增长对冲了煤炭业务的下行，叠加公司煤炭长协占比高而热值偏低，价格相较市场煤价波动较低，煤炭盈利稳定性较高。

二、煤炭：政策托底+低成本壁垒，盈利基本盘持续稳固

（一）行业趋势：政策拐点确立，供需格局持续优化

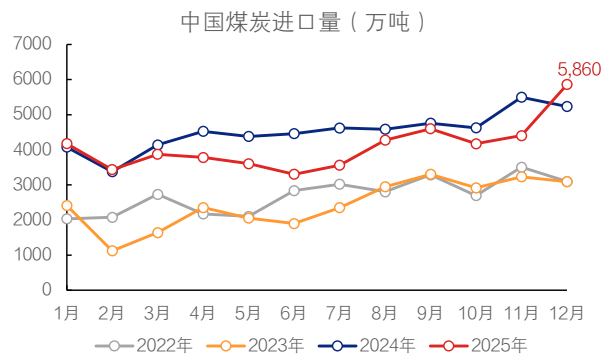
核查超产落地，供应同比转回落。2025年7月起，国家能源局在山西、内蒙古、陕西、新疆等主产区启动煤矿生产情况核查，重点查处超公告产能、以量补价行为，要求年度产量不得超过核定能力、月度产量不得超过核定能力的10%。核查落地后，2025年7-12月全国原煤产量当月同比分别为-3.8%、-3.2%、-1.8%、-2.3%、-0.5%、-1.0%，由此前正增长转为持续负增长。同时，进口煤量同比回落，2025年，全国进口煤同比-9.6%/5229万吨。

图8、2025年7月“查超产”后原煤产量同比回落



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2025年全国进口煤同比下滑9.6%



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

在需求维持平稳的背景下，价格拐点主要由供给端驱动。2025年6月秦港5500大卡动力煤价格最低跌至615元/吨，随后在供应端政策支撑下反弹至700元/吨以上，全年均价约702元/吨，下半年均价720元/吨，较上半年提升5.4%。

同时，从长协机制来看，2026年电煤中长期合同方案进一步确立了产地长协“基准价+浮动价”机制：

- 晋陕蒙等主产区产地长协价格：产地长协=基准价×50%+浮动价×50%。其中基准价为当地合理区间中值，如陕西5500千卡对应320-520元/吨，浮动价由中价产地动力煤指数+CECI产地指数+国煤直达指数+CCTD产地指数综合计算。

这意味着：长协价下限由政策托底，上限由合理区间约束，行业整体从“价格无序下行+企业被动以量补价”，转向“价格围绕政策区间震荡+产量受刚性约束”的新平衡，为以长协为主的动力煤企业提供了更加稳定且略有上移的盈利中枢。

（二）公司资产：区域垄断+低成本高长协，盈利稳健可控

电投能源现有煤炭资源是霍林河一号露天矿和扎哈淖尔露天矿，总核定产能4800万吨/年，主产煤种为褐煤，热值在2800-3700卡/克之间，平均发热量3100大

卡。受限于褐煤的热值和运输成本，公司所产煤种销售半径较短，具有明显的区域垄断性，主要销售给内蒙古本地、吉林、辽宁等临近地区的燃煤企业。

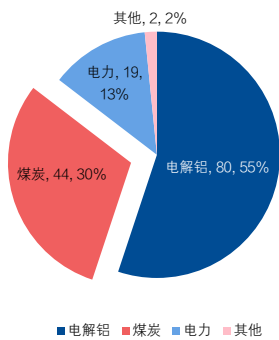
表1、电投能源煤矿梳理（亿吨；年；万吨/年）

矿区名称	矿井名称	持股比例	煤种	资源储量	可采储量	核定产能	权益产能
霍林河矿区一号露天矿田	霍林河南露天矿	100%	褐煤	13.87	7.89	2000	2000
	霍林河北露天矿	100%	褐煤			1000	1000
扎哈淖尔露天矿田	扎哈淖尔露天矿	98%	褐煤	12.17	9.35	1800	1764
合计	-	-	-	26.04	17.24	4800	4764

资料来源：公司公告，《扎哈淖尔露天煤矿采矿权出让收益评估报告》，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2024 年年底。

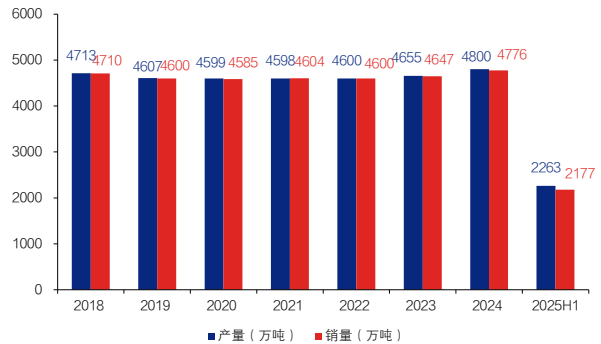
2025H1 公司煤炭板块营收占比 30%左右，产销相对稳定。公司煤炭销售以长协为主，长协占比通常在 80%-85%以上，定价机制相对独立，受港口现货价格波动影响较小，价格波幅低。公司煤炭产销量相对平稳，保持在 4600-4800 万吨/年范围内波动。

图10、2025H1 电投能源煤炭营收占比 30%（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、电投能源煤炭产销量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在低成本+高长协占比+区域壁垒三大护城河下，电投能源煤炭毛利率保持在 50% 附近的高位水平。

➤ 纯露天开采的成本优势显著。

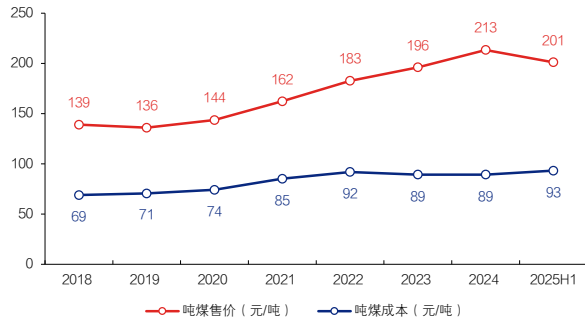
公司主要两大煤矿均为近水平煤层、埋藏浅、剥离比低，适合大规模机械化开采。同时，相较于井工矿而言，纯露天开采煤矿具有资源利用率高、机械化程度高、安全性高以及成本低的优势。2018 年以来，公司吨煤成本虽有所增加，但仍维持在 80-90 元/吨的偏低水平，在全国煤炭成本中都具备显著竞争优势。

➤ 高长协比例锁定稳定收益。

电投能源煤炭销售中长协占比约 80-85%，为行业中较高水平，能有效抵御煤价的周期性波动风险。2022 年至 2025 年上半年，公司商品煤售价保持在 183-213 元

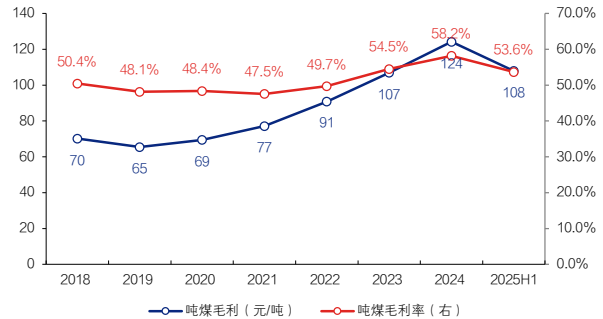
/吨，其中 2023 及 2024 年，在市场煤价下行周期中，公司售价逆势实现小幅上涨，体现高比例长协的抗风险能力。

图12、电投能源煤炭售价及成本变化



数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、电投能源毛利及毛利率变化

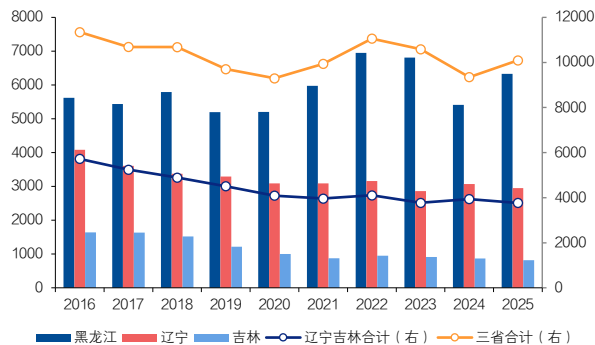


数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 区域市场打造核心壁垒，客户粘性强。

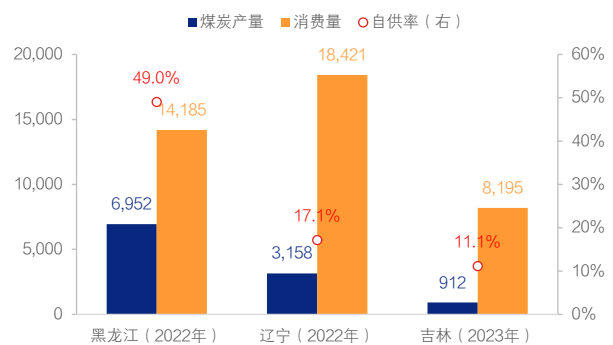
电投能源煤炭主要供应至蒙东、吉林和辽宁等临近地区。东北地区为煤炭供给相对紧缺地区，且在持续淘汰落后煤矿产能，供需格局持续优化，尤其辽宁及吉林的煤炭自供率低于 20%，依赖外调煤炭。同时，公司的褐煤低硫低磷特性与东北电厂设备高度匹配，替代成本高，形成稳定合作关系，下游客户以大型发电集团为主，需求刚性强。电投能源在东北褐煤市场份额占据较高，是区域核心供应商，客户粘性较高。

图14、辽宁吉林煤炭产量呈逐年下滑趋势 (万吨)



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、辽宁吉林的煤炭自供率低于 20% (万吨)



数据来源：iFinD，各地统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 白音华收购：煤炭产能协同效应提升

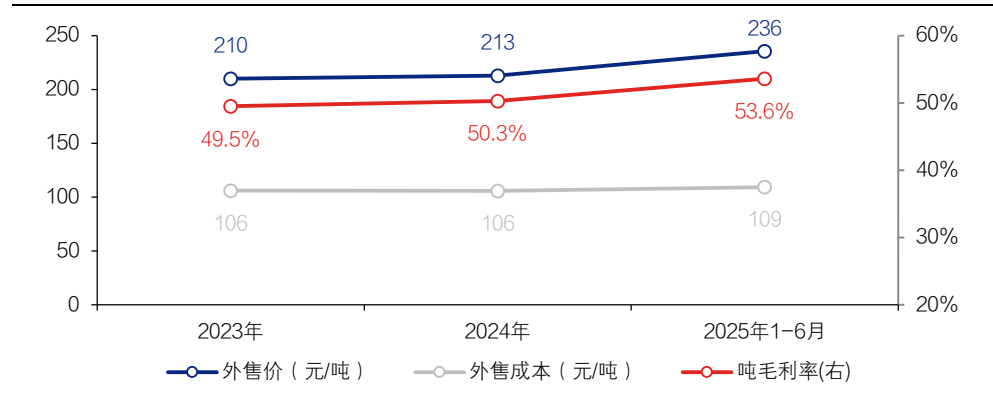
截至 2026 年 2 月，电投能源正在推进收购白音华煤电。白音华煤电依托内蒙古褐煤资源，通过煤电联营、铝产业延伸、绿电转型，构建“煤-电-铝”一体化模式。煤炭来看，标的公司拥有白音华露天二号矿，煤炭核定产能 1500 万吨/年，主产

