

电投能源 (002128.SZ)

重大资产重组落地，产业链优势强化

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 煤炭 · 煤炭开采

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦	010-88005312	liumengluan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040001
证券分析师：胡瑞阳	0755-81982908	huruiyang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523060002

事项：

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）》：

1. 交易标的及其主营业务：白音华煤电 100%股权，主营煤炭业务、电解铝业务和发电业务。
2. 交易方案：上市公司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。
3. 交易价格（不含募集配套资金金额）：1,114,919.19 万元。支付方式为，现金对价 156,088.6866 万元，股份对价 958,830.5034 万元。
4. 发行股份购买资产情况：发行价格为 15.57 元/股，除息后为 14.77 元/股，发行数量为 649,174,342 股，占本次发行股份购买资产后（不考虑募集配套资金）公司总股本的 22.46%。

国信煤炭观点：1) 公司重大重组落地，一方面有利于解决公司同业竞争问题，另一方面能够帮助公司提高产能、增厚业绩。根据公司公告，以 2025 年上半年业绩计算，重组后将增厚公司营收约 38%、归母净利润约 27%、资产总额约 46%。2) 标的公司资产优质，本次交易价格约 111.5 亿元，根据标的资产 2025 年 1-9 月未经审计财务报表，白音华煤电 2025 年 1-9 月合并归母净利润约为 14 亿元，预计本次收购 PE 为 5.5~6。同期上市公司 PE 约 11。考虑公司新能源发电、铝业务均具备较好的成长性；长协煤占比较高，煤炭业务稳健；重大资产重组落地，强化煤电铝产业链优势，增厚业绩。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 56/58/60 亿元。维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 重大资产重组落地，有利于上市公司解决同业竞争问题，提高产能、增厚业绩

白音华煤电主营业务为煤炭、电解铝及电力产品的生产和销售。公司煤炭产品主要销售给内蒙古、吉林、辽宁等地区燃煤企业，用于火力发电、煤化工、地方供热等方面；电力产品主要销售给国家电网华北分部、国网内蒙古东部电力有限公司等，用于电力及热力销售等；铝产品主要包括铝液和铝锭，其中铝液主要向周边铝加工企业销售，铝锭主要销往东北、华中、华东地区。公司拥有煤炭产能 1500 万吨/年、电解铝产能 40.53 万吨/年以及 2×660MW 超超临界火力发电机组等。资产重组后，根据公司公告，以 2025 年上半年业绩计算，将增厚公司营收约 38%、归母净利润约 27%、资产总额约 46%。

本次交易完成后，上市公司即期每股收益小幅下降，但根据标的资产 2025 年 1-9 月未经审计财务报表，白音华煤电 2025 年 1-9 月合并归母净利润约为 14 亿元（预计 2025Q3 业绩环比改善），按照该利润水平及上市公司 2025 年 1-9 月（未经审计）归母净利润数据计算，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。

表1: 本次交易对上市公司主要财务指标的影响 (万元)

项目	2025 年 1-6 月/2025 年 6 月 30 日			2024 年度/2024 年 12 月 31 日		
	交易完成前	交易完成后	变化	交易完成前	交易完成后	变化
资产总额	5,497,929.82	8,007,861.93	46%	5,163,428.73	7,657,363.90	48.3%
负债总额	1,498,918.79	3,331,705.90	122%	1,306,223.14	3,240,534.13	148.1%
归属母公司股东所有者权益	3,580,727.09	4,221,712.16	18%	3,460,333.99	3,983,802.74	15.1%
营业总收入	1,446,356.69	1,994,231.35	38%	2,985,905.15	4,103,924.15	37.4%
净利润	329,813.69	406,056.91	23%	587,114.98	732,276.34	24.7%
归属于母公司所有者的净利润	278,657.00	354,895.74	27%	534,161.33	679,309.76	27.2%
资产负债率 (%)	27.26	41.61	53%	25.3	42.32	67.3%
基本每股收益 (元/股)	1.24	1.23	-1%	2.38	2.35	-1.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 标的公司资产优质

电解铝业务营收占比 67%，毛利占比 56.5%。从占比来看，2025H1 标的公司电解铝、煤电、煤炭营收占比分别为 67%、20%、11%，毛利占比分别为 56%、24%、20%。

表2: 白音华煤电主营业务及毛利占比 (万元)

项目	2025 年 1-6 月		2024 年度		2023 年度	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比
煤炭产品	61,721.00	11.22%	177,234.81	15.69%	265,134.99	36.55%
煤电产品	108,092.76	19.65%	208,816.75	18.49%	98,287.78	13.55%
电解铝	368,195.50	66.95%	722,795.98	64.00%	343,088.87	47.30%
其他	11,975.43	2.18%	20,570.50	1.82%	18,900.45	2.61%
合计	549,984.69	100.00%	1,129,418.03	100.00%	725,412.09	100.00%
项目	2025 年 1-6 月		2024 年度		2023 年度	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
煤炭产品	33,077.63	19.56%	89,132.18	28.09%	131,250.65	68.29%
煤电产品	40,032.13	23.67%	74,373.62	23.44%	34,583.85	17.99%
电解铝	95,516.77	56.48%	176,218.20	55.54%	45,980.02	23.92%
其他	502.49	0.30%	-22,469.05	-7.08%	-19,605.78	-10.20%
合计	169,129.03	100.00%	317,254.96	100.00%	192,208.75	100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

一. 国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司露天矿

长协煤占比高，盈利稳健；大规模露天开发，成本较低。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，是一家集煤炭生产、加工、销售于一体的国有大型露天煤矿，煤炭地质储量 9.97 亿吨，年产 1500 万吨/年，是国家重点建设的 13 个大型煤炭基地之一，是国家能源重点发展地区，煤种属于老年褐煤，二号矿煤炭平均发热量为 3100 千卡/千克，具有挥发分高、低硫、低磷、低灰等特点，适宜大规模进行露天矿开发，对外销售主要以长协煤为主，客户为内蒙古大板发电有限责任公司、国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司赤峰新城热电分公司、朝阳燕山湖发电有限公司、阜新发电有限责任公司、中电投锦州港口有限责任公司、吉林电力股份有限公司等。

二. 内蒙古白音华铝电有限公司

技术先进、能效领先。白音华铝电现有电解铝产能 40.53 万吨/年，并配套自备电厂 2×350 兆瓦火电机组以及 75 万千瓦自发自用新能源发电装机。白音华铝电以“建设一流电解铝企业、打造绿色智慧工厂”为目标，融合应用了国内外及行业多项先进技术与设备。其中，采用的 500kA 大型预焙阳极电解槽技术，为行业占比高、技术可靠成熟的槽型。白音华铝电配置以网格化阴极母线、大循环外补偿母线及磷生铁阴极浇铸等技术，槽况运行平稳、能效指标先进。

成本有下降空间。现厂区内建设有三个 5MW 分布式光伏电站，一座 200MW 集中式光伏电站，在建 1 座 5MW 分布式光伏电站，在建 350MW 风电发电项目，计划在 2025 年末全部并网发电，届时绿色能源总装机容量

达到 570MW。此外标的公司从 2026 年开始计划对电解槽进行节能改造，参考改造项目可研报告，生产每吨铝耗电量从 13,308.43KWh 逐步下降到 13,054.43KWh。

表3：白音华铝电主要财务指标（万元）

资产负债项目	2025 年 6 月 30 日	2024 年 12 月 31 日
资产总额	756,127.55	782,839.21
负债总额	504,185.72	576,914.18
所有者权益	251,941.83	205,925.03
归属于母公司所有者权益	251,941.83	205,925.03
利润表项目	2025 年 1-6 月	2024 年 10-12 月
营业收入	372,918.76	186,314.67
营业成本	301,260.93	176,292.38
利润总额	50,215.39	-7,461.81
净利润	37,105.67	-6,297.13
归属于母公司股东的净利润	37,105.67	-6,297.13
现金流量项目	2025 年 1-6 月	2024 年 10-12 月
经营活动现金净流量	83,282.33	1,980.71
投资活动现金净流量	-1,616.51	-5,597.45
筹资活动现金净流量	-81,839.56	4,641.97
现金及现金等价物净增加额	-173.74	1,025.24

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三．国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司坑口发电分公司

坑口煤炭就地转化&重点保供项目，盈利稳健。坑口发电分公司位于内蒙古锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗白音华化工园区，主要开展火电业务，将燃煤产生的热能转换为动能以生产电能，拥有 2×660MW 超超临界火力发电机组，项目于 2021 年 8 月开工建设，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。作为国家发展改革委重点保供项目、国家能源局督办的重点保供项目，采用煤电一体化运营模式，燃料由露天二号矿供应，实现煤炭就地转化及电力外送。

四．国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司赤峰新城热电分公司

赤峰新城热电分公司位于赤峰市松山区，是赤峰市最大的供热热源点，企业拥有 2 台 300MW 亚临界空冷燃煤供热机组，总装机容量 600MW，工程于 2015 年 4 月开工建设，两台机组分别是于 2017 年 8 月和 10 月投产。除发电外，承担着向赤峰市中心城区居民采暖供热任务。

◆ 业绩补偿协议保护上市公司利益

一．国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司露天矿采矿权（以下简称“采矿权”）业绩承诺情况

根据相关评估报告，采矿权的评估值为人民币 132,927.61 万元，在 2026 年度、2027 年度、2028 年度、2029 年度预计实现的扣除非经常性损益后的净利润分别为 55,430.77 万元、55,430.77 万元、55,430.77 万元和 57,517.47 万元。

（1）如本次交易于 2026 年实施完毕，则采矿权在 2026 年度、2027 年度及 2028 年度累计实现扣非净利润数不低于 166,292.31 万元。（2）如本次交易于 2027 年实施完毕，则采矿权在 2027 年度、2028 年度及 2029 年度累计实现扣非净利润数不低于 168,379.01 万元。

二．内蒙古白音华铝电有限公司股东全部权益（以下简称“铝电资产”）业绩承诺情况

根据相关评估报告，铝电资产的评估值为人民币 441,967.21 万元，在 2026 年度、2027 年度、2028 年度、2029 年度预计实现的扣除非经常性损益后的净利润分别为 67,771.91 万元、52,757.21 万元、52,613.74 万元和 52,812.64 万元。

（1）如本次交易于 2026 年实施完毕，业绩承诺期为 2026 年度、2027 年度及 2028 年度，则铝电资产于 2026 年、2027 年和 2028 年的净利润为 67,771.91 万元、52,757.21 万元和 52,613.74 万元。（2）如本

次交易于 2027 年实施完毕,业绩承诺期为 2027 年度、2028 年度及 2029 年度,则铝电资产于 2027 年、2028 年和 2029 年的净利润为 52,757.21 万元、52,613.74 万元和 52,812.64 万元。

在业绩承诺期的每期期末,铝电资产实现的净利润应不低于铝电资产同期累计承诺净利润。

◆ 投资建议:维持“优于大市”评级。

考虑公司新能源发电、铝业务均具备较好的成长性;长协煤占比较高,煤炭业务稳健;重大资产重组落地,强化煤电铝产业链优势,增厚业绩。我们维持盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润为 56/58/60 亿元。维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

相关研究报告:

《电投能源(002128.SZ)-成本上涨业绩承压,铝业务弹性及新能源成长仍可期》——2025-08-29

《电投能源(002128.SZ)-煤价下行拖累业绩,关注铝业务弹性及新能源业务成长性》——2025-04-29

《电投能源(002128.SZ)-煤电铝协同发展,成长稳健》——2024-11-19

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1693	2980	2980	3839	7117	营业收入	26846	29859	31236	33866	36024
应收款项	2181	2432	2544	2758	2934	营业成本	18307	19691	20572	22615	24302
存货净额	1446	1258	1283	1406	1502	营业税金及附加	1631	1819	1903	2063	2195
其他流动资产	1823	2509	2624	2845	3027	销售费用	61	64	67	73	78
流动资产合计	7143	9178	9431	10848	14580	管理费用	883	979	1024	1111	1181
固定资产	33024	33691	37799	40551	41431	研发费用	32	78	82	89	94
无形资产及其他	4784	4878	4740	4601	4463	财务费用	145	225	218	211	175
投资性房地产	2774	2740	2740	2740	2740	投资收益	139	83	83	83	83
长期股权投资	776	1147	1517	1888	2258	资产减值及公允价值变动	(44)	(97)	(131)	(131)	(131)
资产总计	48501	51634	56227	60629	65473	其他收入	0	(1)	30	23	17
短期借款及交易性金融负债	654	703	1079	703	703	营业利润	5913	7065	7433	7768	8062
应付款项	2939	2744	2799	3067	3277	营业外净收支	(60)	(139)	(139)	(139)	(139)
其他流动负债	2224	2080	2126	2330	2490	利润总额	5852	6926	7294	7629	7923
流动负债合计	5816	5527	6004	6100	6470	所得税费用	832	1055	1111	1162	1207
长期借款及应付债券	7474	6733	6733	6733	6733	少数股东损益	461	530	558	650	674
其他长期负债	906	802	802	803	805	归属于母公司净利润	4560	5342	5625	5817	6042
长期负债合计	8381	7535	7535	7536	7538	现金流量表（百万元）					
负债合计	14197	13062	13539	13636	14008		2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3417	3969	4340	4773	5222	净利润	4560	5342	5625	5817	6042
股东权益	30887	34603	38348	42220	46243	资产减值准备	(53)	51	5	6	4
负债和股东权益总计	48501	51634	56227	60629	65473	折旧摊销	2219	2815	3388	3750	4124
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	44	97	131	131	131
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	145	225	218	211	175
每股收益	2.03	2.38	2.51	2.60	2.70	营运资本变动	810	(1104)	(140)	(79)	(77)
每股红利	0.94	0.83	0.84	0.87	0.90	其它	385	302	366	426	444
每股净资产	13.78	15.44	17.11	18.84	20.63	经营活动现金流	7964	7502	9376	10052	10670
ROIC	13.09%	14.03%	14%	13%	13%	资本开支	0	(3283)	(7501)	(6501)	(5001)
ROE	14.76%	15.44%	15%	14%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	32%	34%	34%	33%	33%	投资活动现金流	(90)	(3654)	(7872)	(6872)	(5372)
EBIT Margin	22%	24%	24%	23%	23%	权益性融资	0	38	0	0	0
EBITDA Margin	30%	34%	35%	34%	34%	负债净变化	(801)	(741)	0	0	0
收入增长	0%	11%	5%	8%	6%	支付股利、利息	(2110)	(1859)	(1880)	(1945)	(2020)
净利润增长率	14%	17%	5%	3%	4%	其它融资现金流	(2218)	2599	376	(376)	0
资产负债率	36%	33%	32%	30%	29%	融资活动现金流	(8039)	(2561)	(1504)	(2321)	(2020)
股息率	4.6%	4.1%	4.1%	4.3%	4.4%	现金净变动	(166)	1287	0	859	3278
P/E	10.0	8.5	8.1	7.8	7.6	货币资金的期初余额	1859	1693	2980	2980	3839
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1693	2980	2980	3839	7117
EV/EBITDA	7.3	5.8	5.4	5.1	4.9	企业自由现金流	0	4554	2179	3880	5975
						权益自由现金流	0	6412	2371	3325	5827

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032