



煤电一体融合发展，行稳致远久久为功

2023 年 08 月 13 日

➤ **煤电新能源融合发展的煤炭央企，业绩稳步提升。**公司是安徽省大型煤炭央企，联营发展“煤炭-煤电-新能源”业务。煤炭业务是公司主要的营收和利润来源，2022 年营收达 78.20 亿元，占比 65.15%；伴随 2016 年利辛电厂投产发电，电力业务贡献逐步扩大，2022 年收入规模 41.83 亿元，占比 34.85%。2022 年公司实现归母净利润 20.64 亿元，归母净利率为 17.20%；2023 年一季度公司盈利强势延续，归母净利润 5.94 亿元，同比增长 12.50%，归母净利率 20.51%。

➤ **煤炭储量丰厚且产能有望增长，销售业绩走高且成本稳健。**截至 2022 年底，公司剩余煤炭资源总储量 89.01 亿吨。目前，公司拥有在产矿井 5 对，核定产能 2350 万吨/年，涉及可采储量 14.76 亿吨，预计剩余可采年限达 44 年；杨村煤矿正推进复建工作，批复后公司煤炭可采储量将增加 3.84 亿吨至 18.60 亿吨。此外，公司远期规划矿井有 4 对，初步设计的新增产能合计 720 万吨/年。受益于安徽省整体较高的煤炭坑口价，公司高长协比例支撑煤炭售价高位平稳；公司旗下主要煤矿近年利润率受煤质影响价格有所波动，短期内煤质改善将有助于商品煤销售量价齐升。成本方面，公司单位商品煤成本稳定，人工成本占比较高。

➤ **在建拟建电厂投产后，有望消化全部自产煤。**目前公司电厂火电装机容量为 3290MW（未包括新集一矿、二矿低热值煤电），在运营权益装机容量 1732MW。公司规划新建火电厂装机容量达 8600MW，其中，控股的利辛电厂二期（2*660MW）将于 2024 年 11 月投产、上饶电厂（2*1000MW）预计 2023 年下半年开工，参股的宣城电厂三期（2*660MW）预计将于 2025 年 6 月投产。目前，公司参控股电厂消耗自产煤约 40%，据我们测算，上述三个项目投产后，公司合计耗煤量约 1725 万吨，仅略低于公司 2022 年商品煤产量 1842 万吨，从而公司有望实现煤电完全一体化经营，平抑上下游价格波动带来的风险，提高自身的盈利稳定性。公司上网电价在 2021 年底受电价市场化改革的影响出现上浮，2022 年大幅提升 20.73%至 0.41 元/千瓦时，2023Q1 发电量受调峰和机组检修影响短期承压，23Q2 已好转，且上网电价继续维持高位。

➤ **煤电联营提升电厂盈利水平。**利辛电厂是公司目前最主要的发电厂，2021 年 3 月板集煤矿试运转后其耗煤主要来源为板集煤矿自产煤。一方面，利辛电厂供电标准煤耗 266.4g/kWh 低于全国火电厂平均供电标准煤耗的 302.5 g/kWh；另一方面，利辛电厂充分利用坑口煤电联营的优势实现盈利能力的大幅提升，2022 年利辛电厂净利率为 14.39%，位居同行电厂前列。

➤ **投资建议：**公司是安徽四大煤炭企业之一，待投产的煤矿和电厂项目较多，且煤电一体化的形式有助于公司盈利能力稳定高位。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 23.98/24.25/25.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/0.94/0.99 元/股，对应 2023 年 8 月 11 日股价的 PE 分别为 5/5/4 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**煤炭价格下行，煤质超预期下降，在建和拟建项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12,003	12,351	12,481	15,196
增长率（%）	-3.9	2.9	1.1	21.8
归属母公司股东净利润（百万元）	2,064	2,398	2,425	2,557
增长率（%）	-22.4	16.2	1.1	5.5
每股收益（元）	0.80	0.93	0.94	0.99
PE	5	5	5	4
PB	1.0	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 11 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

4.26 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

目录

1 安徽大型煤炭央企，煤电新能源联合并举	3
1.1 公司简介：“煤炭-煤电-新能源”联营发展的煤炭央企	3
1.2 财务分析：盈利能力稳步提升	4
2 煤炭业务：量价回升，后备资源丰富	7
2.1 储量丰富，产销两旺	7
2.2 高长协支撑售价稳定，煤质改善助力业绩企稳上行	8
2.3 商品煤销售成本稳中有升	10
3 电力业务：高成长+高效益，煤电联营优势凸显	11
3.1 待投产项目众多，煤电一体有望深化	11
3.2 主力电厂盈利强，煤电联营再提效益	12
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测假设与业务拆分	14
4.2 估值分析和投资建议	15
5 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 安徽大型煤炭央企，煤电新能源联合并举

1.1 公司简介：“煤炭-煤电-新能源”联营发展的煤炭央企

安徽省优质综合能源企业，煤、电、新能源业务耦合推进。公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选和火力发电，于 1997 年由国投煤炭公司、国华能源有限公司和安徽新集煤电(集团)有限公司共同设立，并于 2007 年 12 月在上交所成功上市。2008-2009 年，公司成立控股子公司电力利辛有限公司并参股宣城电厂，布局煤电一体化业务。2009 年，国投公司获得由国投煤炭公司无偿划转的公司 42.36% 的股份，成为公司新控股股东。2016 年 12 月，国投公司将其持有的公司 30.31% 的股份无偿划转给中煤集团，公司控股股东变更为中煤集团。“十四五”期间，公司稳步推进光伏、风电等清洁能源建设，探索实现“煤炭-煤电-新能源”联营发展新模式、并取得积极成效。