褐煤。截至 2025 年 3 月，矿井资源储量为 6.84 亿吨，剩余可采年限 22.04 年。主产煤炭主要用于外售东北以及自备电厂及外售煤电使用。

收购完成后，电投能源煤炭权益产能增加 31.5%至 6264 万吨。此次收购完成后，电投能源煤炭年产能将由 4800 万吨增至 6300 万吨，权益产能由 4764 万吨增至 6264 万吨，增幅 31.5%。

白音华煤炭具备低成本、高毛利率优势。2024 年，白音华煤电合计销售 1499 万吨煤炭，据我们测算，约 833 万吨为对外销售，占比 56%，约 667 万吨为电厂及电解铝自备电厂使用，占比 44%。从售价、成本及毛利来看，2025 年上半年，我们测算公司外售煤炭价格为 236 元，成本为 109 元，毛利率 53.6%。

图16、白音华煤炭外售价格、成本及毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院绘制

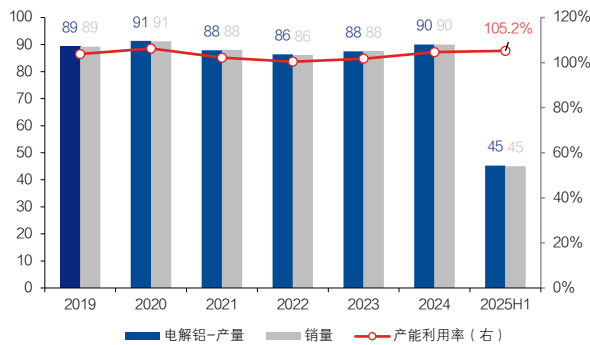
三、电解铝：供需重构+产能扩张，盈利弹性显著释放

（一）公司资产：一体化协同+产能扩张，成本优势持续强化

电投能源控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电公司拥有电解铝在产产能 86 万吨/年，新投产扎铝二期绿铝产能 35 万吨/年。电投能源持有的权益在产、权益合计电解铝产能为 43.86、61.71 万吨/年。同时，霍煤鸿骏铝电还拥有 180 万千瓦火电和 105 万新能源装机的自备电厂，发电供电解铝电力消耗。

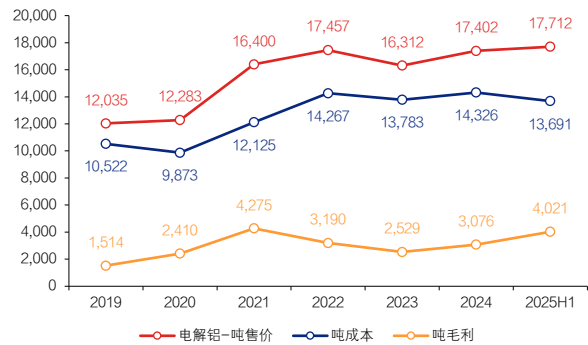
年产 90 万吨电解铝，毛利及毛利率不断上行。公司年产电解铝约 90 万吨，基本满产满销，产能利用率约 105%。公司电解铝生产采用冰晶石-氧化铝熔盐电解法，原料主要为氧化铝、阳极碳块和氟化盐，主要产品是铝液和铝锭。近 2 年，随着电解铝价格上行以及氧化铝价格下行，公司吨铝售价改善、成本下行，吨铝毛利上行。2025 年上半年，公司吨铝收入为 17712 元/吨，吨铝成本为 13691 元/吨，吨铝毛利为 4021 元/吨，毛利率为 22.7%。

图17、电投能源电解铝产销量（万吨）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、电投能源铝产品售价、成本及毛利（元/吨）

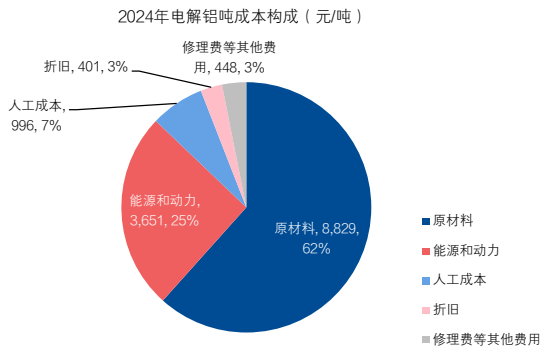


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在霍林河地区已经形成了煤电铝产业链，拥有距离煤炭产地近的自备电厂，具备一定电力成本优势。公司电解铝的成本主要由原材料、能源和动力、人力成本、折旧费及修理费等构成，其中：

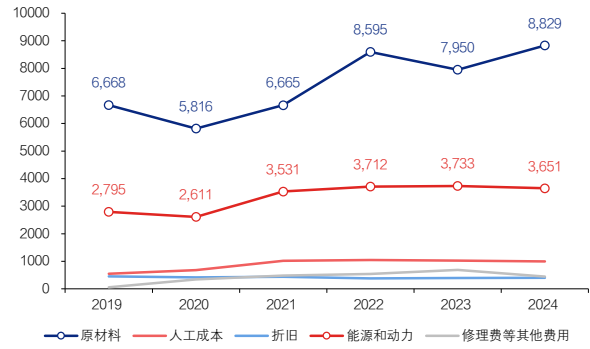
- 原材料占比过半（2024 年为 62%）。2019 年至 2024 年，吨铝原材料成本分别为 6668、5816、6665、8595、7950、8829 元/吨，主要跟随氧化铝价格波动而波动，由于 2025 年以来，氧化铝供需格局转为宽松，价格大幅下行，预计 2025-2026 年，公司铝原料成本有望显著下行。
- 其次是能源及动力，主要为电力成本（2024 年为 25%）。2021 年-2022 年，能源动力成本明显增长，随后保持相对稳定。

图19、2024年电投能源成本构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

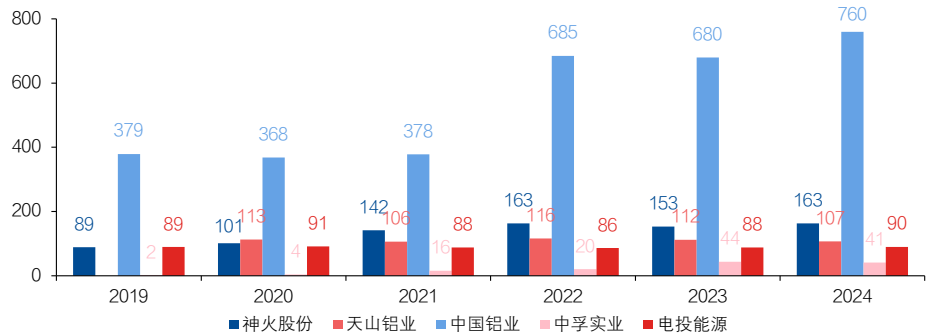
图20、电投能源电解铝成本分项 (元/吨)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

电投能源售价波动与市场价及可比公司趋同，成本略高于具备地域优势的可比公司。我们挑选四家可比公司，分别是中国铝业、神火股份、天山铝业及中孚实业，加上电投能源 5 家公司，2024 年合计销量为 1161 万吨，占当年全国产量比重为 26.4%。从可比公司来看：

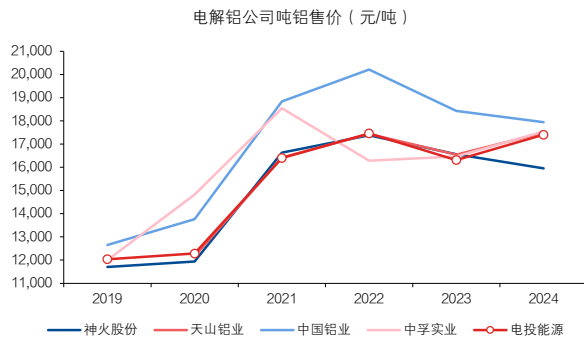
图21、可比公司电解铝销量 (万吨)



数据来源：iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

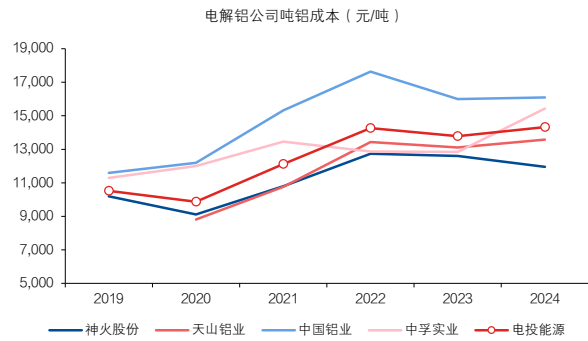
- 电投能源电解铝售价基本与行业趋同。公司电解铝定价参考市场价，为现货销售。电投能源吨铝售价表现整体趋同，售价仅次于行业龙头中国铝业。
- 成本来看，吨铝成本此前处于可比公司略偏高水平，不过仍低于中国铝业。主要原因为两点：其一是公司氧化铝采购为现货采购，价格随行就市波动，在氧化铝价格上行时采购成本略高，而其他公司如云铝股份氧化铝采购为集团供应，存在一定优惠；其二在于，天山铝业、神火股份电解铝主要在新疆、云南区域，新疆煤炭及电力成本显著低于其他区域，云南水电得天独厚，发电成本低。值得注意的是，2025-2026 年后，氧化铝价格下行期间，市场化采购比集团供应，可放大利润。预计公司电解铝成本相对同业降幅更为显著。

图22、电解铝公司吨铝售价对比



数据来源：iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

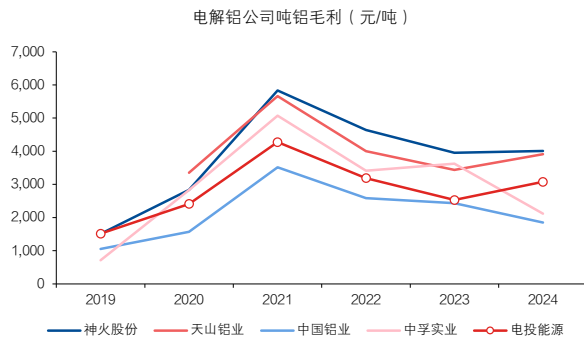
图23、电解铝公司吨铝成本对比



数据来源：iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

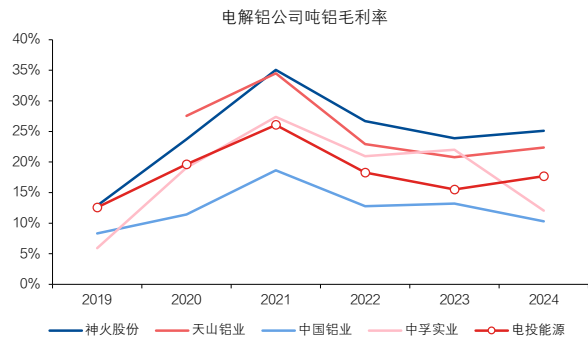
- **2024 年电投能源毛利及毛利率已处于可比公司中等水平。**2024 年，公司电解铝毛利率为 17.68%，为可比公司中等水平。随着扎铝二期 35 万吨绿铝项目投产，公司电解铝消耗的电力成本有望低于当前水平，预计公司电解铝整体毛利及毛利率水平将有进一步的提升。

图24、电解铝公司毛利对比



数据来源：iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、电解铝公司毛利率对比



数据来源：iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 行业趋势：供需重构下，价格中枢稳步上行

1. 铝产业链梳理

铝化学性质活泼且地壳储量丰富、产业产量位居前列，其氧化产物氧化铝兼具防护作用与炼铝原料价值。铝在自然界中仅以化合物形式存在。在潮湿空气中，铝会形成防止腐蚀的氧化膜（氧化铝），其不仅是保护产物，也是生产铝的原材料。铝在地壳中含量仅次于氧和硅，居第三位，是地壳中最丰富的金属元素。因资源丰富，铝在金属品种中产量仅次于钢铁，为第二大类金属。

铝的生命周期，起始于上游铝土矿开采。工业可利用的铝土矿是以三水铝石、一水软铝石或一水硬铝石为主要矿物的矿物统称，铝土矿经加工提炼生产出氧化铝。中游环节中，氧化铝再通过电解工艺转化为原铝（铝液）；随后进入铸造环节，将

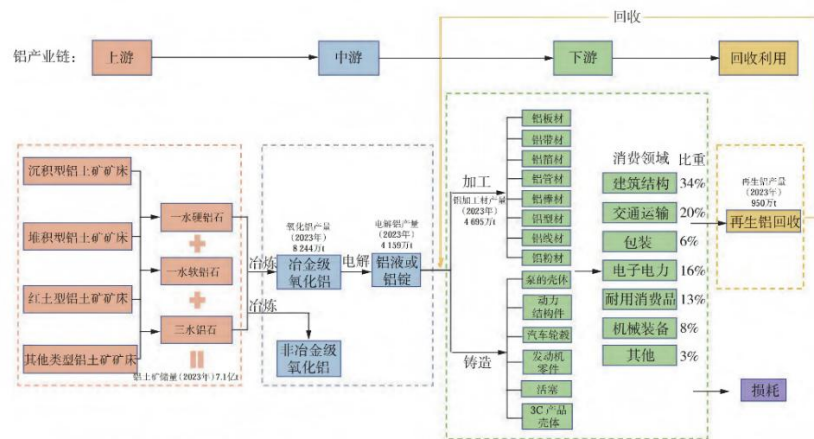
原铝制成铝铸锭作为加工基材；接着通过轧制、挤压等成型工艺，把铸锭加工为不同形态的铝加工材，延伸出板材、型材、箔材、铸件等多元加工材，下游端，这些加工材流向建筑、交通、电力、家电等消费领域。

图26、铝的生命周期



数据来源：HINDALCO 官网、NorskHydroASA 官网，兴业证券经济与金融研究院绘制

图27、铝产业链梳理

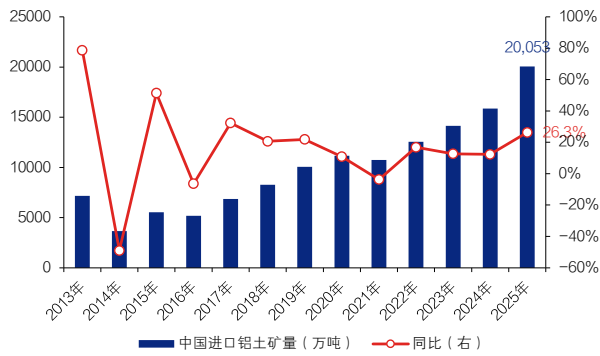


数据来源：王京《全球视角下的中国铝资源供需形势分析》（2024年12月），兴业证券经济与金融研究院整理

2. 铝土矿对外依存度高、氧化铝过剩格局难改

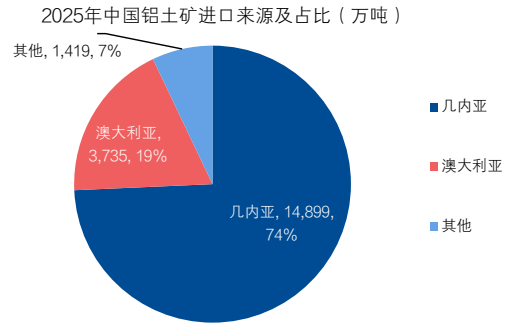
中国铝土矿对外依赖度高，进口主要来自几内亚和澳大利亚。2024年，全国铝土矿产量约6420万吨，同期进口量15877万吨，进口依存度为71%，铝土矿进口依存度较高。2025年，中国铝土矿进口20053万吨，同比提升26.3%，进口主要来源于几内亚和澳大利亚，分别进口14899、3735万吨，分别占比74%、19%。

图28、中国进口逐年加大铝土矿进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

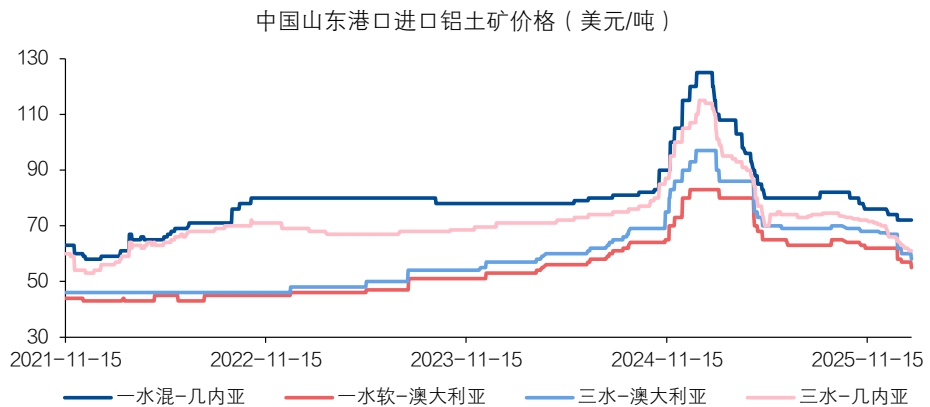
图29、2025 年中国进口铝土矿主要来源于几内亚、澳大利亚



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从铝土矿进口价格来看，随着进口增加以及几内亚发运回升，进口铝土矿价格逐步回落至 60-70 美元/吨附近。

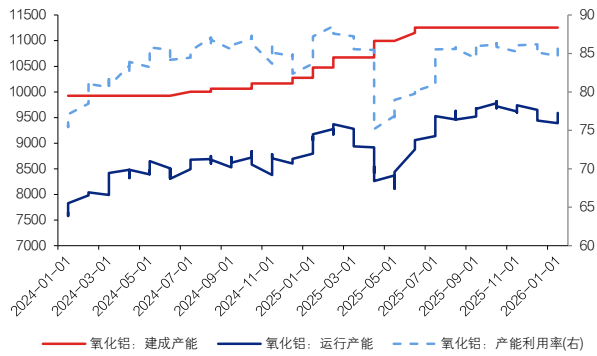
图30、中国港口进口铝土矿价格回落至 60-70 美元/吨附近



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

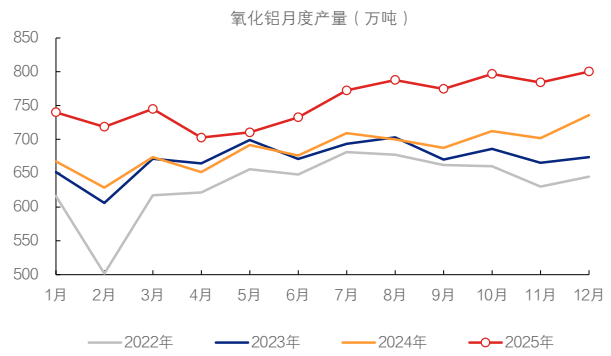
氧化铝产能投放持续增加，2025 年产量增长 10.1%。2024 年，氧化铝利润大幅提升，月度平均利润一度高达 2000 元/吨以上，刺激大规模的投产计划。2025 年氧化铝产能投放持续增加。截至 2026 年 1 月 9 日，全国氧化铝建成产能 11255 万吨/年，较 2024 年年初的 9925 万吨增加 1330 万吨/年，增幅 13.4%；运行产能 9590 万吨/年，较 2024 年年初的 7650 万吨/年增加 1940 万吨/年，增幅 25.4%。产量来看，2025 年由于产能投放较多，氧化铝产量达到 9064.7 万吨，较 2024 年增长 10.1%，全年平均产能利用率为 84.1%。

图31、全国氧化铝产能及产能利用率（万吨/年）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

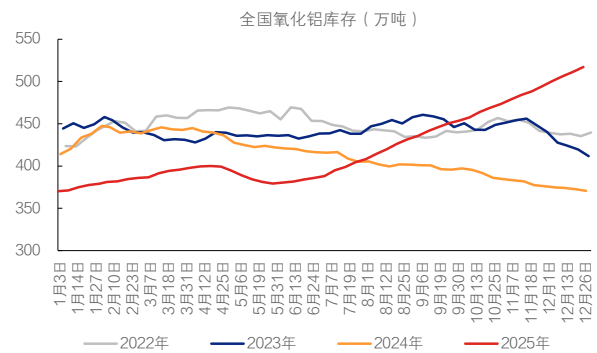
图32、全国氧化铝产量持续走高



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

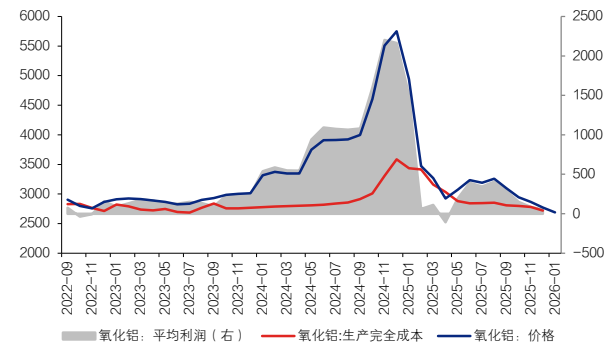
氧化铝累库明显，价格持续回落。在大规模投产背景下，全国氧化铝库存显著提升，截至2026年1月9日，全国氧化铝库存达到532万吨，达到新高水平，较上年同期高出43%。同时，氧化铝价格持续回落，利润逐步收缩。截至2025年12月，氧化铝平均价格降至2772元/吨，吨利润收缩至52.5元/吨。

图33、国内氧化铝库存持续走高



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、氧化铝价格走低盈利收缩（元/吨）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

展望2026年，国内氧化铝产能呈阶梯式增长。据环球铝行业公众号统计，2026年上半年全国将有约1060万吨氧化铝产能投放。预计氧化铝供应过剩格局难改，价格或延续偏弱态势。

表2、2026年上半年氧化铝投产项目梳理

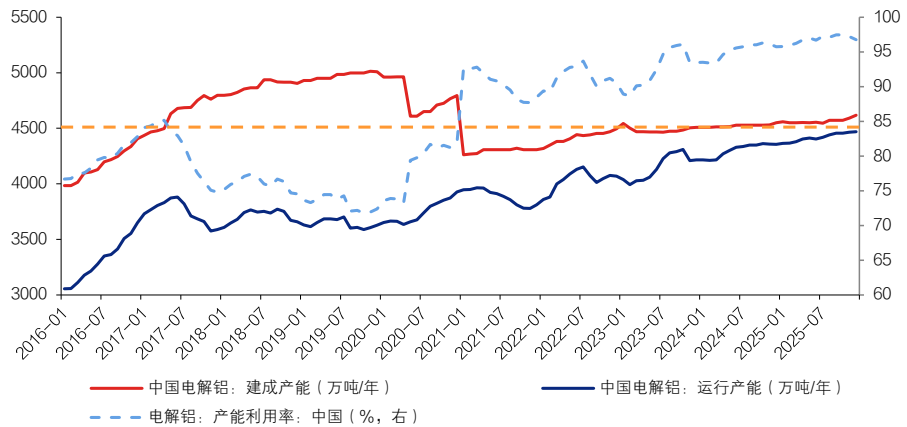
公司	预计投产时间（2026年）	产能（万吨）
广投北海	2-4月	240
东方希望北海	4-6月	240
广西南宁和泰	4-6月	240
中铝山西新材料	5月	100
新疆特变防城港	6-7月	240
合计		1060

数据来源：环球铝行业公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 电解铝国内供给刚性，海外新增有限时有扰动

国内电解铝产能受限，强化长期供给刚性。我国电解铝自供给侧改革以来，确立了约 4500 万吨/年的合规产能上限。据 Mysteel 数据，截至 2025 年 12 月底，全国电解铝建成产能为 4618.65 万吨/年，运行产能 4468.93 万吨/年，产能利用率约 97%。展望 2026 年，全国预计有 59 万吨的电解铝项目投产，国内电解铝产能将于 2026 年基本触顶。

图35、电解铝在运产能接近 4500 万吨/年上限



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

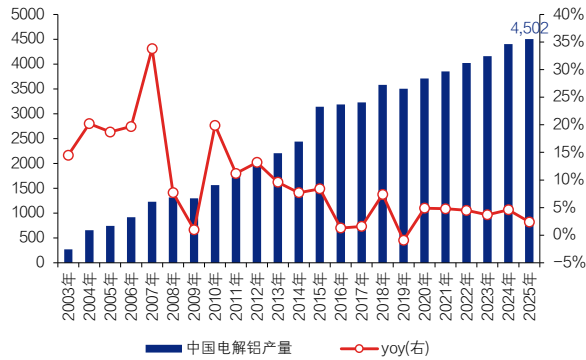
表3、2026 年电解铝项目投产梳理 (万吨/年)

企业	项目	新增产能	备注
电投能源	霍煤鸿骏扎铝二期	35	2025 年 12 月通电，预计 2026 年上半年投产
天山铝业	140 万吨电解铝绿色低碳提升改造项目	24	企业总合规指标 140 万吨，剩余 24 万吨指标部分电解槽于 2025 年 11 月末通电，预计 2026 年全部达产
合计	-	59	-

数据来源：各公司公告，百色市铝产业协会公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

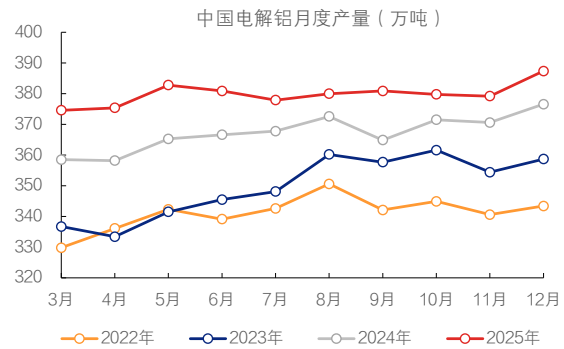
2026 年电解铝产能逐步达到天花板，预计电解铝产量增幅将逐年放缓。从产量来看，2023、2024 年国内电解铝产量分别为 4159.4、4400.5 万吨，分别同比增长 3.7%、4.6%。2025 年，电解铝产量为 4502 万吨，基本达到产量天花板上限。由于国内严格控制电解铝产能，新增项目必须以等量或减量置换为前提，4500 万吨/年的产能约束意味着 2026 年电解铝产能投放将接近尾声。预计 2026 年开始，电解铝产量增幅将逐步放缓。

图36、近年电解铝产量增长接近上限（万吨/年）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

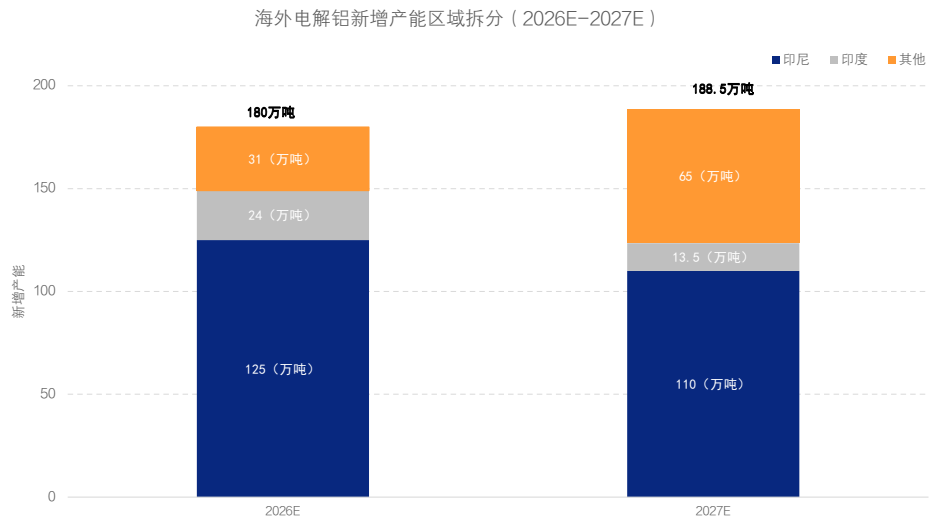
图37、电解铝月度产量相对均衡约 380 万吨/月



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

海外来看，印尼、印度为海外主要预期增量来源。结合阿拉丁网站等预测来看，2026、2027 年海外新增电解铝产能预计分别为 180、188.5 万吨，全球为 239、188.5 万吨，占 2023 年全球电解铝产量的比重分别为 3.4%、2.7%。

图38、海外新增电解铝项目集中于印尼、印度



数据来源：各公司官网，阿拉丁网站，兴业证券经济与金融研究院整理

不过，值得注意的是，海外虽然规划电解铝产能相对国内较多，但投产进度或不及预期，主要为电力基础设施薄弱、基建设施短板、中国停止境外煤电项目建设等因素掣肘：

- **电力基础设施薄弱**：电解铝为高耗能产业，一吨电解铝约需要 1.35 万度电。稳定且低成本的电力是项目落地的生命线。印尼、印度等资源国电网覆盖率低，输电能力不足，新建项目一般需要新建电厂，周期延长 2-3 年。
- **基建设施短板**：印尼部分工业区港口吞吐能力不足，大型设备运输困难，项目建设周期延长 1-2 年；同时，中东、非洲等地区缺乏阳极炭块生产能力，需从中国进口，增加成本与物流风险，运输周期长、成本高。

- 中国禁止海外煤电项目建设：由于中国自 2022 年开始全面停止新建境外煤电项目，对“中资海外煤电+电解铝”模式形成约束，印尼等地区或因火电建设缓慢等问题而拖慢电解铝项目实际进展。

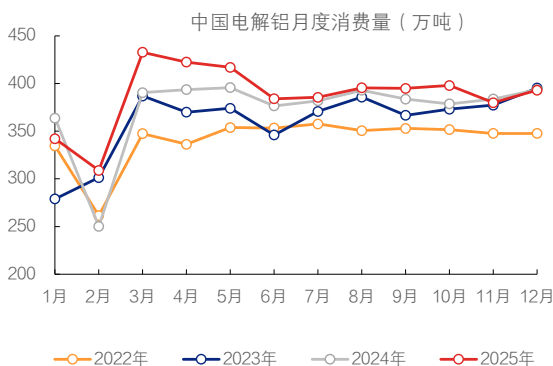
与此同时，**2025 年底以来，海外电解铝产能扰动正在频繁发生**。美国、欧洲等发达地区，电解铝厂的生产与复产同样受到电力市场紧张的压制，美国人工智能需求的爆发，正在挤压铝企电力合同的续签空间。此外，由于 South32 运营的非洲第二大电解铝厂莫桑比克 Mozal 铝冶炼厂（58 万吨/年），因电费涨价而决定于 2026 年 3 月正式关停。据此，我们判断，2026 年全球电解铝产能及产量增速将趋缓。

4. 铝需求端：由“建筑”单核驱动转为“交通、电力”双轮驱动

铝需求已由“建筑”单核驱动转为“交通、电力”双轮驱动，需求结构已重构。铝的下游主要为建筑、交通运输、电力电子、包装、机械设备及耐用品等消费领域。近年来，电解铝消费量呈现稳步增长趋势。据 Mysteel 统计数据，2023 年、2024 年、2025 年，全国电解铝消费量分别为 4326、4485、4654 万吨，分别同比增长 5.6%、3.7%、3.8%。月度需求来看，电解铝消费“金三银四”特征显著。从下游主要的消费领域来看，铝需求已由“建筑”单核驱动转为“交通、电力”双轮驱动，需求结构已重构。

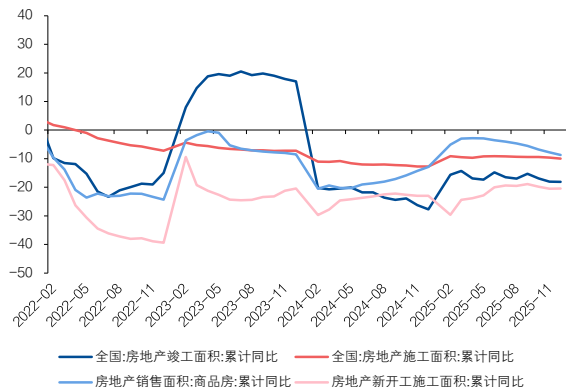
- 地产用铝需求：建筑用铝边际影响逐步减弱。地产行业用铝需求主要竣工及后期环节。2025 年，房地产竣工面积同比下滑 18.1%，降幅同比收窄 8.1 个百分点。地产用铝下滑对铝需求的拖累已在 2022-2024 年通过压力测试，我们预计后续的边际影响逐步减弱。

图39、2025 年电解铝消费量同比增长 3.8%



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2025 年房地产竣工面积降幅收窄至 18.1%

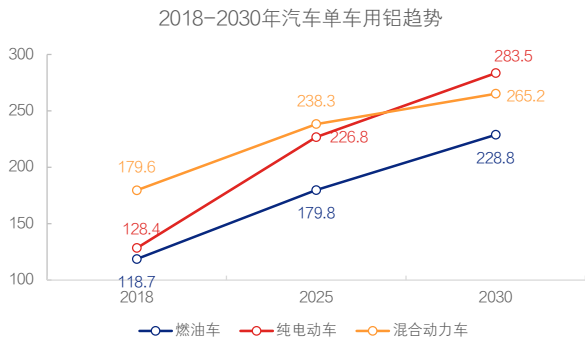


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

- 交通用铝需求：新能源车增长及单车用铝化趋势下，交通用铝量预计增量显著。2025 年，新能源汽车产量为 1652 万辆，同比增长 25%。据国际铝业协

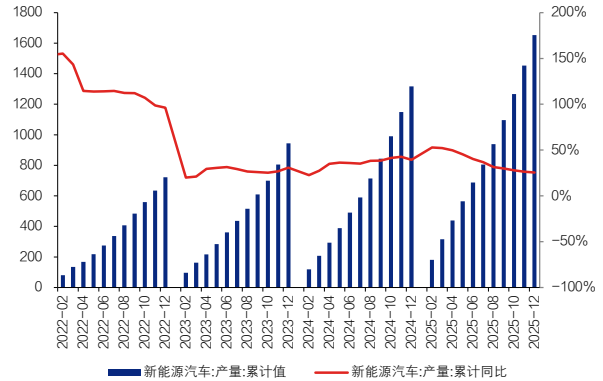
会在《中国汽车工业用铝量评估报告(2016—2030)》中预测，中国纯电动汽车对铝的消费量将从2018年的128.4kg提升至2030年的283.5kg。综合考虑新能源汽车产量的增长及单车用铝量的提升(轻量化趋势)，汽车行业整体的用铝量保持较快增长水平。

图41、汽车单车用铝趋势向上(千克/辆)



数据来源：国际铝业协会、中亚铝业官网，兴业证券经济与金融研究院整理

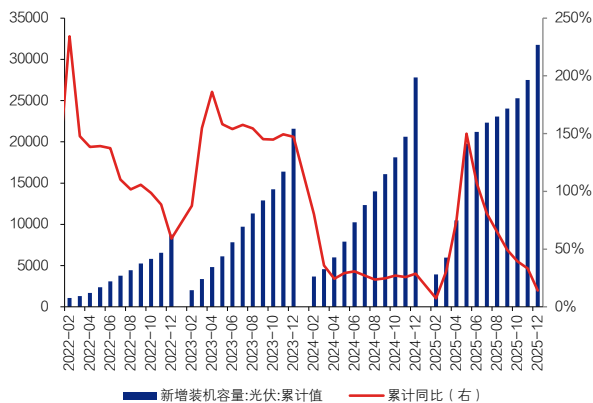
图42、2025年新能源汽车销量同比+25%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

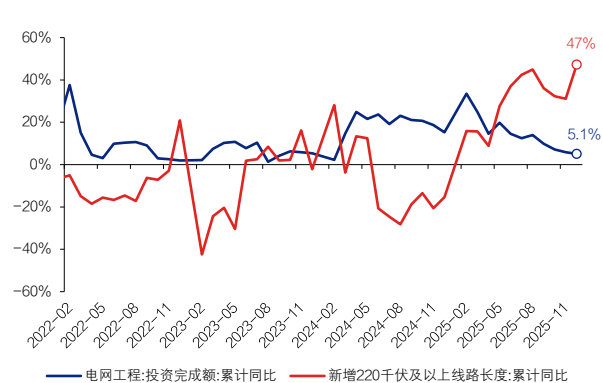
- **电力电子用铝需求：光伏回落、电网稳增。**2024年，中国光伏新增装机量达到278GW，同比增长28.7%。2025年“5.31”光伏新政后，光伏电价波动风险加剧，利润空间受到挤压，导致全年光伏新增装机“前高后低”。2025年，光伏新增装机累计同比增长14.2%，预计2026年开始，新增光伏装机将逐步回落。而电网投资仍保持相对稳健增速水平，2025年，电网投资完成额同比增长5.1%。预计由此带来的特高压线路的铝需求将保持稳健增长。

图43、2025年新增光伏装机增速为14.2%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、高压线路及电网投资增速

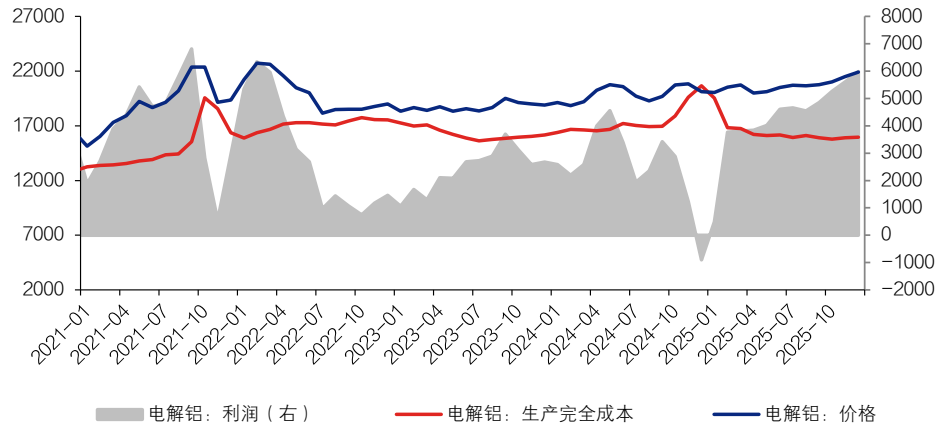


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

总结来看，电解铝的需求侧中长期逻辑正从“地产顺周期”转向受益于“新能源与交通电动化”，需求侧的结构性重构，叠加供给侧的刚性约束，电解铝行业价格有望保持强势。同时伴随上游氧化铝过剩、价格持续下行背景下，预计电解铝行

业盈利水平将不断提升并有望保持。据 Mysteel 数据，截至 2025 年 12 月底，电解铝行业利润为 5985 元/吨，较 2025 年年初显著提升 5496 元/吨。

图45、电解铝的价格及盈利变化（元/吨）



数据来源：Mysteel，兴业证券经济与金融研究院整理

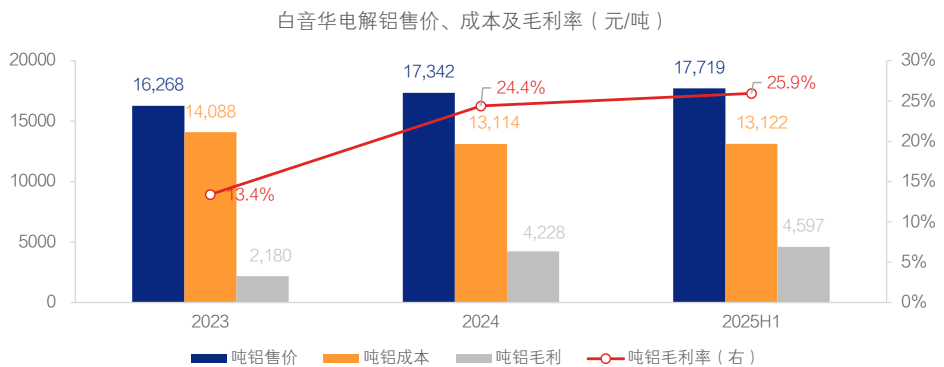
（三）白音华收购：电解铝产能扩张与盈利优化并进

电投能源此次拟收购的白音华煤电的电解铝产能为 40.53 万吨/年，其发电来源为 70 万千瓦的煤电机组（2022 年 10 月投产）、75 万千瓦新能源发电及电网外购电量。按照消纳顺序，优先消纳新能源电量，不足部分由火电发电和外购电量补充。截至 2025 年年底，白音华电解铝公司拥有绿色能源装机量为 57 万千瓦。

收购完成后，电投能源电解铝权益产能增加 65.7%至 102.24 万吨。此次收购完成后，公司电解铝产能将从当前的 121 万吨/年提升至 161.53 万吨/年，权益电解铝产能将从 61.71 提升至 102.24 万吨/年，增幅 65.7%。

收购标的电解铝毛利率好于电投能源。2025H1，白音华电解铝的吨售价为 17719 元，吨成本为 13122 元，吨毛利 4597 元，毛利率 25.9%，高于电投能源的电解铝毛利率。我们判断主要原因或为白音华电解铝的燃煤发电占比相对偏低。

图46、白音华电解铝售价、成本及毛利率



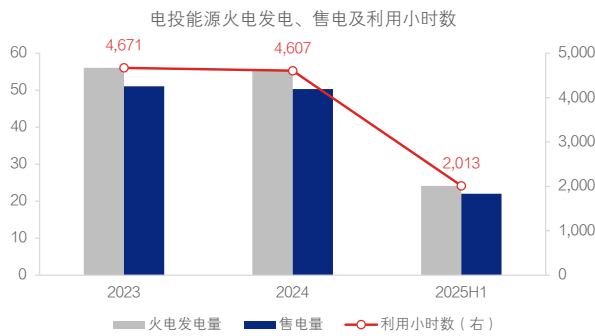
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、电力：火电稳基+新能源提速，成为利润增长新引擎

（一）火电业务：自备煤+坑口电厂，度电毛利竞争优势显著

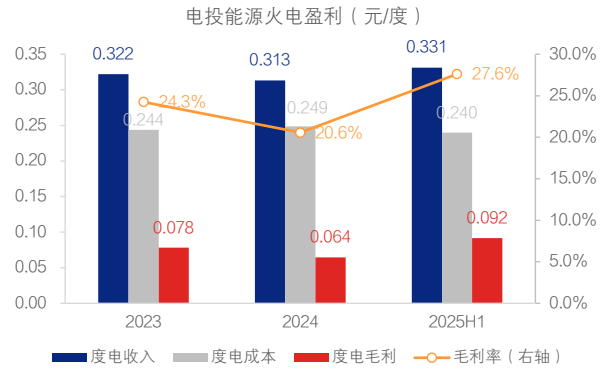
自有燃煤使得电投能源火电燃煤成本较低，度电毛利具备竞争优势。公司对外火电机组为霍林河坑口电厂装机 120 万千瓦，年发电量约 55-56 亿度，售电量为 50-51 度。从火电盈利来看，近年来，公司火电盈利水平较好，度电毛利在 0.064-0.092 元/度之间，度电毛利率在 24%-27.6%之间。这主要是得益于公司采用自有煤炭作为燃煤来源，且为坑口电厂，煤炭燃料成本较低。经测算，2024 年，公司煤电的能源及动力费为 0.11 元/度，换算为入炉标煤吨煤成本为 355 元/吨，换算为 3500 大卡入炉煤成本为 178 元/吨，换算为 5500 大卡的入炉煤成本为 279 元/吨，显著低于当年秦皇岛港 5500 动力煤的价格（2024 年度平均 855.5 元/吨）。

图47、电投能源火电发电售电及利用小时（亿度、小时）



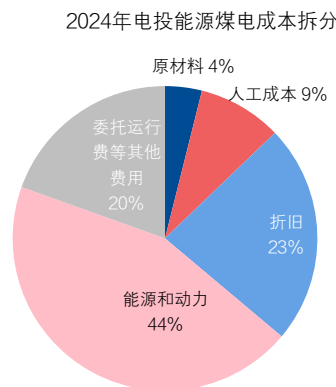
数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、2025H1 电投能源火电度电毛利为 0.09 元/度



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、2024 年电投能源煤电成本拆分：能源动力占比偏低



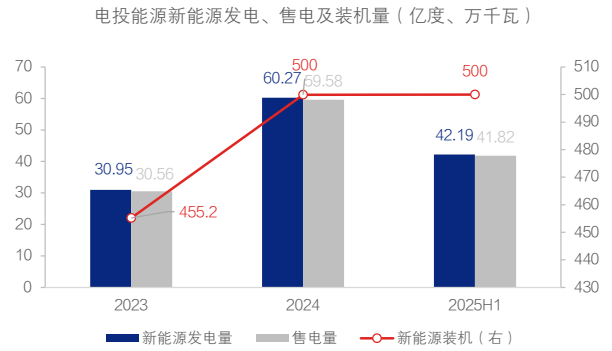
数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）新能源业务：装机规模快速扩容，盈利贡献持续提升

新能源（风电+光伏）发力显著，毛利贡献逐步增加。截至 2025 年上半年底，公司新能源装机量为 500 万千瓦，发电量为 42.2 亿度，同比增加 37.2%，售电量

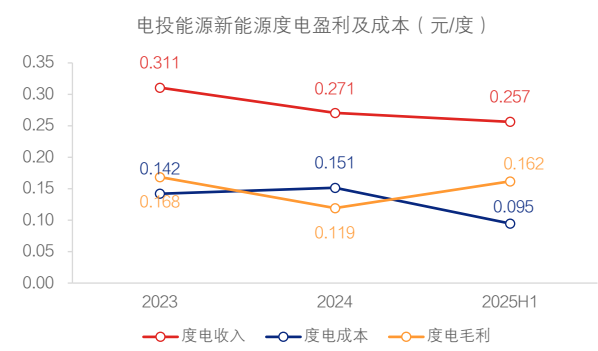
41.8 亿度，同比增加 37.7%。从度电毛利来看，电投能源新能源发电毛利为 0.162 元/度。新能源已经成为电力板块主要毛利贡献来源。得益于此，公司电力板块毛利占比逐步提升至 17.6%，预计随着新能源持续发力，公司新能源利润贡献将有所增加。

图50、电投能源新能源发电、售电及装机量



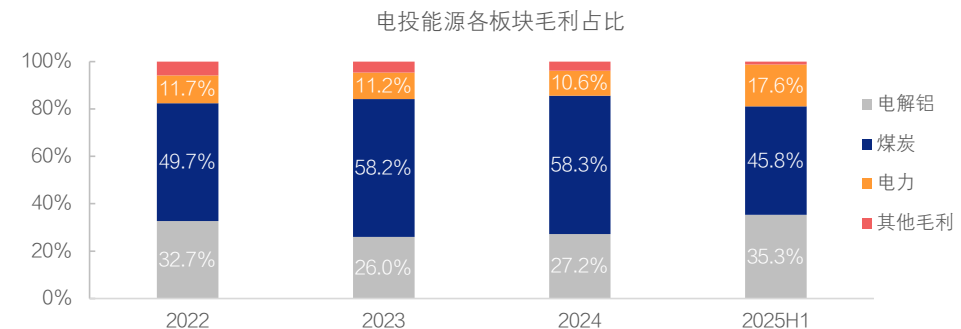
数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、电投能源新能源度电盈利及成本



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、电投能源电力板块毛利占比提升至 17.6%



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 白音华收购：电力产能翻倍，增厚盈利水平

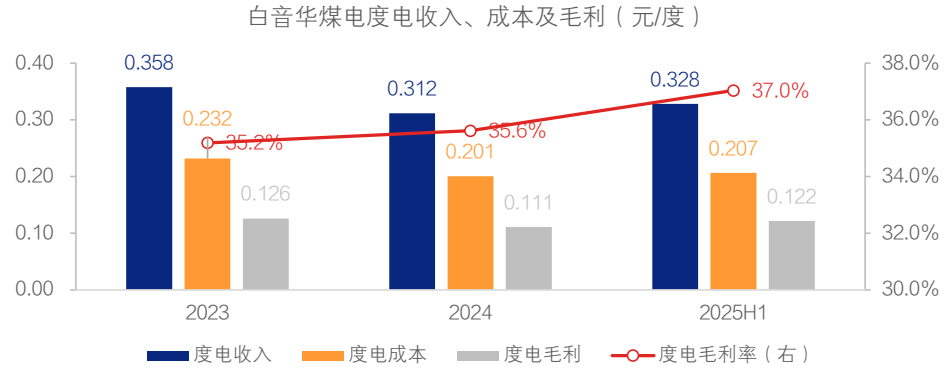
收购完成后，公司煤电及热电装机容量由当前的 120 万千瓦提升至 312 万千瓦，提升幅度为 160%。电投能源此次拟收购的白音华煤电具备电力业务装机容量为 192 万千瓦，其中：

- 白音华坑口电厂，容量为 2*66 万千瓦，2024 年 3 月投产，于当年 6 月并网
- 赤峰新城热电分公司电力和供热装机容量为 60 万千瓦。

白音华煤电度电毛利高于 0.1 元，毛利率好于电投能源。2025H1，白音华电力业务的毛利率 37%。2025 年上半年，白音华电力业务度电收入 0.328 元，度电成本 0.207 元，度电毛利 0.122 元，毛利率为 37.0%。白音华煤电近三年的度电毛

利在 0.11-0.126 元/度，度电毛利率在 35%-37%左右，度电毛利及毛利率均高于电投能源当前水平。

图53、白音华煤电度电收入、成本、毛利及毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

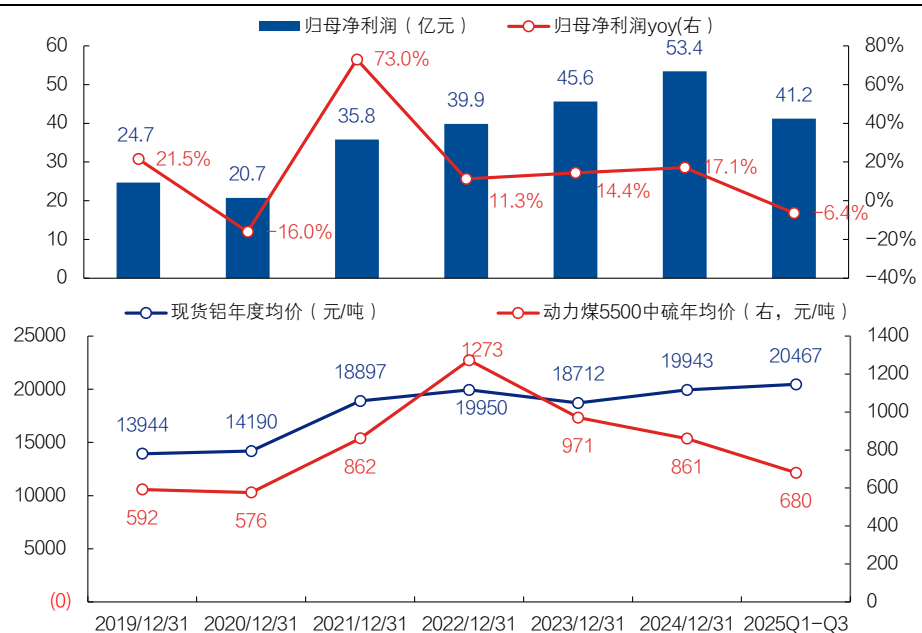
五、财务：盈利稳增+质地优化，支撑业务扩张

（一）盈利表现：多因素驱动，归母净利润稳步提升

电投能源近年归母净利润变化主要由业务转型、煤/铝价格及成本变化共同驱动。

- 2019年，公司实现归母净利润24.7亿元，同比增长21.5%，主要因收购集团电解铝资产并实现并表，新增电解铝产能86万吨/年，正式转型为“煤-电-铝”一体化运营模式。
- 2020年，公司归母净利润同比下滑16.0%，主要因煤价周期下行、氧化铝原材料价格上涨以及上网电价下行，共同挤压利润空间。
- 2021-2022年，公司归母净利润分别同比上涨73.0%、11.3%，主要因煤价及电解铝价格中枢上行。
- 2023年，公司归母净利润同比增加14.4%至45.6亿元，主因公司煤炭售价逆势上扬，同时，公司新能源装机提升20%，铝电贡献提升。
- 2024年，公司归母净利润同比增加17.1%，主因公司煤价继续逆势增长叠加电解铝价格上行，煤炭及电解铝毛利贡献同步增长。
- 2025年前三季度，公司归母净利润同比小幅下滑6.4%，主因煤价跟随市场价格下行，拖累整体业绩。

图54、电投能源近年归母净利润及主要产品价格



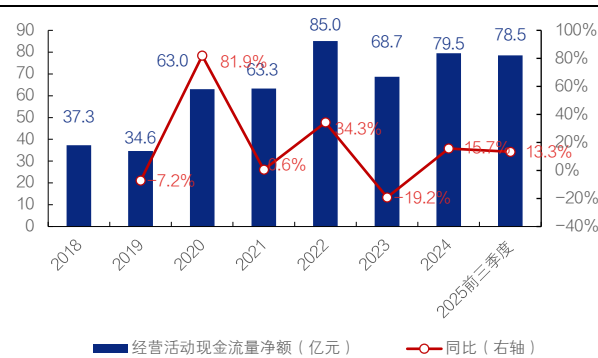
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 财务质地：低负债+充足现金流，偿债能力充裕

电投能源近年来财务质量稳中向好。近年来，公司经营活动现金净流量持续改善，偿债指标逐步优化，资产负债率降至低位、流动性指标显著高于 1。同时，利息负担相对经营规模较小，利息覆盖能力充裕。具体来看：

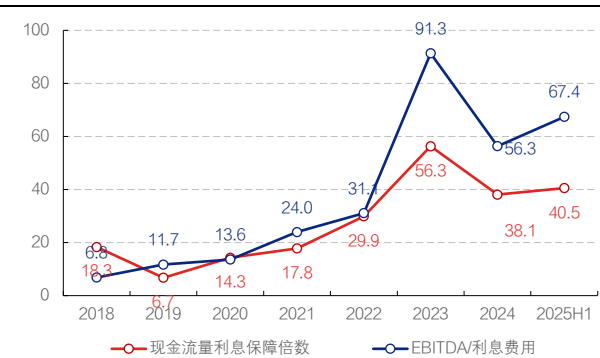
- 经营现金净额持续改善，现金流量利息保障倍数为 40.5。电投能源经营活动现金净流入经过 2023 年回调后，在 2024 年后显著回升，2025 年前三季度保持增长态势，同比增长 13.3%，至 78.5 亿元。同时，公司经营现金净流入持续高于归母净利润，体现公司盈利现金成分高、盈利质量扎实。截至 2025 年 6 月底，公司现金流量利息保障倍数、EBITDA/利息费用分别为 40.5 和 67.4 倍，处于较高水平。

图55、电投能源经营现金流净额持续改善



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

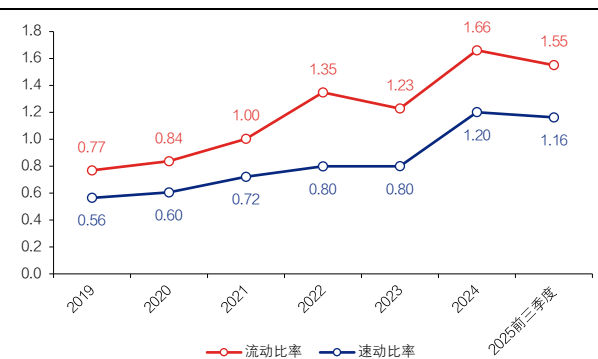
图56、电投能源现金流量利息保障倍数整体提升



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

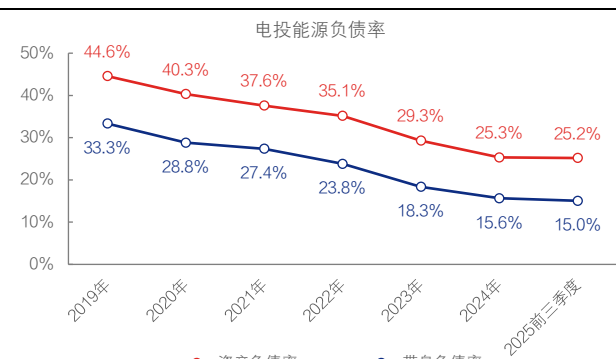
- 资产负债率降至 25%，短期偿债能力不断提升。截至 2025 年 9 月底，资产负债率降至 25.2%，较 2019 年显著下滑 19.4 个百分点，为偏低负债水平。公司流动比率、速冻比率也整体有所提升。2025 年前三季度，公司流动比率和速动比率分别为 1.55 和 1.16，短期偿债能力显著改善并维持稳健区间。

图57、电投能源流动性指标高于 1



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、电投能源负债率连续降至 25.2%

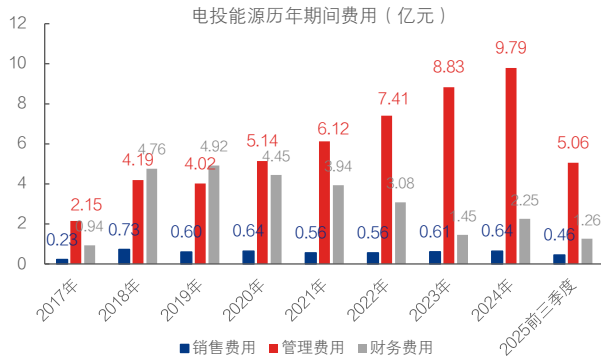


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 费用与分红：期间费率稳定，分红比例仍有提升空间

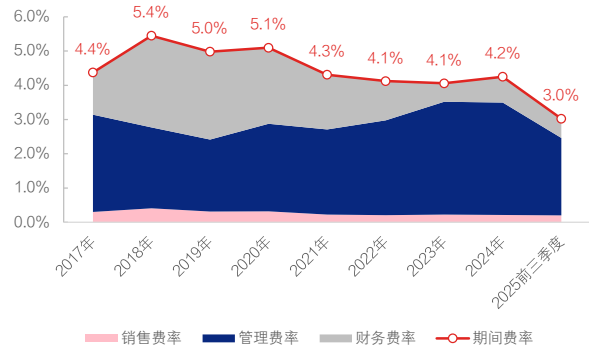
电投能源管理费用跟随营收呈增长趋势，期间费率保持相对稳定。公司近年来销售费用相对稳定，基本在 0.6 亿元/年附近，销售费率约为 0.2%；管理费用整体跟随营收呈现增长态势，管理费率约为 3.3%/年；财务费用有所波动，主要与利率下行及融资结构调整因素有关。近两年财务费率在 0.5%-0.8% 附近波动。整体期间费率保持相对稳定，约为 3%-4% 左右。

图59、电投能源期间费用整体增长



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

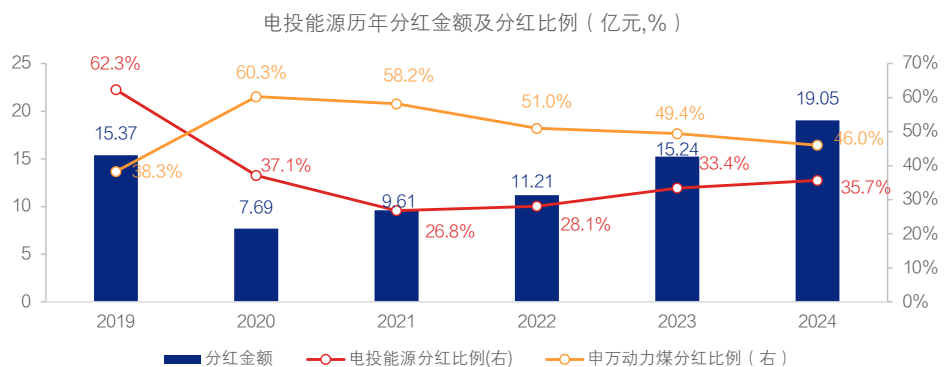
图60、2025 前三季度电投能源期间费率为 3.0%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

分红比例仍有提升潜力。2025 年 11 月 15 日，公司发布未来三年（2025-2027 年）分红回报规划，承诺未来三年公司累计现金分红不低于三年年均可分配利润的 30%。2022-2024 年，电投能源年度分红比例分别为 28.1%、33.4%与 35.7%，相较于动力煤行业平均而言，仍有提升空间。2024 年，动力煤板块分红比例为 46%。从能力端看，公司资产负债表与现金流指标持续改善，这些因素为提高分红比例提供了基础支撑。从股东来看，本次白音华资产注入后，大股东股权占比由 55.77%提升至 65.7%，在当下监管提倡提高分红背景下，公司分红提升潜力有望增加。

图61、电投能源近三年分红比例维持在 28%-36% 区间



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：动力煤板块分红比例为整体法计算。

六、收购：白音华煤电注入，完善“四位一体”产业版图

（一）交易结构：“股份+现金”收购优质标的

交易结构：股份+现金+配套融资。2025年11月15日，电投能源公告称，拟通过发行股份及支付现金方式收购国家电投内蒙古公司持有的白音华煤电100%股权，交易价格为111.49亿元，其中现金对价15.61亿元、股份对价95.88亿元。

本次发行股份价格为**14.77元/股**，对应拟发行股份规模**6.49亿股**。交易完成后，公司原控股股东蒙东能源持股比例由**55.77%**降至**43.24%**，内蒙古公司成为第二大股东，持股**22.46%**，国家电投集团及其下属公司合计为**65.7%**。同时，公司拟向不超过**35名**特定投资者发行股份募集配套资金，规模不超过**45亿元**。

2024年及2025年上半年每股收益略有摊薄，2025年前三季度每股收益则因电解铝利润贡献增加而增厚。此次增发后，公司股本将由当前的**22.42亿股**增加至**28.91亿股**，我们测算按2024、2025年上半年每股收益分别由**2.38、1.24元**摊薄至**2.35和1.23元**，若考虑前三季度每股收益，则每股收益由**1.84元**增厚至**1.91元**，主要由于三季度电解铝利润贡献增加。

收购PE不到8倍，PB仅1.34倍。从收购估值来看，此次收购以2025H1年化盈利计算，收购PE为**7.7倍**，收购PB为**1.34倍**。若以2025年前三季度的盈利年化计算，收购PE为**6.0倍**。

表4、电投能源收购白音华主要指标变化（万元、万股、元/股）

	收购对价	股份支付	增发价格	增发股份	增发后股本
	1,114,919	958,831	14.77	64,917	289,075
指标/时间	2023年	2024年	2025H1	2025/9/30	
总资产	5,163,429	5,497,930	5,497,930	5,643,425	
总负债	1,511,567	1,306,223	1,498,919	1,420,757	
净资产/归属母公司所有者权益	3,651,862	4,191,707	3,999,011	4,222,668	
资产负债率(%)	29%	24%	27%	25%	
归属于母公司净利润	455,965	534,161	278,657	411,794	
营业总收入	2,684,553	2,985,905	1,446,357	2,240,290	
交易前 EPS	2.11	2.38	1.24	1.84	
交易前总股本	224,157	224,157	224,157	224,157	
增发后 EPS①	1.75	2.35	1.23	1.91	
增发后 EPS②	1.58	2.12	1.11	1.73	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

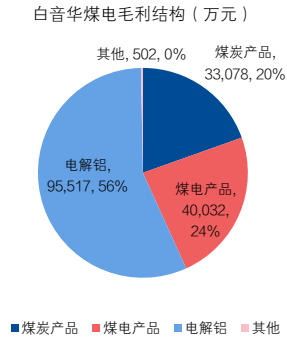
注：增发后EPS②为考虑向特定对象发行股份募集配套资金影响，且假定此部分增发对价也是14.77元/股。增发后EPS①为不考虑45亿元的特定对象发行股份。

（二）标的价值：煤电铝一体化布局，产能规模大幅提升

电解铝为白音华第一大营收及毛利来源，煤炭及电力贡献辅助。盈利能力方面，白音华煤电2023-2024年及2025年前三季度归母净利润分别为**4.85亿元、14.48**

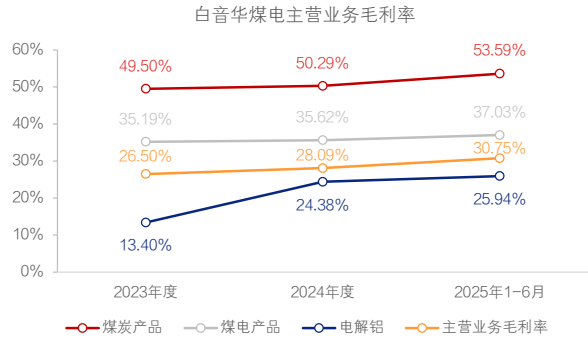
亿元、约 14 亿元。2025H1，白音华煤电业务结构中，电解铝、煤电、煤炭营收占比分别为 67%、20%、11%，毛利占比分别为 56%、24%、20%，综合毛利率达 30.75%，三大业务毛利率分别为 53.59%、37.03%、25.94%。

图62、2025H1 白音华主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、白音华主营业务毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

电投能源的煤电铝一体化版图完成“煤炭+火电+绿电+电解铝”四位一体布局。交易完成后，电投能源各板块产能变化如下：

- 煤炭产能：由 4800 万吨/年提升至 6300 万吨/年，增幅 31.2%。
- 火电装机：由 120 万千瓦提升至 312 万千瓦。
- 电解铝产能：由 121 万吨/年提升至 161 万吨/年，增幅 33.1%。

叠加公司自有新能源装机平滑扩张，并推进扎铝二期 35 万吨绿电铝项目投产。公司煤电铝一体化版图完成“煤炭+火电+绿电+电解铝”四位一体布局。

（三）收购影响：解决同业竞争，协同效用放大

并表前，截至 2025 年 6 月底，电投能源资产负债率维持在 27%左右的偏低水平，收购标的为 67.0%的偏高水平。资产收购落地后，备考合并口径下，2025H1，公司资产负债率预计增加至 41.61%，整体负债率仍相对偏低。

白音华煤电此前为国家电投旗下的同一控制主体资产，长期与电投能源形成同业竞争与关联交易。通过本次将白音华煤电整体置入上市公司：

- 同业竞争基本解决：煤炭及电解铝业务从集团内部纵向整合至上市平台，减少内部价格扭曲和资源争夺。
- 控股股东协同放大：集团在煤电铝板块的资产整合进一步向上市公司集中，有利于后续新能源、绿电铝项目继续通过上市平台承接。

七、盈利预测与估值

(一) 盈利预测：多业务协同驱动，业绩稳步增长

在白音华收购及并表前，我们对电投能源 2025-2027 年的核心假设如下：

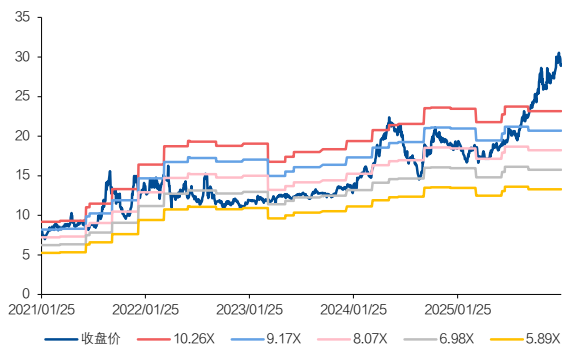
- 商品价格：随着供应端政策落地，预计国内煤炭中枢有望企稳并小幅回升；电解铝方面，由于国内产能接近上限，开工率亦保持高位，增产空间受限，预计电解铝价格维持上行趋势。
- 产销量：煤炭产销维持平稳；公司于 2025 年底投产 35 万吨的绿铝项目，预计 2026-2027 年产能逐步达产，整体电解铝产量增加。
- 吨商品成本：煤炭成本预计整体稳定，保持小幅增长；电解铝成本方面，由于氧化铝供需格局宽松，预计价格呈下行趋势。

我们预计 2025-2027 年，公司分别实现营业收入 303.64、371.30、394.49 亿元，分别同比增长 1.7%、22.3%、6.2%；归母净利润分别为 54.33、72.71、74.42 亿元，分别同比增长 1.7%、33.8%、2.4%。

(二) 估值分析：显著低于行业均值，估值修复空间充足

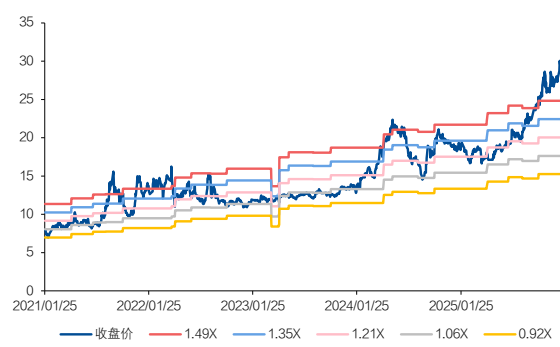
截至 2026 年 2 月 11 日，电投能源的 PE 估值为 13.1X，PB 估值为 1.78X，处于近年偏高估值水平。不过考虑到公司具备的成长性以及铝价的上行，公司 2026 年估值逐步回归合理水平且低于行业平均水平。

图64、电投能源 PE-Band



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、电投能源 PB-Band



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

我们对标了可比煤炭及电解铝公司的估值水平。根据 iFinD 一致预期数据及兴业证券盈利预测，截至 2026/02/11，预计 2026 年，电投能源 PE 为 9.1X，可比煤炭上市公司 PE 估值水平平均为 13.3 倍，可比电解铝上市公司 PE 估值水平平均为 13.4 倍。电投能源的估值水平显著低于行业平均水平，假设按煤炭板块平均 8-10 倍、电解铝板块 10-12 倍、其他板块 10 倍的估值水平，电投能源的市值区间为 653-784 亿元。

表5、可比煤炭及电解铝上市公司估值对比

公司	市值	归母净利润（亿元）				PE（倍）				PB
		2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E	
陕西煤业	2,256	212.39	223.60	176.93	187.62	10.6	10.1	12.8	12.0	2.4
中国神华	8,397	596.94	586.71	532.80	560.59	14.1	14.3	15.8	15.0	2.1
兖矿能源	1,477	201.40	144.25	96.59	118.12	7.3	10.2	15.3	12.5	3.2
晋控煤业	269	33.01	28.08	17.81	19.70	8.2	9.6	15.1	13.7	1.4
可比煤炭上市公司平均						10.0	11.1	14.7	13.3	2.3
电投能源	663	45.60	53.42	54.33	72.71	14.5	12.4	12.2	9.1	1.8
中国铝业	2,220	67.17	124.00	145.63	161.47	33.1	17.9	15.2	13.7	3.2
中孚实业	336	11.59	7.04	18.33	24.45	29.0	47.7	18.3	13.7	2.0
天山铝业	841	22.05	44.55	47.93	59.27	38.1	18.9	17.5	14.2	3.0
神火股份	712	59.05	43.07	51.55	60.51	12.1	16.5	13.8	11.8	3.0
可比电解铝上市公司平均						28.0	25.3	16.2	13.4	2.8

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中国铝业、中孚实业、天山铝业及神火股份预测为同花顺一致预期，其他为兴业证券预测；数据日期截至 2026/02/11。

表6、电投能源市值矩阵分板块估值敏感性分析

市值矩阵（亿元）		电解铝估值		
煤炭估值		8X	10X	12X
8X	597	653	710	
10X	671	727	784	
12X	745	801	858	
当前市值空间		电解铝估值		
煤炭估值		8X	10X	12X
8X	-10.0%	-1.5%	7.1%	
10X	1.2%	9.7%	18.2%	
12X	12.4%	20.9%	29.4%	

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其他板块估值假定为 10X；市值空间数据基准为 2025/02/11 收盘。

风险提示：表中估值仅为一般假设列举，极端情况下估值范围可能超过表中列示。

（三）敏感性分析：铝价波动对业绩影响分析

此外，考虑到近年铝价及氧化铝波动加大，而公司煤炭销售以长协为主，价格波动率相对较低，我们选取了对业绩影响较大的铝价及氧化铝价格对公司 2026 年业绩和 PE 估值做敏感性测算，如下表所示：

表7、2026 年电投能源业绩及 PE 对铝及氧化铝价格的敏感性测算

归母净利润		电解铝价格（含税，不含税）										
氧化铝价格		18,000	19,000	20,000	21,000	22,000	23,000	24,000	25,000	26,000	27,000	28,000
含税	不含税	15,929	16,814	17,699	18,584	19,469	20,354	21,239	22,124	23,009	23,894	24,779
3400	3,009	46	50	54	58	61	65	69	73	76	80	84
3300	2,920	47	51	55	58	62	66	70	74	77	81	85
3200	2,832	48	52	55	59	63	67	71	74	78	82	86
3100	2,743	49	52	56	60	64	68	71	75	79	83	86
3000	2,655	50	53	57	61	65	68	72	76	80	84	87
2900	2,566	50	54	58	62	65	69	73	77	81	84	88
2800	2,478	51	55	59	62	66	70	74	78	81	85	89
2700	2,389	52	56	60	63	67	71	75	78	82	86	90
2600	2,301	53	57	60	64	68	72	75	79	83	87	91
2500	2,212	54	57	61	65	69	72	76	80	84	88	91
2400	2,124	54	58	62	66	69	73	77	81	85	88	92
PE		电解铝价格（含税，不含税）										
氧化铝价格		18,000	19,000	20,000	21,000	22,000	23,000	24,000	25,000	26,000	27,000	28,000
含税	不含税	15,929	16,814	17,699	18,584	19,469	20,354	21,239	22,124	23,009	23,894	24,779
3,400	3,009	14.3	13.2	12.3	11.5	10.8	10.2	9.6	9.1	8.7	8.3	7.9
3,300	2,920	14.1	13.0	12.1	11.3	10.7	10.0	9.5	9.0	8.6	8.2	7.8
3,200	2,832	13.8	12.8	12.0	11.2	10.5	9.9	9.4	8.9	8.5	8.1	7.7
3,100	2,743	13.6	12.6	11.8	11.0	10.4	9.8	9.3	8.8	8.4	8.0	7.7
3,000	2,655	13.4	12.4	11.6	10.9	10.3	9.7	9.2	8.7	8.3	7.9	7.6
2,900	2,566	13.2	12.2	11.5	10.7	10.1	9.6	9.1	8.6	8.2	7.9	7.5
2,800	2,478	13.0	12.1	11.3	10.6	10.0	9.5	9.0	8.5	8.1	7.8	7.5
2,700	2,389	12.8	11.9	11.1	10.5	9.9	9.4	8.9	8.5	8.1	7.7	7.4
2,600	2,301	12.6	11.7	11.0	10.3	9.8	9.3	8.8	8.4	8.0	7.6	7.3
2,500	2,212	12.4	11.6	10.8	10.2	9.7	9.1	8.7	8.3	7.9	7.6	7.3
2,400	2,124	12.2	11.4	10.7	10.1	9.5	9.0	8.6	8.2	7.8	7.5	7.2

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：单位为元/吨、亿元、倍；PE 数据截至 2025/02/11 收盘。

八、风险提示

1. 商品价格大幅下行的风险。

公司主要产品包括煤炭、电解铝、电力等商品，受经济周期性影响较大。若这些商品价格出现大幅下降，将会显著影响公司业绩水平。

2. 环保及安全生产风险。

公司从事的煤炭、电解铝及电力业务在生产过程中会对区域造成一定影响，若环保及安全要求提升，公司生产及经营可能会受到影响。

3. 原料价格波动风险。

公司电解铝的主要原料为氧化铝、阳极碳块等，受宏观经济走势以及铝行业整体景气程度的变化影响，原料价格大幅上行将影响铝的生产成本。

4. 产销兑现不及预期风险。

公司于 2025 年底新投产 35 万吨的电解铝项目，项目投产初期需进行生产调试，后续生产进展可能存在慢于预期的风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9178	10943	15044	18298
货币资金	2980	4766	7828	10630
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2012	2076	2527	2689
预付款项	804	761	850	914
存货	1258	1341	1441	1569
其他	2125	1998	2399	2497
非流动资产	42456	46373	51104	53375
长期股权投资	1147	1187	1237	1297
固定资产	30692	30841	32278	32708
在建工程	2999	4799	7839	9472
无形资产	4878	5187	5472	5731
商誉	186	186	186	186
其他	2554	4173	4093	3982
资产总计	51634	57315	66148	71673
流动负债	5527	5531	6032	6475
短期借款	150	150	150	150
应付票据及应付账款	2744	2850	3087	3352
其他	2633	2531	2794	2972
非流动负债	7535	8096	9096	6896
长期借款	6733	7333	8333	6133
其他	802	763	763	763
负债合计	13062	13627	15128	13371
股本	2242	2242	2242	2242
未分配利润	24454	27170	30442	33419
少数股东权益	3969	5243	8213	11402
股东权益合计	38572	43688	51020	58302
负债及权益合计	51634	57315	66148	71673

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5342	5433	7271	7442
折旧和摊销	2972	3382	3887	4306
营运资金的变动	-1152	226	-539	-9
经营活动产生现金流量	7950	10499	13787	15097
资本支出	-4175	-5612	-8612	-6609
长期投资	-294	8	10	6
投资活动产生现金流量	-4448	-7293	-8607	-6552
债权融资	-255	356	1000	-2200
股权融资	38	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2207	-1420	-2118	-5743
现金净变动	1296	1786	3061	2802

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29859	30364	37130	39449
营业成本	19691	19464	21430	23144
税金及附加	1819	1848	2261	2402
销售费用	64	67	81	86
管理费用	979	997	1218	1295
研发费用	78	65	85	89
财务费用	225	154	153	101
投资收益	83	109	123	134
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-43	0	0	0
资产减值损失	-96	0	0	0
营业利润	7065	7994	12169	12621
营业外收支	-139	-113	-122	-119
利润总额	6926	7881	12048	12502
所得税	1055	1174	1808	1871
净利润	5871	6708	10240	10631
少数股东损益	530	1274	2970	3189
归属母公司净利润	5342	5433	7271	7442
EPS(元)	2.38	2.42	3.24	3.32

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	11.2%	1.7%	22.3%	6.2%
营业利润增长率	19.5%	13.2%	52.2%	3.7%
归母净利润增长率	17.1%	1.7%	33.8%	2.4%
盈利能力				
毛利率	34.1%	35.9%	42.3%	41.3%
归母净利率	17.9%	17.9%	19.6%	18.9%
ROE	15.4%	14.1%	17.0%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	25.3%	23.8%	22.9%	18.7%
流动比率	1.66	1.98	2.49	2.83
速动比率	1.12	1.42	1.94	2.27
营运能力				
资产周转率	59.6%	55.7%	60.1%	57.2%
每股资料(元)				
每股收益	2.38	2.42	3.24	3.32
每股经营现金	3.55	4.68	6.15	6.74
估值比率(倍)				
PE	12.4	12.2	9.1	8.9
PB	1.9	1.7	1.5	1.4

分析师声明

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn