

《蒙智观察》系列

上市公司分析研究报告

——电投能源 (002128)

编制单位：内蒙古蒙智资本运营研究有限公司

编制日期：2024年2月

目 录

| | |
|----------------------------|-----------|
| 第一章 基本情况 | 1 |
| 一、历史沿革..... | 1 |
| 二、股权结构..... | 3 |
| 2.1 股本结构及其变动情况..... | 3 |
| 2.2 前十名股东及其持股情况 | 3 |
| 2.3 控股股东、实际控制人情况 | 4 |
| 第二章 业务与盈利模式 | 5 |
| 一、 业务模式 | 5 |
| 1.1 主营业务 | 5 |
| 1.2 主要产品 | 6 |
| 1.3 营收分析 | 7 |
| 二、 采购模式 | 9 |
| 三、 生产模式 | 10 |
| 3.1 煤炭 | 10 |
| 3.2 电解铝..... | 11 |
| 3.3 电力 | 11 |
| 四、 销售模式 | 11 |
| 4.1 煤炭 | 12 |
| 4.2 电解铝..... | 12 |
| 4.3 电力 | 12 |
| 第三章 行业分析 | 12 |
| 一、 政策背景 | 12 |
| 二、 行业概况 | 15 |
| 2.1 煤炭 | 15 |
| 2.2 电解铝..... | 17 |
| 2.3 火电 | 18 |
| 2.4 绿电 | 20 |
| 第四章 财务分析 | 21 |
| 一、 2023 年三季度财报数据与关键指标..... | 21 |
| 二、 经营情况分析与未来盈利展望 | 24 |
| 2.1 经营情况分析 | 24 |
| 2.2 盈利预测 | 26 |

第一章 基本情况

一、历史沿革

内蒙古电投能源股份有限公司是集煤、电、铝、新能源业务为一体的综合能源企业。前身是霍林河矿务局，经内蒙古自治区人民政府（内政股批字[2001]60号文）文件批准，由霍煤集团为主发起人，联合中国信达、纽森特、霍利物资、沈阳铁路发展、东电茂霖、太原重机、湘潭电机、中煤工程设计院、中国矿业大学、辽宁工程技术大学11家战略投资者共同发起设立的股份有限公司，企业法人营业执照号为150000000004468。2001年12月18日，电投能源在内蒙古自治区工商行政管理局注册登记，注册资本23,000万元。

根据公司2005年12月2日第二次临时股东大会决议，电投能源以2005年10月31日为基准日，向全体股东以法定盈余公积金转增股本1,702万股，并送红股14,628万股，合计增加股本16,330万股。变更后公司的注册资本为39,330万元。

根据公司2006年11月4日第二次临时股东大会决议，以2006年6月30日为基准日，向全体股东以法定盈余公积转增股本，以未分配利润送红股，共计增加股本18,288.45万元。变更后电投能源的注册资本为57,618.45万元。

2007年3月28日中国证监会以证监发行字（2007）61号文件批准公司公开发行普通股A股7800万股，公司股票于2007年4月18日正式在深圳证券交易所挂牌上市，正式登陆A股市场。

2014年中国证监会以（证监许可[2014]1045号文）文件核准电投能源非公开发行普通股A股，公司非公开发行普通股A股307,692,307股，注册资本增加30,769.2307万元，变更后认缴的注册资本为人民币163,437.8473万元。公司注册地址：内蒙古霍林郭勒市哲里木大街（霍矿珠斯花区）。

根据中国证券监督管理委员会核发的《关于核准内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司向中电投蒙东能源集团有限责任公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2018】2066号），2019年5月27日，电投能源向公司控股股东中电投蒙东能源集团有限责任公司发行154,161,602股股份，注册资本增加15,416.16万元，变

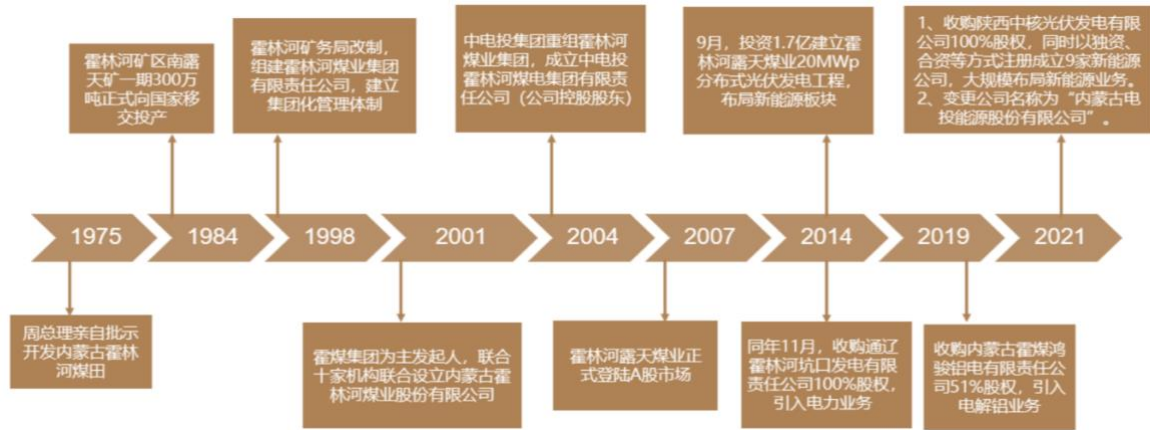
更后的注册资本为人民币 178,854.01 万元；2019 年 8 月 6 日，公司以非公开发行股票方式发行人民币普通股 133,033,418 股募集配套资金，本公司注册资本增加 13,303.3418 万元，变更后的注册资本为人民币 192,157.35 万元。

2021 年 11 月，经深圳证券交易所核准，电投能源公司名称由“内蒙古霍林河露天煤业股份有限公司”变更为“内蒙古电投能源股份有限公司”，公司证券简称由“露天煤业”变更为“电投能源”，证券代码保持不变，仍为“002128”。

电投能源主要从事煤炭产品生产、加工和销售，位于内蒙古东部通辽市霍林郭勒。公司拥有的霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，是国内五大露天煤矿之一。电投能源煤炭核准产能 4,600 万吨，属于国内大型现代化露天煤矿。公司褐煤主要销往内蒙古东部、辽宁省、吉林省地区内按照褐煤理化指标设计或可掺烧褐煤的电厂。公司生产工艺为露天开采，煤炭产品为优质褐煤，平均发热量为 3100 大卡/千克，具有低硫、低磷、高挥发分、高灰熔点的特性，符合环保要求，主要用作电厂燃料。

电投能源的火电经营主体为全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司，拥有 2 组在运 600 万千瓦火电机组，是东北电网直调火电厂主力调峰机组。2019 年公司购买公司控股股东蒙东能源持有的霍煤鸿骏 51% 股权。霍煤鸿骏拥有 121 万吨/年电解铝产能指标，同时配套装机容量 180 万千瓦的火电以及 30 万千瓦的风电。公司在收购后快速进入电解铝业务领域，火电业务规模得以进一步扩大，形成用煤发电、用电炼铝、以铝带电、以电促煤的“煤电铝”一体化的循环经济产业链。

同时，电投能源通过积极布局光伏、风电项目向下游新能源领域延伸，“十四五”期间公司规划新能源装机规模将达到 1000 万千瓦以上。当前，电投能源已形成煤电铝一体化的产业链布局，循环经济优势显著，公司步入高质量发展快车道。



资料来源：德邦证券研究所

二、股权结构

2.1 股本结构及其变动情况

截至 2023 年 10 月 11 日为止，电投能源总股本为 224,157.35 万股，其中流通 A 股为 211,357.35 万股，占总股本的 94.29%，限售 A 股为 12,800.00 万股，占总股本的 5.71%，限售 A 股中全部为国有法人所持 12,800.00 万股。

| 股本变动明细(单位:万股) | 2023-10-11 | 2023 中报 | 2023-03-31 | 2022 年报 | 2022-12-14 | 2022-12-12 | 2022 中报 | 2021 年报 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 总股本 | 224,157.35 | 224,157.35 | 224,157.35 | 192,157.35 | 192,157.35 | 192,157.35 | 192,157.35 | 192,157.35 |
| 流通股(流通 A 股) | 211,357.35 | 192,157.35 | 192,157.29 | 192,157.29 | 192,157.29 | 176,741.13 | 176,741.13 | 176,741.11 |
| 限售股(限售 A 股) | 12,800.00 | 32,000.00 | 32,000.06 | 0.06 | 0.06 | 15,416.22 | 15,416.22 | 15,416.24 |
| 国有法人持股 | 12,800.00 | 16,800.00 | 16,800.00 | -- | -- | 15,416.16 | 15,416.16 | 15,416.16 |
| 其他内资持股合计 | -- | 14,760.00 | 14,760.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 0.08 |
| 境内法人持股 | -- | 13,960.00 | 13,960.00 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 高管持股 | -- | -- | 0.06 | -- | 0.06 | 0.06 | -- | -- |
| 其他境内自然人持股 | -- | 800.00 | 800.00 | 0.06 | -- | -- | 0.06 | 0.08 |
| 外资持股合计 | -- | 440.00 | 440.00 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 境外法人持股 | -- | 440.00 | 440.00 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 股本变动原因 | 配售股份上市 | 定期报告 | 非公开发行股票 | 定期报告 | 配售股份上市 | 股东性质变更 | 定期报告 | 定期报告 |
| 公告日期 | 2023-09-28 | 2023-08-25 | 2023-03-30 | 2023-04-26 | 2022-12-12 | 2022-12-12 | 2022-08-30 | 2022-04-15 |
| 变动日期 | 2023-10-11 | 2023-06-30 | 2023-03-31 | 2022-12-31 | 2022-12-14 | 2022-12-12 | 2022-06-30 | 2021-12-31 |

数据来源：同花顺 iFinD

2.2 前十名股东及其持股情况

| 股东名称 | 持股数量（股） | 参考市值（亿元） | 占总股本比例 | 变动方向 | 变动股数（股） | 变动比例 | 限售股（股） | 股本性质 | 股东性质 |
|----------------------------------|---------------|----------|--------|------|-----------|-------|-------------|-------------|--------|
| 中电投蒙东能源集团有限责任公司 | 1,250,022,721 | 172.00 | 55.77% | 不变 | 0 | 0.00% | 128,000,000 | 受限流通股, 流通A股 | 国有法人 |
| 太平人寿保险有限公司-传统-普通保险产品-022L-CT001深 | 80,000,000 | 11.01 | 3.57% | 不变 | 0 | 0.00% | 80,000,000 | 受限流通股 | 其他 |
| 华能国际电力开发公司 | 64,267,352 | 8.84 | 2.87% | 不变 | 0 | 0.00% | 0 | 流通A股 | 国有法人 |
| 内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司 | 43,662,306 | 6.01 | 1.95% | 不变 | 0 | 0.00% | 0 | 流通A股 | 国有法人 |
| 中国国有企业结构调整基金二期股份有限公司 | 40,000,000 | 5.50 | 1.78% | 不变 | 0 | 0.00% | 40,000,000 | 受限流通股 | 国有法人 |
| 全国社保基金一一八组合 | 31,580,402 | 4.35 | 1.41% | 不变 | 0 | 0.00% | 0 | 流通A股 | 其他 |
| 香港中央结算有限公司 | 28,255,712 | 3.89 | 1.26% | 增加 | 3,859,913 | 0.17% | 0 | 流通A股 | 境外法人 |
| 济南瀚祥投资管理合伙企业(有限合伙) | 20,000,000 | 2.75 | 0.89% | 不变 | 0 | 0.00% | 20,000,000 | 受限流通股 | 境内非自然人 |
| 高淑贞 | 17,393,700 | 2.39 | 0.78% | 增加 | 820,900 | 0.04% | 0 | 流通A股 | 境内自然人 |
| 宣俊杰 | 17,276,748 | 2.38 | 0.77% | 增加 | 2,372,900 | 0.11% | 0 | 流通A股 | 境内自然人 |
| 合计 | 1,592,458,941 | 219.12 | 71.05% | -- | -- | -- | 268,000,000 | -- | -- |

数据来源：电投能源 2023 年三季度报

2.3 控股股东、实际控制人情况

（1）控股股东情况

控股股东性质：中央国有控股

控股股东类型：法人

控股股东名称：中电投蒙东能源集团有限责任公司

法定代表人/单位负责人：刘建平

成立日期：1999 年 12 月 23 日

组织机构代码：统一社会信用代码 91150500701347218W

主要经营业务：许可项目：煤炭开采；发电业务、输电业务、供（配）电业务；公共铁路运输；天然水收集与分配；建设工程质量检测；水产养殖；自来水生产与供应；餐饮服务；住宿服务；输电、供电、受电电力设施的安装、维修和试验；建设工程施工；热力生产和供应。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：再生资源销售；煤炭洗选；常用有色金属冶炼；有色金属压延加工；化工

产品生产（不含许可类化工产品）；化工产品销售（不含许可类化工产品）；水资源管理；土地使用权租赁；机械设备租赁；铁路运输辅助活动；装卸搬运；非居住房地产租赁；住房租赁；煤炭及制品销售；环保咨询服务；招投标代理服务；业务培训（不含教育培训、职业技能培训等需取得许可的培训）；特种作业人员安全技术培训；工程管理服务；餐饮管理；广告制作；广告设计、代理；广告发布；机械零件、零部件销售；机械零件、零部件加工；余热余压余气利用技术研发。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

（2）实际控制人情况

电投能源公司最终实际控制人为国务院国资委，实际控制人是国家电力投资集团有限公司，公司是国电投下属唯一煤炭资产上市公司。

实际控制人性质：中央国资管理机构

实际控制人类型：法人

实际控制人名称：国家电力投资集团有限公司

法定代表人/单位负责人：钱智民

成立日期：2003年03月31日

组织机构代码：统一社会信用代码 911100007109310534

主要经营业务：项目投资；电源、电力、热力、铝土矿、氧化铝、电解铝的开发、建设、经营、生产及管理（不在北京地区开展）；电能设备的成套、配套、监造、运行及检修；销售电能及配套设备、煤炭（不在北京地区开展实物煤的交易、储运活动）；铁路运输；施工总承包；专业承包；工程建设与监理；招投标服务及代理；技术开发、技术咨询、技术服务；电力及相关业务的咨询服务；物业管理；货物进出口；技术进出口；代理进出口。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；铁路运输以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

第二章 业务与盈利模式

一、 业务模式

1.1 主营业务

内蒙古电投能源股份有限公司主营业务为煤炭和铝、电力、新能源业务，公司主要产品是煤炭、电解铝以及电力产品。公司经过近年来的发展，已经成为蒙东和东北地区褐煤龙头企业，煤炭产品质量稳定，销售服务体系完善，品牌形象根深蒂固，形成了比较稳定的用户群和市场网络。

公司经营范围：煤炭开采；矿产资源勘查；测绘服务；道路货物运输（不含危险货物）；电气安装服务；建设工程设计；建设工程施工；发电业务、输电业务、供（配）电业务；热力生产和供应；煤炭及制品销售；土石方工程施工；矿山机械销售；建筑工程用机械销售；发电机及发电机组销售；建筑材料销售；化工产品销售（不含许可类化工产品）；金属材料销售；电气设备修理；通用设备制造（不含特种设备制造）；机械零件、零部件加工；机械零件、零部件销售；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；非居住房地产租赁；住房租赁；机械设备租赁；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；肥料销售；工程管理服务；招投标代理服务；供冷服务；特种作业人员安全技术培训；业务培训（不含教育培训、职业技能培训等需取得许可的培训）；水资源管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

1.2 主要产品

（1）煤炭

电投能源每年核定产能 4600 万吨，经过多年耕耘，公司已成为大东北地区褐煤销售龙头企业，煤炭产品质量稳定，销售服务体系成熟，品牌形象根深蒂固，形成了比较稳定的用户群和市场网络。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。

（2）电解铝

电投能源控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司目前拥有年产 86 万吨电解铝生产线，公司生产、销售主要包括铝液、铝锭和多品种铝产品。其中，铝液主要销售给周边铝加工企业，铝锭及多品种铝主要销往东北、华北地区。霍煤鸿骏铝电同时具备成本优势，并逐步加快智慧工厂建设步伐。

（3）火电

电投能源火电装机 120 万千瓦，所属霍林河坑口电厂是依托露天煤矿而建的大型坑口火电机组。公司火电产品主要销售给国家电网东北分部，用于电力及热力销售等。霍林河坑口电厂主要燃用自有低热值煤炭，原煤价格、运输成本较为低廉，所发电力主要向东北地区负荷中心辽宁省输送，是东北地区主力供电机组，年平均利用小时达到 4500 小时以上，是东北地区盈利能力较强的火力发电机组之一。

（4）绿电

电投能源新能源装机 312 万千瓦，绿电产品主要销售给国家电网东北分部及蒙西电网等。下属项目公司主要在内蒙古地区，山西、湖南、湖北、河南、山东、陕西地区零散分布。公司在内蒙古区域新能源装机 276.5 万千瓦时，依托区域良好的风、光资源优势以及电力分公司局域网自有产业就地消纳，风电、光伏利用小时数分别高于区域平均水平 340、110 小时，有着较强的盈利能力。

1.3 营收分析

（1）按产品分类

（单位：万元）

| 数据类型 | 2022 年报 | | | 2021 年报 | | | 2020 年报 | | | 2019 年报 | | |
|------|--------------|---------|---------|--------------|--------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|---------|
| | 指标数值 | 同比变化率 | 结构占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构占比 |
| 营业收入 | 2,679,290.03 | 8.59% | 100.00% | 2,467,256.88 | 22.91% | 100.00% | 2,007,392.41 | 4.80% | 100.00% | 1,915,500.07 | 7.81% | 100.00% |
| 电解铝 | 1,504,280.45 | 4.20% | 56.14% | 1,443,677.98 | 28.89% | 58.51% | 1,120,092.13 | 4.27% | 55.80% | 1,074,266.21 | — | 56.08% |
| 煤炭 | 840,641.35 | 12.50% | 31.38% | 747,219.07 | 13.45% | 30.29% | 658,607.08 | 5.27% | 32.81% | 625,645.23 | -4.47% | 32.66% |
| 其他 | 62,066.25 | 33.19% | 2.32% | 46,598.14 | 37.49% | 1.89% | 33,892.64 | 21.18% | 1.69% | 27,969.89 | -14.75% | 1.46% |
| 电力产品 | 272,301.99 | 19.74% | 10.16% | 227,416.12 | 16.74% | 9.22% | 194,800.56 | 3.83% | 9.70% | 187,618.74 | 38.72% | 9.79% |
| 营业成本 | 1,838,435.57 | 13.04% | 100.00% | 1,626,292.06 | 17.75% | 100.00% | 1,381,177.42 | -0.85% | 100.00% | 1,392,953.34 | 6.23% | 100.00% |
| 电解铝 | 1,229,367.66 | 15.18% | 66.87% | 1,067,347.49 | 18.55% | 65.63% | 900,314.70 | -4.14% | 65.18% | 939,168.67 | — | 67.42% |
| 煤炭 | 422,847.98 | 7.84% | 23.00% | 392,097.05 | 15.27% | 24.11% | 340,166.65 | 4.82% | 24.63% | 324,529.10 | -10.87% | 23.30% |
| 其他 | 12,670.64 | 27.91% | 0.69% | 9,906.04 | 40.98% | 0.61% | 7,026.38 | 3.39% | 0.51% | 6,796.18 | 14.87% | 0.49% |
| 电力产品 | 173,549.30 | 10.66% | 9.44% | 156,834.57 | 17.33% | 9.64% | 133,669.69 | 9.15% | 9.68% | 122,459.40 | 41.76% | 8.79% |
| 毛利 | 840,854.46 | -0.01% | 100.00% | 840,964.82 | 34.29% | 100.00% | 626,214.99 | 19.84% | 100.00% | 522,546.73 | 12.25% | 100.00% |
| 电解铝 | 274,912.79 | -26.95% | 32.69% | 376,330.49 | 71.23% | 44.75% | 219,777.43 | 62.68% | 35.10% | 135,097.54 | — | 25.85% |

| | | | | | | | | | | | | |
|-------|----------------|---------|--------|----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|----------------|---------|--------|
| 煤炭 | 417.7 93.37 | 17.65% | 49.69% | 355.1 22.02 | 11.52% | 42.23% | 318.4 40.43 | 5.75% | 50.85% | 301.1 16.13 | 3.55% | 57.62% |
| 其他 | 49.39 5.61 | 34.62% | 5.87% | 36.69 2.10 | 36.57% | 4.36% | 26.86 6.26 | 26.88% | 4.29% | 21.17 3.71 | -21.27% | 4.05% |
| 电力产品 | 98.75 2.69 | 39.91% | 11.74% | 70.58 1.55 | 15.46% | 8.39% | 61.13 0.87 | -6.18% | 9.76% | 65.15 9.34 | 33.34% | 12.47% |
| 毛利率 | 31.38 % | -7.93% | -- | 34.09 % | 9.26% | -- | 31.20 % | 14.35% | -- | 27.28 % | 4.12% | -- |
| 电 解 铝 | 18.28 % | -29.89% | -- | 26.07 % | 32.85% | -- | 19.62 % | 56.02% | -- | 12.58 % | -- | -- |
| 煤炭 | 49.70 % | 4.57% | -- | 47.53 % | -1.71% | -- | 48.35 % | 0.46% | -- | 48.13 % | 8.39% | -- |
| 其他 | 79.59 % | 1.07% | -- | 78.74 % | -0.67% | -- | 79.27 % | 4.71% | -- | 75.70 % | -7.64% | -- |
| 电力产品 | 36.27 % | 16.85% | -- | 31.04 % | -1.10% | -- | 31.38 % | -9.64% | -- | 34.73 % | -3.87% | -- |

数据来源：同花顺 iFinD

(2) 按行业分类

(单位：万元)

| 数据类型 | 2022 年报 | | | 2021 年报 | | | 2020 年报 | | | 2019 年报 | | |
|--------|--------------|---------|---------|--------------|--------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|---------|
| | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 |
| 营业收入 | 2,679,290.03 | 8.59% | 100.00% | 2,467,256.88 | 22.91% | 100.00% | 2,007,392.41 | 4.80% | 100.00% | 1,915,500.07 | 7.81% | 100.00% |
| 有色金属冶炼 | 1,523,660.22 | 4.32% | 56.87% | 1,460,601.98 | 29.67% | 59.20% | 1,126,410.74 | 4.14% | 56.11% | 1,081,654.65 | -- | 56.47% |
| 煤炭 | 880,464.99 | 13.60% | 32.86% | 775,046.12 | 13.22% | 31.41% | 684,547.76 | 6.23% | 34.10% | 644,405.72 | -6.15% | 33.64% |
| 电力行业 | 275,164.83 | 20.02% | 10.27% | 229,263.22 | 16.71% | 9.29% | 196,433.91 | 3.69% | 9.79% | 189,439.69 | 38.94% | 9.89% |
| 营业成本 | 1,838,435.57 | 13.04% | 100.00% | 1,626,292.06 | 17.75% | 100.00% | 1,381,177.42 | -0.85% | 100.00% | 1,392,953.34 | 6.23% | 100.00% |
| 有色金属冶炼 | 1,236,562.83 | 15.23% | 67.26% | 1,073,114.69 | 18.99% | 65.99% | 901,860.18 | -4.32% | 65.30% | 942,556.25 | -- | 67.67% |
| 煤炭 | 427,484.80 | 8.11% | 23.25% | 395,406.50 | 14.57% | 24.31% | 345,130.26 | 5.35% | 24.99% | 327,613.67 | -11.43% | 23.52% |
| 电力行业 | 174,387.94 | 10.61% | 9.49% | 157,663.97 | 17.50% | 9.69% | 134,186.99 | 9.29% | 9.72% | 122,783.42 | 41.91% | 8.81% |
| 毛利 | 840,854.46 | -0.01% | 100.00% | 840,964.82 | 34.29% | 100.00% | 626,214.99 | 19.84% | 100.00% | 522,546.73 | 12.25% | 100.00% |
| 有色金属冶炼 | 287,097.38 | -25.91% | 34.14% | 387,487.29 | 72.56% | 46.08% | 224,550.57 | 61.43% | 35.86% | 139,098.40 | -- | 26.62% |
| 煤炭 | 452,980.19 | 19.32% | 53.87% | 379,639.63 | 11.85% | 45.14% | 339,417.50 | 7.14% | 54.20% | 316,792.06 | 0.02% | 60.62% |
| 电力行业 | 100,776.89 | 40.75% | 11.99% | 71,599.25 | 15.02% | 8.51% | 62,246.93 | -6.62% | 9.94% | 66,656.27 | 33.78% | 12.76% |
| 毛利率 | 31.38% | -7.93% | -- | 34.09% | 9.26% | -- | 31.20% | 14.35% | -- | 27.28% | 4.12% | -- |
| 有色金属冶炼 | 18.84% | -28.97% | -- | 26.53% | 33.08% | -- | 19.94% | 55.02% | -- | 12.86% | -- | -- |
| 煤炭 | 51.45% | 5.03% | -- | 48.98% | -1.21% | -- | 49.58% | 0.86% | -- | 49.16% | 6.57% | -- |
| 电力行业 | 36.62% | 17.27% | -- | 31.23% | -1.45% | -- | 31.69% | -9.94% | -- | 35.19% | -3.71% | -- |

数据来源：同花顺 iFinD

(3) 按地区分类

(单位：万元)

| 数据类型 | 2022 年报 | | | 2021 年报 | | | 2020 年报 | | | 2019 年报 | | |
|------|--------------|--------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|---------|--------------|---------|---------|
| | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 | 指标数值 | 同比变化率 | 结构化占比 |
| 营业收入 | 2,679,290.03 | 8.59% | 100.00% | 2,467,256.88 | 22.91% | 100.00% | 2,007,392.41 | 4.80% | 100.00% | 1,915,500.07 | 7.81% | 100.00% |
| 内蒙古 | 1,858,905.84 | 4.27% | 69.38% | 1,782,726.51 | 29.20% | 72.26% | 1,379,864.68 | 13.57% | 68.74% | 1,215,011.46 | 194.36% | 63.43% |
| 辽宁 | 439,141.53 | 15.88% | 16.39% | 378,956.86 | 15.39% | 15.36% | 328,422.07 | -8.62% | 16.36% | 359,403.03 | 35.85% | 18.76% |
| 吉林 | 233,190.30 | 13.50% | 8.70% | 205,457.00 | 43.23% | 8.33% | 143,441.14 | -23.49% | 7.15% | 187,470.79 | 34.77% | 9.79% |

| | | | | | | | | | | | | |
|-------------|--------------|----------|---------|--------------|---------|---------|--------------|---------|---------|--------------|----------|---------|
| 华北 | 92,321.01 | -1.65% | 3.45% | 93,865.55 | -31.89% | 3.80% | 137,806.48 | 17.21% | 6.86% | 117,571.73 | 1699.06% | 6.14% |
| 华东 | 55,731.36 | 1327.04% | 2.08% | 3,905.39 | -78.13% | 0.16% | 17,858.04 | -50.45% | 0.89% | 36,043.06 | -- | 1.88% |
| 营业成本 | 1,838,435.57 | 13.04% | 100.00% | 1,626,292.06 | 17.75% | 100.00% | 1,381,177.42 | -0.85% | 100.00% | 1,392,953.34 | 6.23% | 100.00% |
| 内蒙古 | 1,336,234.58 | 10.22% | 72.68% | 1,212,287.38 | 24.78% | 74.54% | 971,578.25 | 6.77% | 70.34% | 909,994.21 | 304.15% | 65.33% |
| 辽宁 | 270,605.36 | 14.83% | 14.72% | 235,664.91 | 12.12% | 14.49% | 210,187.35 | -12.15% | 15.22% | 239,256.12 | 56.91% | 17.18% |
| 吉林 | 116,707.00 | 5.61% | 6.35% | 110,507.75 | 42.92% | 6.80% | 77,319.98 | -31.25% | 5.60% | 112,468.68 | 51.58% | 8.07% |
| 华北 | 69,972.55 | 8.01% | 3.81% | 64,781.08 | -39.79% | 3.98% | 107,588.86 | 8.98% | 7.79% | 98,724.31 | 2059.65% | 7.09% |
| 华东 | 44,916.08 | 1425.67% | 2.44% | 2,944.03 | -79.70% | 0.18% | 14,502.98 | -55.39% | 1.05% | 32,510.02 | -- | 2.33% |
| 毛利 | 840,854.46 | -0.01% | 100.00% | 840,964.82 | 34.29% | 100.00% | 626,214.99 | 19.84% | 100.00% | 522,546.73 | 12.25% | 100.00% |
| 内蒙古 | 522,671.26 | -8.37% | 62.16% | 570,439.13 | 39.72% | 67.83% | 408,286.44 | 33.86% | 65.20% | 305,017.25 | 62.59% | 58.37% |
| 辽宁 | 168,536.16 | 17.62% | 20.04% | 143,291.95 | 21.19% | 17.04% | 118,234.72 | -1.59% | 18.88% | 120,146.90 | 7.19% | 22.99% |
| 吉林 | 116,483.30 | 22.68% | 13.85% | 94,949.25 | 43.60% | 11.29% | 66,121.16 | -11.84% | 10.56% | 75,002.12 | 15.56% | 14.35% |
| 华北 | 22,348.46 | -23.16% | 2.66% | 29,084.48 | -3.75% | 3.46% | 30,217.62 | 60.33% | 4.83% | 18,847.42 | 859.70% | 3.61% |
| 华东 | 10,815.28 | 1025.00% | 1.29% | 961.36 | -71.35% | 0.11% | 3,355.06 | -5.04% | 0.54% | 3,533.04 | -- | 0.68% |
| 毛利率 | 31.38% | -7.93% | -- | 34.09% | 9.26% | -- | 31.20% | 14.35% | -- | 27.28% | 4.12% | -- |
| 内蒙古 | 28.12% | -12.13% | -- | 32.00% | 8.14% | -- | 29.59% | 17.86% | -- | 25.10% | 44.76% | -- |
| 辽宁 | 38.38% | 1.50% | -- | 37.81% | 5.03% | -- | 36.00% | 7.69% | -- | 33.43% | 21.09% | -- |
| 吉林 | 49.95% | 8.09% | -- | 46.21% | 0.25% | -- | 46.10% | 15.22% | -- | 40.01% | 14.26% | -- |
| 华北 | 24.21% | -21.87% | -- | 30.99% | 41.31% | -- | 21.93% | 36.79% | -- | 16.03% | 46.66% | -- |
| 华东 | 19.41% | -21.17% | -- | 24.62% | 31.03% | -- | 18.79% | 91.66% | -- | 9.80% | -- | -- |

数据来源：同花顺 iFinD

二、 采购模式

电投能源的采购内容主要涉及到公司生产所需大宗原材料与其他材料及配件等。大宗原材料的采购主要按集团公司相关文件、管理制度，贯彻落实集团公司铝业贸易协同工作相关要求，纳入集团公司贸易协同，由集团公司铝业贸易平台铝业国贸统一运作，采用集约化、专业化和市场化的运作方式，为集团内铝业企业提供集中采购服务；其它材料及配件（生产所用的附属材料及配件）的采购模式以上级单位集中招标、总包配送为主，零星自采为辅。

公司的采购模式按照不同采购方式可以分成“集中招标、总包配送、零星自采”三种。集中招标：收集、汇总统一上报上级单位后实施；总包配送：按照《国家电力投资集团公司大宗通用物资总包配送管理实施办法》及《国家电投集团内蒙古能源有限公司总包配送实施办法》执行；零星自采：由公司自行管理，在集团指定平台实施。通

辽霍林河坑口发电有限责任公司和内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司向公司采购电厂发电用煤。

电投能源下属子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司充分利用集团公司贸易公司平台提供专业的采购服务。国家电投集团铝业国际贸易有限公司和国家电投集团东北铝业国际贸易有限公司系国家电投旗下的铝业贸易服务平台，采用集约化、专业化和市场化的运作方式，为集团内铝业企业供集中采购和销售服务。在原材料采购中，通过化零为整，将小批量采购转化为大批量采购，从而获得更优的产品结构、更稳定的采购渠道和更及时的供货保障，同时高议价能力。子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司和内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司向电投能源采购电厂发电用煤，煤电铝一体化产业链就此形成闭环。

据公司公开报告可知，电投能源的物资与采购管理工作执行“一个标准、两级集中、三级管理、四者分离”的管理体系。公司物资与招标采购工作均按照“统一规范、统一标准、统一程序、统一平台”的要求规范组织实施；在招标组织管理体系中依照法律法规和公司制度规定，除生产原材料外应当通过招标方式进行采购的物资，均实行集中管理，由公司组织实施招标采购；所有物资与招标采购工作实行分类负责管理，并遵循“谁管理、谁负责”的原则。

公司按照权限负责主要品类的集中招标采购管理，所属单位在公司授权下，负责应急、零星、小额采购的组织实施；公司招标采购的需求者、实施者、决策者、监督者遵循“四者分离”的原则，贯彻落实招投标工作内部监督制衡机制。

三、 生产模式

3.1 煤炭

截至 2022 年末，电投能源拥有霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田这两个采矿权，下属共有 5 座矿井，均属于国内大型现代化露天煤矿。电投能源及控股子公司扎鲁特旗扎哈淖尔煤业有限公司目前煤炭核定产能共计 4,600 万吨。露天开采的特性决定了公司生产效率高、开采成本低。疏干是露天开采煤炭的主要工序之一，其成

本在总成本中比例较高，相比于其他露天煤矿，霍林河煤田矿床含水少，因此疏干成本较低。

公司煤炭生产采用单斗汽车—半固定式破碎站—带式输送机半连续工艺，剥离生产采用单斗汽车间断工艺、单斗汽车—半固定式破碎站—带式输送机—排土机工艺半连续工艺、轮斗连续工艺等，机械化程度 100%。

3.2 电解铝

电投能源控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司目前拥有年产 86 万吨电解铝生产线。公司电解铝生产采用冰晶石—氧化铝熔盐电解法，生产所需的原材料为氧化铝、氟化盐和阳极炭块，电解所需的直流电由整流所供给。溶解在电解质中的氧化铝在直流电的作用下，与炭阳极发生氧化—还原反应，生产出液态原铝，通过压缩空气形成的负压吸入出铝抬包内，再由抬包运输车送往铸造车间，铸造成重熔用普通铝锭。也可将部分铝液直接外卖。

3.3 电力

（1）火电

电投能源全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司拥有 2 组在运 600MW 国产亚临界直接空冷机组。通辽霍林河坑口发电有限责任公司为就地消纳低热值煤实现“煤在空中走”的坑口发电厂，发电机组采用自动化集中控制模式，归口国家电网东北分部直接调度生产。

公司火电发电工艺流程为：煤矿出产原煤—储煤仓—电厂锅炉原煤斗—给煤机—锅炉燃烧—锅炉生产蒸汽—汽轮发电机发电—500KV 升压站—500KV 霍阿科沙线并入东北电网。

（2）绿电

光伏发电组件将光能转换成直流电能，采用逆变器转换为交流电，经箱变升至 35KV 通过集电线路到汇流母线，由主变升压送至电网。

风力发电风机将风能转换成交流电能，经箱变升至 35KV 通过集电线路到汇流母线，由主变升压送至电网。

四、 销售模式

4.1 煤炭

煤炭产品的销售渠道既有直接向电厂、供热公司等终端的销售，也有从贸易商再到终端用户销售两种模式。目前公司销售仍以直接向五大发电集团、大型供热企业及上市公司等终端用户销售为主。公司始终坚持科学规划，合理布局，整合资源，加强资源衔接，严格实行“统一订货、统一请车、统一发运、统一结算”原则。

4.2 电解铝

电投能源的铝产品生产、销售主要包括铝液、铝锭和多品种铝。其中，铝液主要销售给周边铝加工企业，铝锭及多品种铝主要销往东北、华北地区。

4.3 电力

（1）火电

电投能源子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司火电生产的电力主要向内蒙古东部、辽宁省、山东省及华北地区输送。热力供应主要负责霍林郭勒市城区部分居民采暖负荷。

（2）绿电

光伏发电组件将光能转换成直流电能，采用逆变器转换为交流电，经箱变升至 35KV 通过集电线路到汇流母线，由主变升压送至电网。

风力发电风机将风能转换成交流电能，经箱变升至 35KV 通过集电线路到汇流母线，由主变升压送至电网。

第三章 行业分析

一、 政策背景

2011 年，为全面贯彻落实科学发展观，合理、有序开发煤炭资源，提高资源利用率和生产力水平，促进煤炭工业健康发展，根据《中华人民共和国煤炭法》、《中华人民共和国矿产资源法》和《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》（国发〔2005〕18 号）等法律和规范性文件，国家能源局制定并发布《煤炭产业政策》，其中强调：

煤炭作为典型的资源型行业，具备能源和工业原料的双重属性，是钢铁、化工等产业的重要工业原材料，是支撑我国国民经济发展最重要的基础能源。坚持依靠科技进步，走资源利用率高、安全有保障、经济效益好、环境污染少的煤炭工业可持续发展道路，为全面建设小康社会提供能源保障；深化煤炭资源有偿使用制度改革，加快煤炭资源整合，形成以合理开发、强化节约、循环利用为重点，生产安全、环境友好、协调发展的煤炭资源开发利用体系；加强煤炭资源综合利用，推进清洁生产，发展循环经济，建立矿区生态环境恢复补偿机制，建设资源节约型和环境友好型矿区，促进人与矿区和谐发展；推进市场化改革，完善煤炭市场价格形成机制，加强煤炭生产、运输、需求的衔接，促进总量平衡，形成机制健全、统一开放、竞争有序的现代煤炭市场体系。

2016年2月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，从2016年开始，用3至5年的时间，煤炭行业再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量。《意见》明确9项主要任务：1. 严格控制新增产能；2. 加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能；3. 有序退出过剩产能；4. 推进企业改革重组；5. 促进行业调整转型；6. 严格治理不安全生产；7. 严格控制超能力生产；8. 严格治理违法违规建设；9. 严格限制劣质煤使用。

2020年9月，在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。

2021年3月，十三届全国人大四次会议通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》。

《纲要》指出，推动煤炭生产向资源富集地区集中；完善煤炭跨区域运输通道和集疏运体系；推动资源型地区可持续发展示范区和转型创新试验区建设，实施采煤沉陷区综合治理和独立工矿区改造提升工程；推动煤炭等化石能源清洁高效利用；完善产供储销体系，增强能源持续稳定供应和风险管控能力，实现煤炭供应安全兜底、油气核心需求依靠自保、电力供应稳定可靠；加强煤炭储备能力建设。

2021年7月，国家发改委发布消息，国家正在推进煤炭储备能力建设，总的目标是在全国形成，相当于年煤炭消费量15%、约6亿吨的煤炭储备能力，其中政府可调度煤炭储备不少于2亿吨，接受国家和地方政府直接调度，另外4亿吨是企业库存，通过最低最高库存制度进行调节。12月发布《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》，为深入贯彻落实党中央、国务院关于促进初级产品供给保障和价格稳定的决策部署，建立健全煤矿产能储备制度，保障煤炭稳定供应，夯实能源安全保障基础。到2027年，初步建立煤矿产能储备制度，有序核准建设一批产能储备煤矿项目，形成一定规模的可调度煤炭产能储备。到2030年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，力争形成3亿吨/年的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。

2022年3月，国家能源局发布《2022年能源工作指导意见》，提出统筹资源接续和矿区可持续发展，有序核准一批优质先进产能煤矿。加快推进在建煤矿建设投产，推动符合条件的应急保供产能转化为常态化产能。以示范煤矿为引领，加快推进煤矿智能化建设与升级改造。深化煤矿安全改造。科学规划建设先进煤电机组，按需安排一定规模保障电力供应安全的支撑性电源和促进新能源消纳的调节性电源，保持装机合理余量，新建项目要严格执行煤耗等最新技术标准。推动落实煤电企业电价、税收、贷款等支持政策，鼓励煤电企业向“发电+”综合能源服务型企业和多能互补企业转型。

2022年1月29日，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》。《规划》提出，“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长，淘汰（含到期退役机组）3000万千瓦，严格控制钢铁、化工、水泥等主要用煤行业煤炭消费；到2025年，煤矿瓦斯利用量达到60亿立方米，原煤入选率达到80%；力争到2025年，大气污染防治重点区域散煤基本清零。

《规划》指出，优化煤炭产能布局，建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地，持续优化煤炭生产结构，以发展先进产能为重点，布局一批资源条件好、竞争能力强、安全保障程度高的大型现代化煤矿，强化智能化和安全高效矿井建设，禁止建设高危矿井，加快推动落后产能、无效产能和不具备安全生产条件的煤矿关闭退出；建立健全以企业社会责任储备为主体、地方政府储备为补充、

产品储备与产能储备有机结合的煤炭储备体系；支持符合条件的企业履行社会责任，在煤炭生产地、消费地、铁路交通枢纽、主要中转港口建设煤炭储备；推动煤炭和新能源优化组合；推进煤炭分质分级梯级利用，有序淘汰煤电落后产能；推动化石能源绿色低碳开采，强化煤炭绿色开采和洗选加工，加大油气田甲烷采收利用力度，加快二氧化碳驱油技术推广应用；新建煤矿项目优先采用铁路、水运等清洁化煤炭运输方式；加强矿区生态环境治理修复，开展煤矸石综合利用；创新矿区循环经济发展模式，探索利用采煤沉陷区、露天矿排土场、废弃露天矿坑、关停高污染矿区发展风电、光伏发电、生态碳汇等产业。

二、 行业概况

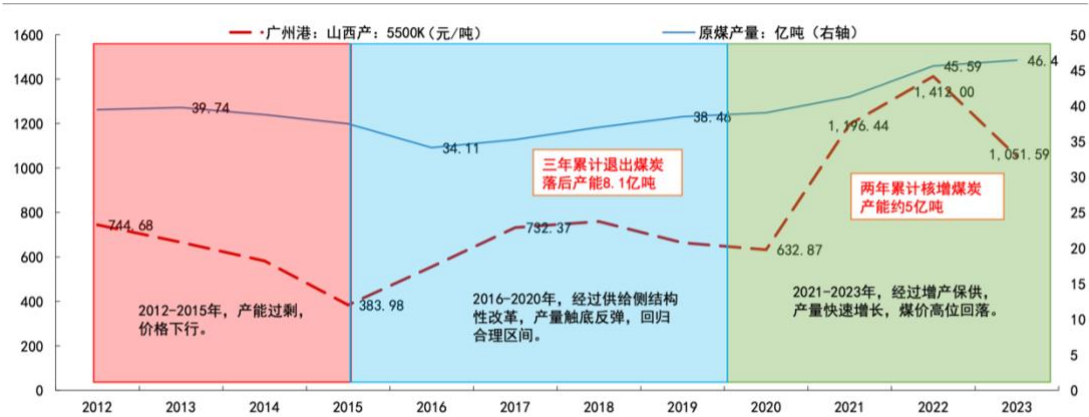
2.1 煤炭

煤炭是我国的主要能源和重要工业原料。煤炭产业是我国重要的基础产业，煤炭产业的可持续发展关乎国民经济健康发展和国家能源安全。在近年来进口煤炭量走阔及国内产能扩张影响下，我国煤炭供求紧张局面明显缓解。2023 年以来煤炭价格出现回落但仍处于相对高位，煤炭企业盈利仍处于较好水平。短期来看，煤炭供应紧张向宽松转变的势能仍存，煤炭价格或承压，但作为国家能源保障的“压舱石”，煤炭行业稳价仍然是主基调，行业信用水平将保持稳定。长期来看，“双碳”政策下，新能源替代传统能源的规模将逐步扩大，煤炭需求增长受限，同时煤炭供应弹性能力的建立，价格或难再出现大幅波动情况。

煤炭行业属于价格驱动型的周期性行业，产品同质化较为严重，价格对盈利的影响作用远大于销量。2012 至 2015 年期间，煤炭价格大幅下跌，为防范系统性风险，2016 年供给侧结构性改革启动，落后产能退出力度加大，先进产能稳步释放，宏观经济企稳带动下游需求恢复，煤价上涨。2020 年，煤炭供需保持平稳、煤炭价格未出现大幅波动。2021 年，煤炭供需两端长期维持紧平衡态势，后期受国内行业及进口贸易政策影响，煤炭资源相对紧缺，导致价格持续大幅上涨。2022 至 2023 年上半年，随着国家保供稳价相关政策的持续实施，以

及进口煤一定幅度的增加，国内煤炭供需处于基本平衡态势，市场价格保持平稳或逐步出现小幅下行。

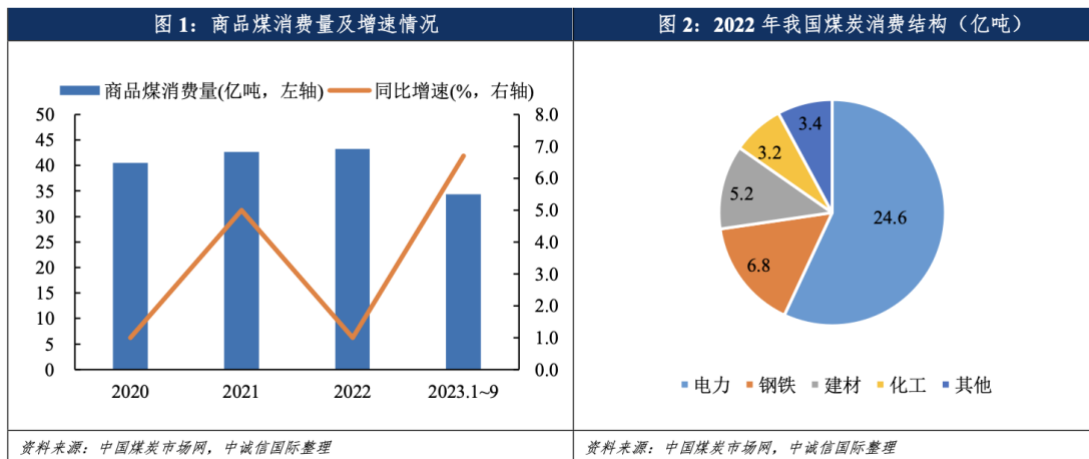
近年来政策调控下的煤炭产量与价格关系可见下图：



数据来源：政府官网、国信证券研究所

从煤炭供应来看，中央经济工作会议要求加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，积极扩大能源资源等产品进口。全国能源工作会议要求全力提升能源生产供应保障能力，发挥煤炭兜底保障作用，夯实电力供应保障基础。预计我国将继续释放煤炭先进产能，推进煤矿产能核增和分类处置，推动在产煤矿稳产增产、在建煤矿投产达产，晋陕蒙新黔等煤炭主产区的产量继续增加，大型智能化煤矿生产效率提高、生产弹性增强。

据中诚信研究报告数据显示，2020至2022年全国煤炭消费量占能源消费总量的比重分别为56.8%、56.0%和56.2%。2023年1至9月，全国煤炭消费量为34.4亿吨，同比增长6.7%。具体来看，煤炭需求主要集中在电力、钢铁、建材和化工行业，下游四大行业耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重超过90%。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

从煤炭需求来看，全国煤炭消费持续增长但增速受下游需求变化等因素影响有所波动。电力行业仍是煤炭需求的重要支撑，钢铁、建材及化工行业用煤需求增量有限。短期来看，为保障国内经济稳定发展、平抑国际能源价格大幅波动，煤炭需求仍有支撑基础；长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策将压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速或将由正转负，但用煤需求仍将保持一定规模。

综合判断，2023年全国煤炭供给体系质量提升、供应保障能力增强，煤炭中长期合同覆盖范围扩大，中长期合同履行监管继续加强，市场总体预期稳定向好，煤炭运输保障能力持续提升，预计煤炭市场供需将保持基本平衡态势。但当前国际能源供需形势依然错综复杂，加之受地缘政治冲突、极端天气、水电和新能源出力情况、安全环保约束等不确定因素影响，区域性、时段性、品种性的煤炭供需矛盾依然存在。

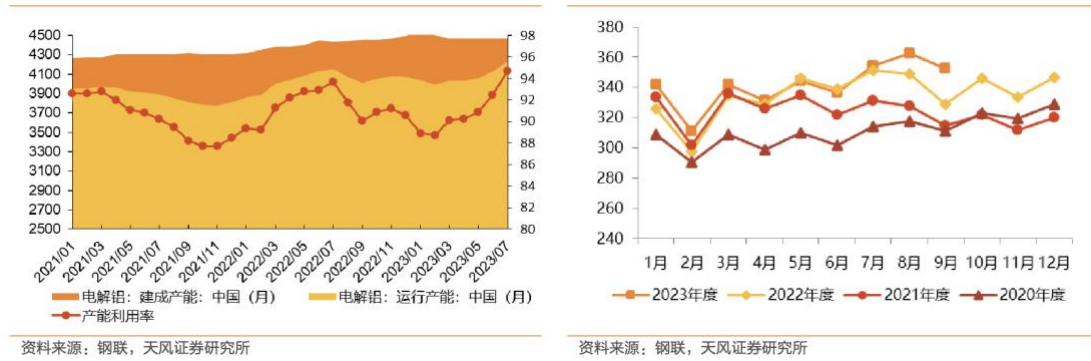
2.2 电解铝

电解铝行业属于高耗能行业，价格受经济形势、能源价格、宏观政策等影响波动较大。2012-2016年期间，电解铝产能的无序扩张导致供需失衡，铝价大跌，2016年国家开展执行供给侧改革，通过淘汰落后产能，严格限制新增产能等措施，设定国内电解铝产能天花板4500万吨，铝价迎来新一轮上涨。

2022年，受俄乌冲突、海外能源价格飙升等等原因，铝价在全球需求下滑和美联储的激进加息中承压弱势运行，一季度在俄乌冲突导致欧洲能源价格高企以及对俄铝制裁的担忧下，铝价大涨，沪铝价格一度突破2.4万元/吨，此后铝价因全球经济衰退压力增加而大幅回落至1.7万元/吨。22年8月起铝价温和上修，沪铝价格主要在1.75万至1.95万区间内震荡运行，整体维持窄幅波动。

2023年上半年供应端云南及川渝地区的停复产扰动较多，但相对较好的供需环境以及铝水比例的下滑导致铝锭库存持续偏低，对铝价形成较强支撑。2023年9月以来宏观面地产政策放松，基本面维度淡季累库不足导致现货库存低位，叠加金九银十旺季预期下铝价突破近一年的震荡区间，一度突破1.95万元/吨。此后虽略有回落，但仍保持在1.9万元/吨左右价格。

从电解铝供应来看，据券商研报显示，截至 2023 年 9 月底，国内电解铝建成产能及运行产能分别为 4474、4291 万吨，建成产能接近 4500 万吨天花板，同时产能利用率已达到 96%，为历史高点。近年来随着建成产能以及运行产能的增加，国内电解铝产量持续提升，2023 年 1 至 9 月国内电解铝产量 3077 万吨，同比上涨 2.5%。下图为国内电解铝产能与产量情况：



年初以来随着铝棒及其他初级加工品产量的提升，铝水转化率较往年比有明显提升，导致年内电解铝产量虽同比增长，转化率提升是今年以来电解铝库存持续维持低位的一大重要原因。据钢联数据，2023 年 9 月铝水转化率为 68.8%，而根据工信部、发改委及生态环境部印发的工业领域碳达峰实施方案，到 2025 年铝水直接合金化比例提高到 90%以上。随着铝水转化率的进一步提高，铝锭低库存或将成为常态。

从电解铝需求来看，电解铝下游按终端消费分，建筑地产及交运为主要消费领域，2022 年需求占比分别达到 26%、24%，建筑地产占电解铝下游需求比重较高，铝在建筑地产中主要应用于门窗、幕墙等，受竣工端影响较大。由于铝合金材料所具有的优势，其在汽车上的应用范围越来越广，汽车用铝合金包括铸造、轧制、挤压和锻造四大类，其中铸造铝合金主要用于汽车发动机缸体、缸盖、离合器壳、保险杠、车轮、发动机托架等零部件；轧制铝板带箔主要用于车身面板、车门蒙皮、散热系统、电池壳、电池箔等；挤压型材主要用于防撞梁、悬挂件、各种支架、电池托盘等；锻造件主要用于车轮、保险杠、曲轴等。其余应用领域较为分散，电力、消费、机械分别占比 13%、12%、12%，下游应用整体和宏观经济强相关，受行业周期性特质所影响。

2.3 火电

火电行业是指以燃煤、燃气、燃油等化石能源为主要燃料，通过火力发电机组发电的行业。火电作为国家重要的电力支撑电源，承担着全社会用电责任，在能源保供中起着重要稳定支撑作用。火电行业不仅是我国电力供应的主体，也是我国能源消费和碳排放的主要来源。

根据国家能源局的数据，2022年，我国火电装机容量达到12.6亿千瓦，占全国总装机容量的54.8%；火电发电量达到6.5万亿千瓦时，占全国总发电量的64.4%。随着近几年煤炭价格持续高位运行、热价多年未进行调增、新能源快速增长挤占火电发电空间以及碳履约成本逐年增加等影响，火电盈利空间持续收窄甚至亏损，火电转型发展将迫在眉睫。

2023年，火电行业将面临着既有机遇又有挑战的复杂局面。一方面，随着国内经济的稳步恢复和增长，以及疫情防控形势的持续改善，国内外市场需求将逐步回升，对于电力的需求也将保持旺盛。尤其是在中西部地区、农村地区、重工业等领域，火电的需求将有较大的增长空间。另一方面，随着国家对于碳中和和碳达峰的政策支持和监管力度的加强，火电行业将面临着更高的环保压力和成本压力，以及与清洁能源的竞争压力。预计到2023年，我国火电装机容量将增长到13亿千瓦，同比增长3.2%；火电发电量将增长到6.7万亿千瓦时，同比增长3.1%。

火电盈利取决于三要素：利用小时数、电价、煤价。火电“存量”市场向“减量”市场演变火电机组利用小时数将下降，供电煤耗将上升。从火电三要素来看，未来火电机组盈利能力或取决于区域电力供需、成本、新能源发展情况新型电力系统中，煤电定位由传统的电力、电量主体电源转向基础保障性、系统调节性电源。随着新能源持续发展以及煤电的政策定位发生转变，一方面煤电发电量占比将迎来下降；另一方面，煤电电力商品的电能量、平衡属性将有所减弱，调节、可靠性的属性将增强，未来将主要来源于电量电价、辅助服务收入以及容量电价收入，收入来源更加多元。

新一轮电改聚焦加快构建新型电力系统，电力现货市场、辅助服务市场以及容量电价机制，未来火电收入将来自于电能量价值、辅助服务、容量电价以及参与电力现货交易等，低成本火电机组盈利更加稳定，相应现金流水平及分红能力更好。煤电容量电价机制出台，电量竞争可能加剧，电力现货市场报价策略或更为激进，电量电价将有

所下行。低成本火电机组有望获取更多电量指标，且收益水平更为稳定。火电发挥支撑调节作用，一方面机组深调导致煤耗增加；另一方面，则会加速设备损耗，导致设备维护费用上升。同时，可提供辅助服务的机组供应增加，可能导致辅助服务价格下降。低成本机组在辅助服务市场中竞争力更强，有望实现相对更好的收益。

2.4 绿电

绿色电力是指利用特定的发电设备及先进的能源技术，将风能、太阳能等可再生能源转化成的电力，具有排碳水平较低、对环境影响较小的优点。2023年6月2日，由国家能源局组织11家研究机构编制而成的《新型电力系统发展蓝皮书》发布，《蓝皮书》指出，将加强电力供应保障性支撑体系建设作为第一类重点任务，要充分利用各类电源的互补特性，构建多元绿色低碳的边缘供应结构。随着能耗双控工作的推进、配额制及绿证交易机制的发展，我国绿电产业迎来新的发展机遇。

近年来，国家发展改革委、国家能源局等发布了多项利好政策文件引导绿色电力消费，我国绿电产业迎来了政策红利期。在政策推动下，我国能耗双控工作正有序展开，不仅促进了我国新能源和电网系统的健康发展，还为绿电产业发展带来新机遇。预期绿电补贴、配额等制度将有助于不断完善提高新能源新增资产的入网门槛，减少政策对新能源产业发展的扰动，缓解新能源存量资产的弃风弃光问题，提高新增资产的市场竞争力，进一步提升我国绿电产业发电空间。

据彭博新能源财经报告显示：截至2022年底，我国非化石能源装机规模达12.7亿千瓦，占总装机的49%，超过煤电11.2亿千瓦的装机规模。其中，水电、风电、太阳能发电装机均居世界首位。风电、光伏发电装机规模7.6亿千瓦，占总装机的30%，太阳能发电装机容量约3.9亿千瓦，占比约16%。2022年我国太阳能发电装机容量39261万千瓦，增长28.1%；新增装机容量8741万千瓦，同比增加60.3%。风电行业运行平稳，截至12月底，全国风电装机容量36544万千瓦，同比增长11.2%；风电新增装机容量3763万千瓦，同比减少21%。2023年1-4月，风电新增装机容量1420万千瓦，同比增加462万千瓦。2022年水电装机容量41350万千瓦，较上年同期增加2258万千瓦，同比增长5.8%。

随着我国绿电平价上网不断推进，绿电消费需求呈现不断增长趋势。预计受益于国内市场的绿电消费需求，我国绿电产业装机规模呈现高速增长态势，带动绿电行业发展。目前，我国绿电交易市场的交易标的主要是风电和光电，市场主体还需要进一步拓展，涵盖分布式能源、水电等领域。未来，为做好与新能源电力消纳保障机制的有效衔接，优化现有绿证核发制度，使更多、更高效的绿色电力加入绿电交易市场，将逐步推进分布式项目、海上风电、生物质发电等均纳入绿证核发范围，进一步激发市场活力。

第四章 财务分析

一、2023 年三季度财报数据与关键指标

电投能源于 2023 年 10 月 25 日发布三季度报，2023 年前三季度公司实现营业收入 197.30 亿元，同比减少 0.69%；实现归母净利润 35.85 亿元，同比增加 10.06%；经营活动产生的现金流量为 54.73 亿元。单从 2023 年三季度来看，电投能源实现营业收入 65.2 亿元，同比上涨 4.4%，环比提高 2.4%；实现归母净利润 10.0 亿元，同比上涨 8.5%，环比提高 3.8%。关键比率中，2023 年前三季度公司资产负债率为 33.40%、总资产周转率为 0.43 次、销售毛利率为 33.05%、销售净利率为 19.85%。基于国家稳增长政策红利，铝价之后有望稳中有升。在电投能源煤铝主业稳健经营的基础上，公司火力发电业务持续增长并积极推进新能源业务，装机规模有望持续放量，公司拥有转型增长潜能，后续盈利能力将进一步提升。

（单位：万元，CNY）

| 利润表摘要 | 2023 三季报 | 2022 年报 | 2021 年报 | 2020 年报 | 2019 年报 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 1,973,030.59 | 2,679,290.03 | 2,464,911.32 | 2,007,392.41 | 1,915,500.07 |
| 营业总收入同比增长率(%) | -0.69 | 8.59 | 22.79 | 4.80 | 7.81 |
| 营业收入 | 1,973,030.59 | 2,679,290.03 | 2,464,911.32 | 2,007,392.41 | 1,915,500.07 |
| 营业收入同比增长率(%) | -0.69 | 8.59 | 22.79 | 4.80 | 7.81 |
| 营业总成本 | 1,511,660.07 | 2,112,028.24 | 1,881,722.65 | 1,620,508.03 | 1,602,886.42 |
| 营业利润 | 461,965.62 | 567,583.84 | 574,646.45 | 333,417.05 | 325,497.42 |
| 营业利润同比增长率(%) | -4.62 | -1.61 | 72.35 | 2.43 | 22.02 |
| 利润总额 | 461,216.72 | 558,374.03 | 562,131.19 | 329,842.35 | 321,709.73 |
| 净利润 | 391,550.71 | 470,640.90 | 476,979.15 | 257,242.86 | 270,554.60 |
| 归属母公司股东的净利润 | 358,486.02 | 398,681.16 | 355,997.11 | 207,076.19 | 246,649.47 |
| 归属母公司股东的净利润同比增长率(%) | 10.06 | 11.29 | 71.92 | -16.04 | 21.55 |
| 扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润 | 348,448.97 | 386,039.64 | 352,001.86 | 197,923.12 | 235,025.02 |
| 扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润同比增长率(%) | 9.47 | 8.98 | 77.85 | -15.79 | 28.88 |
| 非经常性损益 | 10,037.04 | 12,641.52 | 3,995.25 | 9,153.08 | 11,624.45 |
| 研发费用总额 | 1,124.83 | 6,057.58 | 1,481.91 | 1,084.48 | 1,211.27 |
| 资产负债表摘要 | | | | | |
| 流动资产 | 1,084,957.76 | 742,683.28 | 804,613.16 | 650,878.13 | 787,611.85 |
| 固定资产 | 2,185,224.52 | 2,182,674.81 | 2,263,095.72 | 2,209,835.39 | 2,033,469.11 |
| 长期股权投资 | 75,082.99 | 68,559.77 | 62,178.34 | 53,514.88 | 69,591.07 |
| 资产合计 | 5,031,419.86 | 4,212,091.69 | 3,763,325.28 | 3,446,912.16 | 3,382,099.96 |
| 流动负债 | 761,965.86 | 551,130.22 | 802,616.90 | 778,250.70 | 1,025,169.60 |
| 非流动负债 | 918,550.26 | 929,408.10 | 611,768.42 | 611,181.93 | 482,566.92 |
| 负债合计 | 1,680,516.12 | 1,480,538.32 | 1,414,385.32 | 1,389,432.63 | 1,507,736.53 |
| 股东权益 | 3,350,903.74 | 2,731,553.37 | 2,348,939.96 | 2,057,479.54 | 1,874,363.43 |
| 归属母公司股东的权益 | 3,021,090.16 | 2,349,168.75 | 2,039,007.47 | 1,759,062.39 | 1,614,833.16 |
| 资本公积 | 635,358.01 | 271,533.37 | 271,306.62 | 271,916.11 | 254,256.09 |
| 盈余公积 | 107,806.12 | 107,806.12 | 107,806.12 | 107,806.12 | 107,806.12 |
| 未分配利润 | 2,018,549.93 | 1,772,227.00 | 1,466,652.16 | 1,187,517.99 | 1,057,304.73 |
| 现金流量表摘要 | | | | | |
| 经营活动产生的现金流量 | 547,342.94 | 850,412.82 | 633,275.27 | 629,766.02 | 346,203.46 |
| 每股经营活动产生的现金流量净额(元) | 2.44 | 4.43 | 3.30 | 3.28 | 1.80 |
| 投资活动产生的现金流量 | 524,926.47 | 669,658.81 | 326,709.70 | 260,392.73 | 381,974.42 |
| 筹资活动产生的现金流量 | 189,511.28 | 162,493.32 | 250,351.48 | 396,116.16 | 14,058.43 |
| 现金及现金等价物净增加 | 211,927.92 | 18,261.56 | 56,213.95 | 26,744.28 | 49,829.46 |

| | | | | | |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股现金流量净额(元) | 0.95 | 0.10 | 0.29 | -0.14 | -0.26 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 391,009.24 | 179,081.31 | 160,819.75 | 104,605.80 | 131,350.07 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 1,908,981.21 | 2,807,403.36 | 2,341,258.46 | 2,010,098.00 | 1,738,044.53 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 525,051.90 | 672,767.03 | 333,658.57 | 285,268.32 | 252,990.29 |
| 投资支付的现金 | -- | -- | -- | -- | 3,367.40 |
| 吸收投资收到的现金 | 395,480.00 | 1,000.00 | -- | -- | 101,892.01 |
| 取得借款收到的现金 | 337,160.69 | 616,946.22 | 528,152.90 | 899,002.41 | 1,022,000.00 |
| 折旧与摊销 | -- | 224,543.42 | 221,713.62 | 209,383.91 | 195,831.92 |
| 关键比率 | | | | | |
| EBIT | 476,202.05 | 584,388.54 | 596,246.19 | 372,650.37 | 370,025.51 |
| EBITDA | -- | 808,931.96 | 817,959.81 | 582,034.29 | 565,857.43 |
| EBIT Margin(%) | 24.14 | 21.81 | 24.19 | 18.56 | 19.32 |
| EBITDA Margin(%) | -- | 30.19 | 33.18 | 28.99 | 29.54 |
| 资产负债率(%) | 33.40 | 35.15 | 37.58 | 40.31 | 44.58 |
| 总资产周转率(次) | 0.43 | 0.67 | 0.68 | 0.59 | 0.74 |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 11.87 | 16.97 | 17.46 | 11.77 | 15.27 |
| 净资产收益率-加权(%) | 13.06 | 18.22 | 18.81 | 12.30 | 15.87 |
| 净资产收益率-扣除/加权(%) | -- | 17.70 | 18.62 | 11.79 | 16.69 |
| 销售毛利率(%) | 33.05 | 31.38 | 34.03 | 31.20 | 27.28 |
| 销售净利率(%) | 19.85 | 17.57 | 19.35 | 12.81 | 14.12 |
| 净资产收益率-平均(%) | 13.35 | 18.17 | 18.75 | 12.28 | 17.34 |
| 总资产净利率-平均(%) | 8.47 | 11.80 | 13.23 | 7.53 | 10.50 |
| 投入资本回报率 ROIC(%) | 10.14 | 13.96 | 15.80 | 9.60 | 10.67 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入(%) | 96.75 | 104.78 | 94.98 | 100.13 | 90.74 |
| 企业自由现金流量 | -252,218.21 | -145,212.47 | 264,612.61 | 104,559.09 | 792,670.09 |
| 股权自由现金流量 | -290,519.64 | -172,994.25 | 272,432.37 | -76,935.43 | 958,818.09 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益-基本(元) | 1.67 | 2.07 | 1.85 | 1.08 | 1.28 |
| 每股收益-稀释(元) | 1.67 | 2.07 | 1.85 | 1.08 | 1.28 |
| 每股收益-扣除/基本(元) | 1.62 | 2.01 | 1.83 | 1.03 | 1.31 |
| 每股收益-扣除/稀释(元) | 1.62 | 2.01 | 1.83 | 1.03 | 1.31 |
| 每股收益-期末股本摊薄(元) | 1.60 | 2.07 | 1.85 | 1.08 | 1.28 |
| PE(TTM) | 7.15 | 5.95 | 8.02 | 10.15 | 6.75 |
| PE(LYR) | 7.74 | 5.95 | 8.02 | 10.15 | 6.75 |
| PB(MRQ) | 1.02 | 1.01 | 1.40 | 1.20 | 1.03 |
| PB(LYR) | 1.31 | 1.01 | 1.40 | 1.20 | 1.03 |
| PS(TTM) | 1.16 | 0.89 | 1.16 | 1.05 | 0.87 |
| PS(LYR) | 1.15 | 0.89 | 1.16 | 1.05 | 0.87 |
| PCF(TTM) | 4.32 | 2.79 | 4.51 | 3.34 | 4.81 |
| PCF(LYR) | 3.63 | 2.79 | 4.51 | 3.34 | 4.81 |

| | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------|
| 每股净资产 BPS(元) | 13.48 | 12.23 | 10.61 | 9.15 | 8.40 |
| 每股销售额 SPS(元) | 8.80 | 13.94 | 12.83 | 10.45 | 9.97 |

数据来源：同花顺 iFind

二、经营情况分析 with 未来盈利展望

2.1 经营情况分析

电投能源公司业绩主要来源于煤碳、电解铝、煤电及新能源发电业务。公司是蒙东和东北地区褐煤龙头企业，拥有的霍林河矿区一号露天矿田和扎哈淖尔露天矿田的采矿权，公司煤炭核准产能 4,600 万吨，属于国内大型现代化露天煤矿。电投能源经过近年来的发展，煤炭产品质量稳定，销售服务体系完善，逐渐形成稳定的用户群和市场网络，为公司煤炭的销售提供有力支撑。近年来公司每年的产销量较为稳定，均为 4600 万吨左右。

电投能源于 2021 年首次开展了现货煤炭贸易、现货煤炭电子竞价交易两种新模式，进一步拓展了营销与交易模式的多样性。公司随着智慧运销系统的建成和系统新功能的逐步开发，公司煤炭精准营销能力将得到提升。据公司 2023 年半年报显示，上半年实际生产原煤 2,336.22 万吨，比上年同期增加 93.50 万吨，增幅 4.16%；2023 年上半年实际销售原煤 2,314.43 万吨，比上年同期增加 81.91 万吨，增幅 3.67%。

电投能源控股子公司内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司目前拥年产 86 万吨电解铝生产线。霍煤鸿骏具有氧化铝低价采购优势：公司运行产能 86 万吨，氧化铝年需求约 175 万吨，由集团公司铝业贸易平台铝业国贸统一采购，采用集约化、专业化和市场化运作方式，具有规模效应，整体氧化铝采购价格低于市场价格。供货商供应及时，合作关系稳定，可有效保障生产；原材料货源稳定，质量上乘。

电解铝产品竞争同质化情形较为严峻，生产技术与产品价格等皆趋于同质化，因此电解铝行业竞争主要体现在生产成本（原材料、电力、人工、折旧等）、销售运距等方面的博弈上。当前霍林河地区已经形成了煤电铝产品生产销售为一体的产业链，霍煤鸿骏拥有距离煤炭产地近的自备电厂，具有电力成本优势。电投能源生产稳定，高品质铝锭产出率相对较高，高铁和 85 铝客户开发较好，有稳定的中高

端市场及客户；铝后加工企业围绕公司周边建厂，铝水运行距离相对较近，安全性高，公司铝水需求稳定。

据公司 2023 年半年报显示，公司上半年实际生产电解铝为 42.92 万吨，比上年同期降低 0.15%，2023 年上半年实际销售电解铝为 43.07 万吨，比上年同期增加 0.01%。2023 年三季度公司综合毛利率为 30.12%，环比提升 1.03 个百分点，主要是电解铝价格上涨所致。2023 年三季度铝锭市场均价从 2023 年二季度的 18519 元/吨提升至 18839 元/吨，增幅为 1.7 个百分点。

电投能源全资子公司通辽霍林河坑口发电有限责任公司的 2 组在运 600MW 机组是东北电网直调火电厂主力调峰机组，此类型机组在东北电网是主力核心大机组。随着机组投产以来进行的节能综合升级改造、重要辅机变频器改造、灵活性辅助调峰改造等，机组能耗指标大幅降低，辅助调峰能力增加，持续盈利能力增强。

“十三五”期间在新能源发展方面积累了经验，新能源发展基础和前景较好，公司已投产运行新能源发电装机规模 312 万千瓦，相较于 2022 年年底新增 95 万千瓦。目前霍林河循环经济局域网正在建设火电灵活性改造促进市场化消纳新能源试点 30 万千瓦风电和 10 万千瓦光伏项目，项目建成后新能源装机规模将达到 105 万千瓦。此外，公司还在开发建设通辽市 100 万千瓦外送风电基地项目、锡盟外送新能源基地锡盟阿巴嘎旗别力古台 50 万千瓦风电项目、外送新能源基地阿拉善 40 万千瓦风电项目等，“十四五”期间公司新能源装机规模与绿电比例将大幅提升。

据电投能源 2023 年半年报显示，上半年公司实际发电量为 445,070.55 万千瓦时，比上年同期提高 9%。2023 年上半年实际销售电为 416,892.48 万千瓦时，比上年同期提高 13.30%。2023 年上半年实现利润总额 326,974.91 万元，比上年同期减少 10.86%。利润总额同比减少的主要原因是电解铝产品综合售价降低及电解铝动力电成本增加所致。

“十四五”期间，电投能源将持续参与竞价新能源项目开发，借助县域开发、“三类一区”以及大基地、大用户合作方式等，不断加大新能源开发力度，围绕蒙西特高压外送输电通道，积极争取大型新能源基地建设指标。到“十四五”末，公司新能源装机规模预计将达

到一千万千瓦以上（2022 年年报预计为 700 万千瓦以上），企业利润增长潜力持续迸发。

2.2 盈利预测

| 关键指标 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 (百万元) | 20,073.92 | 24,672.57 | 26,792.90 | 27,296.38 | 28,735.50 | 29,514.11 |
| 营业总收入 增长率 | 4.80% | 22.91% | 8.59% | 1.88% | 5.27% | 2.71% |
| 归母净利润 | 2,070.76 | 3,582.36 | 3,986.81 | 4,424.64 | 4,767.92 | 5,044.78 |
| 归母净利润 增长率 | -16.04% | 73.00% | 11.29% | 10.98% | 7.76% | 5.81% |
| 基准股本 (百万股) | 1,921.57 | 1,921.57 | 1,921.57 | 2,241.57 | 2,241.57 | 2,241.57 |
| EPS 摊薄 (元) | 1.08 | 1.85 | 2.07 | 1.98 | 2.13 | 2.25 |
| ROE | 11.77% | 17.46% | 16.97% | 15.51% | 14.86% | 13.78% |
| ROA | 7.53% | 13.23% | 11.80% | 8.94% | 8.96% | 8.62% |
| PE | 10.15 | 8.02 | 5.95 | 7.91 | 7.34 | 6.94 |
| PEG | -- | 0.11 | 0.53 | 0.72 | 0.95 | 1.19 |

资料来源:同花顺 iFinD 预测(工具仅供参考所用)