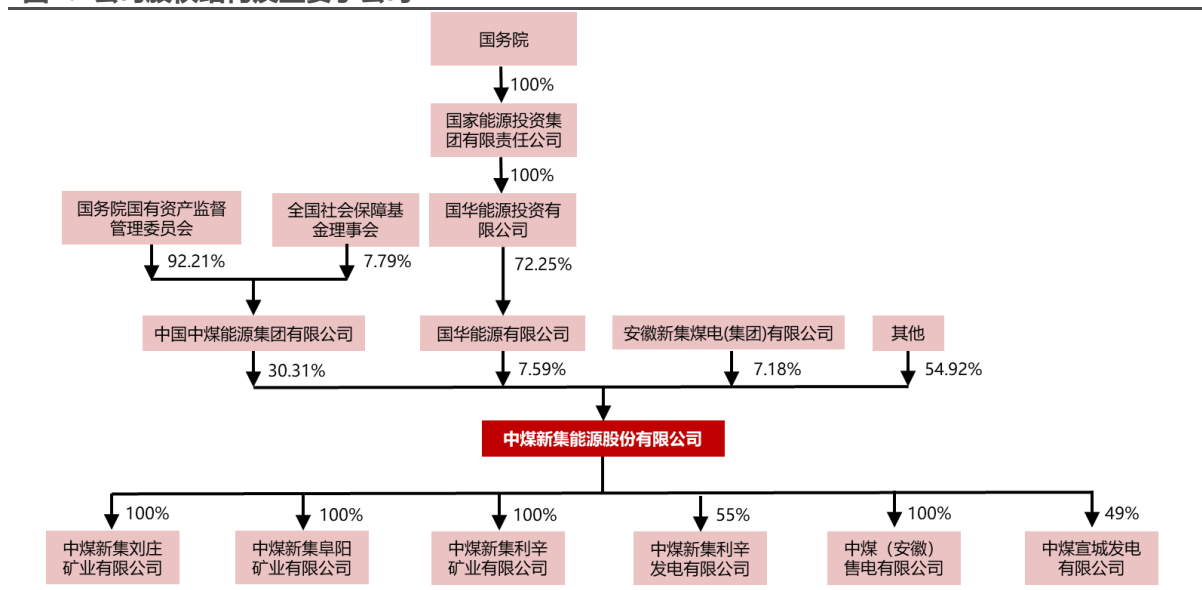
图1：公司发展历程

	1993	1994	1996	1997	1998	2007	2008	2009	2012	2014	2015	2016	2017	2018	2022	2023
重要变更		公司前身淮南新集能源开发有限责任公司正式成立		国投新集能源股份有限公司成立		公司于上交所成功上市		国投公司获得由国投煤炭公司无偿划转的公司42.36%的股份		公司1.25亿收购国投宣城25%股权，持有国投宣城股份增至49%		国投公司将其持有的公司30.31%的股份无偿划转给中煤集团	公司整体变更为“中煤新集能源股份有限公司”			
煤炭	新集一矿投产，年产能90万吨，建设时间3年半	新集二/三矿投产，年产能300/30万吨，新集一矿产能提升至300万吨/年				刘庄矿正式投产			口孜东矿实现建成试生产			配合国家去产能政策，公司暂停新集一矿生产，并对新集三矿实施闭坑	新集一矿复产	新集一矿产能由390核减至180万吨；新集二矿产能由290核减至270万吨；刘庄煤矿年产能由1140核减至1100万吨	2022年7月板集煤矿完成竣工验收，历时16年(2006年核准建设，2009年因水害建设停滞，2014年水害治理完成，2015年去产能建设停工，2018年复工建设，2021年3月联合试运转，2021年12月转固)	
电力				新集一矿发电车间投产，历时20个月，装机容量2*6MW，全部用于一矿矿区用电			控股子公司电力利辛成立，持股比例为55%	参股宣城电厂1*600MW超临界燃煤发电机组，持股24%			宣城电厂二期投产	利辛电厂投产发电		公司成立中煤(安徽)售电公司，开展售电业务	利辛电厂二期开工建设；六安电厂取得核准	上饶电厂筹建中；宣城电厂三期通过核准
新能源															与毛集实验区签约“风光火储”多能互补一体化项目；中煤新集利辛南部风电场10万千瓦风电项目取得核准	

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

公司控股股东为中煤集团，实控人为国务院国资委。截至 2023 年 3 月 31 日，公司控股股东中煤集团持股比例 30.31%，实控人为国务院国资委，赋予公司央企背景。第二大股东国华能源持有公司股权 7.59%，其控股股东为国华能源投资有限公司，由国务院间接持有 100%股权，也具有央企背景。第三大股东安徽新集则由地方政府淮南市国资委间接持股 100%股权，2013 年安徽新集持有公司股权 11.81%，2015 年减持至 7.18%，随着安徽新集的减持，公司央企背景更加纯粹。公司旗下子公司涉及煤炭、发电、售电等业务，权责清晰，分工明确。

图2：公司股权结构及主要子公司



注：截至时间为 2023 年 3 月 31 日

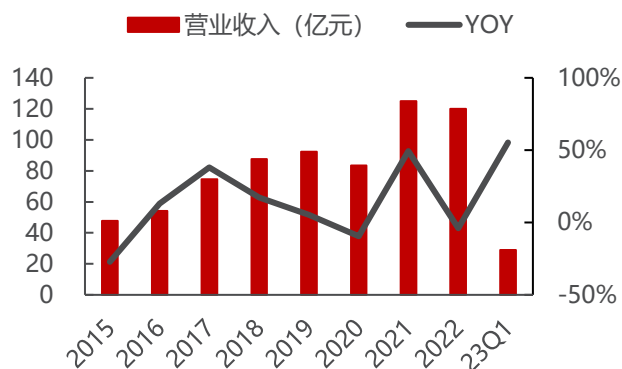
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 财务分析：盈利能力稳步提升

业绩表现亮眼, 2016-2022 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 14%和 43%。

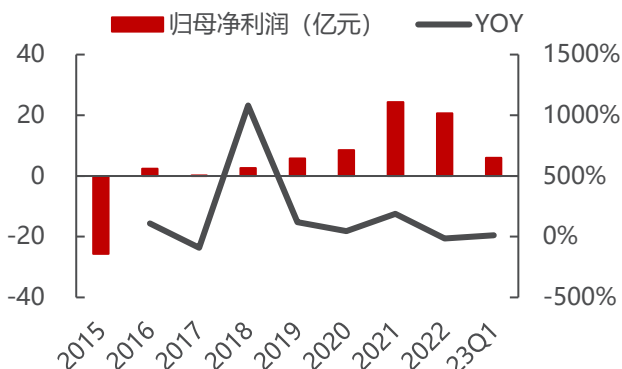
2015 年煤炭市场低迷，公司煤炭主业产销量双双下降，导致利润出现亏损；自 2016 年开始，随着煤炭供给侧结构性改革的实施，公司营收稳步向好，净利润扭亏为盈。2021 年由于板集煤矿联合试运转，叠加煤炭需求和价格高位运行，公司煤炭销售量价齐升，收入同比大幅增长 49.48%至 124.89 亿元，归母净利润则实现 24.34 亿元，增速高达 187.32%。2022 年公司营收和归母净利润出现小幅下降，但归母净利率依然亮眼。2023Q1 公司盈利强势延续，实现营收 28.96 亿元，同比增长 55.29%，实现归母净利润 5.94 亿元，同比增长 12.50%。

图3：2015-2023Q1 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

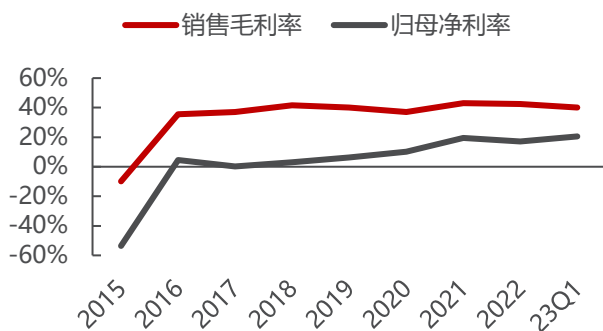
图4：2015-2023Q1 公司归母净利润及增速



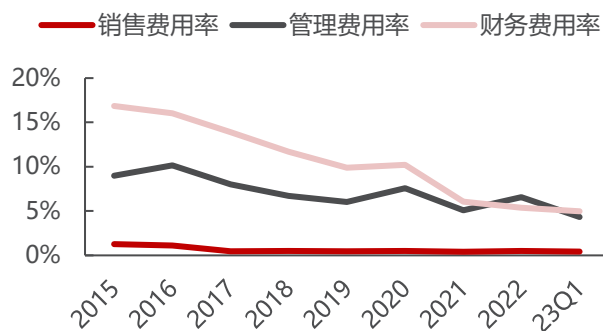
资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利能力明显提高，期间费用管控能力出色。2016-2023Q1 公司销售毛利率由 35.60%提升至 40.00%，总体保持在 35%以上；期间费用率不断下降，由 2016 年 27.31%降低至 2023Q1 的 9.74%，其中财务费用率下降最为明显，2016-

2023Q1 由 16.04%降低至 4.97%，展现了公司良好的经营能力。出色的期间费用控制能力助力公司盈利能力明显提升，2016-2023Q1 公司归母净利率由 4.47% 大幅提高至 20.51%。

图5：2015-2023Q1 公司的盈利能力


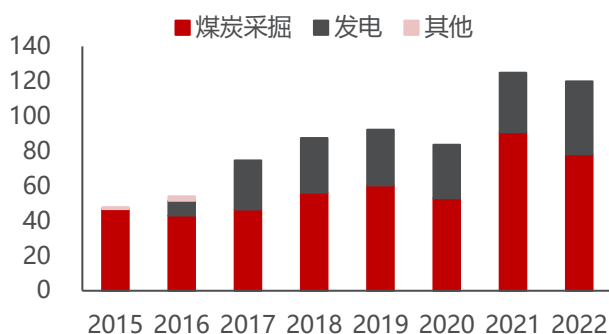
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2015-2023Q1 公司的期间费用率


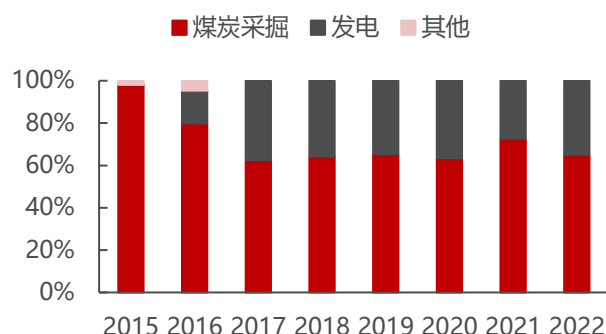
注：公司报表中无研发费用投入

资料来源：公司公告，民生证券研究院

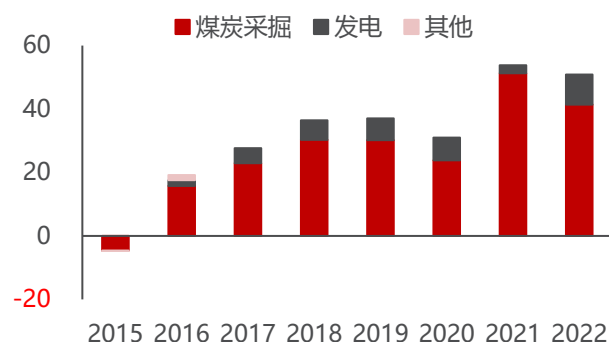
煤炭业务是公司主要的营收和利润来源，电力业务贡献逐步扩大。受煤炭行业周期性影响，煤炭业务收入有所波动，但占比持续稳定在 60%以上，是公司收入和业绩的主要贡献点，2022 年公司煤炭业务实现营收 78.20 亿元，占比 65.15%；实现毛利 41.41 亿元，占比 81.36%，毛利率维持高位，为 52.95%。公司积极发展电力业务，煤电一体化进程持续推进，随着 2016 年下半年利辛电厂投产发电，公司发电业务收入和盈利贡献迅速提高，截至 2022 年，发电业务收入规模已达 41.83 亿元，占比 34.85%；毛利贡献 9.49 亿元，占比 18.64%，毛利率为 22.68%。

图7：2015-2022 年公司的营业收入及组成（亿元）


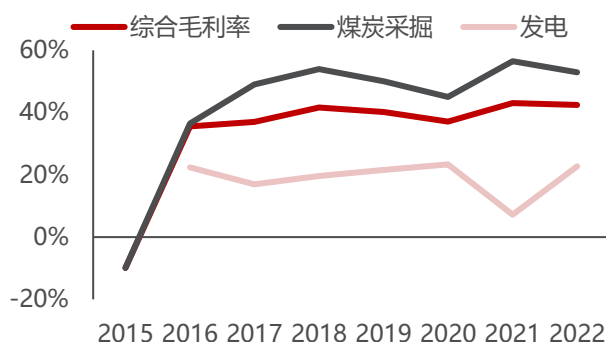
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2015-2022 年公司的营业收入结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2015-2022 年公司的毛利及组成（亿元）


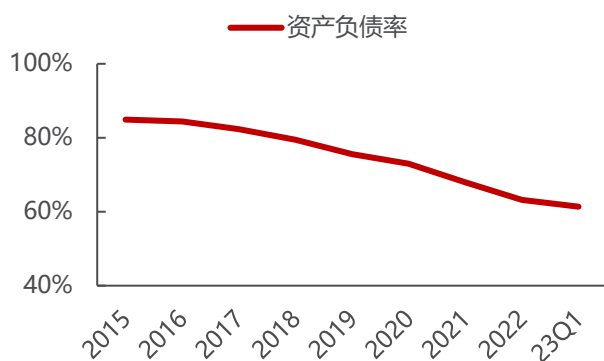
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2015-2022 年公司分业务毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

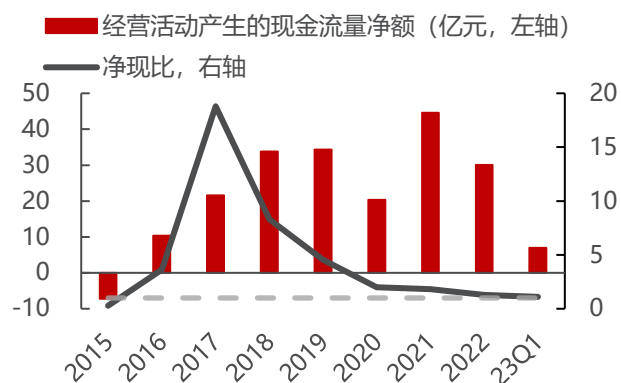
公司资产负债率逐年下降，现金流明显改善。公司资产负债率从 2016 年的 84.44% 回落至 23Q1 的 61.36%，资本结构持续优化。公司现金流情况逐步向好，净现比长期高于 1。

图11：2015-2023Q1 公司资产负债率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2015-2023Q1 公司现金流情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 煤炭业务：量价回升，后备资源丰富

2.1 储量丰富，产销两旺

储量剩余可采年限达 44 年,在产产能 2350 万吨/年。公司矿区总面积约 1092 平方公里,含煤面积 684 平方公里,截至 2022 年底剩余资源储量 89.01 亿吨,其中矿权内资源储量 62.50 亿吨,现有矿权向深部延伸资源储量 26.51 亿吨。公司目前拥有 5 对在产矿井,均位于安徽省内,可采储量合计 14.76 亿吨,核定产能 2350 万吨/年,权益产能 2350 万吨/年,据产能计算,5 个矿井的剩余开采年限约 44 年。

杨村煤矿启动复建。公司拥有的杨村煤矿于 2012 年 9 月获得发改委的核准批复,设计产能 500 万吨/年;2015 年 6 月取得国土资源部颁发的采矿许可证;2018 年,公司为响应国家去产能要求,将杨村煤矿列入化解产能矿井;随着近年保供局势严峻,基建矿井杨村煤矿在推进复建工作,目前尚未得到国家有关部门正式批复,据公司年报,相关工作得到批复后,公司煤炭可采储量将增加 3.84 亿吨,达 18.60 亿吨,从而有望为公司的未来发展打开空间。

表1：公司主要煤矿情况

主要矿区	地理区位	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	证实储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)	剩余开采年限 (年)
新集一矿	安徽省淮南市	4.40	1.42	0.25	180	100%	180	55
新集二矿	安徽省淮南市	4.14	1.71	0.67	270	100%	270	44
刘庄煤矿	安徽省阜阳市	14.23	6.06	4.49	1100	100%	1100	40
口孜东矿	安徽省阜阳市	7.36	3.60	2.02	500	100%	500	50
板集煤矿	安徽省亳州市	5.25	1.97	1.49	300	100%	300	46
在产合计		35.37	14.76	8.92	2350	-	2350	44
杨村煤矿	安徽省淮南市	8.83	3.84	-	500	100%	500	-
合计		44.20	18.60	8.92	2850	-	2850	46

注：剩余可开采年限=可采储量/核定产能*0.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

远景规划煤矿将带来可期增量。公司目前拥有远期规划筹建矿井 4 对,初步的设计产能分别为口孜西煤矿(300 万吨/年)、罗园煤矿(90 万吨/年)、连塘李煤矿(90 万吨/年)和展沟煤矿(240 万吨/年)。

表2：公司远景规划煤矿

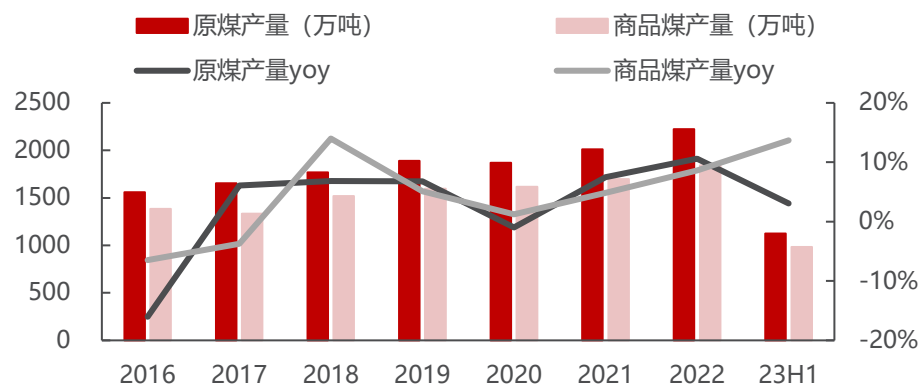
煤矿名称	地理区位	核定产能 (万吨/年)	权益占比	权益产能 (万吨/年)
口孜西煤矿	安徽省阜阳市	300	100%	300
罗园煤矿	安徽省阜阳市	90	100%	90
连塘李煤矿	安徽省阜阳市	90	100%	90
展沟煤矿	安徽省亳州市	240	100%	240
合计	-	720	-	720

资料来源：阜阳市矿产资源总体规划(2021-2025 年),公司公告,民生证券研究院

公司煤炭产销持续走强,23H1 再创佳绩。自 2016 年起,公司煤炭产量总体上呈现逐年上升趋势。2022 年,受益于板集煤矿正式投产转为生产矿井,公司原煤和商品煤产量分别实现 2223.69 万吨和 1841.90 万吨,同比增长 10.60%和 8.60%。2023 年上半年,煤炭产、销量创下同期新高的记录,原煤、商品煤产量

分别为 1123.86 万吨和 983.37 万吨，同比增长 3.06%和 13.67%；商品煤销量达 1014.23 万吨，同比增加 25.70%。

图13：2016-2023H1 公司煤炭产量稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 高长协支撑售价稳定，煤质改善助力业绩企稳上行

安徽省煤炭定价具有优势，公司长协煤比例高保障盈利稳定。安徽省 5000 千卡的煤炭出矿环节中长期交易价格区间为 545-745 元/吨，相较于晋陕蒙以 5500 千卡的煤炭热值为基准的定价方式，安徽省煤炭坑口价整体较高。公司煤炭销售以长协为主，2022 年上半年公司煤炭销售长协比例达 91%，2023 年煤炭保供量约占年度计划产量的 83%，在全年煤价中枢有所回落的情况下具备价格优势。

表3：公司煤炭定价方式

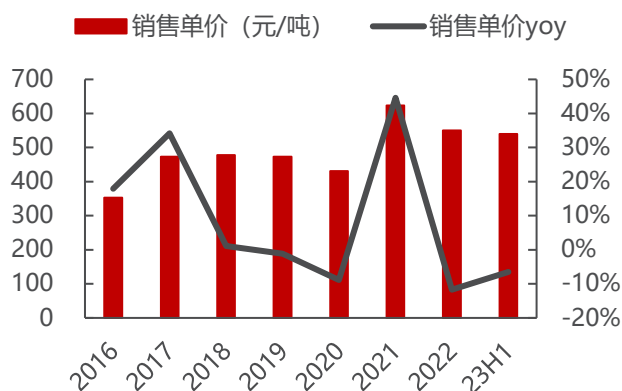
煤炭种类	定价机制	具体定价方式
长协煤	基准价+浮动价	自 2022 年 5 月 1 日起，安徽省产煤炭出矿环节中长期交易价格区间为每吨 545 ~ 745 元（5000 千卡，含税）。公司煤炭长协价格采用“基准价+浮动价”的定价机制，具体价格按月调整，年度煤炭长协“基准价”按照国家和安徽省有关部门下发的文件要求执行。公司销售商品煤卡数达不到标准时按实际热值折算价格；当热值 < 4000 千卡/千克时，公司与客户按照双方签订的合同执行。
非保供煤	铁路直供机制	铁路直供机制：基准价格+浮动价格+15 元/吨； 基准价格=700 元/吨； 浮动价格= {[(上月最后一期全国煤炭交易中心价格指数 NCEI+上月最后一期环渤海动力煤价格指数 BSPI+上月最后一期 CCTD 秦皇岛 5500 大卡综合交易价格+上月最后一期 CECI 中国沿海电煤 5500 大卡采购综合价) /4-700] /2+ (上月 16 日至当月 15 日 CCTD 秦皇岛 5000 大卡现货交易价格均值+上月 16 日至当月 15 日 CCI5000 动力煤价格均值) /2-664 } /2。
	月度定价模式	月度定价模式（地销直供、铁路现货、地销现货客户）：综合考虑当期矿井生产、区域大型用煤企业动力市场煤到厂价及周边同类型其他煤炭生产企业现货挂牌价等因素，执行月度定价适时调价。

注：非保供煤炭合同标注规格均为混煤，基准为 5000 卡，实际结算以实际发运热值为准

资料来源：安徽省发展和改革委员会，公司公告，民生证券研究院

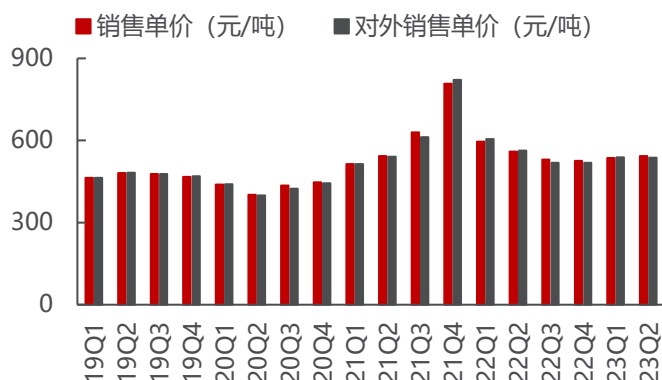
公司煤炭售价高位平稳。2021 年开始，公司商品煤售价中枢上移，其中，2021 年在行业供给紧张的背景下，公司煤价大幅反弹创下新高，2022 年由于煤质原因使得平均售价有所下降。分季度来看，煤炭价格在 21Q4 迎来历史高点，达 807.04 元/吨；2023 年随着煤质的恢复，煤炭的销售单价下滑相对有限。

图14：2016-2023H1 公司商品煤售价及变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：2019Q1-2023Q2 公司商品煤分季度售价

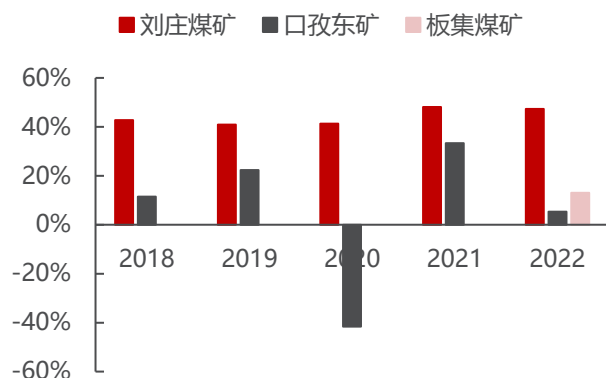


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司旗下主要煤矿销售利润率受煤价和煤质影响而波动变化。刘庄煤矿：自2018年起销售利润率保持在40%以上，2021年受益于煤价上涨销售利润率增加至48%，并于2022年继续维系较高水平；**口孜东矿**：2020年受疫情影响出现亏损，2021年快速恢复，2022年由于过断层因素影响，导致煤质较差，营收同比下滑37%，销售利润率下降28个百分点；**板集煤矿**：2021年3月试生产，2022年上半年开采煤层以薄煤层为主，从而对其煤炭综合售价产生影响，全年共实现营收11.53亿元，销售利润率为13.06%。

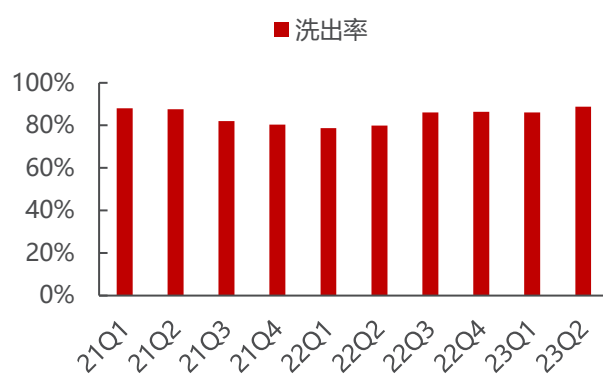
煤质改善助力商品煤销售量价齐升。厚煤层具有煤质好、开采成本低的优势，有利于公司改善煤质、提升产量。目前，口孜东矿厚煤层140504工作面已于2023年4月底作为配采工作面试生产，刘庄煤矿厚煤层也有151108、131300工作面接续开采，从而公司煤炭热值和洗出率逐步回升。据公司披露，2023Q1煤炭综合热值约为3991卡/克，4月综合热值约4188卡/克，5月份平均热值与4月基本持平；洗出率于23Q1、23Q2分别为86.13%、88.83%，同环比均出现明显提升。此外，刘庄煤矿1201采区预计于2025年10月投产，届时1201采区1煤优质资源回采后可提升矿井效益。优质煤的持续放量将支撑公司后续的煤炭业绩进一步企稳上行。

图16：2018-2022 公司主要煤矿销售利润率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：2022 年下半年以来公司单季度洗出率逐步回升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

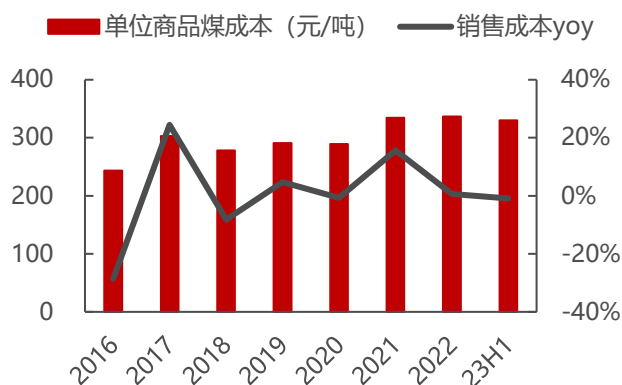
表4：公司部分煤矿开采情况

煤矿名称	采区	工作面	开采时间
刘庄煤矿	1505 厚煤层采区 1201 采区	151108 厚煤层	2023 年
		131300 厚煤层	2023 年
		150502 厚煤层	2024 年
		110502 厚煤层	2024 年
			2025 年 4 月回采
口孜东矿	140504 厚煤层		2025 年 10 月投产
			2023 年 4 月试生产

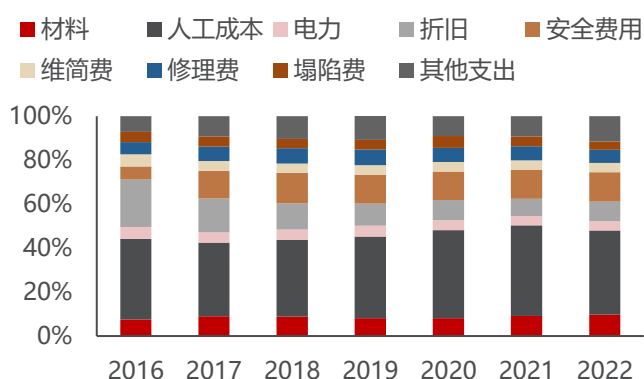
资料来源：投资者互动问答平台，民生证券研究院

2.3 商品煤销售成本稳中有升

公司煤炭成本构成稳定，单位销售成本略有上升。2021 年起，受能源价格上升和通胀率温和上涨的影响，材料成本和人工成本增长推高公司单位商品煤成本；2022 年商品煤煤质较差、洗出率降低等因素推升单位商品煤成本，全年单位商品煤成本为 336.38 元/吨，为近年最高；随着 2023 年洗出率回升，公司单位商品煤成本下降，23H1 为 330.01 元/吨，同比下降 0.89%。从结构上来看，公司煤炭成本主要来源为人工成本，占比在 35%-40%之间波动；其次是安全费用，比例在 13%左右；材料费用占比区间在 8%-10%，主要受大宗商品价格影响上下起伏。

图18：2016-2023H1 公司商品煤销售成本及变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2016-2022 年单位成本结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 电力业务：高成长+高效益，煤电联营优势凸显

3.1 待投产项目众多，煤电一体有望深化

煤电联营，在运营权益装机容量达 1732MW。在煤炭业务的基础上，公司大力布局电力业务，积极推进煤电联营项目示范。目前公司控股利辛电厂一期（2*1000MW），参股宣城电厂（1*660MW,1*630MW），拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂，总装机容量达 334.4 万千瓦，且全部为火电。

电厂营运能力出色。公司电厂发电主要来源为自产煤，利辛电厂和宣城电厂煤炭消耗量约占公司产量的 40%，2021 年合计消耗煤炭 678 万吨，其中利辛电厂消耗煤炭 439 万吨，是公司的主要发电厂。假设供给利辛电厂的煤炭平均热值为 4200 卡/克，计算可得利辛电厂供电标准煤耗为 266.4g/kWh，低于 2021 年全国火电厂平均供电标准煤耗的 302.5g/kWh，也低于 2022 年的 301.5g/kWh，利辛电厂供电煤耗较小，发电效率高。

表5：公司主要电厂情况

电厂名称	装机容量 (MW)	权益	权益装机容量 (MW)	2021 年煤炭消耗量 (万吨)
利辛电厂一期	2×1000	55%	1100	439
宣城电厂	1×660、1×630	49%	632	239
合计	3290		1732	678

资料来源：公司公告，投资者互动问答平台，民生证券研究院

在建拟建电厂项目丰富，电力业务有望实现快速增长。公司规划新建火电厂装机容量达 8600MW，分布于安徽、江西等地。其中，利辛电厂二期、宣城电厂三期预计投产时间分别为 2024 年 11 月和 2025 年 6 月，将于近两年带来新的电力业务增量。此外，公司上饶电厂即将开工建设，滁州、毛集、六安电厂已经完成核准，有望进一步打开未来发展空间。

表6：公司未来新建火电厂情况

项目名称	装机容量 (MW)	区位	进展
利辛电厂二期	2*660	安徽省亳州市	2022 年 11 月开工，预计投产时间 2024 年 11 月
宣城电厂三期	2*660	安徽省宣城市	预计投产时间 2025 年 6 月
上饶电厂	2*1000	江西省上饶市	预计 2023 年下半年开工
滁州电厂	2*660	安徽省滁州市	2020 年 6 月已取得核准
毛集电厂	2*660	安徽省淮南市	2022 年 10 月已取得核准
六安电厂	2*660	安徽省六安市	2022 年 12 月已取得核准
合计	8600		

资料来源：公司公告，安徽省发改委，民生证券研究院

在建电厂投产或将提升内部用煤需求，公司有望完全实现煤电一体。公司在建和规划中的电厂大多位于安徽省内，铁路直供便捷灵活，未来建成投产后有望和公司的自有煤矿形成产业效应，提升内部用煤需求。目前公司已开工或即将开工的参控股电厂有利辛电厂二期、宣城电厂三期、上饶电厂，考虑 2 年的火电建设周期，预计 2025 年底前三个项目有望实现投产，据我们测算，三个新项目投产后对 4200 大卡的煤炭年消耗量为 1047 万吨，若公司全部采用自产煤供应，那么，加上利辛

电厂一期和宣城电厂约 678 万吨的耗煤量, 公司参控股电厂的合计耗煤量约 1725 万吨, 仅略低于公司 2022 年商品煤产量 1842 万吨, 从而公司有望实现煤电完全一体化经营, 平抑上下游价格波动带来的风险, 提高自身的盈利稳定性。

表7: 已开工和即将开工的电厂未来的煤炭消耗量测算

项目名称	数值	相关假设
2025 年底前预计投产装机容量 (MW)	4640	假设利辛电厂二期、宣城电厂三期、上饶电厂均在 2025 年底前投产
发电小时数 (小时)	5339	假设发电小时数和 2022 年相同
总发电量 (亿度)	247.7	-
上网电量 (亿度)	235.8	公司历年上网电量相比总发电量的损耗不超过 5%, 因此假设上网电量占总发电量的 95.2%
供电煤耗 (g/kWh)	266.4	假设和 2021 年测算数据相同
4200 大卡的煤炭消耗量 (万吨)	1047.0	-

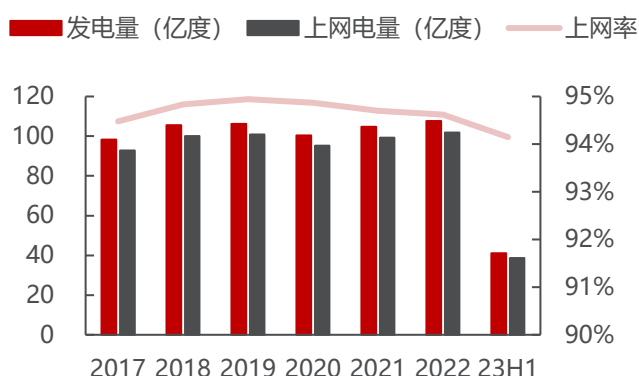
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

3.2 主力电厂盈利强, 煤电联营再提效益

受益电价市场化改革, 电厂发电效益凸显, 2023 年上半年发电量短期承压。

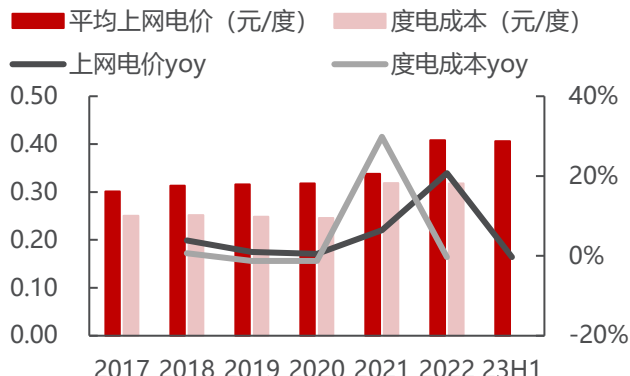
2021 年 10 月, 安徽省发改委和能源局发布《关于贯彻落实进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革有关要求的通知》, 宣布自 2021 年 10 月 15 日起全面实施电价市场化改革, 放开燃煤发电上网电价, 上网电价由“基准价+上下浮动”形成, 上下浮动范围原则上均不超过 20%。受益于电价市场化改革的影响, 2021 年全年公司上网电价有所提升。2022 年, 公司电厂总发电量达 107.56 亿千瓦时, 上网电量 101.77 亿千瓦时, 上网率 94.62%, 平均上网电价同比大幅提升 20.73%至 0.41 元/千瓦时, 在单位成本与 2021 年持平的情况下, 电厂发电效益显著提升。23H1 受调峰和机组检修影响, 公司发电量和上网电量短期承压, 下半年有望完成反弹, 而平均上网电价则继续维持高位, 受煤价下跌影响较小。

图20: 2017-23H1 电厂发电量和上网电量总体稳健



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: 23H1 公司电价继续维持高位

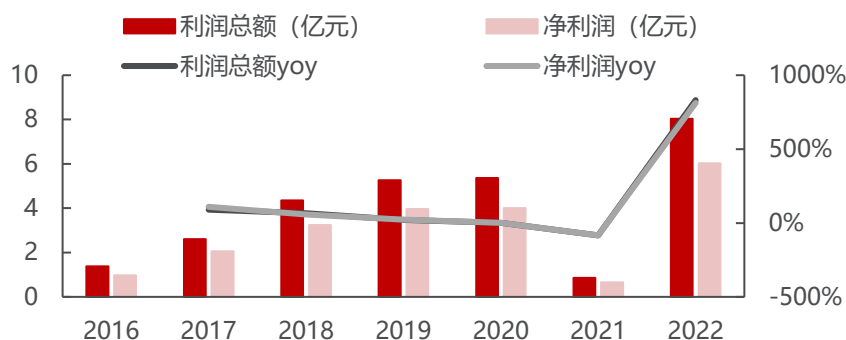


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

煤电联营模式下, 自有煤低成本优势带动利辛电厂净利率实现大幅提升。

利辛电厂是公司的主要发电厂, 2022 年发电量达 106.78 亿千瓦时, 全部都为火电, 机组利用小时数 5339.13 小时, 同比增加 2.87%。利辛电厂位于板集煤矿坑口, 自 2021 年 3 月板集煤矿试运转、2022 年正式投产以来, 其煤电联营模式的优越

性得以充分展现,利辛电厂通过利用板集煤矿的产煤发电,在保证耗煤稳定供应的同时,又降低了运输成本,进而实现对整体生产成本的控制。2022 年利辛电厂在供给端凭借煤电联营降低发电成本,需求端由于上网电价上涨带来收入提高,使得全年实现净利润 6.02 亿元,同比大涨 812%。对比 2021 和 2022 年公司煤电联营带来的效益,板集煤矿+利辛电厂的一体化净利率相比于利辛电厂在 2021 年煤价上涨背景下进行外采煤实现的净利率得到大幅提高;2022 年,一体化净利率仅略低于两子公司中的净利率较高值,且对冲了板集煤矿因短期煤质较低导致的较低盈利风险。

图22: 2022 年利辛电厂盈利能力显著改善


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

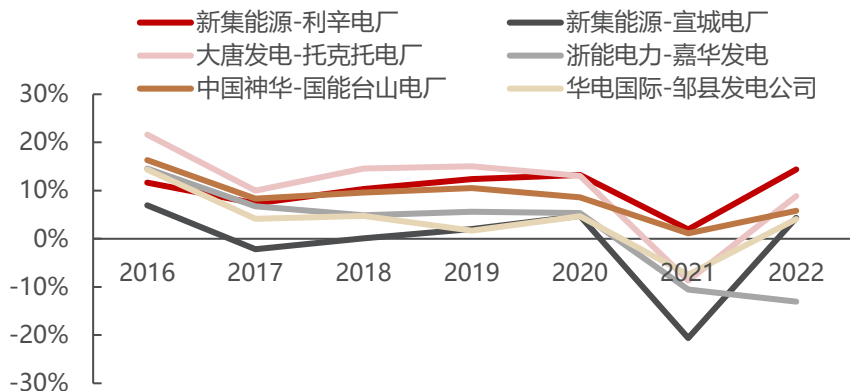
表8: 公司主要电厂情况

	2021 年			2022 年		
	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
板集煤矿	-	-	-	11.53	1.13	9.79%
利辛电厂	34.09	0.66	1.94%	41.83	6.02	14.39%
板集煤矿+利辛电厂	-	-	-	53.36	7.15	13.40%

注: 板集煤矿仅披露了利润总额, 净利润是按照 25%的所得税率计算而来

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

利辛电厂盈利能力显著高于同行。相比于纯火电企业和其他煤电联营企业,利辛电厂盈利能力出色,2021 和 2022 年净利率水平均明显高于同行,进一步印证了公司煤电联营策略对电厂盈利的积极影响。

图23: 利辛电厂净利率在同行业中排名前列


资料来源: 各公司公告, 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

1) 煤炭业务:

产量: 由于杨村煤矿目前还处于复建申请的过程中, 因此短期产能无增量, 我们预计 2023-2025 年公司产能均为 2350 万吨/年。由于公司 2023 年煤质条件改善, 因此我们预计产能利用率和洗出率均有小幅增长, 从而 2023-2025 年的原煤产量为 2280/2284/2289 万吨, 商品煤产量为 1960/1969/1978 万吨。

表9: 煤炭产量预测

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
产能 (万吨/年)	2350	2350	2350	2350
产能利用率	94.6%	97.0%	97.2%	97.4%
原煤产量 (万吨)	2224	2280	2284	2289
洗出率	82.8%	86.0%	86.2%	86.4%
商品煤产量 (万吨)	1842	1960	1969	1978

注: 公司 2022 年末披露内销量

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

单位售价: 由于公司煤质热值有所提高, 我们预计 2023 年全年有望维持 23Q2 的价格水平, 且 2024-2025 年随着海内外需求缓慢恢复, 煤价预计或有小幅增长, 从而, 我们预计, 2023-2025 年的煤炭单位价格分别为 543/545/545 元/吨。

单位成本: 煤炭单位成本在煤矿地质条件好转、洗出率上升、单位商品煤摊销成本下滑的情况下, 公司 2023 年成本或将明显下滑, 2024 和 2025 年随着降本提效的落实, 单位成本或微幅下降, 我们预计, 2023-2025 年公司煤炭的单位成本分别为 319/318/317 元/吨。

表10: 煤炭价格和成本预测

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
单位价格 (元/吨)	550	543	545	545
单位价格 YOY	-11.7%	-1.3%	0.4%	0.0%
单位成本 (元/吨)	336	319	318	317
单位成本 YOY	0.7%	-5.3%	-0.2%	-0.2%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

2) 电力业务:

发电量: 由于利辛电厂二期预计 2024 年 11 月投产, 因此, 未来三年的发电量增量主要体现在 2025 年。考虑到 2023 年因为检修机组利用小时数有所下滑, 2024 小时数将回升, 我们预计, 2023-2025 年公司的机组利用小时数为 5120/5200/5200 小时, 据此测算 2023-2025 年的发电量分别为 102.4/104.0/172.6 亿千瓦时。

售电量: 据往年发电消纳来看, 售电量/发电量比重基本稳定在 95%以上, 我们预计, 公司 2023-2025 年售电量分别为 97.4/98.9/164.2 亿千瓦时。

上网电价和成本: 考虑到 2023 年煤价相比 2022 年有所下滑, 我们预计 2023 年上网电价和成本将均有所回落, 且 2024-2025 年在煤价成本支撑下保持平稳,

即 2023-2025 年的预测上网电价均为 0.4063 元/千瓦时，度电成本均为 0.3151 元/千瓦时。

表11：电力业务经营数据预测

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
机组利用小时数(时)	5339	5120	5200	5200
发电量(亿千瓦时)	106.8	102.4	104.0	172.6
售电量(亿千瓦时)	101.5	97.4	98.9	164.2
上网电价(元/千瓦时)	0.4082	0.4063	0.4063	0.4063
度电成本(元/千瓦时)	0.3185	0.3151	0.3151	0.3151

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

综合来看，我们预计 2023-2025 年，公司主营业务收入分别为 123.5/124.8/152.0 亿元，同比增长 2.9%/1.1%/21.8%。

表12：主营业务经营数据预测

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
煤炭业务收入(亿元)	78.2	83.6	84.2	84.6
YOY (%)	-13.9%	6.9%	0.8%	0.4%
毛利率	53.0%	52.6%	53.1%	53.3%
电力业务收入(亿元)	41.8	40.0	40.6	67.4
YOY (%)	22.7%	-4.5%	1.6%	66.0%
毛利率	22.7%	19.3%	19.3%	19.3%
合计	120.0	123.5	124.8	152.0
YOY (%)	-3.9%	2.9%	1.1%	21.8%
毛利率	42.4%	41.8%	42.1%	38.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析和投资建议

公司采取煤电联营的模式，我们选取市场上以同样的模式进行经营的企业中国神华、电投能源、上海能源作为可比公司，从而 2023 年可比公司平均 PE 为 7 倍。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 23.98/24.25/25.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/0.94/0.99 元/股，对应 2023 年 8 月 11 日股价的 PE 分别为 5/5/4 倍，低于行业可比公司的平均水平。公司是安徽四大煤炭企业之一，待投产的煤矿和电厂项目较多，且煤电一体化的形式有助于公司盈利能力稳定高位，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表13：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601088.SH	中国神华	27.51	3.50	3.18	3.38	3.45	8	9	8	8
002128.SZ	电投能源	13.36	1.78	1.66	1.77	1.88	8	8	8	7
600575.SH	上海能源	14.20	2.41	2.92	3.08	3.29	6	5	5	4
可比公司平均 PE							7	7	7	7
601918.SH	新集能源	4.26	0.80	0.93	0.94	0.99	5	5	5	4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 8 月 11 日

5 风险提示

1) 煤炭价格下行。若国内经济下行，或双碳相关政策持续深化，或煤炭供给端放量超预期，将会使煤价下行。

2) 煤质超预期下降。公司前期煤质保持稳定，2022 年煤质有所下滑，目前热值已逐步回升，但考虑到井下生产的不确定性，若后续煤质超预期下降，公司煤价可能会不及预期，从而对公司盈利产生影响。

3) 在建和拟建项目进度不及预期。公司目前规划项目较多，可为未来的业绩增长带来动力，但是若在建和拟建的项目推进进度不及预期，公司的业绩释放会受到影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,003	12,351	12,481	15,196
营业成本	6,913	7,184	7,228	9,394
营业税金及附加	419	426	430	524
销售费用	59	58	58	71
管理费用	790	751	759	924
研发费用	0	0	0	0
EBIT	3,810	3,940	4,013	4,292
财务费用	644	408	440	465
资产减值损失	-13	-7	-7	-9
投资收益	75	77	78	127
营业利润	3,246	3,608	3,650	3,952
营业外收支	-8	-8	-7	-7
利润总额	3,238	3,600	3,642	3,946
所得税	902	951	962	1,042
净利润	2,335	2,650	2,681	2,904
归属于母公司净利润	2,064	2,398	2,425	2,557
EBITDA	5,008	5,218	5,390	5,723

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,406	3,630	6,127	10,018
应收账款及票据	1,169	983	994	1,210
预付款项	39	34	34	45
存货	344	332	334	434
其他流动资产	359	327	330	382
流动资产合计	3,317	5,307	7,819	12,089
长期股权投资	668	745	823	949
固定资产	21,624	22,376	23,096	24,187
无形资产	1,758	1,756	1,752	1,748
非流动资产合计	30,389	31,596	32,774	34,048
资产合计	33,706	36,904	40,593	46,136
短期借款	1,481	1,781	2,081	2,381
应付账款及票据	2,541	2,585	2,601	3,380
其他流动负债	6,875	6,037	6,060	6,894
流动负债合计	10,896	10,402	10,742	12,655
长期借款	7,826	9,039	10,039	11,039
其他长期负债	2,573	2,578	2,578	2,639
非流动负债合计	10,399	11,617	12,617	13,679
负债合计	21,295	22,020	23,359	26,334
股本	2,591	2,591	2,591	2,591
少数股东权益	942	1,194	1,450	1,796
股东权益合计	12,411	14,884	17,234	19,803
负债和股东权益合计	33,706	36,904	40,593	46,136

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.89	2.90	1.05	21.75
EBIT 增长率	-14.66	3.42	1.84	6.97
净利润增长率	-22.44	16.16	1.13	5.47
盈利能力 (%)				
毛利率	42.40	41.84	42.09	38.18
净利润率	17.20	19.41	19.43	16.83
总资产收益率 ROA	6.12	6.50	5.97	5.54
净资产收益率 ROE	18.00	17.52	15.36	14.20
偿债能力				
流动比率	0.30	0.51	0.73	0.96
速动比率	0.25	0.46	0.68	0.91
现金比率	0.13	0.35	0.57	0.79
资产负债率 (%)	63.18	59.67	57.54	57.08
经营效率				
应收账款周转天数	35.56	29.29	29.29	29.29
存货周转天数	18.14	17.22	17.22	17.22
总资产周转率	0.37	0.35	0.32	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.93	0.94	0.99
每股净资产	4.43	5.28	6.09	6.95
每股经营现金流	1.16	1.77	1.73	2.31
每股股利	0.11	0.13	0.13	0.14
估值分析				
PE	5	5	5	4
PB	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.53	4.35	4.21	3.96
股息收益率 (%)	2.58	3.00	3.03	3.20

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,335	2,650	2,681	2,904
折旧和摊销	1,198	1,277	1,378	1,430
营运资金变动	-1,130	297	8	1,214
经营活动现金流	3,007	4,591	4,489	5,980
资本开支	-2,081	-2,351	-2,417	-2,516
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,076	-2,361	-2,417	-2,516
股权募资	77	0	0	0
债务募资	-536	640	1,300	1,300
筹资活动现金流	-1,267	-5	424	427
现金净流量	-337	2,225	2,496	3,891

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构及主要子公司.....	4
图 3: 2015-2023Q1 公司营业收入及增速.....	4
图 4: 2015-2023Q1 公司归母净利润及增速.....	4
图 5: 2015-2023Q1 公司的盈利能力.....	5
图 6: 2015-2023Q1 公司的期间费用率.....	5
图 7: 2015-2022 年公司的营业收入及组成 (亿元).....	5
图 8: 2015-2022 年公司的营业收入结构.....	5
图 9: 2015-2022 年公司的毛利及组成 (亿元).....	5
图 10: 2015-2022 年公司分业务毛利率.....	5
图 11: 2015-2023Q1 公司资产负债率情况.....	6
图 12: 2015-2023Q1 公司现金流情况.....	6
图 13: 2016-2023H1 公司煤炭产量稳步提升.....	8
图 14: 2016-2023H1 公司商品煤售价及变化情况.....	9
图 15: 2019Q1-2023Q2 公司商品煤分季度售价.....	9
图 16: 2018-2022 公司主要煤矿销售利润率情况.....	9
图 17: 2022 年下半年以来公司单季度洗出率逐步回升.....	9
图 18: 2016-2023H1 公司商品煤销售成本及变化.....	10
图 19: 2016-2022 年单位成本结构.....	10
图 20: 2017-23H1 电厂发电量和上网电量总体稳健.....	12
图 21: 23H1 公司电价继续维持高位.....	12
图 22: 2022 年利辛电厂盈利能力显著改善.....	13
图 23: 利辛电厂净利率在同行业中排名前列.....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主要煤矿情况.....	7
表 2: 公司远景规划煤矿.....	7
表 3: 公司煤炭定价方式.....	8
表 4: 公司部分煤矿开采情况.....	10
表 5: 公司主要电厂情况.....	11
表 6: 公司未来新建火电厂情况.....	11
表 7: 已开工和即将开工的电厂未来的煤炭消耗量测算.....	12
表 8: 公司主要电厂情况.....	13
表 9: 煤炭产量预测.....	14
表 10: 煤炭价格和成本预测.....	14
表 11: 电力业务经营数据预测.....	15
表 12: 主营业务经营数据预测.....	15
表 13: 可比公司 PE 数据对比.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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收到任何形式的补偿。

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
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	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的投资建议。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026