下载日志已记录，仅供内部参考

电投能源（002128.SZ）

2026 年 09 月 30 日

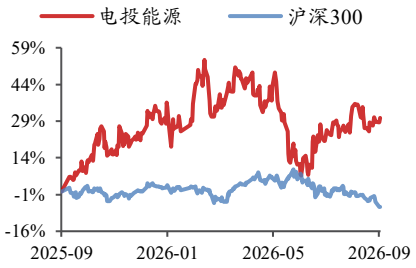
煤电铝一体化纵深推进，资源禀赋重塑盈利中枢

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2026/9/29
当前股价(元)	28.14
一年最高最低(元)	35.08/22.37
总市值(亿元)	879.79
流通市值(亿元)	630.78
总股本(亿股)	31.26
流通股本(亿股)	22.42
近 3 个月换手率(%)	40.12

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《煤铝量价齐升驱动业绩高增，白音华注入助力成长—公司信息更新报告》-2026.8.27

《铝业务量价齐升助业绩稳增，分红比例大幅提升—公司信息更新报告》-2026.4.17

《Q3 业绩环比增长，关注铝弹性和煤铝成长—公司信息更新报告》-2025.10.25

王高展（分析师）
wanggaozhan@kysec.cn
证书编号：S0790525070003

王君泽（联系人）
wangjunze@kysec.cn
证书编号：S0790126090007

● 煤电铝一体化韧性凸显，白音华注入打开成长空间，维持“买入”评级

公司煤炭盈利稳定，铝业务量利齐升，双基地扩容进入业绩兑现期。公司已形成霍林河、白音华双基地煤电铝一体化平台。白音华煤电注入扩大煤炭和电解铝资产规模，扎铝二期投产带来绿电铝产能增量。鉴于公司期间费用及部分业务成本有所抬升，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 474.66/520.42/556.90 亿元，归母净利润分别为 107.43/119.53/126.12 亿元（前值 112.41/127.84/139.03 亿元），对应 EPS 分别为 3.44/3.82/4.03 元，当前股价对应 PE 分别为 8.1/7.3/6.9 倍。公司煤炭业务高长协比例盈利稳健，铝业务产能释放利润兑现，维持“买入”评级。

● 煤炭业务：区域消纳稳定销量，长协与低成本支撑高盈利延续

2026 年公司煤炭核定产能增至 6300 万吨/年。公司煤炭以褐煤为主，主要作为动力煤销售，客户涵盖电厂、供热及煤化工企业。自有电厂及集团客户提供稳定需求，集团内煤炭销售以同类业务市场价格为基础定价，降低关联销售低价让利的风险；对外销售依托通霍线、锦白线覆盖吉林、辽宁等市场，具备运距和运力优势。高长协比例有助于减弱市场煤价短期波动对公司售价的影响。

● 电力业务：煤炭消纳与电解铝升量的关键保障，绿电铝转型的资源基础

公司在霍林河、白音华两大基地配套煤炭、自备电源和电解铝产能，形成“以煤发电、以电炼铝、以铝带电、以电促煤”的循环模式。2026H1 公司新能源装机提升至 738.37 万千瓦较 2023 年增长 62.0%；火电及自备电源则保持稳定运行，在保障铝端连续生产用电需求的同时实现自产煤就地转化。新能源扩张主要支撑铝端绿电供给，为公司煤电铝产业链绿色转型提供资源基础。

● 铝业务：扎铝二期放量叠加铝氧价差维持高位，2026H2 盈利弹性值得期待

国内电解铝产能利用率接近满产，新增供给有限，对铝价形成支撑。白音华 40.53 万吨/年电解铝产能注入、扎铝二期 35 万吨/年绿电铝项目投产，使公司电解铝产能提升至 161.53 万吨/年。2026 年 7 月以来铝价高位、氧化铝价格维持低位运行；扎铝二期于 6 月底全容量投产，2026H2 将贡献更完整的产量；在铝氧价差维持较高水平的预期下，新增产量有望进一步增厚铝业务利润。

● 风险提示： 国际能源价格异常下行，煤价上涨不及预期，生产安全事故。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	29,859	30,115	47,466	52,042	55,690
YOY(%)	11.2	0.9	57.6	9.6	7.0
归母净利润(百万元)	5,342	5,419	10,743	11,953	12,612
YOY(%)	17.1	1.5	98.2	11.3	5.5
毛利率(%)	34.1	36.8	41.8	41.5	40.8
净利率(%)	17.9	18.0	22.6	23.0	22.6
ROE(%)	15.2	12.3	20.0	18.3	16.5
EPS(摊薄/元)	1.71	1.73	3.44	3.82	4.03
P/E(倍)	16.5	16.2	8.2	7.4	7.0
P/B(倍)	2.5	1.9	1.6	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 煤电铝新综合能源平台成型，白音华注入打开盈利中枢上行空间 4
1.1、 国资背景清晰，资产注入推进煤电铝一体化平台扩张 4
1.2、 煤铝电一体化格局形成，铝业务取代煤炭贡献核心利润 5
1.3、 盈利中枢抬升且低费用优势突出，现金流支撑扩张与分红 7
1.4、 白音华煤电注入：双基地平台成型，盈利增厚进入验证 9
2、 煤炭：区域消纳稳定销量，长协与低成本构筑高盈利 9
2.1、 煤炭产销稳健，内部消纳与东北需求缺口保障稳定消纳 9
2.2、 长协销售平滑煤价波动，露天开采低成本支撑煤炭高盈利 11
3、 电力：火电稳定支撑与新能源增量并行，煤电铝一体化优势进一步夯实 12
4、 铝：供给约束支撑铝价，氧化铝低位与产能释放推动盈利弹性 14
4.1、 产能扩张持续兑现，供给约束提升新增产能稀缺性 14
4.2、 吨铝盈利高位延续，预计 2026H2 业绩底色不改 16
5、 盈利预测与投资建议 17
5.1、 盈利预测 17
5.2、 投资建议 18
6、 风险提示 19
附：财务预测摘要 20

图表目录

图 1： 露天煤炭开采起家，煤电铝协同发展的综合能源平台逐步成型 4
图 2： 实控人国家电投集团持有公司 48.76%股权，国资背景突出（2026Q3） 5
图 3： 煤电铝一体化强化成本与消纳优势 5
图 4： 2026H1 公司营业收入同比 19.96% 6
图 5： 2026H1 公司归母净利润同比 49.13% 6
图 6： 2026H1 铝业务营收占比达 63.6%（%） 6
图 7： 2026H1 铝业务毛利占比达 57.57%（亿元，%右） 6
图 8： 2026H1 煤炭业务毛利率 58.45%，高于其他业务（%） 7
图 9： 2026H1 公司净利率升至 26.81% 7
图 10： 2026H1 公司净利率同业高位，费用率保持低位 7
图 11： 2026E 公司股息率约 6.9%（%） 8
图 12： 2025 年公司现金分红/净利润水平 44%（%） 8
图 13： 2025 年现金分红/货币资金比例提升至 91% 8
图 14： 2025 年资产负债率降至 22.18%（%） 8
图 15： 2025 年开支力度升至 2.4，现金流仍具覆盖基础 9
图 16： 带息负债规模上升，配套募资推动总股本抬升 9
图 17： 白音华注入后煤铝电产能同步提升 9
图 18： 白音华毛利率较高，电解铝改善明显 9
图 19： 2026H1 公司煤炭销售 3104.3 万吨(万吨，%) 10
图 20： 预计 2026 公司煤炭内销占比约 38.9%（万吨） 10
图 21： 控股股东国电投集团主营电力业务（亿元） 11
图 22： 2024 年集团内部其他用户贡献约 40%煤炭销量 11
图 23： 东北地区煤炭自给率长期下行，内蒙古保持高位 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24: 2026Q3 褐煤价格保持高位震荡(元/吨) 12
图 25: 2024 年公司长协比例为 85% 12
图 26: 2026H1 吨煤毛利达 109 元/吨 12
图 27: 2026H1 公司煤毛利率率 59.33%，处同业高水平 12
图 28: 白音华注入新增 317 万千瓦发电装机(万千瓦) 13
图 29: 2022—2026E 年公司发电装机 CAGR 达 25.9% 13
图 30: 2026H1 实际发电量达 100.84 亿千瓦时 13
图 31: 2026H1 度电毛利达 0.113 元/千瓦时 13
图 32: 新能源发电量 2026H1 达 43.21 亿千瓦时 14
图 33: 2026H1 火电度电毛利升至 0.11 元/千瓦时，毛利率达 31.12% 14
图 34: 2026H1 新能源度电毛利 0.11 元/千瓦时，毛利率达 47.38% 14
图 35: 2026H1 电解铝销量达 70.9 万吨 15
图 36: 绿电铝配套能力持续增强 15
图 37: 2026 年 8 月中国电解铝产能利用率达 99.9% 16
图 38: 预计未来电解铝供需量均将稳步增长（万吨） 16
图 39: 2026H1 吨铝利润同比增长 91.86% 16
图 40: 公司铝业务毛利率 40.04%，处同业中游（%） 16
图 41: 铝价上行带动电解铝原料剪刀差走阔(元/吨) 17
图 42: 公司氧化铝占电解铝成本 60.44% 17

表 1: 截至 2026H1 公司合计煤炭资源储量 32.88 亿吨、剩余资源量 19.54 亿吨 10
表 2: 公司电解铝现有及在建产能合计 161.53 万吨/年 15
表 3: 我们预计公司煤铝业务量价双增，盈利弹性进一步释放 18
表 4: 电投能源盈利增速优势明显，煤电铝一体化支撑业绩释放(基准日 2026/09/29) 19

