

# 煤电一体化公司，有望吸收合并淮南矿业集团

- **煤电一体化企业，21 年盈利小幅下滑。**淮河能源(集团)股份有限公司主要业务为铁路运输业务、煤炭贸易业务、以及电力业务。铁路运输业务为公司主要利润来源。根据 2021 年中报数据，公司贸易物流业务提供 70% 的营业收入，但毛利占比仅 12% 左右，公司的主要利润来源为铁路运输业务，毛利占比 41%，其次为煤炭业务，占比 27%，电力业务毛利占比仅 6%。据公告，公司 2021 年实现归属于上市公司股东的净利润为 4.14 亿元~4.44 亿元，同比将减少 3170 万元到 6170 万元，同比减少 6.67% 到 12.98%。业绩下滑的主要原因在于 2021 年动力煤价格攀升过快，全资电厂燃煤成本增加，导致发电板块业绩有所下降。
- **淮南矿业拟整体上市，上市公司盈利有望增厚。**淮南矿业集团为华东地区煤电一体化龙头，是中国 13 个大型煤炭基地及 6 个大型煤电基地之一，2021 年 3 月末，公司合并资产总额 1322.31 亿元，所有者权益 346.65 亿元（含少数股东权益 115.25 亿元），资产规模庞大，2021 年前三季度实现归属于母公司股东的净利润 29.66 亿元，同比提升 22%，盈利远高于上市公司。根据淮南矿业债券募集书，截至 2021 年 3 月末，集团在产矿井核定产能为 7610 万吨/年，其中本部矿井 9 座，核定产能为 5610 万吨/年，蒙西鄂尔多斯矿井 3 座，核定产能 2000 万吨。考虑到丁集矿（600 万吨）已经注入到上市平台，预计此次将会有 7010 万吨煤矿产能注入。资产注入完成后，上市公司煤炭产能规模或扩大 1168.33%。截至 2021 年 3 月末，淮南矿业集团拥有控股、参均股电厂共计 24 家，总装机容量 3,781 万千瓦，权益容量 1,673 万千瓦，是安徽省权益规模、装机规模最大的电力企业，考虑到已经有 255.14 万千瓦在上市公司内，本次吸收合并预计装入权益装机容量 1418 万千瓦，上市公司电力装机容量扩大约 455.7%。
- **煤价有望保持高位，淮南矿业集团盈利有望持续。**煤炭行业固定资产投资持续保持较低水平，因此导致近几年新建产能保持低速。同时，“碳达峰、碳中和”背景下，煤炭行业新建产能的意愿大幅减弱，即便从当下转变心态开始新建产能，考虑 4~5 年的建设周期，增加产能周期过长，因此煤炭行业有望中长期保持较高的景气度，价格有望长期保持高位。在 2022 年 2 月 28 日，《关于做好 2022 年煤炭中长期合同监管工作的通知》明确长协基准价为 675 元/吨，而此前长协基准价为 535 元/吨，长协价格中枢提升 140 元/吨，涨幅 26%。淮南矿业集团下游电力客户较多，长协基准价的提升有助于淮南矿业集团综合售价的抬升，淮南矿业集团盈利预计可以持续。
- **投资建议：**预计 2021-2023 年公司归母净利为 4.34 亿元、6.50 亿元、8.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.17/0.21 元/股，对应 PE 为 30/19/15 倍（基于 2022 年 3 月 11 日股价）。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**对淮南矿业集团的吸收合并终止风险；电力业务发生亏损风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 ( 百万元 )	12921	21537	22494	23688
增长率 ( % )	12.4	66.7	4.4	5.3
归属母公司股东净利润 ( 百万元 )	475	423	650	828
增长率 ( % )	-46.0	-11.1	53.9	27.3
每股收益 ( 元 )	0.12	0.11	0.17	0.21
PE	27	30	19	15
PB	1.2	1.1	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 3 月 11 日收盘价)

**谨慎推荐**
**首次评级**
**当前价格：**
**3.26 元**

**分析师：周泰**

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师：李航**

执业证号：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

# 目录

<b>1 淮河能源：煤电一体化的安徽省属国企 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 淮南矿业集团：华东煤炭龙头，资产规模逾千亿 .....</b>	<b>5</b>
2.1 淮南矿业拟整体上市，上市公司盈利有望增厚 .....	5
2.2 主要注入煤炭与电力资产 .....	6
<b>3 煤价有望保持高位，淮南矿业集团盈利有望持续 .....</b>	<b>10</b>
3.1 供给顶峰已过，价格中长期向上 .....	10
3.2 长协基准价提升，淮南矿业综合售价有望走高 .....	13
<b>4 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>14</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	14
4.2 估值分析 .....	14
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>15</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>17</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>17</b>

## 1 淮河能源：煤电一体化的安徽省属国企

淮河能源（集团）股份有限公司（原安徽皖江物流（集团）股份有限公司，2019年9月正式更名）成立于2000年11月，由原芜湖港务管理局改制发起组建。现为淮南矿业集团控股的国有企业。2016年，公司实施完成重大资产重组，控股股东淮南矿业集团所属煤炭、电力业务板块的部分资产注入上市公司，开启了“能源+物流”高质量发展新篇章。2019年，公司以作价入股方式，将所属省内港口资产整合至安徽省港口运营集团，持股比例为33.368%，成为省港口运营集团第二大股东。

公司现主要业务为：铁路运输业务、煤炭贸易业务、以及电力业务：

- **铁路运输业务**，由公司铁运分公司开展。总设计运输能力达到7,000万吨/年，所辖铁路线路272.5公里。目前，运输货源煤炭大部分来源于淮南矿区，铁运分公司主要根据过轨运量向运输服务委托方收取过轨费，并直接与委托方客户结算，由发送站向客户一次性核收铁路线全程货物运输费用。铁路运输费执行19.60元/吨，其业务收入基本保持稳定态势。
- **煤炭贸易业务**，主要由公司全资子公司电燃公司和电燃（芜湖）公司开展，主要从事煤炭的加工、批发、零售；主要利润来源为煤炭贸易价差。
- **电力业务**，电力业务分为火力发电业务和售电业务。火力发电主要包括顾桥电厂（2\*33万千瓦）、潘三电厂（2\*13.5万千瓦）和新庄孜电厂（2\*15万千瓦），均为资源综合利用电厂；另有煤电一体化电厂田集电厂一期项目（2\*63万千瓦）和二期项目（2\*70万千瓦）以及配套的丁集煤矿（600万吨/年），年发电量合计近100亿度左右。售电业务现阶段主要依托公司火力发电资源优势，开展与发电企业、电力用户、售电企业之间的双边交易以及向大用户销售电力或代理中小用户参与市场交易，主要利润来源为电量交易的价差。

**表1：淮河能源主要电力资产**

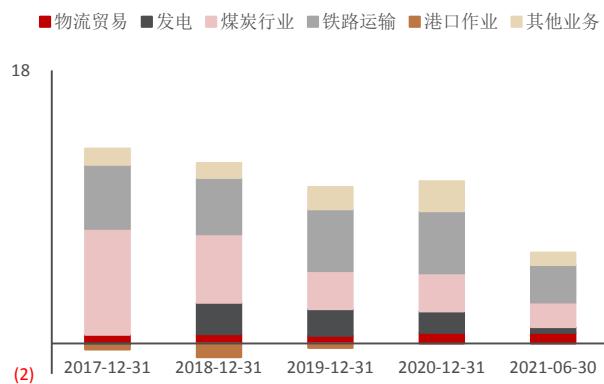
单位名称	台数	机组规模	装机容量(万千瓦)	权益比例	权益容量(万千瓦)
新庄孜电厂	2	2台×15	30	100%	30
潘三电厂	2	2台×13.5	27	100%	27
顾桥电厂	2	2台×33	66	100%	66
淮沪煤电有限公司（田集电厂一期）	2	2台×63	126	50%	63.54
淮沪电力有限公司（田集电厂二期）	2	2台×70	140	49%	68.6
合计	10		389	66%	255.14

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**铁路运输业务为公司主要利润来源。**根据2021年中报数据，公司贸易物流业务提供70%的营业收入，但毛利占比仅12%左右，公司的主要利润来源为铁路运输业务，毛利占比41%，其次为煤炭业务，占比27%，电力业务毛利占比仅6%。

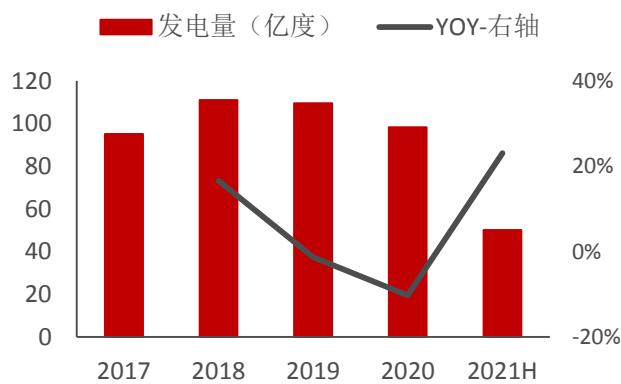
**燃煤电厂成本升高，2021年业绩小幅下滑。**据公告，公司2021年实现归属于上市公司股东的净利润为4.14亿元~4.44亿元，同比将减少3,170万元到6,170万元，同比减少6.67%到12.98%。业绩下滑的主要原因在于2021年动力煤价格攀升过快，全资电厂燃煤成本增加，导致发电板块业绩有所下降。

图 1 : 淮河能源毛利构成 (亿元)



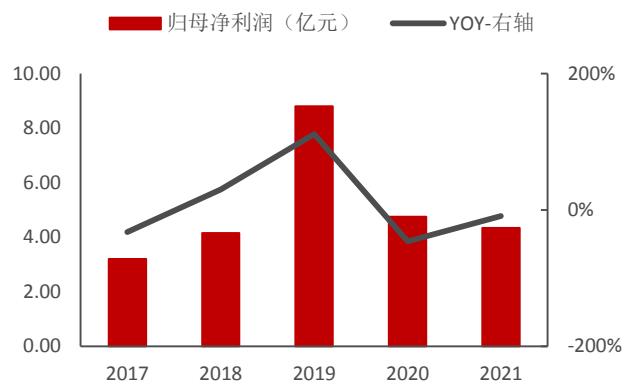
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3 : 淮河能源发电量在约在 100~110 亿度之间



资料来源：公司公告，民生证券研究院

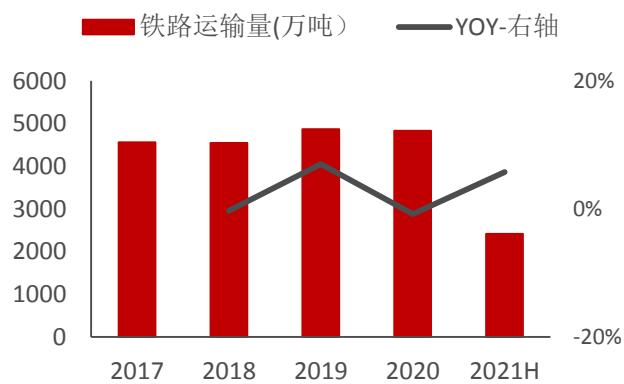
图 2 : 2021 年淮河能源归母净利润下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2021 年净利润取业绩预告中间值

图 4 : 淮河能源铁路运货量基本稳定



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 淮南矿业集团：华东煤炭龙头，资产规模逾千亿

### 2.1 淮南矿业拟整体上市，上市公司盈利有望增厚

**淮南矿业集团拟整体上市。**2022年2月21日，淮河能源发布《吸收合并淮南矿业（集团）有限责任公司暨关联交易预案》。根据《预案》，公司拟以向淮河控股、中国信达、建信投资、国华投资、中银资产、冀凯集团、上海电力、中电国瑞、淮北矿业发行股份、可转换公司债券（如有）及支付现金的方式吸收合并淮南矿业。上市公司为吸收合并方，淮南矿业为被吸收合并方。本次交易完成后，上市公司作为存续公司承继及承接淮南矿业的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务。

**淮南矿业集团为华东地区煤电一体化龙头，资产规模超千亿。**公司是中国13个大型煤炭基地及6个大型煤电基地之一，截至2021年3月末，公司原煤生产能力7610万吨/年，可采储量50.87亿吨。公司本部煤矿属1/3焦煤为主的多种优质炼焦煤和动力煤。公司本部矿区地处华东经济区，煤炭产品及电力至消费市场的运输及输送距离近。随着子公司电厂的建成，公司成功转型为煤电一体化企业，现已成为安徽省最大的电力企业，在华东地区具有重要影响的煤电集团。2021年3月末，公司权益装机容量为1673万千瓦，是安徽省权益装机规模最大的电力企业。2021年3月末，公司合并资产总额1322.31亿元，所有者权益346.65亿元（含少数股东权益115.25亿元），资产规模庞大。

**煤炭业务为淮南矿业集团最主要的利润来源。**根据淮南矿业集团债券募集说明书，2020年公司煤炭业务实现营业收入253.31亿元，占淮南矿业集团总营收的61%，煤炭业务实现毛利润122.68亿元，占公司总毛利的89%。煤炭业务为淮南矿业集团的主要利润来源。

图5：2018年以后煤炭业务为主要收入来源（亿元）

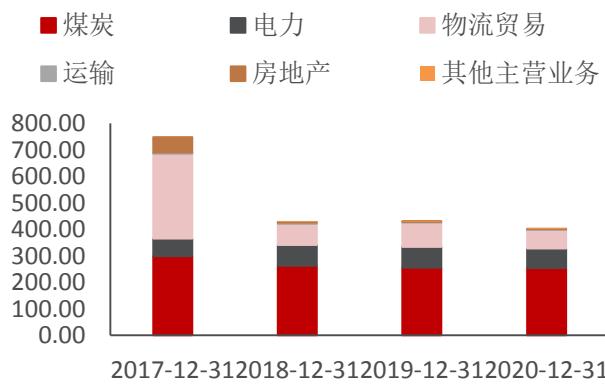


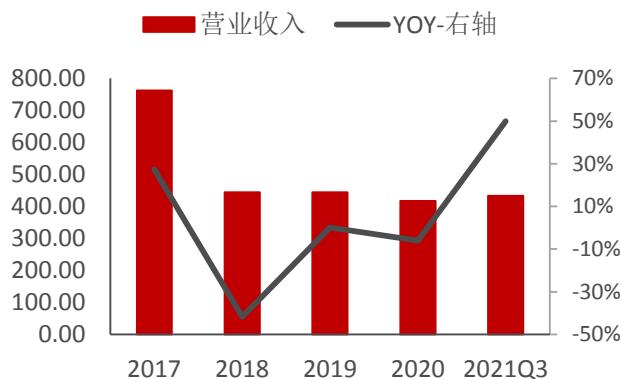
图6：煤炭业务贡献主要盈利（亿元）



资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**淮南矿业集团盈利持续增长。**2017年以来，公司业绩呈现持续增长态势。截至2021年三季度末，公司实现营业总收入432.91亿元，同比增长50%，实现归属于母公司股东的净利润29.66亿元，同比增长22%。完成对淮南矿业集团的吸收合并后，淮河能源上市公司的盈利规模有望大幅扩张。

**图 7 : 2021 年淮南矿业集团营业收入大幅增长 (亿元)**


资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**图 8 : 淮南矿业集团净利润持续增长 (亿元)**


资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

## 2.2 主要注入煤炭与电力资产

本次淮南矿业约有 7010 万吨/年煤炭产能装入上市公司。根据淮南矿业债券募集书，截至 2021 年 3 月末，集团在产矿井核定产能为 7610 万吨/年，其中本部矿井 9 座，核定产能为 5610 万吨/年，蒙西鄂尔多斯矿井 3 座，核定产能 2000 万吨。考虑到丁集矿 (600 万吨) 已经注入到上市平台，预计此次将会有 7010 万吨煤矿产能注入。资产注入完成后，上市公司煤炭产能规模或扩大 1168.33%。

**表 2 : 淮南矿业集团煤炭资产明细**

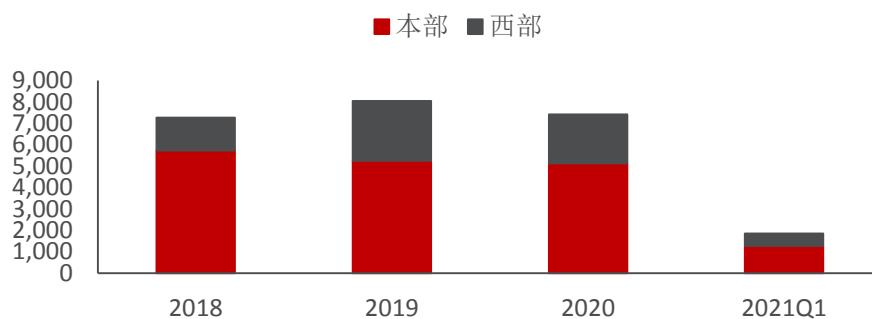
矿井名称	所属省市	权益比例	煤种	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	剩余可采年限 (年)	产能 (万吨/年)
潘三矿	安徽淮南	100%	QM、1/3JM	77,238.80	40,938.30	58.48	500
谢桥矿	安徽阜阳	100%	QM、1/3JM	52,994.80	30,748.80	24.64	960
张集矿	安徽淮南	100%	QM、1/3JM	165,759.80	86,026.20	49.96	1230
潘二矿	安徽淮南	100%	1/3JM	42,318.10	20,034.70	37.66	380
潘北矿	安徽淮南	100%	QM、1/3JM	32,533.60	13,361.40	39.77	240
顾桥矿井	安徽淮南	100%	QM	122,907.30	73,526.10	58.35	900
顾北矿	安徽淮南	100%	QM、1/3JM	62,968.50	35,161.70	62.79	400
朱集东	安徽淮南	100%	QM、1/3JM	93,059.70	46,005	82.15	400
丁集矿井	安徽淮南	100%	QM、1/3JM	122,041.80	62,013.70	73.82	600
淮南本部合计				940,750.40	465,293.80		5,010
色连二矿	内蒙鄂尔多斯	100%	褐煤	59,685.00	34,557.50	28.9	800
唐家会矿	内蒙鄂尔多斯	100%	褐煤	80,522.00	40,132.00	31.8	900
泊江海子矿	内蒙鄂尔多斯	100%	褐煤	66,859.00	26,245.00	65.3	300
西部煤矿合计				207,066.00	100,934.50		2,000.00
集团合计				1,147,816.40	566,228.30		7,010.00
待注入合计				1,025,774.60	504,214.60		6,410.00

资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院；

备注：丁集煤矿为上市公司下属矿井

**淮南矿业集团煤炭产量整体平稳。**2018年-2021年Q1淮南矿业集团原煤产量分别为7266万吨、8050万吨、7421万吨以及1858万吨，淮南本部产量基本保持稳定，2019年西部煤炭板块矿井原煤产量达到2807万吨，超产40%，2021年四季度，内蒙为保供的主要担当，受保供政策影响，公司西部地区产量有望增加，但长期来看，在超产写入刑法的背景下，西部煤炭板块的产量弹性下滑，在没有新建产能投产的背景下，预计淮南矿业集团下原煤产量将保持稳定。

**图 9：淮南矿业集团原煤产量（万吨）**



资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**40%左右煤炭销售给关联电厂。**2020年公司向关联方电厂年销售煤炭约2496万吨左右，占公司煤炭总销量的38%左右，其中自有全资及控股电厂年耗煤量为2242万吨左右，占总销量的34%，同时期中国神华的对内部发电分部销量占比为10.7%。公司主要按年度长协定价销售，价格体系参照CCI、神华价格、CCTD等指数，部分市场销售，价格参照当期CCI指数。

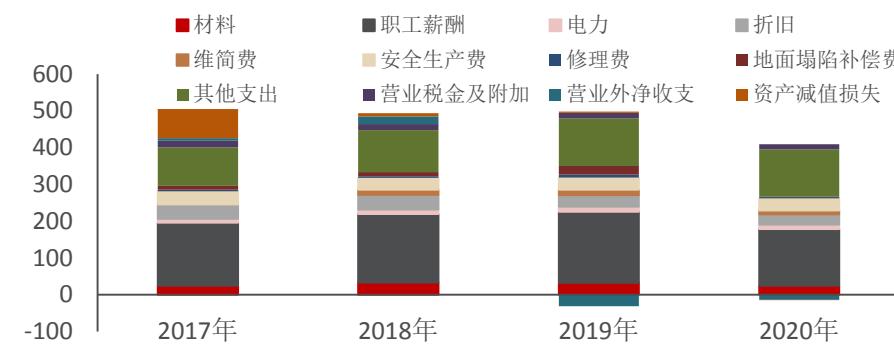
**表 3：约四成左右煤炭供给关联电厂**

	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
淮南区域	2415	2385	2242	588
1 全资电厂	264	274	287	63
2 平圩电厂（参股电厂）	885	948	897	225
3 淮沪（控股电厂）	487	577	526	154
4 淮浙（控股电厂）	509	586	532	146
其他区域（参股电厂）	676	340	254	66
1 田家庵电厂	49	36	35	7
2 国电蚌埠	117	112	84	20
3 华能巢湖	124	52	35	11
4 皖能合肥	150	99	93	26
5 皖能铜陵	32	0	0	0
6 皖能马鞍山	23	0	0	0
7 华电芜湖	27	0	0	0
8 国电铜陵	22	0	0	0
9 国电九江	11	0	0	0
10 鄂州电厂	16	0	1	0
11 国电黄金埠	39	5	4	0
12 大别山电厂	66	36	2	2
自有电厂供煤合计	3,091	2,725	2,496	654
集团销量合计	6,175	6,739	6,516	1,599
自用煤占比	50%	40%	38%	41%

资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**淮南本部成本控制良好，西部矿井成本优势明显。**近年来，随着淮南矿业集团降本增效措施的实施，安徽本部生产成本得到有效控制，2017-2020年，吨煤生产成本分别为505.10元/吨、494.06元/吨、467.19元/吨和395.64元/吨，生产成本下降趋势明显。淮南矿业集团蒙西煤矿井

田煤层储量丰富，地质水文条件十分简单，煤层瓦斯含量低，易于开采及组织生产。得益于优越的地理位置和矿层开采条件，新建煤矿成本较低，截至 2021 年 3 月，色连二矿、唐家会矿、泊江海子矿的吨煤成本分别为 149.84 元/吨、116.38 元/吨、280.85 元/吨。

**图 10：淮南矿业集团安徽本部成本下滑（元/吨）**


资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**表 4：淮南矿业西部矿井成本优势明显**

构成项目	2021年1-3月	2020年	2019年	2018年
色连二矿	149.84	164.52	152.01	155.22
唐家会矿	116.38	156.81	234.27	141.92
泊江海子矿	280.85	218.92	205.98	-

资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**约有 1418 万千瓦装机容量并入上市公司。**截至 2021 年 3 月末，淮南矿业集团拥有控股、参股电厂共计 24 家，总装机容量 3,781 万千瓦，权益容量 1,673 万千瓦，是安徽省权益规模、装机规模最大的电力企业，其中：在网运行机组 63 台，总装机容量 3,649 万千瓦，权益容量 1,541 万千瓦；在建机组 2 台，总装机容量 132 万千瓦，权益容量 132 万千瓦。考虑到已经有 255.14 万千瓦在上市公司内，本次吸收合并预计装入权益装机容量 1418 万千瓦，上市公司电力装机容量扩大约 455.7%。

**表 5：淮南矿业集团电力资产**

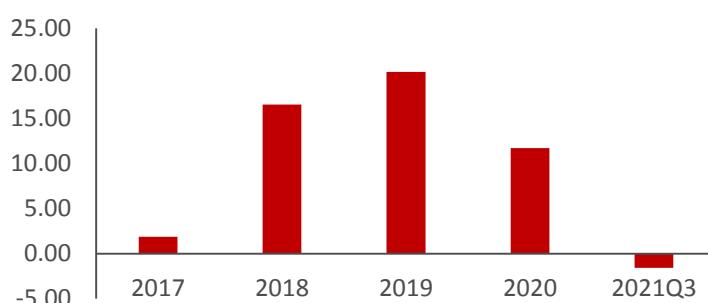
序号	单位名称	台数	机组规模	装机容量(万千瓦)	权益比例(%)	权益容量(万千瓦)
一、全资电厂		8		255		255
1	新庄孜电厂	2	2 台×15	30	100%	30
2	潘三电厂	2	2 台×13.5	27	100%	27
3	顾桥电厂	2	2 台×33	66	100%	66
4	潘集电厂（在建）	2	2 台×66	132	100%	132
二、煤电公司电厂		8		524		260
5	淮沪煤电有限公司（田集电厂一期）	2	2 台×63	126	50%	63.54
	淮沪电力有限公司（田集电厂二期）	2	2 台×70	140	49%	68.6
6	淮浙煤电有限责任公司（凤台电厂一期）	2	2 台×63	126	50%	63.54
	淮浙煤电有限责任公司（凤台电厂二期）	2	2 台×66	132	49%	64.68
三、参均股电厂		49		2989		1,143
7	安徽华电芜湖发电有限公司（一、二期）	3	2 台×66+1 台×100	232	35%	81.2
	安徽淮南平圩发电有限责任公司	2	2 台×63	126	40%	50.4
8	淮南平圩第二发电有限责任公司	2	2 台×64	128	40%	51.2
	淮南平圩第三发电有限责任公司	2	2 台×100	200	40%	80

9	皖能马鞍山发电有限公司	2	2 台×66	132	49%	64.68
10	国电黄金埠发电有限公司	2	2 台×65	130	49%	63.7
11	黄冈大别山发电有限责任公司	4	2 台×64+2 台×66	260	42%	109.2
12	国电铜陵发电有限公司	2	2 台×63	126	24%	30.24
13	皖能合肥发电有限公司	2	2 台×63	126	49%	61.74
14	华能巢湖发电有限责任公司	2	2 台×63	126	30%	37.8
15	国电蚌埠发电有限公司(一、二期 )	4	2 台×63+2 台×66	258	20%	51.6
16	皖能铜陵发电有限公司	3	1 台×32+1 台×105+1 台×100	237	49%	116.13
17	湖北能源集团鄂州发电有限公司(一、二、三期 )	6	2 台×33+2 台×65+2 台×100	396	30%	118.8
18	国电九江发电有限公司	3	1 台×66+2 台×35	136	49%	66.64
19	安徽电力股份有限公司 (大唐田家庵发电厂)	2	2 台×32	64	50%	32
20	准大发电厂 (西部)	2	2 台×30	60	49%	29.4
21	新丰发电厂 (西部)	2	2 台×30	60	49%	29.4
22	金山发电厂 (西部)	2	2 台×30	60	49%	29.4
23	和林电厂	2	2 台×66	132	30.00%	39.6
四、其他				13.38		13.38
	孔李光伏发电站		1.8	1.8	100%	1.8
	李一光伏发电站		0.56	0.56	100%	0.56
	屋顶光伏		0.87	0.87	100%	0.87
	瓦斯发电		7.9	7.9	100%	7.9
24	亳州瑞能热电		1.5+0.75	2.25	100%	2.25
合计		65		3,781		1,673
未上市合计		55		3,392		1,418

资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

**原料成本过高，火电盈利承压。**淮南矿业集团投资了公司参股了多家大型电力集团的电力公司，2020 年，公司实现投资收益 11.71 亿元，主要为联营发电公司权益法核算的投资收益，对公司利润贡献较大，但 2021 年由于煤价上涨迅速，淮南矿业集团自有电厂以及参股电厂盈利下滑，截至 2021Q3，投资净收益为 -1.58 亿元。根据国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，规定自 2021 年 10 月 15 日起，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%。燃煤发电企业可在基准价上下浮动不超过 20% 范围内及时合理传导燃料成本变化，因此，我们预计公司电力业务以及投资收益或有所好转。

**图 11：淮南矿业集团投资净收益下滑（亿元）**



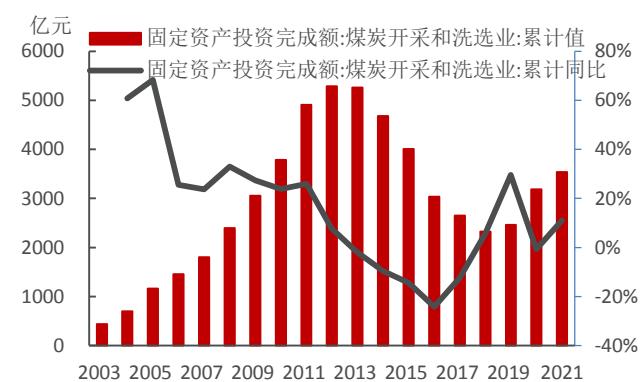
资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

### 3 煤价有望保持高位，淮南矿业集团盈利有望持续

#### 3.1 供给顶峰已过，价格或中长期向上

**行业固定资产投资呈现持续下降趋势。**2012 年后行业固定资产投资持续下行，2018 年下半年起才转正，2020 年小幅下滑，预计 2021 年绝对量依然少于 2015 年。煤矿产能建设周期至少 5-6 年时间。18、19 年投产项目为均“四万亿”时期建设矿井的投产，2014 年后固定资产投资锐减，因此 2019 年后投产产能将开始锐减。Wind 数据显示，2021 年煤炭行业固定资产投资完成额小幅回升，但从绝对量来看仍大幅低于 2011-2015 年时期，同理，上市公司购建固定资产的现金流也处于相对低位水平。

图 12：煤炭行业固定资产投资减弱绝对额仍较低



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：煤炭上市公司购建固定资产现金流仍处于低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

**“碳达峰、碳中和”背景下行业投资新建产能的意愿减弱。**预计在 2030 年碳达峰后的 30 年时间里，煤炭消费总量下降趋势基本确定。受此影响行业新建产能的意愿进一步减弱。此外，资金问题成为制约行业新建产能的重要因素之一。目前行业负债率仍高，外部融资成本仍偏高。

在上述背景下，考虑 5 年左右的建设周期，假设产业端在当下转变心态开始新建产能，这批产能可以贡献产量也在 5 年以后，因此预计未来 5 年以内煤炭行业供给端的增速将始终维持低速。

**新建产能供给量有限。**据不完全统计，预计 2021 年-2023 年新投产产能的供给增量分别为 7811 万吨，8451 万吨与 10283 万吨，以 2020 年全国原煤产量为基数，对应产量增速分别为 2.03%，2.20% 与 2.68%。从区域来看，三成左右的增量来自于新疆地区，疆煤外运难度较高，难以对煤炭市场形成有效补充。近一半的新建产能增量来自于内蒙，但多为煤化工项目的配套煤矿，最后多以化工品形式流通，参与市场交易较少。综上，新投产产能的产量增量带来的实际影响或低于测算值。

**非主产地产能持续退出。**目前我国尚存在大量的中小煤矿，中东部、西南地区存在大量产能规模 60 万吨以下的矿井，这些矿井大多濒临枯竭，水害、瓦斯等风险突出，经济效益差，因此非主产地产能持续退出，据不完全统计，2021 年煤炭产能退出 118 处，涉及产能 2968 万吨/年，平均单井规模约 25 万吨/年。

**表 6 : 2021 部分省份煤炭产能退出情况**

省份	矿井数	产能(万吨/年)
贵州	51	945
湖南	1	30
内蒙古	6	330
广西	1	10
重庆	14	1150
湖南	22	144
四川	7	77
河南	16	282
<b>合计</b>	<b>118</b>	<b>2968</b>

资料来源：各省份能源局、应急管理厅、工信厅等，民生证券研究院

由于落后产能矿因资源枯竭，产能利用率均远低于100%水平，我们假设落后产能产能利用率为60%。抵消掉产能的退出后，我们预计2021年-2023年新投产产能的供给增量分别为6048万吨，6891万吨与8903万吨，以2020年全国原煤产量为基数，对应产量增速分别为1.57%，1.79%与2.32%。

**表 7 : 2021-2023 年新建产能增量测算**

单位：万吨	2021 净增量 E	2022 净增量 E	2023 净增量 E
山西	790	1994	2386
内蒙	1586	3112	3315
陕西	1020	300	670
新疆	3626	2051	3072
其他地区	789	995	840
<b>新建产能增量合计</b>	<b>7811</b>	<b>8451</b>	<b>10283</b>
非主产地去产能	-2938	-2600	-2300
非主产地减量	-1763	-1560	-1380
<b>合计</b>	<b>6048</b>	<b>6891</b>	<b>8903</b>

资料来源：国家发改委，各集团债券募集说明书，上市公司公告，民生证券研究院

#### 存量产能方面，产量弹性持续减弱：

**2021年四季度原煤产量增加主要来自于核增产能的释放，即“超产产能合法化”。**具体来看，产量增加主要来自于内蒙与新疆。2021年四季度，全国实现原煤产量11.4亿吨，环比三季度的9.8亿吨增产约1.6亿吨，其中山西增产1809万吨，陕西省增产1805万吨，内蒙古增产6414万吨，新疆增产3013万吨，以上四省合计增产1.3亿吨。其中内蒙古的主要增量来自于鄂尔多斯地区，鄂尔多斯Q4实现原煤产量22727.5万吨，Q3原煤产量为17270.7万吨，环比增产5457.5万吨，占内蒙古Q4增量的85%。

**2021年四季度产量增量主要来自于“产能核增”。**2021年10月后，发改委开始要求产能快速释放，允许部分矿井先释放产能，后续再办理相关手续，即允许“超产合法”。对比晋陕蒙新四省2021年四季度的产量以及产能情况来看，均出现超产情况，合计超产近2亿吨，由于实际生产存在波动，以及产能为2020年底产能数据存在相对滞后性，考虑上述情况，所以超产产量高于Q4相对Q3的产量增量。

**表 8 : Q4 产量增量分省份拆分**

单位 : 万吨	山西	陕西	内蒙	新疆	合计
2021Q1	28,502.40	16,364.00	25,393.60	6,980.20	77,240.20
2021Q2	29,327.50	17,656.10	23,748.00	6,749.00	77,480.60
2021Q3	29,838.70	17,084.40	24,170.40	7,624.80	78,718.30
2021Q4	31,647.60	18,889.30	30,584.10	10,637.90	91,758.90
2021Q4 环比增量	1,808.90	1,804.90	6,413.70	3,013.10	13,040.60
2021Q4 产能	26,140	15,529	24,839	6,823	71,891
Q4 产量-Q4 产能	5,508	3,361	5,745	3,815	18,429

资料来源：煤炭资源网，各省能源局，民生证券研究院

**高产量预计难以持续。**随着保供进入尾声，鄂尔多斯地区的煤炭产量会从高点开始下滑，产能核增的矿井在“保供”后若不能及时办理相关手续，或只能按照原产能生产。还有部分矿井为了保供将停产检修延后进行，保供结束后检修或增多，此外，保供可能在一定程度上透支了次年的生产接续以及生产准备，后续的采掘衔接或出现不稳定，因此保供期间的高产量水平预计难以持续。

**较大煤炭集团 1 月产量下滑。**中国神华 1 月产量环比下滑 4%，同比下降 0.7%；陕煤化集团 1 月产量环比下降 3.6%，同比下降 1.4%；同煤集团（原同煤集团，非晋能控股集团）1 月产量环比下降 4%，同比下降 16%；内蒙霍煤集团 1 月产量环比下降 31%，同比下降 39%。

**存量产能方面，产能核增的潜力减弱。**首先，存量产能超产积极性大幅降低。刑法修正案（十一）规定：对未发生生产事故，但存现实危险的违法行为提出追究刑事责任。该规定直接造成煤矿超产意愿大幅降低，导致存量产能弹性大幅收缩。其次，安监层面对产能核增持有谨慎态度，据国家矿山安全监察局新闻发布会表示，发改委累积提供 976 处具备增产潜力的煤矿名单，经审核后仅批复 153 处符合安全增产保供条件的煤矿（合计产能 2.2 亿吨/年）列入应急保供名单，纳入产能核增快速通道。然后，宽松的政策环境结束，核增产能释放时间延长。本轮产能核增释放速度快，主要由于增产保供的政策影响，在后续能源供应恢复稳定后，预计类似当前宽松的政策难以持续，后续的核增产能或许需要较长的准备建设期才能释放产能。最后，本轮保供已经挖掘了部分增产潜力，在新建产能并不充沛的背景下，未来存量产能释放的增量同样有限。

**下游方面，中长期需求无忧。**2022 年 1 月 24 日，国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》，优化完善能耗双控制度，完善能源消费总量指标确定方式，各省（自治区、直辖市）根据地区生产总值增速目标和能耗强度降低基本目标确定年度能源消费总量目标，经济增速超过预期目标的地区可相应调整能源消费总量目标。对能耗强度降低达到国家下达的激励目标的地区，其能源消费总量在当期能耗双控考核中免予考核。原料用能不纳入全国及地方能耗双控考核。《方案》中三条途径放开了能耗总量，1) 经济增速超过预期目标的地区可相应增加能源消费总量目标，将使得能源消费总量控制不再是制约经济的因素。2) 能耗强度低于国家下达激励标准的地区，免于考核能耗双控。3) 原料用能不纳入国家及地方双控考核。在煤炭行业的下游中，煤化工行业、建材行业的原料用能占比较高，未来这部分用能限制也将被放开，也意味着煤炭行业需求受到“能耗双控”的影响在逐步减弱。

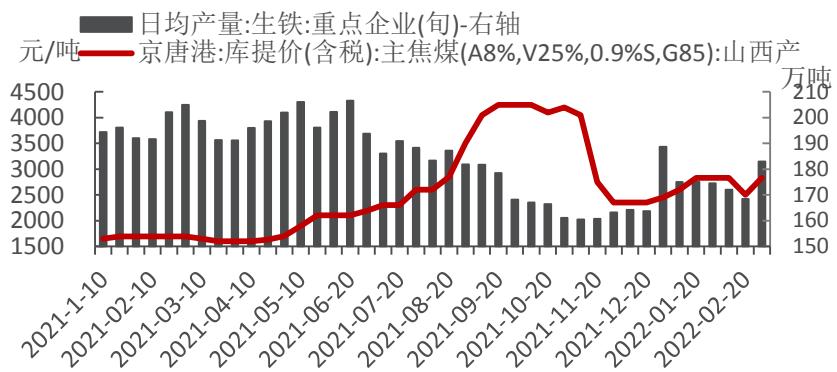
**钢铁行业“碳达峰”时间延后。**2022 年 2 月 7 日，工信部、发改委和生态环境部联合发布《促进钢铁工业高质量发展的指导意见》（下称《指导意见》），对比一年前的征求意见稿，钢铁行业实现碳达峰的时间由 2025 年推迟至 2030 年。“先进水平焦炉产能占比达到 70% 以上，先进炼铁、炼钢产能占比均达到 80% 以上”、“污染物排放总量降低 20% 以上，能源消耗总量和强度均降低 5% 以上”等量化目标也有所删减。意味着钢铁行业有望迎来一段较长的发展期。

综上，近期颁布的一系列政策显示，煤炭行业的下游发展的能耗进一步放松，煤炭行业下游的中长期发展无忧。

**短期需求边际改善。**受春节以及冬奥会影响，焦化企业以及钢铁企业的开工率受限，随着钢厂复产预期增强，对焦煤的需求也在持续改善。但值得注意的是，由于冬奥会的举办造成钢铁产量延

后释放，1-2月预计钢铁产量仍将负增长，进入3月后有望转正。目前南方地区遭遇倒春寒，终端日耗持续高位。由于限价政策，终端以及贸易商观望情绪浓厚，成交冷清，采购多以长协为主。而受到寒潮天气影响，电厂日耗回升，采购却放缓，呈现去库存局面。目前成交冷清主要由于限价造成的需求推迟，并非没有需求，后期电厂库存下降，补库需求释放，仍将对煤价形成支撑。

**图 14：生铁产量回升，需求边际改善**



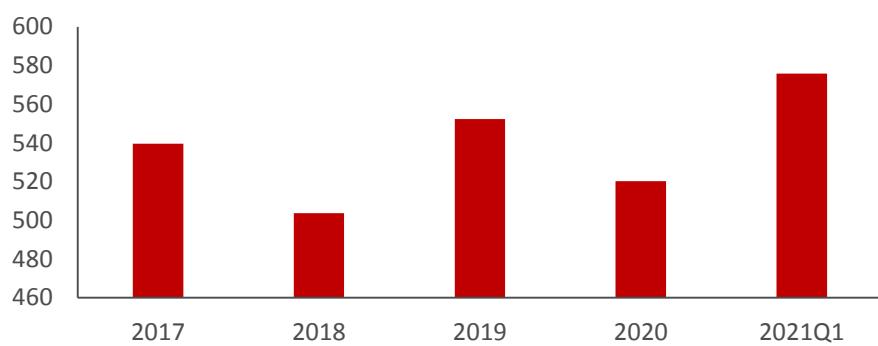
资料来源：wind，民生证券研究院

因此，预计煤炭价格有望中长期保持较高水平，受此影响，行业盈利也将不断增强。

### 3.2 长协基准价提升，淮南矿业综合售价有望走高

**长协基准价上调，公司综合售价有望上涨。**在2022年2月28日，《关于做好2022年煤炭中长期合同监管工作的通知》明确长协新定价机制由“(基准价+浮动价)/2”形成：1) 基准价：下水煤合同按5500大卡动力煤675元/吨执行；2) 浮动价：实行月度调整，暂采用全国煤炭交易中心综合价格指数(NCEI)、环渤海动力煤综合价格指数(BSPI)、秦皇岛动力煤综合交易价格指数(CCTD)三个指数，选取每月最后一期，等权重平均确定。而此前长协基准价为535元/吨，长协价格中枢提升140元/吨，涨幅26%。淮南矿业集团下游电力客户较多，长协基准价的提升有助于淮南矿业集团综合售价的抬升。

**图 15：淮南矿业综合售价走高**



资料来源：淮南矿业集团债券募集说明书，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务为贸易物流业务、铁路运输业务，煤炭销售业务以及电力业务，铁路运输业务为公司主要利润来源，毛利占比 41%，其次为煤炭业务，占比 26%，电力业务毛利占比为 6%，由于公司部分煤炭由电厂直接消耗，我们对公司业务进行如下拆分：

- 1 ) 贸易物流业务：主要经营煤炭贸易为主，近年来煤价持续升高，贸易业务营业收入增加，但货源组织难度增加，贸易量或小幅下滑，贸易成本增加。
- 2 ) 铁路运输业务：公司铁路运输业务基本服务与淮南矿业集团，运量基本平稳，同时铁路运价与成本也相应保持稳定。
- 3 ) 电力业务：公司年发电量基本在100亿度左右，但由于燃煤成本升高，电力业务盈利下滑，我们推测公司可适当降低发电量，而外售更多煤炭来提升利润。
- 4 ) 煤炭业务：根据前文分析，预计煤价有望持续提升。

表 9：公司相关假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物流贸易					
单价(元/吨)	598.19	545.47	763.66	916.39	943.88
贸易量 (万吨)	885.87	1,300.15	1,977.03	1,700.00	1,750.00
单位成本 (元/吨)	592.43	540.11	755.66	907.39	934.88
发电业务					
售电价格 (元/度)	0.32	0.32	0.32	0.35	0.36
发电量 (亿度)	109.53	98.30	98.00	80.00	80.00
度电成本 (元/度)	0.31	0.30	0.33	0.38	0.38
煤炭业务					
综合售价 (元/吨)	507.14	452.64	633.70	760.44	783.25
销量 (万吨)	260.46	295.27	296.20	352.00	352.00
单位成本 (元/吨)	0.00	367.41	440.00	447.00	450.00
铁路运输					
单位运价 (元/吨)	16.85	16.99	16.90	16.90	16.90
运货量 (万吨)	4,866.84	4,827.85	4,837.58	4,870.00	4,890.00
单位成本 (元/吨)	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50

资料来源：公司公告，民生证券研究院

基于以上假设，预计2021-2023年公司归母净利为4.34亿元、6.50亿元、8.28亿元，对应EPS分别为0.11/0.17/0.21元/股，对应PE为30/19/15倍（基于2022年3月11日股价）。

### 4.2 估值分析

基于公司经营模式为煤电一体化，我们选取了中国神华、恒源煤电、靖远煤电、新集能源 4 家经营模式相近的公司做可比公司，对比发现，可比公司估值处于 5-10 倍 PE 之间，2022 年 PE 均值为 9 倍，公司估值处于较高水平，但考虑到公司启动了吸收合并淮南矿业集团，未来资产与盈利均有望大幅增厚，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

**表 10：可比公司估值**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601088	中国神华	26.90	1.97	2.62	2.87	14	10	9
600971	恒源煤电	7.31	0.64	1.15	-	11	6	-
000552	靖远煤电	4.02	0.19	0.32	0.42	21	13	10
601918.	新集能源	5.08	0.33	0.94	1.11	15	5	5
可比公司均值		-	-	-	-	15	9	8
600575	淮河能源	3.26	0.11	0.13	0.15	29	25	22

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 3 月 11 日

## 5 风险提示

**1 ) 对淮南矿业集团的吸收合并终止风险。**公司对于淮南矿业集团的吸收合并需要经历与相关方沟通、相关监管机构报批等工作，本次交易能否取得政府相关主管部门或机构的批准或核准以及批准或核准的时间存在不确定性。

**2 ) 电力业务发生亏损风险。**随着煤炭价格的升高，电力业务成本压力不断提升，同时电量计划不足，加上交易电占比提高，导致发电收益减少。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 ( 百万元 )	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>12921</b>	<b>21537</b>	<b>22494</b>	<b>23688</b>
营业成本	11851	20337	20960	21933
营业税金及附加	91	118	124	130
销售费用	31	43	45	47
管理费用	411	351	371	391
研发费用	7	65	67	71
EBIT	385	623	927	1116
财务费用	187	222	224	190
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	172	140	135	142
<b>营业利润</b>	<b>555</b>	<b>541</b>	<b>841</b>	<b>1072</b>
营业外收支	-9	9	6	6
<b>利润总额</b>	<b>546</b>	<b>550</b>	<b>847</b>	<b>1078</b>
所得税	31	69	106	135
<b>净利润</b>	<b>515</b>	<b>481</b>	<b>741</b>	<b>943</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>475</b>	<b>423</b>	<b>650</b>	<b>828</b>
EBITDA	1175	1237	1540	1728

资产负债表 ( 百万元 )	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1402	1700	3035	3304
应收账款及票据	1142	1876	1839	1937
预付款项	225	610	629	658
存货	819	1449	1493	1562
其他流动资产	1117	854	949	1049
<b>流动资产合计</b>	<b>4705</b>	<b>6489</b>	<b>7944</b>	<b>8511</b>
长期股权投资	3319	3334	3344	3354
固定资产	7282	6772	6251	5719
无形资产	1809	1775	1744	1715
<b>非流动资产合计</b>	<b>12917</b>	<b>12684</b>	<b>12372</b>	<b>12020</b>
<b>资产合计</b>	<b>17623</b>	<b>19173</b>	<b>20316</b>	<b>20531</b>
短期借款	2023	1936	2200	1500
应付账款及票据	1687	1839	1895	2043
其他流动负债	1295	2049	2151	2235
<b>流动负债合计</b>	<b>5005</b>	<b>5824</b>	<b>6246</b>	<b>5778</b>
长期借款	1224	1824	2224	2424
其他长期负债	436	436	436	436
<b>非流动负债合计</b>	<b>1660</b>	<b>2260</b>	<b>2660</b>	<b>2860</b>
<b>负债合计</b>	<b>6664</b>	<b>8083</b>	<b>8905</b>	<b>8637</b>
股本	3886	3886	3886	3886
少数股东权益	1310	1368	1459	1574
<b>股东权益合计</b>	<b>10958</b>	<b>11090</b>	<b>11410</b>	<b>11893</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17623</b>	<b>19173</b>	<b>20316</b>	<b>20531</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	12.44	66.68	4.45	5.31
EBIT 增长率	3.99	61.62	48.84	20.41
净利润增长率	-45.98	-11.13	53.92	27.30
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	8.28	5.57	6.82	7.41
净利润率	3.99	2.23	3.29	3.98
总资产收益率 ROA	2.70	2.20	3.20	4.03
净资产收益率 ROE	4.93	4.35	6.54	8.02
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.94	1.11	1.27	1.47
速动比率	0.73	0.76	0.93	1.09
现金比率	0.28	0.29	0.49	0.57
资产负债率 (%)	37.82	42.16	43.84	42.07
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	32.25	32.00	30.00	30.00
存货周转天数	25.23	26.00	26.00	26.00
总资产周转率	0.73	1.12	1.11	1.15
<b>每股指标 ( 元 )</b>				
每股收益	0.12	0.11	0.17	0.21
每股净资产	2.82	2.85	2.94	3.06
每股经营现金流	0.34	0.16	0.39	0.40
每股股利	0.10	0.09	0.11	0.12
<b>估值分析</b>				
PE	27	30	19	15
PB	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	12.88	12.41	9.53	8.05
股息收益率 (%)	3.07	2.76	3.32	3.63
现金流量表 ( 百万元 )	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	515	481	741	943
折旧和摊销	790	615	613	612
营运资金变动	-12	-592	27	-75
<b>经营活动现金流</b>	<b>1316</b>	<b>605</b>	<b>1499</b>	<b>1564</b>
资本开支	-659	-357	-285	-245
投资	0	-15	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-230</b>	<b>-232</b>	<b>-160</b>	<b>-113</b>
股权募资	27	0	0	0
债务募资	-615	513	664	-500
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1282</b>	<b>-75</b>	<b>-4</b>	<b>-1182</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-196</b>	<b>298</b>	<b>1335</b>	<b>269</b>

## 插图目录

图 1 : 淮河能源毛利构成 (亿元) .....	4
图 2 : 2021 年淮河能源归母净利润下滑 .....	4
图 3 : 淮河能源发电量在约在 100~110 亿度之间 .....	4
图 4 : 淮河能源铁路运货量基本稳定 .....	4
图 5 : 2018 年以后煤炭业务为主要收入来源 (亿元) .....	5
图 6 : 煤炭业务贡献主要盈利 (亿元) .....	5
图 7 : 2021 年淮南矿业集团营业收入大幅增长 (亿元) .....	6
图 8 : 淮南矿业集团净利润持续增长 (亿元) .....	6
图 9 : 淮南矿业集团原煤产量 (万吨) .....	7
图 10 : 淮南矿业集团安徽本部成本下滑 (元/吨) .....	8
图 11 : 淮南矿业集团投资净收益下滑 (亿元) .....	9
图 12 : 煤炭行业固定资产投资减弱绝对额仍较低 .....	10
图 13 : 煤炭上市公司购建固定资产现金流仍处于低位 .....	10
图 14 : 生铁产量回升 , 需求边际改善 .....	13
图 15 : 淮南矿业综合售价走高 .....	13

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1 : 淮河能源主要电力资产 .....	3
表 2 : 淮南矿业集团煤炭资产明细 .....	6
表 3 : 约四成左右煤炭供给关联电厂 .....	7
表 4 : 淮南矿业西部矿井成本优势明显 .....	8
表 5 : 淮南矿业集团电力资产 .....	8
表 6 : 2021 部分省份煤炭产能退出情况 .....	11
表 7 : 2021-2023 年新建产能增量测算 .....	11
表 8 : Q4 产量增量分省份拆分 .....	12
表 9 : 公司相关假设 .....	14
表 10 : 可比公司估值 .....	15
公司财务报表数据预测汇总 .....	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001