

电投能源 (002128.SZ)

电解铝业务确定放量，25年分红54%，煤+铝+电全面深化价值凸显

公司发布2025年业绩公告。2025年公司年实现营业收入301.15亿元，同比增长0.86%；实现归母净利润54.19亿元，同比增长1.45%；2026年一季度营业收入84.13亿元，同比增长11.62%；实现归母净利润20.01亿元，同比增长28.35%。

电解铝业务是全年业绩增长核心引擎。

- 全年实现营收162.47亿元，同比增长2.25%。受益于氧化铝等原材料价格降低，营业成本同比下降7.00%，带动板块毛利率同比大幅提升7.45个百分点至25.09%。
- 25年公司电解铝产销量91/91万吨，同比+1.13%/1.11%，吨售价17852元，同比+1.12%，吨成本13373元，同比-8.02%。

公司电解铝业务增长确定性强。

- 扎铝二期35万吨绿电铝项目已于2025年底启动生产，预计2026年6月实现满产，届时公司电解铝总产能将提升至121万吨。公司2026年计划生产电解铝118.37万吨，新增产能将快速贡献业绩。

电解铝价格步入高景气周期。

- 截至4月15日，中国铝锭（Al≥99.7%）市场含税现款报价上涨，目前在24620~24660元/吨，均价24640元/吨，较昨日上涨300元/吨。供给端约束构成了铝价的核心支撑力量，中东受损产能的复产周期较为漫长，全球铝市场面临持久性的供应缺口，市场普遍认为当前铝价处于长周期上涨的初期阶段。

煤炭业务基本盘稳固。

- 全年实现营收101.40亿元，同比下降4.21%。受人工成本增加等因素影响，营业成本同比上升5.14%，毛利率小幅下降3.97个百分点至55.30%。
- 2025年，公司煤炭销量4820.5万吨，同比微增0.93%，吨煤售价210元/吨，同比-5.1%，远低于市场降幅，体现公司高比例长协对煤炭业绩稳定性贡献，吨煤成本94元/吨，同比+4.2%。

新能源业务高速增长。

- 25年全年实现营收20.04亿元，同比增长21.34%。受益于多个风电项目陆续投产，售电量（不含自备）同比大增31.56%，毛利率提升5.51个百分点至50.21%。防沙治沙风光一体化一期等重点项目建成投产，推动公司新能源总装机规模在2025年底达到674.47万千瓦，占公司电力总装机比例跃升至69.21%。
- 火电业务保持稳定。全年发电量及售电量同比分别下降约4.93%、4.95%，营收基本持平，因燃料费下降，毛利率略有提升。

公司注重股东回报。利润分配预案为每10股派发现金红利10元（含税）。结合已实施的2025年中期分红，全年累计派发现金股利29.14亿元，占归母净利润的53.77%，分红比例大幅提升。

盈利预测、估值及投资评级：考虑到电解铝价格上行及公司26年电解铝产量明显上修，我们提高盈利预测，预计公司2026-2028年营业收入分别为379.79、390.12、392.50亿元，实现归母净利润分别为81.60、82.74、85.40亿元（2026-2027年原预测值为60.56、64.22亿元），对应PE分别为9.0X/8.9X/8.6X，维持“买入”评级。

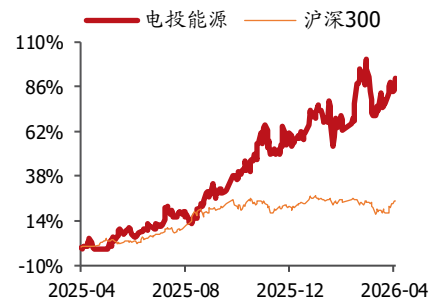
风险提示：下游需求不及预期；煤炭价格不及预期；煤炭产量超预期。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
04月15日收盘价（元）	32.78
总市值（百万元）	73,478.78
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）	21.07

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

- 《电投能源 (002128.SZ)：资产收购落地，“煤电铝”一体化版图再进一步》 2025-11-16
- 《电投能源 (002128.SZ)：业绩超预期，煤+铝龙头，弹性成长兼备》 2025-08-29
- 《电投能源 (002128.SZ)：电解铝贡献弹性，煤电托底，未来可期》 2025-04-25

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	29,859	30,115	37,979	39,012	39,250
增长率 yoy (%)	11.2	0.9	26.1	2.7	0.6
归母净利润 (百万元)	5,342	5,419	8,160	8,274	8,540
增长率 yoy (%)	17.1	1.5	50.6	1.4	3.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.38	2.42	3.64	3.69	3.81
净资产收益率 (%)	15.4	14.2	19.4	18.0	17.1
P/E (倍)	13.8	13.6	9.0	8.9	8.6
P/B (倍)	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 15 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9178	8899	11189	13333	15749
现金	2980	2450	3462	1576	3779
应收票据及应收账款	2012	1925	2539	3700	3678
其他应收款	419	254	512	671	654
预付账款	804	870	937	1703	1720
存货	1258	1388	1604	2399	2730
其他流动资产	1705	2012	2134	3284	3187
非流动资产	42456	47577	50462	51995	53435
长期投资	1147	1240	1470	1747	2067
固定资产	30692	31167	34120	36869	39098
无形资产	4878	4933	5605	6057	6526
其他非流动资产	5739	10238	9267	7322	5743
资产总计	51634	56476	61651	65328	69184
流动负债	5527	7208	8502	8434	8300
短期借款	150	1510	1361	1199	1031
应付票据及应付账款	2744	2835	3555	3612	3618
其他流动负债	2633	2864	3587	3622	3652
非流动负债	7535	5641	4814	3986	3256
长期借款	6733	4840	4099	3358	2618
其他非流动负债	802	801	715	628	638
负债合计	13062	12848	13316	12420	11556
少数股东权益	3969	5428	6186	6935	7708
股本	2242	2242	2242	2242	2242
资本公积	6351	6352	6352	6352	6352
留存收益	25940	29525	33297	37121	41069
归属母公司股东权益	34603	38200	42148	45973	49920
负债和股东权益	51634	56476	61651	65328	69184

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7950	9207	12404	9143	13765
净利润	5871	6530	8918	9023	9313
折旧摊销	2972	3278	3203	3831	4465
财务费用	248	180	250	208	168
投资损失	-83	-80	-114	-117	-118
营运资金变动	-1152	-755	-2	-3966	-224
其他经营现金流	94	55	148	164	160
投资活动现金流	-4448	-7569	-6084	-5382	-5902
资本支出	-4175	-7749	-6058	-5157	-5648
长期投资	-294	147	-225	-275	-302
其他投资现金流	22	33	199	50	48
筹资活动现金流	-2207	-2169	-5308	-5647	-5660
短期借款	-121	1359	-148	-162	-168
长期借款	-741	-1893	-741	-741	-741
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-1345	-1636	-4419	-4744	-4751
现金净增加额	1296	-531	1013	-1886	2203

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29859	30115	37979	39012	39250
营业成本	19691	19022	23708	24673	24573
营业税金及附加	1819	1764	2279	2302	2316
营业费用	64	69	76	70	71
管理费用	979	1024	1234	1248	1256
研发费用	78	41	87	78	79
财务费用	225	156	223	169	151
资产减值损失	-96	-56	5	-10	-10
其他收益	112	95	122	129	130
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	83	80	114	117	118
资产处置收益	9	0	8	8	8
营业利润	7065	8140	10572	10671	11005
营业外收入	31	28	29	30	29
营业外支出	171	140	133	148	141
利润总额	6926	8028	10468	10553	10893
所得税	1055	1498	1549	1530	1579
净利润	5871	6530	8918	9023	9313
少数股东损益	530	1111	758	749	773
归属母公司净利润	5342	5419	8160	8274	8540
EBITDA	10260	11546	13893	14553	15508
EPS (元/股)	2.38	2.42	3.64	3.69	3.81

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	0.9	26.1	2.7	0.6
营业利润(%)	19.5	15.2	29.9	0.9	3.1
归属母公司净利润(%)	17.1	1.5	50.6	1.4	3.2
获利能力					
毛利率(%)	34.1	36.8	37.6	36.8	37.4
净利率(%)	17.9	18.0	21.5	21.2	21.8
ROE(%)	15.4	14.2	19.4	18.0	17.1
ROIC(%)	13.4	13.3	16.7	15.8	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3	22.8	21.6	19.0	16.7
净负债比率(%)	11.9	10.7	5.8	7.0	1.1
流动比率	1.7	1.2	1.3	1.6	1.9
速动比率	1.1	0.8	0.9	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	15.3	15.3	17.0	12.5	10.6
应付账款周转率	6.9	6.8	7.4	6.9	6.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.38	2.42	3.64	3.69	3.81
每股经营现金流(最新摊薄)	3.55	4.11	5.53	4.08	6.14
每股净资产(最新摊薄)	15.44	17.04	18.80	20.51	22.27
估值比率					
P/E	13.8	13.6	9.0	8.9	8.6
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	4.7	5.8	5.5	5.3	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 15 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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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