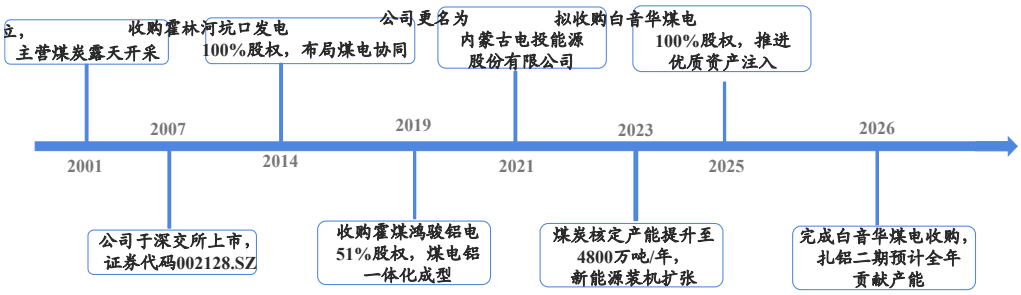
下载日志已记录，仅供内部参考

1、 煤电铝新综合能源平台成型，白音华注入打开盈利中枢上行空间

1.1、 国资背景清晰，资产注入推进煤电铝一体化平台扩张

露天煤炭开采起家，煤电铝协同发展的综合能源平台逐步成型。公司成立于 2001 年，早期以露天煤炭开采为主，并于 2007 年在深交所上市。此后，公司围绕蒙东资源禀赋持续延伸产业链：2014 年收购霍林河坑口发电 100%股权，开启煤电协同布局；2019 年收购霍煤鸿骏铝电 51%股权，煤电铝一体化框架初步形成；2021 年更名为内蒙古电投能源股份有限公司。当前，公司主营煤炭采选、销售、电解铝、火电及新能源发电等业务，已形成“煤炭稳底盘、电力强支撑、铝业增弹性”的业务结构。2023 年公司煤炭核定产能提升至 4800 万吨/年；2026 年完成白音华煤电 100%股权收购，叠加扎铝二期投产，公司煤炭、火电、电解铝及新能源业务进一步扩容，煤电铝综合能源平台由单基地向双基地延伸。

图1：露天煤炭开采起家，煤电铝协同发展的综合能源平台逐步成型

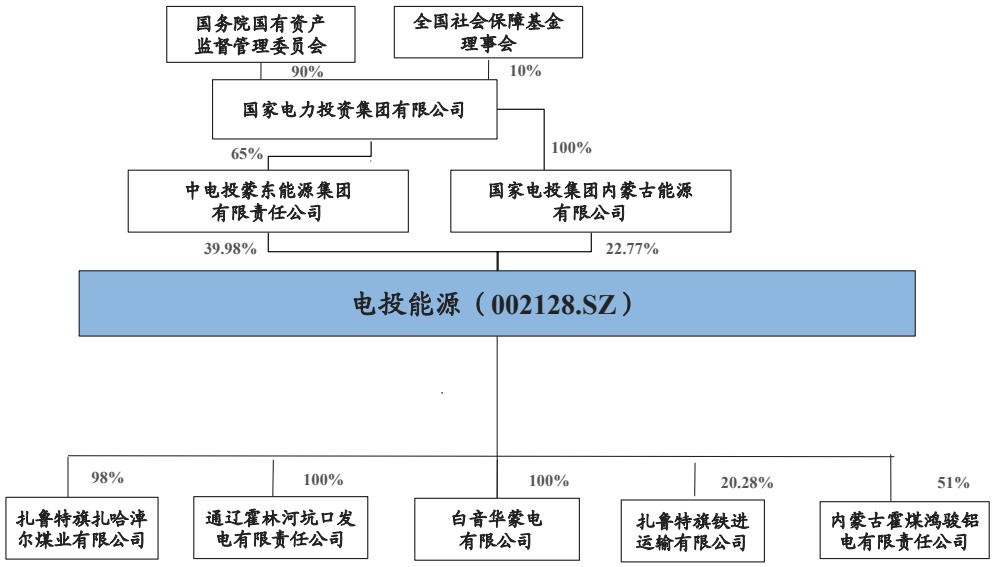


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司实际控制人为国家电投集团，控股股东为中电投蒙东能源集团。国务院国资委和全国社会保障基金理事会分别持有国家电力投资集团有限公司 90%和 10%股权。国家电投分别持有中电投蒙东能源集团有限责任公司 65%股权、国家电投集团内蒙古能源有限公司 100%股权。蒙东能源和国家电投集团内蒙古能源有限公司分别持有电投能源 39.98%和 22.77%股权。公司主要下属企业包括内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司、扎鲁特旗扎哈淖尔煤业有限公司、通辽霍林河坑口发电有限责任公司、白音华煤电有限公司和扎鲁特旗铁进运输有限公司，持股比例分别为 51%、98%、100%、100%和 20.28%。

下载日志已记录，仅供内部参考

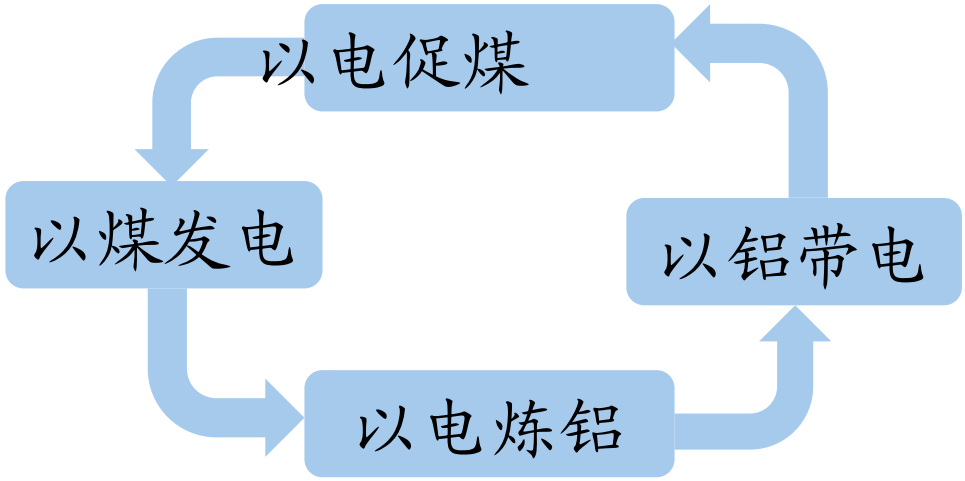
图2：实控人国家电投集团持有公司 48.76%股权，国资背景突出（2026Q3）



资料来源：Wind、开源证券研究所

煤电铝一体化是公司区别于单一煤炭、电力或电解铝企业的核心优势，本质是通过资源、能源与高载能负荷内部匹配，降低外部价格波动对盈利的冲击。公司以自有煤炭资源为基础，通过火电、自备电及新能源承接能源转化，再以电解铝作为稳定负荷和利润弹性出口，形成“煤—电—铝”成本传导和内部消纳闭环。白音华煤电注入后，一体化模式将由原有基地延伸至双基地平台。

图3：煤电铝一体化强化成本与消纳优势



资料来源：公司公告、开源证券研究所

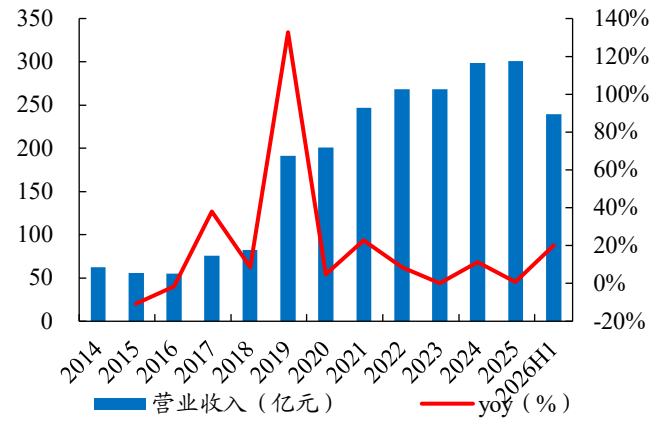
1.2、 煤铝电一体化格局形成，铝业务取代煤炭贡献核心利润

煤电铝一体化抬升盈利中枢，2026H1 业绩加速增长。2017 年以来，随着煤炭业务稳健发展及电解铝资产并表，公司盈利中枢持续上移，归母净利润于 2020 年增至 20.71 亿元。2021—2022 年，煤炭和铝产品价格上涨带动两大板块盈利弹性集中释放，2022 年归母净利润进一步提升至 39.86 亿元。2023 年以来，公司煤炭业务保持较强盈利韧性，铝板块盈利能力持续改善，2024 年、2025 年归母净利润分别达到

下载日志已记录，仅供内部参考

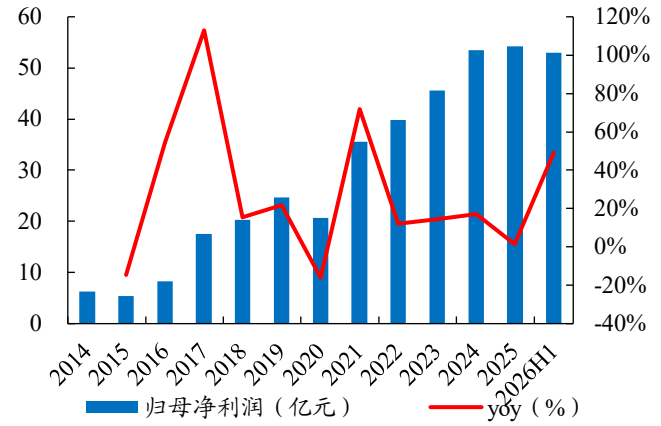
53.41 亿元和 54.19 亿元。2026H1，公司营业收入同比增长 19.96%，归母净利润同比增长 49.13%，利润增速显著高于收入增速，反映铝端价差改善及煤电铝产业协同进一步增厚业绩。整体来看，公司已形成“煤炭稳底盘、铝业增弹性、电力促协同”的多元盈利结构，业绩稳定性与成长弹性同步增强。

图4：2026H1 公司营业收入同比 19.96%



数据来源：Wind、开源证券研究所

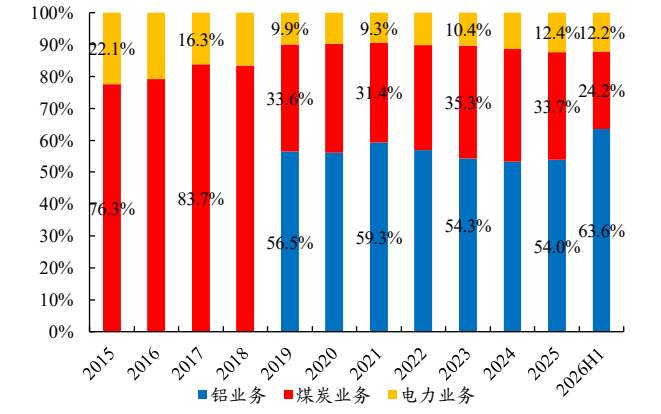
图5：2026H1 公司归母净利润同比 49.13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

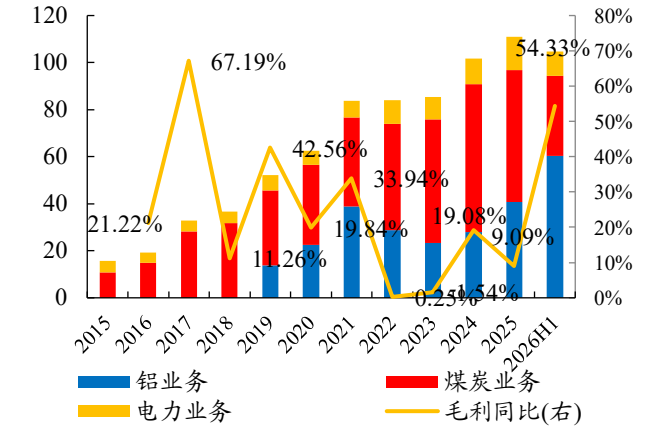
公司收入由煤电主导转向煤铝并重，铝取代煤炭成为第一大毛利来源。收入端看，2015—2018 年公司收入主要由煤炭行业和电力行业构成；2019 年有色金属冶炼业务并表后成为公司第一大收入来源，当年收入占比达 56.47%，2026H1 有色金属冶炼、煤炭行业、电力行业收入占比分别为 63.60%、24.18%和 12.22%。毛利端看，2026H1 公司毛利合计 104.71 亿元，同比增长 54.33%，铝业务毛利占比 57.57%，取代煤炭业务成为公司第一大毛利来源。

图6：2026H1 铝业务营收占比达 63.6%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2026H1 铝业务毛利占比达 57.57%（亿元，%右）

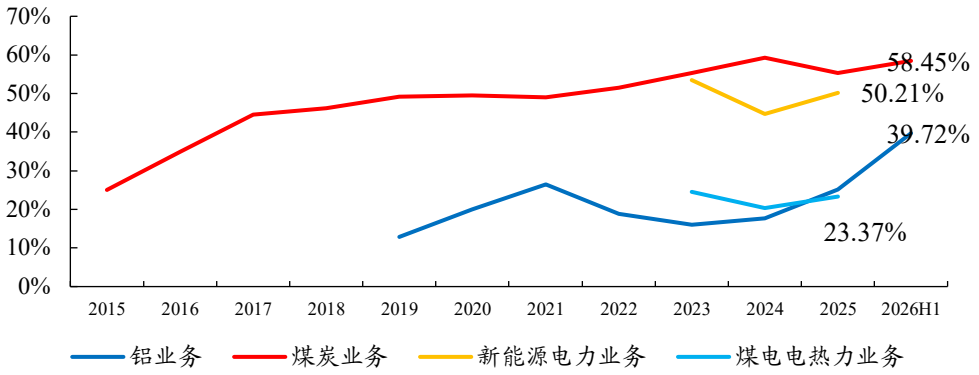


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司煤炭业务毛利率维持高位，低成本属性支撑其核心利润贡献。分业务毛利率看，煤炭行业毛利率长期高于其他业务，2015 年为 25.03%，2020 年提升至 49.58%，2024 年进一步升至 59.27%，2026H1 仍维持在 58.45%的较高水平；有色金属冶炼业务 2026H1 毛利率升至 39.72%，主要由于铝价大幅上涨推动公司盈利能力增强；新能源电力行业 2025 年毛利率为 50.21%，煤电热力行业毛利率为 23.37%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图8：2026H1 煤炭业务毛利率 58.45%，高于其他业务（%）

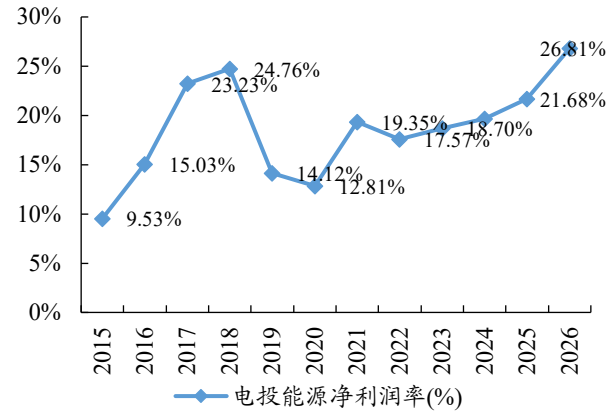


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 盈利中枢抬升且低费用优势突出，现金流支撑扩张与分红

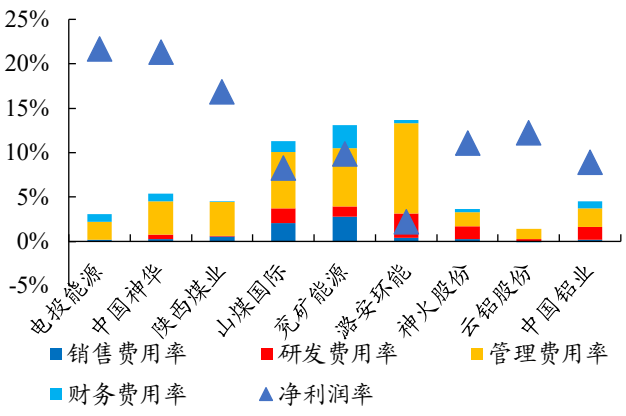
公司净利率处于同业较高水平，低费用率支撑盈利质量。横向对比看，2026H1 电投能源净利率为 26.81%，高于多数煤炭及铝业可比公司，盈利能力具备一定优势；期间费用率处于同业较低水平，其中管理费用率为主要费用项，销售费用率、研发费用率和财务费用率占比均较低，利润未被高费用拖累。纵向看，公司净利率由 2015 年的 9.53%提升至 2017—2018 年的 23.23%、24.76%，2019—2020 年阶段性回落后，2021 年以来重新回到较高平台，公司低费用优势明显。

图9：2026H1 公司净利率升至 26.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2026H1 公司净利率同业高位，费用率保持低位

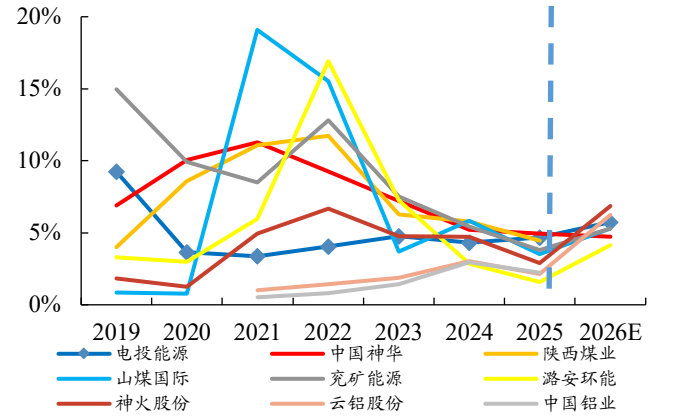


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司股息率稳中有升，煤炭现金流底盘支撑稳定回报。截至 2026 年 9 月 29 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，假设各可比公司 2025 年后续年分红比例；测算预期股息率约 5.8%。2023-2025 股息率分别为 4.8%、4.3%、4.7%，稳定回报属性逐步增强。分红比例看，公司 2025 年现金分红/净利润约 44.3%，处于可比公司中游水平，并未出现过度分红或依赖高分红透支现金流的特征。公司在扩张期保持相对稳健的分配节奏，低杠杆和经营现金流覆盖能力为后续分红提供基础。

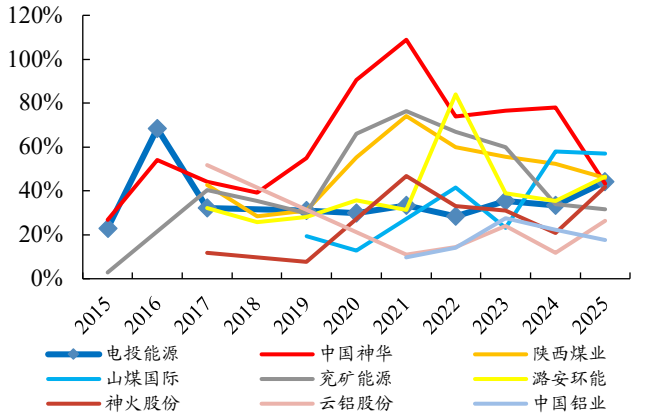
下载日志已记录，仅供内部参考

图11：2026E 公司股息率约 5.8%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

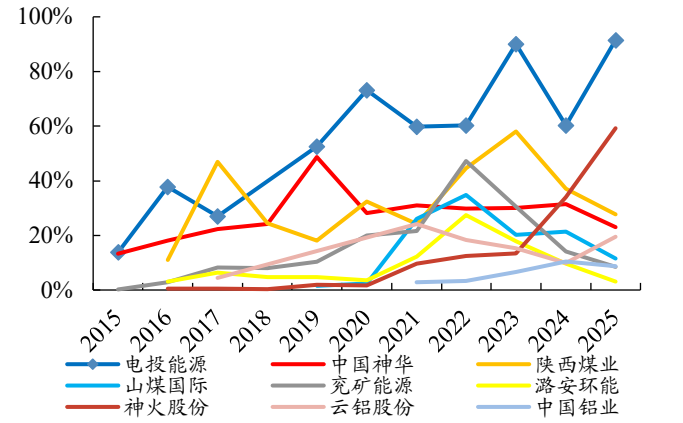
图12：2025 年公司现金分红/净利润水平 44%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

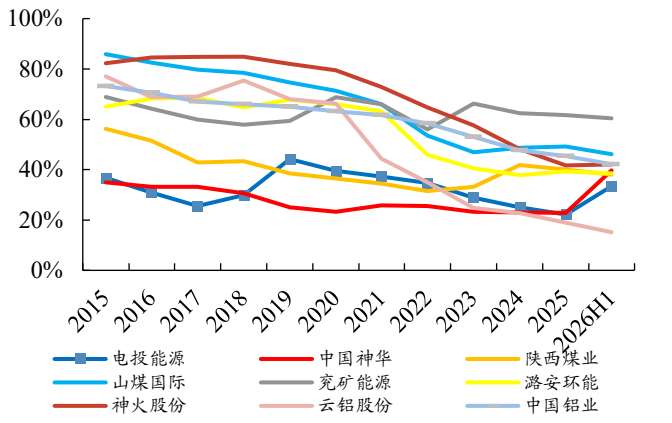
现金分红对账面资金占用较高，低杠杆结构提供分红保障。2025 年公司现金分红/货币资金比例处于可比公司较高水平，分红对账面现金形成一定压力。资产负债表端看，公司资产负债率由 2019 年的约 44%降至 2025 年 22%，2026 上半年快速抬升至 33.4%，但仍然处于可比公司较低水平。低杠杆结构增强公司在资本开支、经营周转和现金分红之间的腾挪空间。后续关注资本开支回落后现金分红/货币资金比例的改善。

图13：2025 年现金分红/货币资金比例提升至 91%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025 年资产负债率降至 22.18%（%）

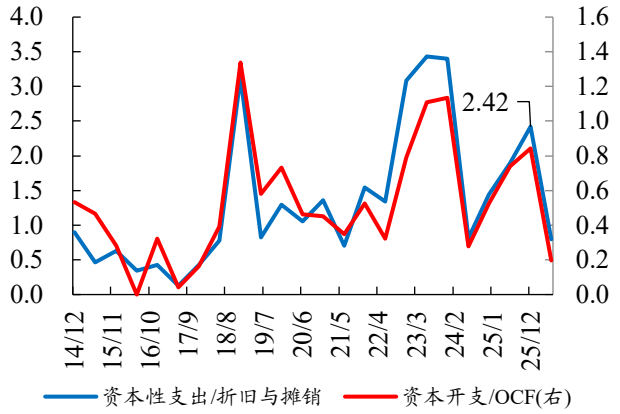


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司资本开支强度减弱，经营现金流仍具覆盖基础，配套募资补充扩张期资金来源。2025 年公司资本开支约 77.49 亿元，接近 2023 年高位，资本开支力度升至 2.42；2026H1 大幅回落。经营现金流覆盖大部分资本开支，但在分红和项目投入并行背景下，自由现金流弹性并不宽松。同时公司带息负债规模升至高位，公司开始依赖债务加杠杆；2026 年 7 月公司完成配套募资发行，发行价 26.00 元/股，发行 1.73 亿股，募集约 45.00 亿元，发行后总股本升至 31.26 亿股。该笔融资有助于缓解扩张期现金压力，但新增股份占发行后总股本约 5.54%，后续需关注募资使用效率及 EPS 影响。

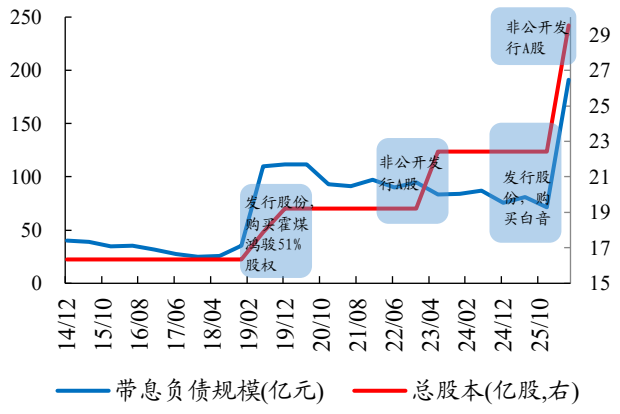
下载日志已记录，仅供内部参考

图15：2025 年开支力度升至 2.4，现金流仍具覆盖基础



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：带息负债规模上升，配套募资推动总股本抬升



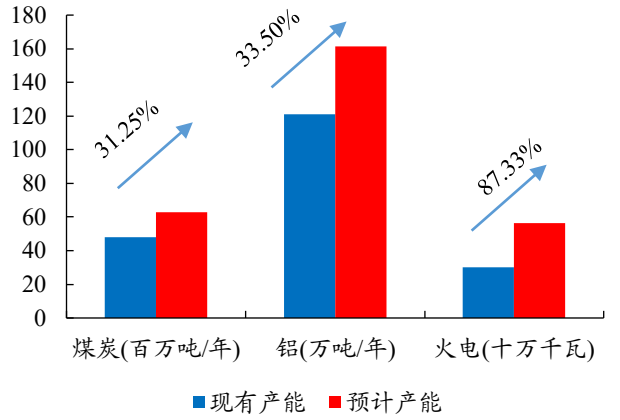
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：资本开支力度=资本性支出/折旧与摊销

1.4、 白音华煤电注入：双基地平台成型，盈利增厚进入验证

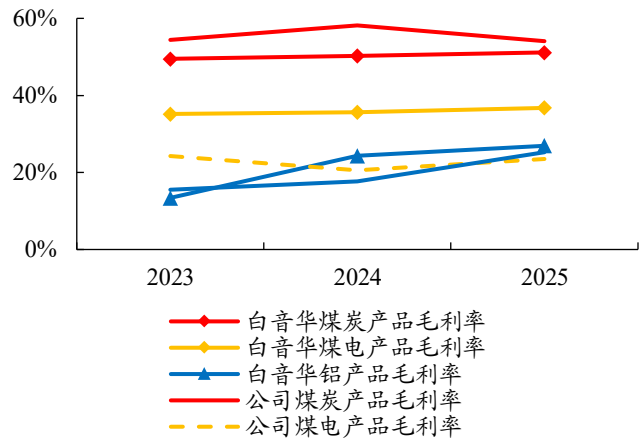
白音华煤电是公司由单基地向双基地延伸的核心资产，注入后煤、电、铝产能同步抬升。产能端看，白音华煤电带来 1,500 万吨/年煤炭产能、40.53 万吨/年电解铝产能、262 万千瓦火电产能，其中外售火电 192 万千瓦、自备火电 70 万千瓦，同时新增风电 35 万千瓦、光伏 20 万千瓦。交易完成并叠加扎铝二期产能释放后，截至 2026H1，公司煤炭、电解铝、火电及新能源产能分别达到 6300 万吨/年、161.53 万吨/年、562 万千瓦和 738.37 万千瓦。盈利端看，白音华煤炭毛利率稳定在 50%左右，高于公司原有煤炭业务；电解铝盈利也明显改善，资产注入后公司盈利中枢具备上移基础。

图17：白音华注入后煤铝电产能同步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：白音华毛利率较高，电解铝改善明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 煤炭：区域消纳稳定销量，长协与低成本构筑高盈利

2.1、 煤炭产销稳健，内部消纳与东北需求缺口保障稳定消纳

下载日志已记录，仅供内部参考

蒙东露天矿资源集中、产能稳定，构成公司煤炭业务的规模与成本基础。公司拥有霍林河矿区一号露天矿田、扎哈淖尔露天矿田与白音华二号露天煤矿三大核心资源，煤种以褐煤为主，主要服务火电、供热及煤化工等燃料需求。截至 2026H1，公司合计煤炭资源储量 32.88 亿吨、剩余资源量 19.54 亿吨，核定产能合计 6300 万吨/年，其中南露天矿、北露天矿和扎哈淖尔露天矿产能分别为 2000、1000、1800 万吨/年。稳定的存量资源和核定产能，提供公司稳定输出产量的保障基础。

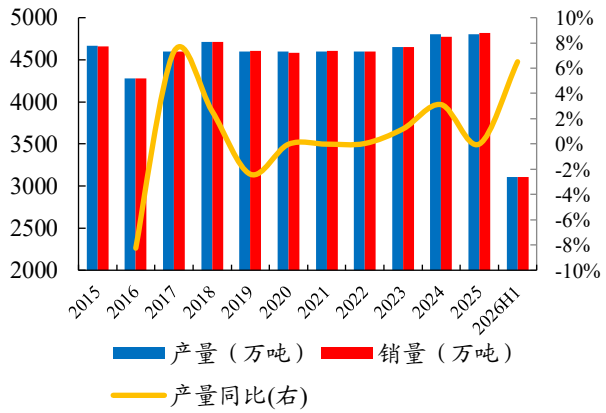
表1：截至 2026H1 公司合计煤炭资源储量 32.88 亿吨、剩余资源量 19.54 亿吨

矿区	矿井名称	持股比例	煤种	资源储量（亿吨）	剩余资源量（亿吨）	核定产能（万吨/年）
霍林河矿区一号露天矿田	霍林河南露天矿	100%	褐煤	13.87	7.26	2000
霍林河矿区一号露天矿田	霍林河北露天矿	100%	褐煤			1000
扎哈淖尔露天矿田	扎哈淖尔露天矿	98%	褐煤	12.17	8.97	1800
白音华矿区	白音华二号露天煤矿	100%	褐煤	6.84	3.31	1500
合计	—	—	褐煤	32.88	19.54	6300

数据来源：公司公告、开源证券研究所

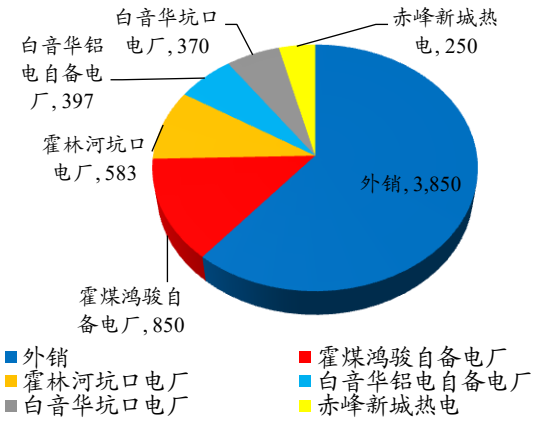
煤炭产销保持稳健，体系内消纳构成稳定补充。公司近两年煤炭产销量维持在 4,800 万吨左右，产销规模基本匹配；2026 年上半年实现煤炭销量 3104.27 万吨，同比增长 6.51%。产能方面，2026 年白音华并表提升公司产能至 6300 万吨/年。按该核定产能测算，我们预计 2026 年公司煤炭内销规模约 2450 万吨，占比约 38.9%，主要销售至霍煤鸿骏自备电厂、霍林河坑口电厂、白音华铝电自备电厂及白音华坑口电厂等客户；其余煤炭面向公司外部销售。煤电铝一体化布局为公司煤炭业务提供稳定需求基础，并与市场化外销共同构成公司的煤炭销售格局。

图19：2026H1 公司煤炭销售 3104.3 万吨(万吨，%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：预计 2026 公司煤炭内销占比约 38.9%（万吨）



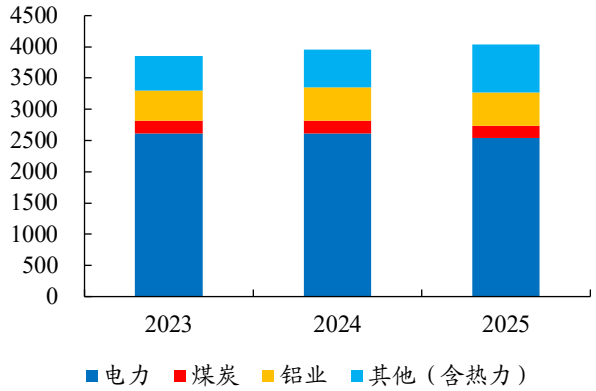
数据来源：公司公告、开源证券研究所

背靠国家电投集团，公司煤炭业务具备集团内部消纳渠道。2023—2025 年，国家电投集团业务收入结构整体保持稳定，电力业务持续占据主导地位，铝业、煤炭及热力等业务协同发展；相对稳定的下游电力和铝业经营，为集团内部煤炭需求提供了基础。剔除公司自有电厂后，2024 年集团内部其他用户贡献约 40%的煤炭销量，

下载日志已记录，仅供内部参考

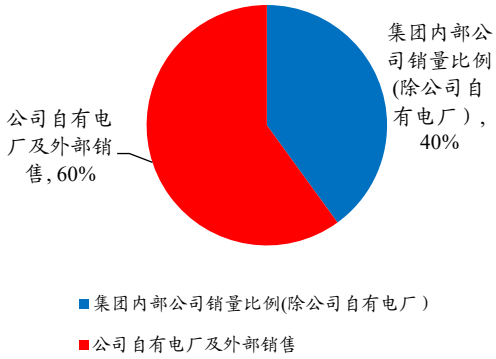
集团内客户已成为公司煤炭销售的重要承接方。关联交易均以市场价格为基础定价，集团内部销售在提供销量支撑的同时，亦不以非市场化价格让利为代价。其余煤炭面向外部市场销售，公司由此形成“集团内需求提供稳定支撑、外部销售保留市场化定价空间”的销售结构。

图21：控股股东国电投集团主营电力业务（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

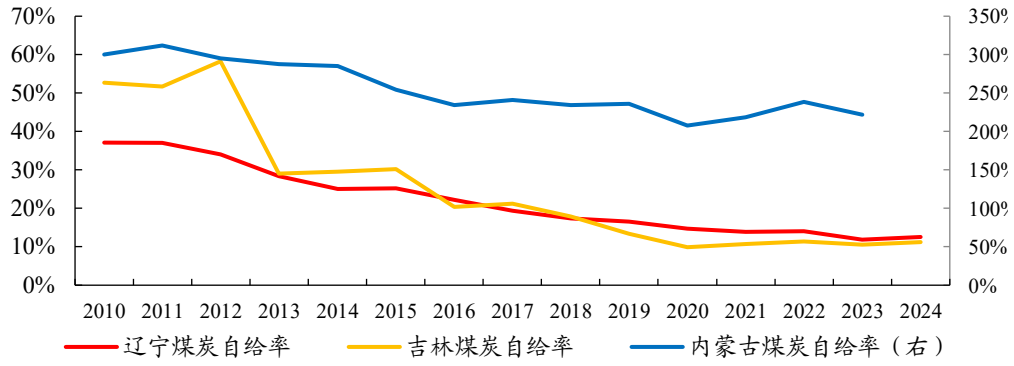
图22：2024年集团内部其他用户贡献约40%煤炭销量



数据来源：公司公告、开源证券研究所

东北区域供给缺口为公司煤炭稳定消纳和区域盈利提供支撑。公司煤炭主要销往内蒙古及东北市场，区域供需错配为其销售提供了基础。作为资源供给地，内蒙古煤炭自给率长期维持在较高水平，2010—2023年均超过200%，2023年仍达221.5%；与之相对，辽宁、吉林煤炭自给率持续下行，辽宁由2010年的37.1%降至2024年的12.5%，吉林则由52.7%降至11.3%，区域煤炭外调需求持续存在且逐步扩大。公司矿区位于蒙东，能够就近覆盖辽吉等需求缺口地区，形成“内蒙古资源地—东北需求地”的区域销售布局。相较于远距离调入煤源，公司销售半径较短，在运输成本、交付效率及区域客户维护方面具备优势，并对区域销售盈利形成支撑。

图23：东北地区煤炭自给率长期下行，内蒙古保持高位



数据来源：各地统计年鉴、开源证券研究所

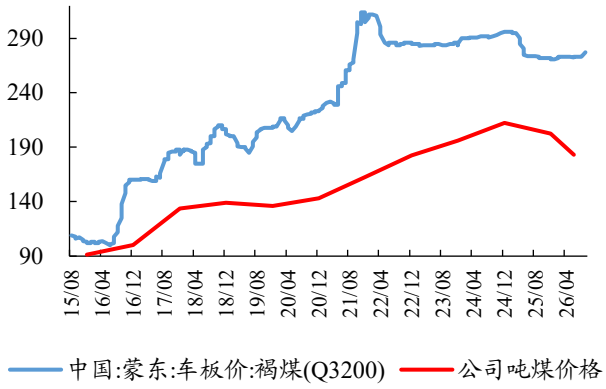
2.2、 长协销售平滑煤价波动，露天开采低成本支撑煤炭高盈利

长协机制平滑市场煤价波动，公司煤炭盈利保持较强稳定性，2026Q3煤价边际回升有望形成一定支撑。公司煤炭主要销往东北地区电厂、供热及工业客户，销售煤种以动力煤为主。2024年公司长协煤销量占比约85%，市场煤占比约15%，较高的长协比例降低市场煤价波动向公司售价的传导。2026Q3以来，蒙东Q3200动力煤

下载日志已记录，仅供内部参考

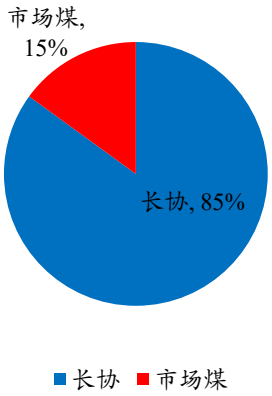
车板价整体保持稳定，7—8 月基本维持 273.18 元/吨，9 月初升至 277.59 元/吨，较 6 月末上涨约 1.6%。市场煤价整体平稳、9 月边际回升，长协价格的稳定作用，我们预计公司 2026Q3 煤炭售价及盈利整体保持稳健。

图24：2026Q3 褐煤价格保持高位震荡(元/吨)



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

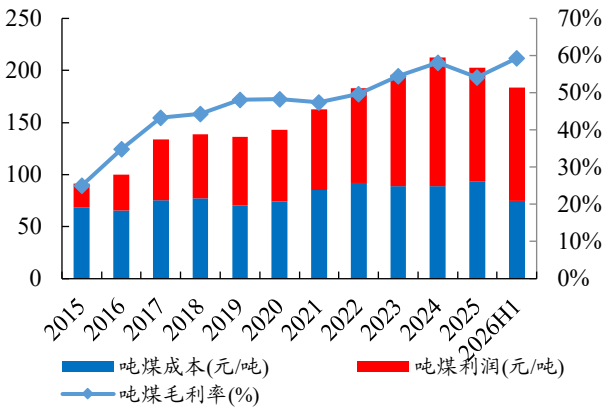
图25：2024 年公司长协比例为 85%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

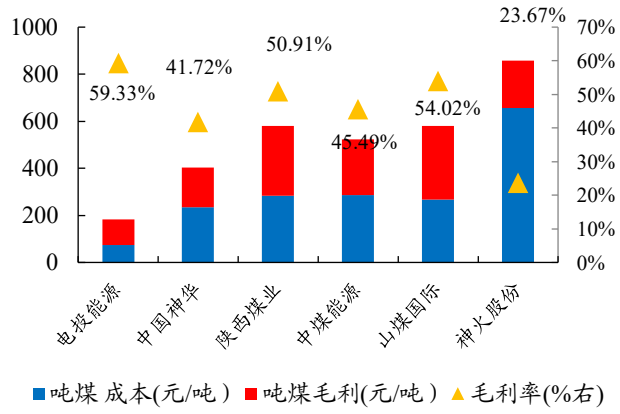
露天开采的成本优势支撑煤炭业务高盈利。公司煤炭资源以大型露天矿为主，较低的开采成本构筑煤炭业务盈利基础，2026H1 公司吨煤成本 74.73 元/吨、吨煤毛利 109.01 元/吨，毛利率达到 59.33%；2015 年以来，公司吨煤成本整体维持低位，吨煤毛利率总体呈提升趋势。横向对比来看，公司煤炭业务成本处于同业较低水平，毛利率处于同业较高水平，低成本优势进一步增强煤炭业务抵御价格波动的能力。叠加长协销售对煤炭售价的平滑作用，公司煤炭业务盈利具备较强稳定性。

图26：2026H1 吨煤毛利达 109 元/吨



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图27：2026H1 公司煤毛利率率 59.33%，处同业高水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

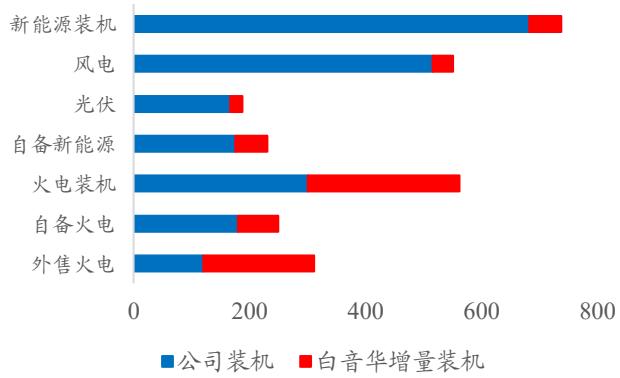
3、 电力：火电稳定支撑与新能源增量并行，煤电铝一体化优势进一步夯实

白音华资产注入公司装机规模实现跨越式增长，自备电源进一步夯实煤电铝一体化优势。2026H1 公司完成白音华煤电资产收购，新增发电装机 317 万千瓦，其中火电 262 万千瓦、新能源 55 万千瓦；新增火电中包括外售火电 192 万千瓦和自备火

下载日志已记录，仅供内部参考

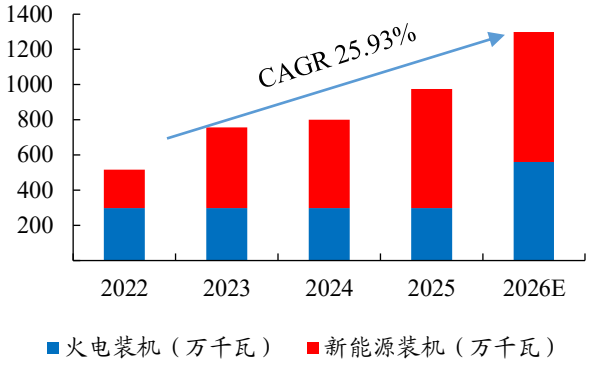
电 70 万千瓦，新增新能源包括风电 35 万千瓦和光伏 20 万千瓦。截至 2026H1，公司发电总装机达到 1300.37 万千瓦，其中自备装机 480.71 万千瓦，占比 37.0%；分结构看，自备火电、自备新能源装机分别达到 250、230.71 万千瓦。2022—2026 年公司总装机由 517 万千瓦增至 1300 万千瓦，复合增长率达 25.9%，电源规模快速扩张的同时，自备电源持续完善，电解铝业务提供稳定的电力保障。

图28：白音华注入新增 317 万千瓦发电装机(万千瓦)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

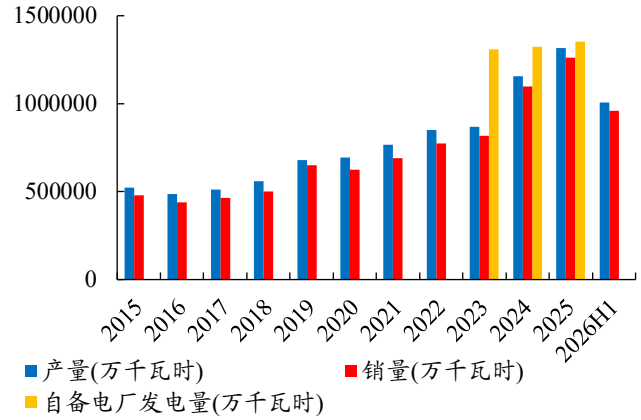
图29：2022—2026E 年公司发电装机 CAGR 达 25.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

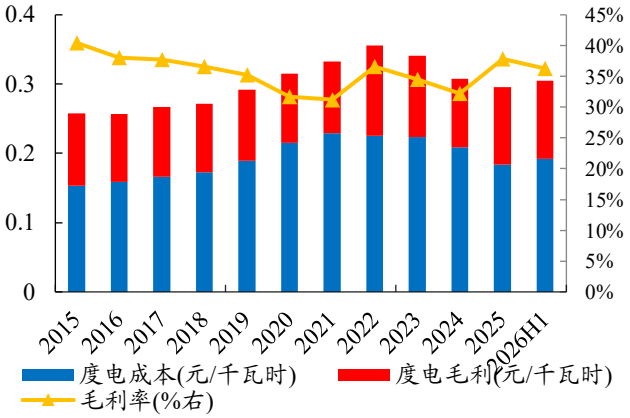
装机规模扩张持续转化为发电增量，电力业务盈利保持稳定。2026H1 实际发电量达到 100.84 亿千瓦时；公司同时拥有较大规模自备电源，2025 年自备电厂发电量达到 135.30 亿千瓦时，主要满足铝业务内部用电需求，强化电铝协同。盈利能力方面，2026H1 公司电力业务实现收入 29.24 亿元，度电收入由 2025 年的 0.295 元/千瓦时提升至 0.305 元/千瓦时，度电成本由 0.184 元/千瓦时升至 0.192 元/千瓦时，度电毛利保持在 0.113 元/千瓦时，毛利率为 36.97%。新增装机持续转化为发电增量，同时自备电源保障铝端用电需求，公司电力业务规模扩张与一体化协同同步增强。

图30：2026H1 实际发电量达 100.84 亿千瓦时



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2026H1 度电毛利达 0.113 元/千瓦时



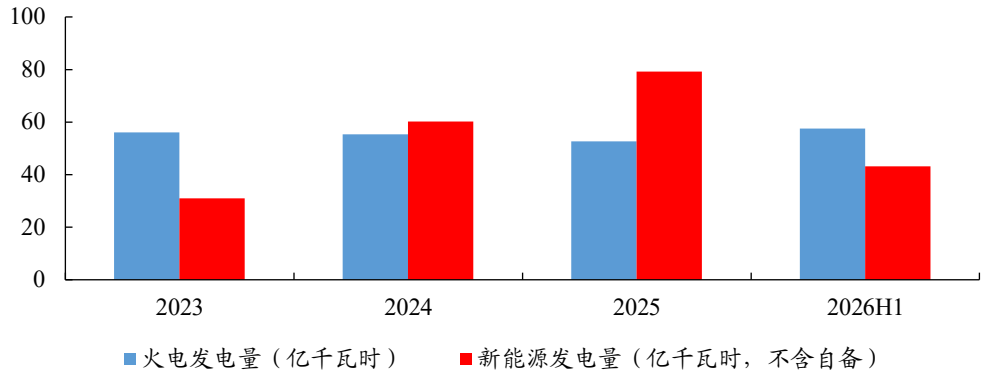
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

新能源贡献电力业务主要增量，火电盈利修复叠加新能源高毛利共同支撑板块盈利。公司新能源发电量由 2023 年的 30.95 亿千瓦时增至 2025 年的 79.13 亿千瓦时，2026H1 达到 43.21 亿千瓦时，新能源逐步成为发电量增长的主要来源；同期火电发电量保持相对稳定，2026H1 达到 57.63 亿千瓦时。盈利端，2026H1 火电度电毛利提升至 0.11 元/千瓦时，毛利率由 2025 年的 23.37%升至 31.12%，白音华煤电资产注入

下载日志已记录，仅供内部参考

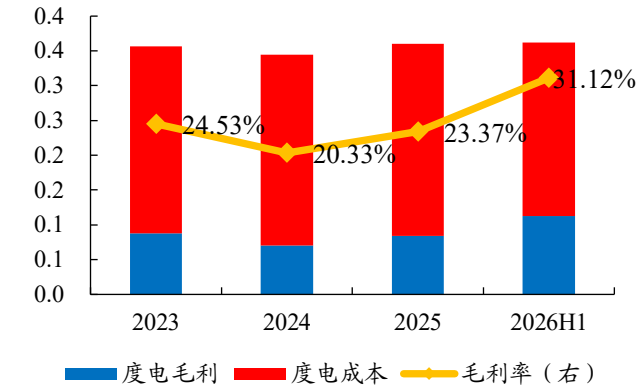
及容量电价机制改善对盈利形成支撑；新能源度电毛利约 0.11 元/千瓦时，毛利率虽由 2025 年的 50.21%回落至 47.38%，仍显著高于火电。新能源持续贡献规模增量、火电盈利能力改善，公司电力业务的规模与盈利基础进一步增强。

图32：新能源发电量 2026H1 达 43.21 亿千瓦时



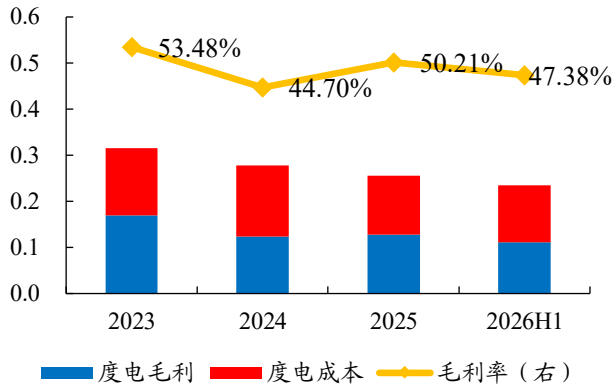
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：2026H1 火电度电毛利升至 0.11 元/千瓦时，毛利率达 31.12%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：2026H1 新能源度电毛利 0.11 元/千瓦时，毛利率达 47.38%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 铝：供给约束支撑铝价，氧化铝低位与产能释放推动盈利弹性

4.1、 产能扩张持续兑现，供给约束提升新增产能稀缺性

白音华资产注入叠加扎铝二期投产，公司电解铝产能规模实现明显扩张。公司原有电解铝产能主要位于霍林河，霍煤鸿骏一、二期及扎铝一期分别具备 48、38 万吨/年产能，合计 86 万吨/年；2026H1 白音华资产注入新增 40.53 万吨/年产能，进一步将公司电解铝产能提升至 126.53 万吨/年。增量方面，扎铝二期 35 万吨绿电铝项目于 2025 年末实现首批电解槽通电，2026 年 2 月起逐步投产，截至 4 月末 264 台电解槽已启动 136 台，并于 6 月 30 日实现全部电解槽投运、全容量投产，公司电解铝产能由此进一步增至 161.53 万吨/年。扎铝二期年用电量约 46.5 亿千瓦时，整体绿电

下载日志已记录，仅供内部参考

占比约 80%，随着新增产能逐步贡献完整产量，公司铝业务规模及绿电消纳能力有望进一步提升。

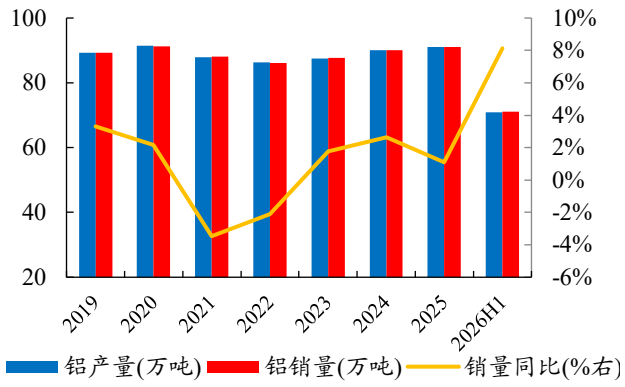
表2：公司电解铝现有及在建产能合计 161.53 万吨/年

产业集群	生产基地	主体/项目	电解铝产能
霍林河	通辽霍林郭勒市	霍煤鸿骏一期、二期	48 万吨/年
霍林河	通辽扎鲁特旗扎哈淖尔工业园	扎铝一期	38 万吨/年
霍林河	通辽扎鲁特旗扎哈淖尔工业园	扎铝二期绿电铝项目	35 万吨/年
白音华	锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗白音华工业园	白音华铝电	40.53 万吨/年
合计			161.53 万吨/年

数据来源：公司公告、开源证券研究所

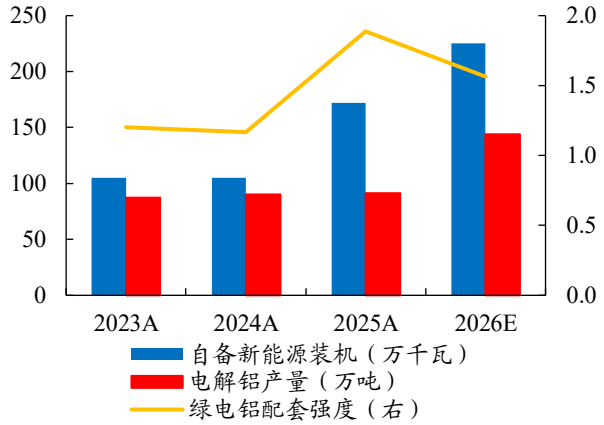
新增产能释放打开铝业务增长空间，绿电铝产能基础进一步夯实。2026H1 电解铝产量达到 70.93 万吨，2026H2 扎铝二期产能爬坡开始，预计进一步扩大公司铝业务规模。公司围绕“十五五”绿色低碳发展战略持续强化新能源与电解铝协同布局，自备新能源装机由 2023 年的 105 万千瓦增至 2025 年的 171.8 万千瓦，霍煤鸿骏、白音华均已取得绿电铝相关认证，绿电供给能力与铝产业规模同步提升，绿电铝成为公司煤电铝产业链绿色转型的重要方向。

图35：2026H1 电解铝销量达 70.9 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：绿电铝配套能力持续增强



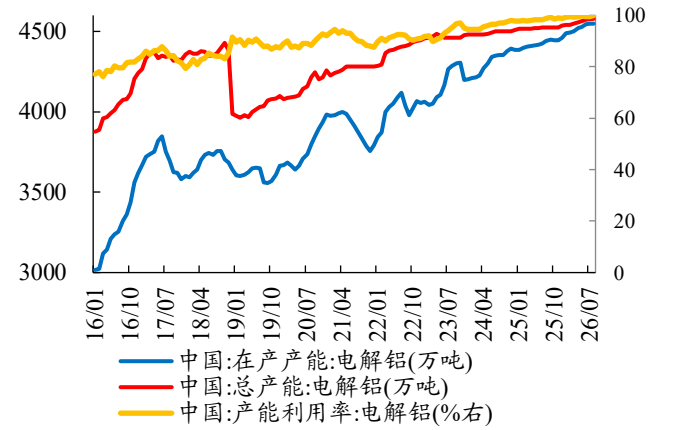
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：绿电铝配套强度=新能源装机/电解铝产量（MW/万吨电解铝）

行业供给接近产能天花板，新增合规产能的稀缺性进一步提升。截至 2026 年 8 月，国内电解铝产能利用率已升至 99.9%，在约 4500 万吨产能约束下，行业供给进一步增长主要依赖产能置换与存量产能重新配置。展望未来，我们预计 2026—2028 年中国电解铝市场仍然供需格局维持偏紧。在此背景下，使合规产能本身成为稀缺资源；在行业供给难以进一步增加时，率先取得并释放的合规产能将成为铝业务稀缺的增长来源。

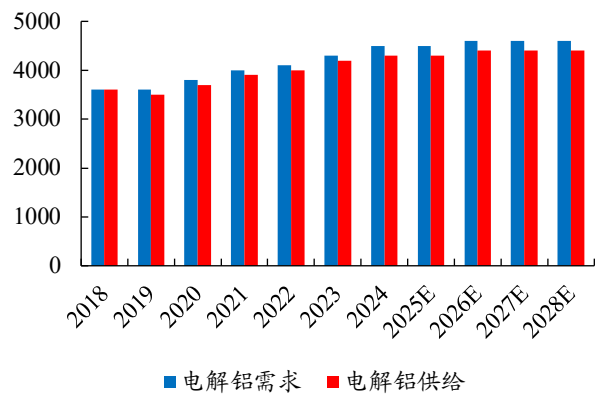
下载日志已记录，仅供内部参考

图37：2026 年 8 月中国电解铝产能利用率达 99.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：预计未来电解铝供需量均将稳步增长（万吨）

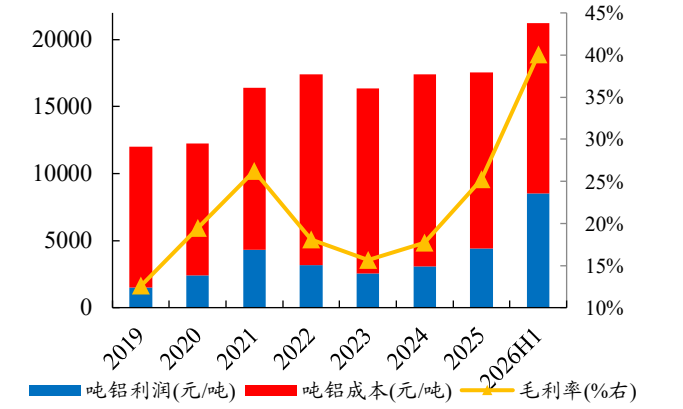


数据来源：CRU、创新实业招股说明书、开源证券研究所

4.2、 吨铝盈利高位延续，预计 2026H2 业绩底色不改

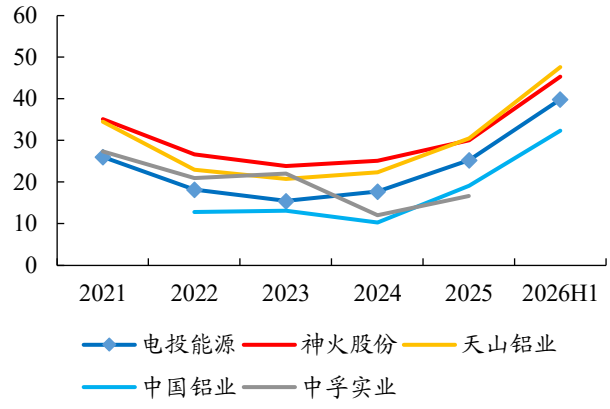
铝价上涨推动公司吨铝盈利显著改善，量利共振强化铝业务利润弹性。2026H1 随铝价中枢进一步上行，公司吨铝利润升至 0.85 万元/吨，较 2025H1 的 0.44 万元/吨同比接近翻倍；吨铝毛利率升至 40.04%，较 2025 年提升 14.8pct。2024 年以来主要铝企毛利率普遍回升，公司毛利率同步修复至同业中游水平，行业景气改善进一步强化公司铝业务盈利表现。2026 年 7—9 月电解铝均价约 2.40 万元/吨，较 Q2 上涨约 300 元/吨，叠加扎铝二期 35 万吨产能于 6 月底全部投产，2026H2 新增产能贡献显著增加，铝价高位、产量释放共振，我们预计公司 2026H2 铝业务业绩值得期待。

图39：2026H1 吨铝利润同比增长 91.86%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：公司铝业务毛利率 40.04%，处同业中游（%）

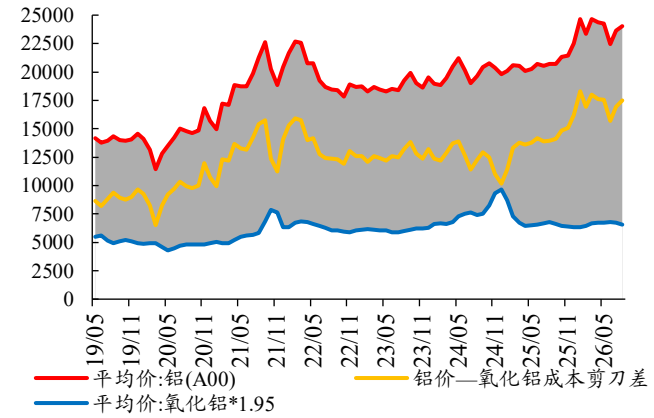


数据来源：Wind、开源证券研究所

成本端改善是释放铝业务盈利弹性的第二重驱动，氧化铝价格低位运行与铝价高位共同打开公司利润空间。公司电解铝生产成本中氧化铝占比达 60.44%，原料价格变化对吨铝盈利影响较大。2026 年 7—9 月氧化铝均价约 3161 元/吨保持低位运行，同期铝—氧化铝剪刀差均值约 1.78 万元/吨。与上半年持平，当前铝氧价差延续 2026H1 较高水平，预计三季度吨铝盈利仍具较强支撑，并进一步增强公司 2026H2 铝业务业绩确定性。

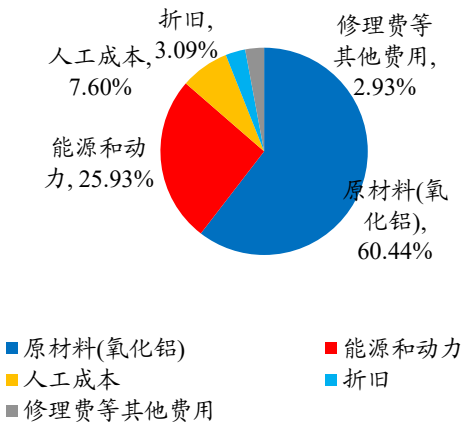
下载日志已记录，仅供内部参考

图41：铝价上行带动电解铝原料剪刀差走阔(元/吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：公司氧化铝占电解铝成本 60.44%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：铝价—氧化铝成本剪刀差=A00 铝均价-氧化铝均价×1.95

5、 盈利预测与投资建议

5.1、 盈利预测

考虑白音华并表，由于白音华煤电为同一控制下收购，公司对白音华全年的利润并入合并口径，我们对公司做出如下盈利预测：

煤炭业务

我们预计 2026—2028 年公司煤炭产量分别为 6300、6500、6500 万吨，产能利用率维持在 100%。2026 年产量较 2025 年增加约 1500 万吨，主要受白音华煤炭资产注入带动；受合并范围扩大后煤种及销售结构变化影响，公司综合吨煤收入预计由 2025 年的 210 元/吨降至 2026 年的 190 元/吨，该变化主要反映并表后的口径及结构调整，并不代表市场煤价下行。预计 2027—2028 年综合吨煤收入分别回升至 193、195 元/吨；吨煤成本分别为 80、81、81 元/吨。

电力业务

我们预计 2026—2028 年公司发电量稳步提升，分别为 2,298,527、2,436,127、2,604,927 万千瓦时，售电量与发电量之比维持在 96%；预计度电价格分别为 0.281、0.261、0.246 元/千瓦时；预计度电成本分别为 0.189、0.170、0.153 元/千瓦时，对应度电毛利分别为 0.092、0.091、0.093 元/千瓦时。

铝业务

我们预计 2026—2028 年公司电解铝产量持续提升，分别为 144、161、176.02 万吨；主要受扎铝二期投产释放及后续产能增量贡献带动，预计单位价格分别为 20293、20699、20906 元/吨；预计单位成本分别为 12776、13159、13554 元/吨。

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：我们预计公司煤铝业务量价双增，盈利弹性进一步释放

指标	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
煤炭业务					
销量	万吨	4,820.50	6,327.66	6,528.54	6,528.54
YoY	%	0.90%	31.27%	3.17%	0.00%
单价	元/吨	210	190	193	195
吨成本	元/吨	94	80	81	81
营收	亿元	101.4	120.34	126.02	127.28
YoY	%	-4.20%	18.68%	4.72%	1.00%
毛利	亿元	56.1	69.74	73.29	74.55
YoY	%	-10.50%	24.31%	5.10%	1.72%
电力业务					
售电量	万千瓦时	1,262,272	2,197,457	2,329,007	2,490,384
YoY	%	14.80%	74.09%	5.99%	6.93%
度电价格	元/千瓦时	0.3	0.281	0.261	0.246
度电成本	元/千瓦时	0.18	0.189	0.17	0.153
营收	亿元	37.3	62.1	61.1	61.6
YoY	%	10.40%	66.49%	-1.61%	0.82%
毛利	亿元	14.1	20.4	21.3	23.3
YoY	%	29.40%	44.68%	4.41%	9.39%
铝业务					
销量	万吨	91.01	144	161	176.02
YoY	%	1.10%	58.22%	11.81%	9.33%
单价	元/吨	17,852	20,293	20,699	20,906
吨成本	元/吨	13,373	12,776	13,159	13,554
营收	亿元	162.5	292.22	333.25	367.98
YoY	%	2.30%	79.83%	14.04%	10.42%
毛利	亿元	40.8	108.24	121.39	129.40
YoY	%	45.70%	165.29%	12.15%	6.60%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

综上，我们预计 2026—2028 年公司营业收入分别为 474.66/520.42/556.90 亿元，同比分别增长 57.6%、9.6%、7.0%。煤炭业务提供稳定现金流和低成本底盘，电力业务承担能源转化与消纳支撑，铝业务在产能释放和价差改善下贡献主要弹性；白音华并表进一步扩大煤铝业务规模并增厚盈利。

5.2、 投资建议

公司煤炭盈利稳定，铝业务量利齐升，双基地扩容进入业绩兑现期。公司已形成霍林河、白音华双基地煤电铝一体化平台。白音华煤电注入扩大煤炭和电解铝资产规模，扎铝二期投产带来绿电铝产能增量。鉴于公司期间费用及部分业务成本有所抬升，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 474.66/520.42/556.90 亿元，归母净利润分别为 107.43/119.53/126.12 亿元（前值 112.41/127.84/139.03 亿元），对应 EPS 分别为 3.44/3.82/4.03 元，当前股价对应 PE 分别为 8.1/7.3/6.9 倍。公司煤炭业务高长协比例盈利稳健，铝业务产能释放利润兑现，维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：电投能源盈利增速优势明显，煤电铝一体化支撑业绩释放(基准日 2026/09/29)

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE(X)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000807.SZ	云铝股份	26.47	1.75	4.13	4.43	4.63	25.8	6.4	6.0	5.7
000933.SZ	神火股份	26.10	1.81	4.01	4.03	4.06	14.3	6.5	6.5	6.4
601600.SH	中国铝业	8.94	0.74	1.33	1.36	1.35	16.9	6.7	6.6	6.6
002532.SZ	天山铝业	12.21	1.05	1.93	2.04	2.10	16.8	6.3	6.0	5.8
600546.SH	山煤国际	13.00	0.59	1.14	1.26	1.38	8.8	11.4	10.3	9.4
601088.SH	中国神华	47.30	2.66	2.83	2.93	3.04	13.7	16.7	16.2	15.6
601225.SH	陕西煤业	25.66	1.73	2.23	2.35	2.45	9.2	11.5	10.9	10.5
600188.SH	兖矿能源	19.26	0.84	1.71	1.85	2.00	9.2	11.3	10.4	9.6
	均值						14.4	9.6	9.1	8.7
002128.SZ	电投能源	28.14	1.73	3.44	3.82	4.03	16.1	8.1	7.3	6.9

数据来源：Wind、开源证券研究所、可比公司预测数据为 Wind 一致预期

6、 风险提示

（1）煤价下跌风险：若动力煤供给维持高位、下游需求修复偏弱、终端库存去化偏慢或进口煤价格下行，公司吨煤收入和煤炭盈利可能承压。

（2）铝价及原材料价格波动风险：若电解铝价格回落、氧化铝价格反弹或电力成本上升，铝价—氧化铝成本剪刀差可能收窄，吨铝盈利可能低于预期。

（3）项目投产及资产整合风险：扎铝二期投产、白音华煤电整合、产能释放斜率及协同效果存在不确定性，若进展不及预期，将影响盈利中枢抬升与厚兑现。

（4）安全生产、环保监管及政策变化风险：公司煤炭、电解铝和电力业务受安全、能耗、环保和产业政策监管，若监管趋严或发生安全环保事件，可能影响生产经营和资本开支。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9178	10658	20000	25036	32844
现金	2980	2669	9287	14645	21058
应收票据及应收账款	2012	2200	3733	3205	4220
其他应收款	419	620	745	888	783
预付账款	804	942	1572	1308	1707
存货	1258	1978	2221	2665	2481
其他流动资产	1705	2250	2441	2325	2596
非流动资产	42456	70705	71832	74405	77322
长期投资	1147	1240	1553	1796	2074
固定资产	30699	45313	46611	47532	48312
无形资产	4931	11262	12768	14558	16471
其他非流动资产	5680	12890	10901	10519	10465
资产总计	51634	81363	91832	99441	110166
流动负债	5527	11913	15237	13308	14326
短期借款	150	3634	4000	1712	1953
应付票据及应付账款	2744	3759	4890	5058	5481
其他流动负债	2633	4520	6347	6538	6892
非流动负债	7535	16481	13207	10838	8061
长期借款	6733	14707	11920	9307	6652
其他非流动负债	802	1774	1288	1531	1409
负债合计	13062	28394	28444	24146	22387
少数股东权益	3969	5790	7708	9515	11349
股本	2242	2242	2242	2242	2242
资本公积	6351	13830	13830	13830	13830
留存收益	25940	30844	38932	47598	56531
归属母公司股东权益	34603	47179	55680	65780	76430
负债和股东权益	51634	81363	91832	99441	110166

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7950	9207	15421	18720	18434
净利润	5871	6530	12661	13760	14447
折旧摊销	2893	3201	3868	4268	4679
财务费用	225	156	349	220	111
投资损失	-83	-80	-101	-88	-90
营运资金变动	-1214	-798	-1340	655	-646
其他经营现金流	258	198	-16	-95	-68
投资活动现金流	-4448	-7569	-4943	-6724	-7516
资本支出	4185	7749	5558	6161	7537
长期投资	-294	147	-314	-243	-278
其他投资现金流	32	34	928	-321	299
筹资活动现金流	-2207	-2169	-3860	-6639	-4505
短期借款	-121	3484	366	-2288	242
长期借款	-741	7974	-2788	-2612	-2656
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	7479	0	0	0
其他筹资现金流	-1345	-21106	-1438	-1738	-2091
现金净增加额	1296	-531	6618	5357	6413

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29859	30115	47466	52042	55690
营业成本	19691	19022	27632	30442	32963
营业税金及附加	1819	1764	2852	3116	3314
营业费用	64	69	106	116	125
管理费用	979	1024	1577	1735	1867
研发费用	78	41	82	99	93
财务费用	225	156	349	220	111
资产减值损失	-96	-56	-47	-52	-56
其他收益	112	95	99	102	99
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	83	80	101	88	90
资产处置收益	9	0	5	3	4
营业利润	7065	8140	15182	16626	17541
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	15078	16507	17429
所得税	1055	1498	2417	2747	2982
净利润	5871	6530	12661	13760	14447
少数股东损益	530	1111	1918	1807	1835
归属母公司净利润	5342	5419	10743	11953	12612
EBI					
EPS(元)	1.71	1.73	3.44	3.82	4.03

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	0.9	57.6	9.6	7.0
营业利润(%)	19.5	15.2	86.5	9.5	5.5
归属于母公司净利润(%)	17.1	1.5	98.2	11.3	5.5
获利能力					
毛利率(%)	34.1	36.8	41.8	41.5	40.8
净利率(%)	17.9	18.0	22.6	23.0	22.6
ROE(%)	15.2	12.3	20.0	18.3	16.5
ROIC(%)	13.8	9.7	16.8	16.9	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3	34.9	31.0	24.3	20.3
净负债比率(%)	13.1	34.9	16.8	0.9	-9.3
流动比率	1.7	0.9	1.3	1.9	2.3
速动比率	1.2	0.6	1.0	1.5	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	15.3	14.3	16.0	15.0	15.0
应付账款周转率	6.9	5.9	6.4	6.1	6.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.71	1.73	3.44	3.82	4.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.54	2.95	4.93	5.99	5.90
每股净资产(最新摊薄)	11.07	15.09	17.81	21.04	24.45
估值比率					
P/E	16.5	16.2	8.2	7.4	7.0
P/B	2.5	1.9	1.6	1.3	1.2
EV/EBI					

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn