



Research and  
Development Center

# 煤电一体化专题：产业链延伸促成长，一体化运营稳业绩

——电力行业 2024 年中期策略报告

2024 年 6 月 22 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

电力行业

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号: S1500518070001  
联系电话: 010-83326712  
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用行业联席首席分析师  
执业编号: S1500522070001  
联系电话: 010-83326723  
邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 煤电一体化专题：产业链延伸促成长，一体化运营稳业绩

2024年6月22日

## 本期内容提要：

- **煤电一体化面临的产业及政策背景。**产业背景：煤炭与煤电均进入相对短缺周期，供给端持续偏紧。煤炭方面，虽然增产保供政策持续推进，但受限于产能周期及超强度生产难以持续，煤炭产量已由增速放缓转入下降阶段，煤炭供给偏紧的产能周期仍在持续。煤电方面，“十四五”以来缺电事件频发倒逼煤电项目核准开工提速，然而考虑项目投建周期，当前阶段顶峰装机仍偏紧张，且部分用电需求高增长的区域（如华东地区）或将在更长时期内处于煤电相对短缺状态。随着尖峰负荷的持续增长，能源安全保供压力下煤电装机的增长有望持续。**政策背景：**国家大力推动“两个联营”，保障能源安全的同时兼顾低碳转型。政府曾多次就煤价电价着手改革，但仍存在一定的计划与市场矛盾，导致煤企与电企的盈利呈现高波动性。自2016年起我国陆续出台多项政策推动“煤电联营”，2022年以来更是明确提出推动“两个联营”，从而助推煤炭与电力行业平衡稳健发展、对冲经营风险。**从煤企角度**，尤其是高比例中长协销售模式企业，投建电厂发展煤电一体化，相当于延伸产业链、将“中长协”机制下低价煤炭外销转为内部收益模式，从而一定程度赚取煤炭的长协和现货价差。**从电企角度看**，外购煤炭的长协实际覆盖率难以大幅度提高，煤电燃料成本依然面临现货价格波动的风险。电企大力发展煤电一体化，有助于提升稳定供应且低价格的长协煤占比，从而实现度电利润的增厚和业绩的相对稳定。**综合来看**，煤炭和电力企业通过发展煤电一体化，可延伸产业链获取新成长并提升业绩的稳定性。
- **煤电一体化模式复盘：合并重组、收购参股、投资新建。****合并重组：**2017年，国电集团与神华集团合并重组为国家能源集团是典型的煤电联营范例，在解决两家公司发电业务同业竞争的同时实现煤炭和煤电的资源共享和优势互补。**收购参股：**自2008年煤价大幅上涨、部分电企出现亏损后，2009年起以五大发电集团为主的火电企业积极主动收购煤矿股权。煤企收购参股电厂的风潮则主要集中在“十三五”至“十四五”前期，以中煤、神华为主的煤炭企业集团开始大举收购电厂或参股电力公司。**投资新建：**2021-2022年全国多地拉闸限电后国家放宽煤电项目审批，煤电建设迎来新周期，其中煤炭企业跨界投资新建煤电项目的积极性可观。
- **上市公司煤电一体化类型及对比：****1）单一业务转向煤电联营：**公司先前已有煤炭或电力业务，“跨界”发展煤电一体，有望同时受益于盈利增长和估值提升，股价弹性空间较大，例如：新集能源、中国神华、陕西能源、内蒙华电、苏能股份等；**2）上市公司与集团公司协同联营：**公司本身并未控股煤矿，但其控股股东拥有可观的煤矿产能，通过集团协调优先安排可获得足量的长协煤保障，具备业绩稳定性优势，例如：国电电力、淮河能源等；**3）通过投资参股深化煤电**

**一体程度：**公司大量投资参股长协煤比例高、煤源稳定有保障的煤电一体资产，其投资收益部分将受益于煤电一体化的稳定盈利，例如：皖能电力等；**4) 其他：**立足原有业务增加煤电一体，虽目前业绩影响较小，未来有望提升，例如：盘江股份、电投能源等。

- **煤电一体化公司经营对比分析：****1) 度电盈利能力对比：**相同电价下，煤电一体公司的度电盈利水平明显高于传统纯火电公司；煤价变动时，煤电一体公司的度电盈利水平相较而言更为稳定。**2) 一体化程度对比：**从一体化契合程度来看，若公司的煤矿资产和电厂资产为配套建设，则电厂更倾向于直接使用自有煤炭；若公司煤矿资产和电厂资产地理距离较远，则电厂更倾向于就近购买煤炭从而节省运费，而自有煤矿则同样选择就近销售，因此实际一体化程度各有差异。从远期规划与发展来看，大多数煤电一体公司具有较可观的电力装机和煤炭产能增量，其中增量较为亮眼的是新集能源、陕西能源、苏能股份、淮河能源。
- **煤电一体化公司财务对比分析：****1) 盈利能力对比：**无惧煤价波动，盈利稳定性更高。煤电联营公司盈利稳定性优于纯火电公司，高比例一体化公司 ROE 与 ROIC 稳定性更高。**2) 负债率与财务空间对比：**净负债率偏低，可扩张财务空间较大。成本控制能力出众，多数煤电一体公司的净负债率显著低于火电行业整体净负债率。且在稳定盈利模式支撑下，煤电一体公司资产扩表可期。**3) 现金流与盈利对比：**经营现金流与盈利水平更为稳定，煤电一体公司分红有保障。煤电一体公司经营现金流与盈利水平更为稳定。由于煤电一体公司主营业务大多仍在持续投入，股权现金流和企业现金流相对优势尚不明显，但资本开支高峰过后未来高分红可期。**4) 估值对比：**煤电一体相对纯火电尚无溢价，对比水电核电仍处低位。我们认为当前市场尚未充分认知和体现出煤电一体化稳健经营的价值，对比纯火电、水电、核电而言，煤电一体化估值仍然相对低位，有较大提升空间。
- **投资建议：****1) 业绩角度：**寻找确定性。当前煤炭煤电供给仍然偏紧的背景下，优先选择煤矿与煤电项目投建确定性高的公司，即公司的煤矿煤电项目已取得核准或已经开工。**建议关注：**新集能源、陕西能源、淮河能源、苏能股份。**2) 估值角度：**发掘低估值。我们认为市场并未充分认知煤电一体商业模式的稳定性与长久期，建议优先相对低估值公司。**建议关注：**新集能源、国电电力、皖能电力、内蒙华电。**3) 公司经营角度：**分析区域供需格局，锁定行业龙头。在当前全国范围内煤炭电力供应仍略偏紧的背景下，应锁定供需格局较好地区的煤炭电力龙头。**建议关注**电力供需偏紧的华东区域。**安徽：**新集能源、国电电力、淮河能源、皖能电力；**江苏：**国电电力、苏能股份；**外送华东：**陕西能源。
- **风险因素：**用电量增速不及预期，电力市场化改革推进不及预期，煤炭供需形势超预期宽松，相关公司煤炭电力项目建设进度不及预期。

一、煤电一体化面临的产业及政策背景	6
1.1 产业背景：煤炭与煤电均进入相对短缺周期，供给端持续偏紧	6
1.2 政策背景：国家大力推动“两个联营”，保障能源安全的同时兼顾低碳转型	8
1.3 煤炭企业发展煤电一体化：投建电厂延长产业链，变相售卖“现货煤”	10
1.4 电力企业发展煤电一体化：提升长协煤占比，增厚度电利润	11
1.5 煤电一体的优势：产业链延伸促成长，一体化运营稳业绩	11
二、煤电一体化类型和模式对比	12
2.1 煤电一体化模式复盘：合并重组、收购参股、投资新建	12
2.2 上市公司一体化模式分类及对比	15
三、煤电一体化公司对比分析	22
3.1 经营层面对比分析	22
3.2 财务角度对比分析	24
投资建议	28
风险因素	29

## 表目录

表 1：我国煤电联营相关政策总结	9
表 2：2022-2023 年部分省份年度交易协定情况	10
表 3：主要发电集团收购或参股煤炭公司案例	13
表 4：主要煤炭集团收购或参股电力公司案例	14
表 5：新集能源煤矿储量、产能和服务年限等情况	16
表 6：新集能源电厂耗煤情况预估	16
表 7：中国神华煤矿产能和 2023 年产量情况	16
表 8：中国神华电力板块业务情况	17
表 9：陕西能源煤矿及电厂情况	17
表 10：内蒙华电电厂情况	18
表 11：苏能股份煤矿及电厂情况	19
表 12：淮河能源控股煤矿及电厂情况	20
表 13：皖能电力参控股火电装机情况（截止至 2024 年 4 月）	21
表 14：重点公司主要业务类型和一体化方式	23
表 15：重点公司煤电一体化远期展望	24
表 16：煤电一体主要公司估值表	29

## 图目录

图 1：2022 年至今晋陕蒙三省煤矿产能利用率情况	6
图 2：2022 年至今样本动力煤矿井产能利用率（%）	6
图 3：2021 年至今分月原煤产量情况（万吨）	6
图 4：2021 年至今分月原煤产量同比增速情况（%）	6
图 5：2022-2023 年煤电新增核准项目情况	7
图 6：2022-2023 年煤电新增开工项目情况	7
图 7：顶峰容量及全国尖峰负荷情况（万千瓦）	7
图 8：年最大负荷增速对比	7
图 9：2015-2023 年现货煤价与煤炭、电力板块净利润对比情况	8
图 10：2021 年至今秦皇岛港长协与现货煤价对比（元/吨）	10
图 11：2023 年主要火电企业火电板块燃料成本占比	11
图 12：2021-2023 年主要火电上市公司归母净利情况（亿元）	11
图 13：2015-2023 年主要煤炭电力央企集团净利润情况与秦港煤价对比	12
图 14：2021-2023 年主要火电上市公司归母净利合计情况（亿元）	13
图 15：主要火电央企公司火电度电燃料成本对比（元/兆瓦时）	13
图 16：2022-2023 年火电项目新增核准情况（GW）	15
图 17：2022-2023 年火电项目新增开工情况（GW）	15
图 18：五大电力央企火电装机容量（截至 2023 年底，万千瓦）	20
图 19：2018-2023 年国电电力入炉标煤单价情况（元/吨）	20
图 20：2020-2023 年皖能电力归母净利与投资收益对比情况（亿元）	21
图 21：典型煤电一体化公司 2020-2023 年火电板块度电毛利（分/千瓦时）	23
图 22：典型煤电一体化公司与典型纯火电公司 2020-2023 年火电板块度电毛利均值对比（分/千瓦时）	23
图 23：2021-2024 年 Q1 港口煤价与火电行业 ROE 水平对比	25

图 24: 典型煤电一体化公司与典型纯火电公司 2020-2024 年 Q1 资本回报率 (ROIC) 对比 (%)	25
图 25: 2020-2024 年 Q1 主要煤电一体化公司与火电行业净负债率水平对比 (%)	25
图 26: 2020-2024 年 Q1 主要煤电一体化公司估算利率水平对比	26
图 27: 2020-2023 火电行业与典型煤电一体公司归母净利润对比 (亿元)	27
图 28: 2020-2023 火电行业与典型煤电一体公司经营性现金流对比	27
图 29: 2020-2023 典型煤电一体公司股权自由现金流情况 (亿元)	27
图 30: 2020-2023 典型煤电一体公司企业自由现金流情况 (亿元)	27
图 31: 煤电一体、水电板块、核电板块、申万火电行业的 PE/PB 对比情况	27



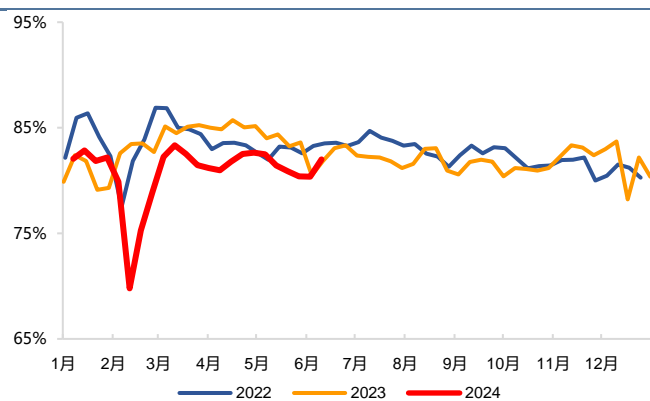
# 一、煤电一体化面临的产业及政策背景

## 1.1 产业背景：煤炭与煤电均进入相对短缺周期，供给端持续偏紧

**煤炭方面：煤价大幅上涨后引发政策调控，产能利用率持续居于高位。**2021年，国内现货煤价出现大幅上涨。为落实电煤保供稳价，国家发改委、能源局等相关主管部门先后印发《2022年煤炭中长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》《关于进口煤应急保障中长期合同补签事项通知》等多项政策文件，全力推动电煤保供工作。2022年7月，国家发改委召开2022年电煤中长期合同换签补签视频会议指出，要严格落实电煤保供签约率、履约率、和执行合理的价格区间100%。同时，国家大力推动煤炭增产保供，晋陕蒙煤矿产能利用率持续保持高位运行。2022年，晋陕蒙三省煤矿产能利用率均值为82.9%，高于2021年同期的79.8%。2023-2024年虽因煤价中枢同比回落，保供压力趋缓，产能利用率下行至82.5%和80.3%，但依旧维持80%左右的高位水平。

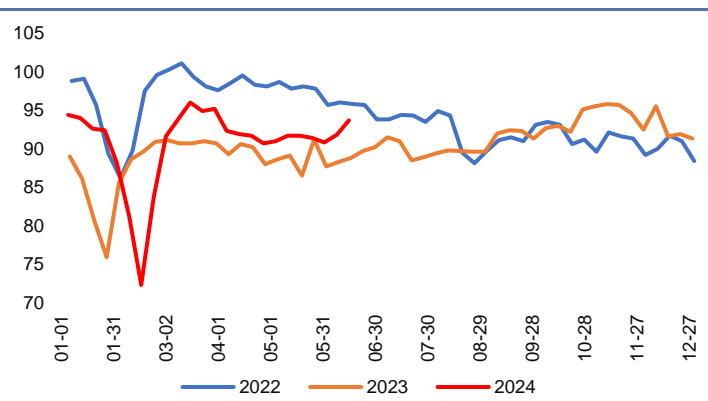
**煤炭增产保供持续推进，但产量增速逐步下行，煤炭产能偏紧周期持续。**虽然煤炭增产保供政策持续推进，国内煤炭产量逐步增长。但由于产能利用率已经到达高位，超强度生产难以持续，2023年以来我国原煤产量增速明显放缓，全年的国内原煤产量增速仅2.9%，而2024年1-4月国内原煤产量增速则进一步下降至-3.5%，已由增速放缓转入下降阶段。产量增速放缓趋势反映出我国煤炭行业持续高强度的生产状态难以长期延续，煤炭供给偏紧的产能周期仍在持续。

图 1：2022 年至今晋陕蒙三省煤矿产能利用率情况



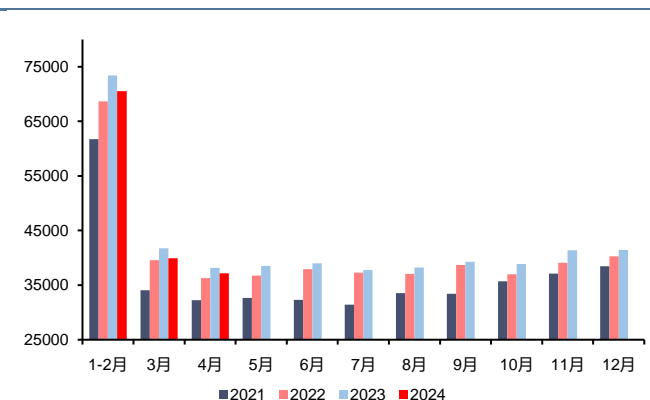
资料来源：CCTD，信达证券研发中心

图 2：2022 年至今样本动力煤矿井产能利用率（%）



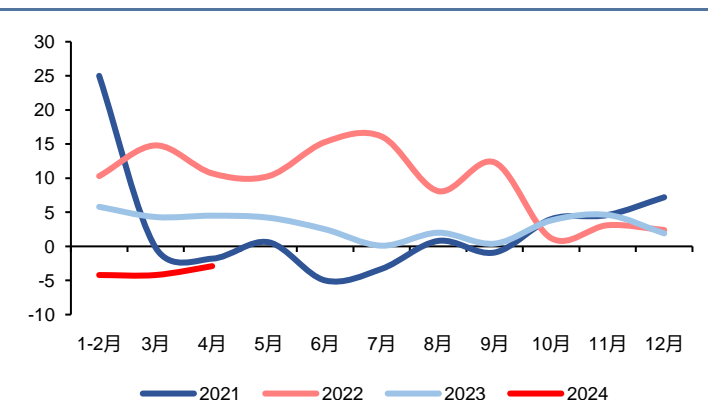
资料来源：钢联，信达证券研发中心

图 3：2021 年至今分月原煤产量情况（万吨）



资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

图 4：2021 年至今分月原煤产量同比增速情况（%）

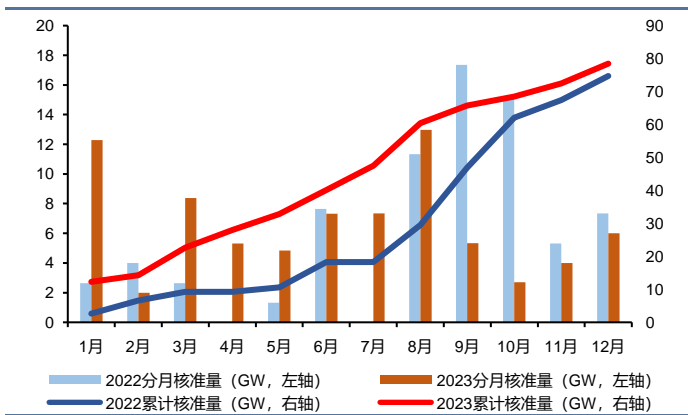


资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

**煤电方面：“十三五”煤电供给侧改革引发缺电事件，倒逼煤电项目核准开工加速。**传统电力系统中，以煤电为主的火电装机占电源装机的绝大比重，其出力较为稳定可调可满足电力系统电力电量平衡需求。但“十三五”以来国家严控煤电新增装机规模，煤电项目出现“三个一批”（取消一批、缓核一批、缓建一批）的局面。以煤电为主体的支撑性电源装机占总装机比例逐年下降，叠加尖峰负荷持续增长，系统剩余顶峰容量裕度不足，导致2021-2022年连续出现缺电事件。**缺电事件频发倒逼煤电项目核准开工全面提速，煤电迎来新周期。**2022年8月四川缺电发生后，国家发改委召开了煤炭保供会议，提出“今明两年火电将新开工1.65亿千瓦”的火电建设目标。火电项目核准开工全面提速。据我们统计，2022-2023年，国内新增火电项目核准容量达153.20GW，国内新增火电项目开工容量达165.06GW，“今明两年火电将新开工1.65亿千瓦”的目标基本完成。考虑到火电项目从开工建设到投产约需2年的时间，新一批火电预计需要2024年底至2025年陆续投运，当前阶段顶峰装机仍然偏紧张，且部分用电需求高增长的区域（如华东地区）或将在更长时期内处于煤电相对短缺状态。

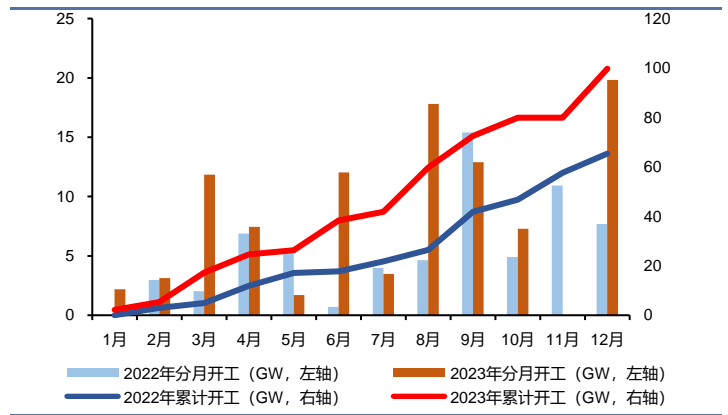
**尖峰负荷有望随用电量持续增长，保供压力下煤电装机增长有望持续。**电力系统固有的电力电量平衡特性和难以大规模存储特性，决定了电力系统需主要依赖电源装机出力及调节以满足负荷端波动。以当前经济技术手段来看，以煤电为主的顶峰电源是维持电力系统供需平衡最经济的手段。据中电联预测，2024年尖峰负荷同比增长约1亿千瓦，达14.5亿千瓦左右。即便煤电电量或将达峰，但在尖峰负荷持续增长的压力下，煤电或将呈现“增容减量”的发展态势，装机增长有望持续。

图 5：2022-2023 年煤电新增核准项目情况



资料来源：各地政府，北极星电力新闻网等，信达证券研发中心

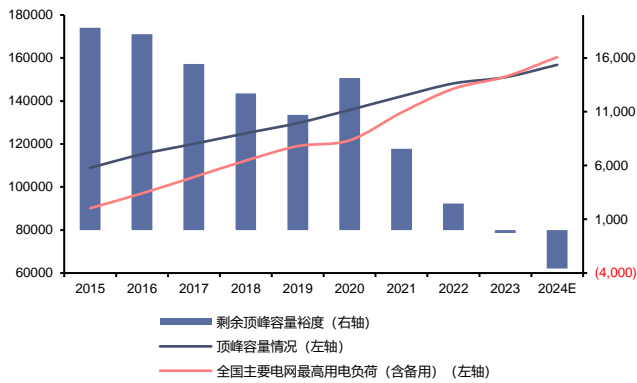
图 6：2022-2023 年煤电新增开工项目情况



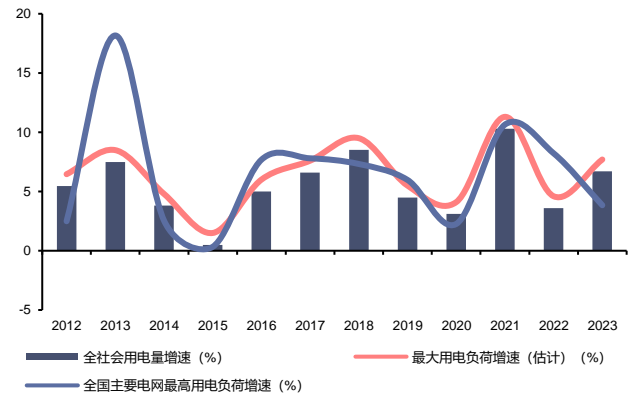
资料来源：各地政府，北极星电力新闻网等，信达证券研发中心

图 7：顶峰容量及全国尖峰负荷情况（万千瓦）

图 8：年最大负荷增速对比



资料来源: Wind, 中电联, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 中电联, 信达证券研发中心

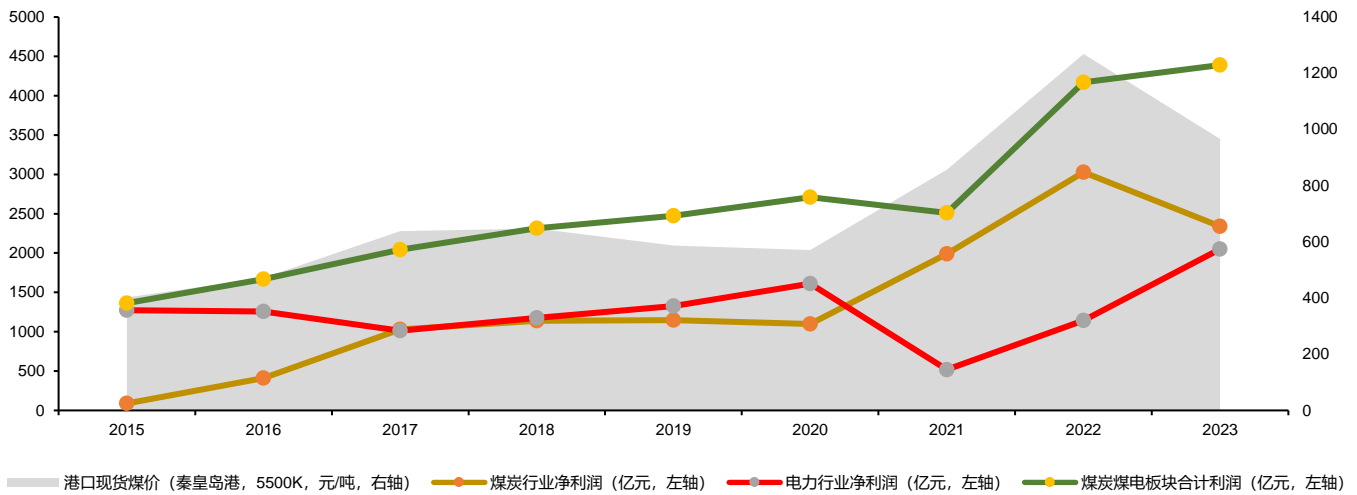
## 1.2 政策背景：国家大力推动“两个联营”，保障能源安全的同时兼顾低碳转型

在我国能源电力体系中，煤电既为电力系统保供贡献顶峰容量，也为新能源的出力波动贡献调峰资源，是促进传统能源与新能源高效耦合、实现电力保供与能源转型统筹推进的重要支撑。然而传统的煤电经营模式同时面临燃料成本上升和电价收入弹性受限的双向挤压，主要火电公司 2021-2022 年一度面临严重亏损。此外，随着“双碳”目标的持续推进，新能源发电量占比将持续提升，煤电面临功能定位转型、其利用小时长期呈下降趋势，煤电企业传统售电业务的关键三要素“量价本”均遭遇挑战。

**煤价电价存在一定的计划与市场矛盾，电煤长协合同兑现率长期偏低。**为解决煤炭和煤电两个板块的利益冲突等问题，政府曾多次就煤价电价着手改革，包括煤炭方面的电煤价格双轨制和“基准+浮动”的长协定价机制，以及煤电方面的“煤电价格联动机制”和“基准价+上下浮动”的煤电市场化定价机制。但由于煤炭作为煤电主要生产成本，其业务天然存在矛盾，叠加电煤长协合同违约成本较低，导致市场煤价上涨时，煤企长协合同履行积极性不足；市场煤价下跌时，电企长协合同履行积极性不足，进而导致电煤长协合同兑现率长期偏低，煤企与电企的商业模式与盈利均呈现高波动性。虽然 2021 年以来国家能源政策开始转向安全保供方向，全力落实长协煤合同签订和实际兑现，并一定程度上放开煤电电价的形成机制和上浮比例，煤炭煤电业务矛盾有一定缓解。但由于煤电电价对于成本端波动的疏导机制仍未完善，当前煤电电价年度基本“锁死”和现货煤价日度波动的矛盾仍未从根本上解决。

图 9：2015-2023 年现货煤价与煤炭、电力板块净利润对比情况





资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

**“两个联营”重点缓解煤电企业压力，兼顾能源保供和能源转型的双重目标。**“两个联营”指的是，煤炭生产企业与火力发电企业联合经营，以及火力发电企业与可再生能源发电企业联合经营。为化解煤电“顶牛”现象，政府积极在煤电行业推行“煤电联营”。国家发展改革委于2016年印发《关于发展煤电联营的指导意见》、2018年印发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》、2019年印发《关于加大政策支持力度进一步推进煤电联营工作的通知》等政策，多次要求实现配套煤矿和电站同步规划、同步核准、同步建设，要求创新煤电联营实现形式等。

表 1: 我国煤电联营相关政策总结

时间	政策	部门	要点
2011.08.22	煤炭产业政策	国家发展改革委	<ul style="list-style-type: none"> <li>鼓励建设坑口电站,优先发展煤、电一体化项目,优先发展循环经济和资源综合利用项目。新建大中型煤矿应当配套建设相应规模的选煤厂,鼓励在中小型煤矿集中矿区建设群矿选煤厂。</li> </ul>
2016.04.17	关于发展煤电联营的指导意见	国家发展改革委	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点推广坑口煤电一体化;在中东部优化推进煤电联营。科学推进存量煤电联营。继续发展低热值煤发电一体化。建立煤电长期战略合作机制。实</li> </ul>
2018.09.14	关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知	国家发展改革委	<ul style="list-style-type: none"> <li>鼓励发展多种形式的煤电联营,同等条件下,优先支持煤炭和发电企业相互持股比例超过30%。优先释放煤电联营企业优质产能,煤电联营煤矿申请生产能力核增的,产能置换比例不小于核增产能的100%。</li> </ul>
2019.05.09	关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知	国家发展改革委	<ul style="list-style-type: none"> <li>持续推动煤电联营和兼并重组;鼓励煤炭企业建设坑口电厂、发电企业建设煤矿,特别鼓励煤炭和发电企业投资建设煤电一体化项目,以及煤炭和发电企业相互参股、换股等多种方式发展煤电联营。推动大型煤炭企业强强联合,鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业,进一步提高安全、环保、能耗、工艺等办矿标准和生产水平。</li> </ul>
2019.10.08	关于加大政策支持力度进一步推进煤电联营工作的通知	国家能源局	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点发展坑口煤电一体化,鼓励煤炭净调出省(区、市)内新建燃煤发电项目采用煤电一体化模式。优化推进中东部省份煤电联营。支持北方地区清洁取暖项目实施煤电联营。支持异地煤电交叉持股。优先释放煤电联营煤矿项目优质产能。提高产能指标折算比例,煤电一体化项目配套煤矿使用的产能置换指标折算比例提高为300%。煤电联营煤矿原则上不纳入停产限产范围。</li> </ul>
2020.06.12	关于做好2020年重点领域化解过剩产能工作的通知	国家发展改革委	<ul style="list-style-type: none"> <li>统筹推进煤电联营、兼并重组、转型升级等工作,促进煤炭及下游产业健康和谐发展。</li> </ul>
2022.06.29	煤炭清洁高效利用专	国务院	<ul style="list-style-type: none"> <li>要促进煤电和可再生能源协同发展,充分调动地方和企业积极性,推动煤电</li> </ul>

**专题座谈会**

联营和煤电与可再生能源联营。要加强监督管理和检查问责，确保抓好电煤中长期合同履行。扎实做好迎峰度夏能源保供工作，切实保障民生用电和企业正常生产用电。牢牢守住安全生产底线，坚决遏制重特大事故发生。

2023.01.18 国家发展改革委1月新闻发布会 国家发展改革委

- 围绕培育高质量市场主体，深化国资国企改革和支持民营企业改革发展。持续推进国有经济布局优化和结构调整，推进煤炭与煤电、煤电与新能源“两个联营”，推动发展混合所有制经济，开展新能源领域增量混改。围绕解决民企突出问题提出政策举措，促进民营经济发展壮大。

资料来源：国家发改委，国务院，信达证券研发中心

### 1.3 煤炭企业发展煤电一体化：投建电厂延长产业链，变相售卖“现货煤”

自 2022 年开始为落实电煤保供工作，国家发改委、能源局等相关主管部门先后印发了《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》《关于进口煤应急保障中长期合同补签事项通知》等多项政策文件。据界面新闻，长协保供政策压力下，2022 年国家能源集团、中煤集团等主要央企公司实现煤炭长协合同签订率 96%；19 个产煤省（区市）自有资源量 35.6 亿吨，签订煤炭中长期合同 33.5 亿吨，签订率 94%；签订有量有价的煤炭中长期合同 29.6 亿吨，签订率 83%。对于以动力煤开采和销售为主业的煤炭公司，尤其是高比例中长协销售的煤炭公司而言，虽然提升长协煤销售比例可以使主营业务减少波动风险，但由于吨煤的长协-现货价差始终存在，售卖长协煤的收入和利润是相较而言更少的。从动力煤下游火电来看，由于 2021 年下半年“1439”号文的出台抬高煤电电价上浮空间，煤电电价得以上涨以部分疏导成本端煤价波动，2022-2023 年各省年度长协电价上浮较为可观，基本均为接近 20% 的涨幅；此外，如前所述火电长协煤比例实际兑现率并不足以到 100%，实际情况中火电仍需部分购入高价现货煤以满足发电需求。因此，对于动力煤企业来说，投建火电厂不仅是延长现有煤炭采掘-销售的产业链，更是将需要出售兑现的长协煤更多留在企业内部、一定程度上赚取煤炭长协-现货价差的举动，将“中长协”机制下低价煤炭外销转为内部收益。

表 2：2022-2023 年部分省份年度交易协定情况

省份	交易类型	燃煤基准价 (元/MWh)	2022 交易电价及浮动比例 (元/MWh)	2023 交易电价及浮动比例 (元/MWh)	同比变化
江苏	年度双边	391	466.78 (+19.38%)	466.65 (+19.35%)	-0.02%
	年度挂牌		464.76 (+18.86%)	465.14 (+18.96%)	0.08%
广东	年度双边	453 (23 年为 463)	497 (+9.71%)	553.88 (+19.63%)	11.44%
	年度挂牌			552.28 (+19.28%)	11.11%
	年度集中竞争			553.96 (+19.65%)	11.46%
	年度可再生能源			电能量均价 529.94；环境溢价均价 21.21 (+14.46%)	10.89%
山西	双边协商(新能源)	332	348.03 (+4.83%)	370.1 (+11.66%)	6.34%
	双边协商(火电)		393.73 (+18.59%)	393.78 (+18.61%)	0.01%
	集中竞价(火电)		359.07 (+8.15%)	385.74 (+16.19%)	7.43%
	年度挂牌交易		392.91 (+18.34%)	392.24 (+18.14%)	-0.17%

资料来源：北极星电力网，广东电力交易中心，泛能网，信达证券研发中心

图 10：2021 年至今秦皇岛港长协与现货煤价对比 (元/吨)

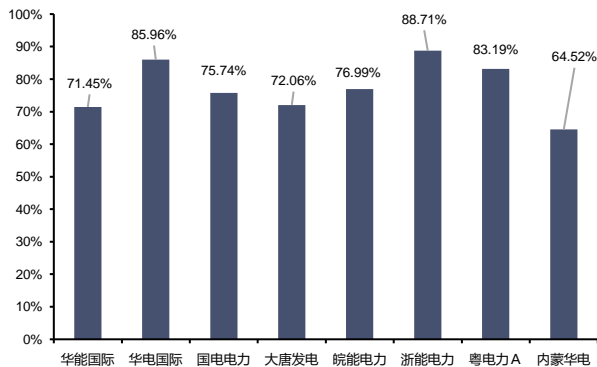


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

### 1.4 电力企业发展煤电一体化: 提升长协煤占比, 增厚度电利润

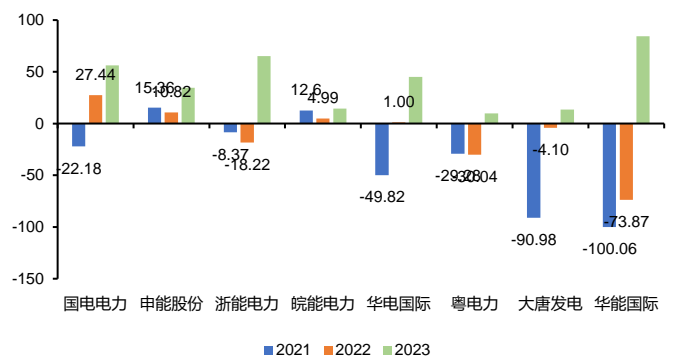
对于煤电企业而言, 煤炭燃料成本占其度电营业成本的 70%以上, 是影响度电盈利的重要因素。然而 2021 年以来煤价大幅上扬, 导致 2021-2022 年主要火电企业均出现不同程度的盈利收窄或亏损。尽管如前所述, 煤电电价受益于“1439”号文实现 20%的顶格上浮, 但受制于国内煤炭产能周期, 长协煤销量和实际兑现率难以实现进一步提升, 煤电的成本敞口风险依然部分存在。因此, 对于电力企业而言, 在收入端电力中长协基本锁定电价的情况下, 成本端价格较低且几无波动的长协煤比例成为增厚度电利润的关键。

图 11: 2023 年主要火电企业火电板块燃料成本占比



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 2021-2023 年主要火电上市公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

### 1.5 煤电一体的优势: 产业链延伸促成长, 一体化运营稳业绩

煤电一体的经营模式本质上均是通过各种手段尽量提高权益电量成本端的长协煤占比。从企业运营的角度看, 煤炭企业或电力企业发展煤电一体化, 通过投建电厂等多种方式延伸产业链, 获取业绩成长性。此外, 煤电一体化企业可直接采购“内部”煤炭, 保障高比例长协煤价格兑现, 业绩稳定性也将大幅提升。在电价煤价双稳定的情况下, 价格维持在 700 元/吨左右 (秦皇岛港, 5500K 动力煤) 的长协煤比例提高将显著降低火电入炉标煤单价, 进而运营商不仅可以实现因成本端下行带来的业绩增长, 还可以与同行业运营商维持

相对业绩优势。

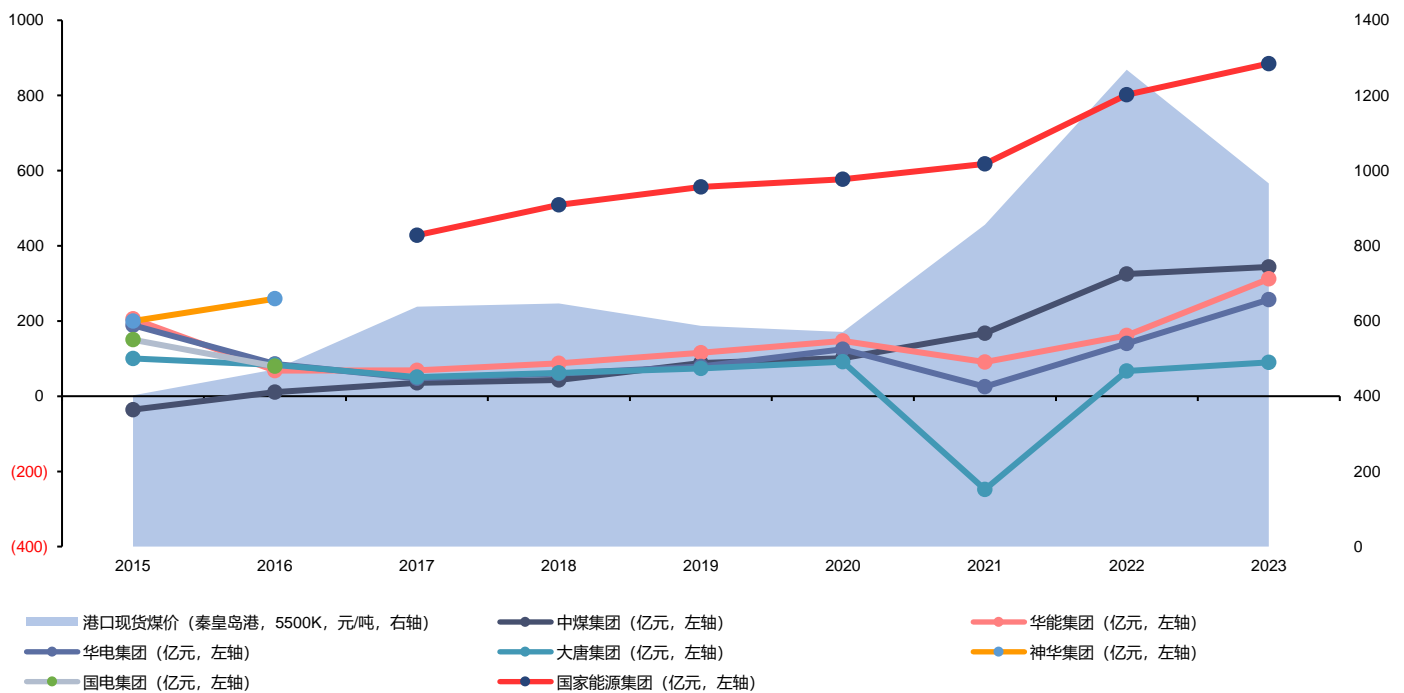
无论是煤炭公司还是火电公司，煤价波动对其收入/成本均有较大影响，煤炭销售和电力燃料采购均存在风险暴露敞口。煤电联营通过煤和电产业链相接，有望同时避免前述两个风险暴露敞口，熨平煤炭销售价格和电力燃料采购价格波动，保障煤炭/火电公司的业绩相对稳健。从而有望在二级市场上获得估值抬升。

## 二、煤电一体化类型和模式对比

### 2.1 煤电一体化模式复盘：合并重组、收购参股、投资新建

**合并重组：**在国家政策的推动下，我国部分大型煤炭企业、电力企业开展了多种方式的煤电联营。2017年的国电集团与神华集团合并重组为国家能源投资集团是最为典型的煤电联营范例。从主营业务来看，神华集团与国电集团各自侧重于煤炭开采与销售业务和电力生产与销售业务，具有较强的互补性。国电集团与神华集团的合营开启国内煤炭电力行业重组先河，成为全球规模最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司。

图 13：2015-2023 年主要煤炭电力央企集团净利润情况与秦港煤价对比

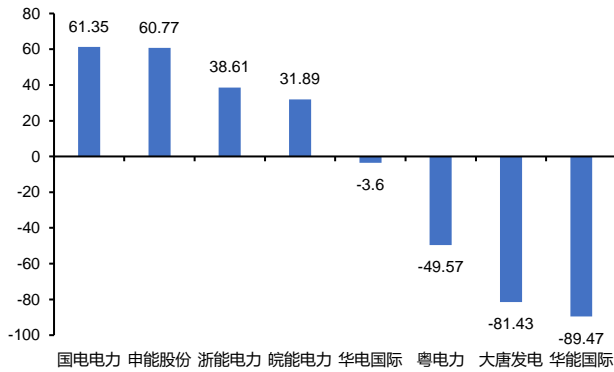


资料来源：IFinD，信达证券研发中心

除集团层面合并重组外，国电与神华集团下属的核心上市公司国电电力和中国神华同样于2018年以各自的火电资产共同组建合资公司。新组建的北京国电电力有限公司同时拥有国电电力33.16GW的装机和中国神华的33.13GW装机（截止2018年在运），并由国电电力持股57.47%控股经营，实现国家能源集团“将国电电力作为国家能源集团常规能源发电业务整合平台，逐步将常规能源发电业务资产注入国电电力”的承诺。国电电力和中国神华的上市公司合并重组有效解决两家公司在相关区域发电业务的同业竞争，同时实现煤炭煤电方面的优势互补和资源共享，进一步增强集团发电业务规模和核心竞争力。在煤价大幅

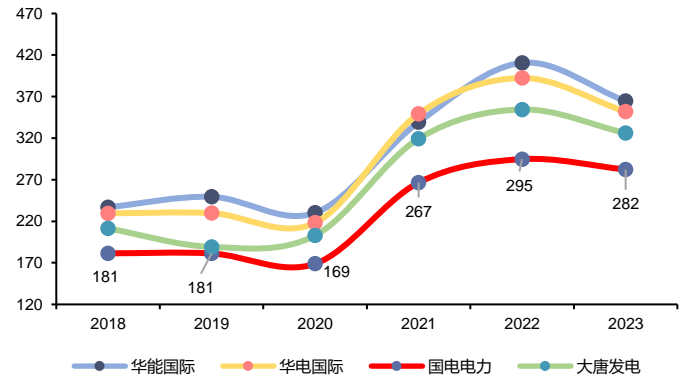
上行的 2021-2022 年，依靠集团内部的长协煤高比例调配供给，国电电力燃料供应得以充分稳定。2021-2023 年，国电电力分别实现长协煤占采购原煤比例 92%、97%、94%，分别实现入炉标煤单价 900.42 元/吨、978.78 元/吨、934.96 元/吨，在主要火电公司中实现三年火电归母净利合计 61.35 亿元，远超行业平均水平。

图 14: 2021-2023 年主要火电上市公司归母净利合计情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 主要火电央企公司火电度电燃料成本对比 (元/兆瓦时)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

**收购参股:** 煤炭与煤电的联营更多以收购转让和投资参股的形式出现。电企收购参股煤炭资源方面，由于 2008 年煤价出现大幅上涨，部分电力企业出现不同程度的亏损。自 2009 年开始，以五大发电集团为主的火电企业开始积极主动收购煤矿股权，其目的就是打通企业上下游能源供应链条，以期平抑主营火电业务风险。

表 3: 主要发电集团收购或参股煤炭公司案例

发电集团	时间	收购煤矿	具体情况
华能集团	2008	华亭煤业正宁南煤田南区	华能集团收购华亭煤业 40% 的股份
	2010	白龙山煤矿、雨汪煤矿	2010 年 1 月，华能集团下属核心上市公司华能国际收购云南滇东能源和滇东雨汪能源等 9 项资产，其中包含滇东能源 4 × 60 万千瓦煤电机组，白龙山煤矿 800 万吨/年；以及雨汪能源 2 × 60 万千瓦煤电机组和雨汪煤矿 300 万吨/年。
	2010	东山煤矿	华能集团以控股方式整合太原东山煤矿有限公司
华电集团	2009	兴边矿业	华电集团下属上市公司华电能源拟用自有资金出资 4.79 亿元收购黑河市兴边矿业有限公司 70% 股权。
	2009	银星煤业	华电集团下属上市公司华电国际拟用斥资 6 亿元，收购宁夏银星煤业公司 45% 的股权，银星煤业公司负责银星一井、银星二井的开发建设。
	2009	福成矿业、长城煤矿	华电集团下属上市公司华电国际以 4.98 亿元收购内蒙古福城矿业的 35% 股权，1.8 亿元收购内蒙古鄂托克前旗长城煤矿的 25% 股权。
	2010	芒哈图煤矿	华电集团下属上市公司华电国际以 2.68 亿元人民币，收购正泰商贸的 20% 股权，正泰持有芒哈图煤矿探矿权。
	2010	黑梁煤矿	华电集团下属上市公司华电国际以 5.70 亿元人民币，收购宁夏昆泰矿业开发有限公司的 35% 股权，其持有黑梁井田探矿权。
	2010	沙章图煤矿	华电集团下属上市公司华电国际与新矿集团签署股权收购协议，将以 9.39 亿元收购蒙西上海庙矿区西区沙章图煤矿 35% 股权。
	2010	晋能二铺煤矿、安太堡煤矿	华电集团下属上市公司华电国际旗下全资附属公司茂华公司分别与晋能公司、安太堡公司签订产权转让协议和资产转让协议，分别以总代价 5.265 亿元和 1.78 亿元收购晋能二铺煤矿和安太堡煤矿的合法采矿权及其他相关资产。
	2010	白芦煤矿、西家寨煤矿及一半岭煤矿	华电集团下属上市公司华电国际全资子公司茂华能源公司斥资 15.89 亿元，收购山西朔州白芦煤矿、西家寨煤矿及一半岭煤矿。
2011	燕家塔露天煤矿	华电集团下属上市公司华电国际收购内蒙古浩源煤炭有限责任公司合计 85% 的股权。收购完成后，公司将成为浩源公司旗下燕家塔露天煤矿的控股股东。	



大唐集团	2007	长滩煤矿	大唐集团下属上市公司大唐发电收购内蒙古汇能大唐长滩煤炭有限责任公司 40% 的股权，转让价为人民币 10.2 亿元。
	2007	五间房东部矿区	大唐集团下属上市公司大唐发电出资控股 51% 建设内蒙古自治区锡林郭勒盟五间房煤田的东部矿区。
国电集团	2007	平庄煤业	国电集团收购内蒙古平庄煤业（集团）有限责任公司 51% 股权及相关权益，成为平煤集团大股东。
	2009	安兴煤业、兴华煤业	国电集团控股子公司长源电力收购河南禹州安兴、兴华两个煤业有限公司。

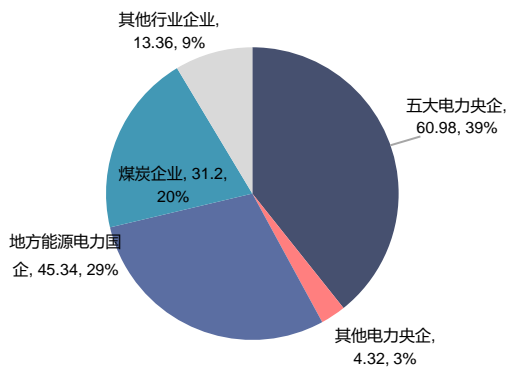
资料来源：国资委，每经网，新浪财经，第一财经，中国新闻网，经济参考报，北极星电力新闻网，北极星火力发电网，信达证券研发中心

煤企收购参股电厂的风潮主要集中在“十三五”至“十四五”前期。2021-2022 年全国性的缺煤缺电情况频发，煤价再次出现大幅上涨叠加多地出现拉闸限电事件。虽然国家开始能源电力政策转向，在努力实现煤炭增产保供的同时放开新建煤电项目审批，但由于电价上涨幅度不及煤价上涨幅度，收入端增长仍无法覆盖成本端波动，电力企业投资新建煤电项目的积极性不及预期，挂牌转让煤电项目的电厂逐步增多。自 2021 年四季度开始，以五大发电集团为主的发电企业开始资产转让。而以中煤、神华为主的煤炭企业集团开始大举收购电厂或参股电力公司。

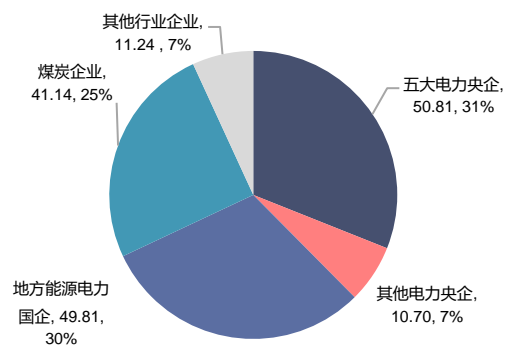
表 4：主要煤炭集团收购或参股电力公司案例

煤炭集团	时间	收购电厂	具体情况
神华集团	2022	锦界电厂	中国神华能源股份有限公司以挂牌底价人民币 99.65 亿元竞得国能锦界能源有限责任公司 30% 股权。交易完成后，中华神华对锦界能源的持股比例由 70% 增至 100%，锦界能源将成为中国神华的全资子公司。
	2019	国投宣城、国投伊犁、靖远二电、淮北国安、张掖发电	中煤集团通过进场交易方式以 18.09 亿元受让国投电力控股股份有限公司所持有的国投宣城发电有限责任公司 51% 股权、靖远第二发电有限公司 51.22% 股权、国投伊犁能源开发有限公司 60% 股权、甘肃电投张掖发电有限责任公司 45% 股权、淮北国安电力有限公司 35% 股权。
中煤集团	2019	新疆生产建设兵团红星发电有限公司	中煤集团通过协议方式收购新疆生产建设兵团投资有限责任公司、新疆生产建设兵团第十三师新兴能源有限公司所持新疆生产建设兵团红星发电有限公司 28.5%、22.5% 股权。
	2022	河南姚孟电厂、湖北大别山电厂	中煤电力有限公司与中国电力完成煤电项目专业化整合签约，以 12.6 亿元人民币的价格收购新源融合（北京）电力公司 60% 股权，将河南姚孟电厂、湖北大别山电厂并入中煤电力有限公司。
	2023	安徽滁州电厂	中煤集团旗下上市公司新集能源对大唐凤阳小岗村能源有限责任公司进行增资，以 3.02 亿元的价格认缴全部新增注册资本 3.00 亿，以开发建设安徽滁州电厂 2x660MW 级超超临界燃煤发电机组工程项目。
山东能源集团	2015	菏泽煤电	临矿集团以 12.12 亿元收购了鲁能集团旗下都城伟业集团持有的菏泽煤电 83.59% 的股权，成为其第一大股东。
	2020	祥光发电热电联产项目	山东能源集团旗下的电力销售公司，与山东祥光集团公司、哈尔滨电气股份公司，举行股权收购协议“云上签约”仪式。根据协议约定，山东能源电力销售公司收购山东祥光集团公司旗下的聊城祥光发电公司 51% 股权，主导建设位于聊城市阳谷县的 2x66 万千瓦热电联产项目。
陕煤集团	2015	湖北能源	陕煤集团以 10.6 亿元的作价，认购湖北能源股票，成为参股股东。
	2022	信阳、信阳华豫、略阳、运城、石门电厂	大唐集团与陕煤集团签署协议，决定将大唐运城发电公司、大唐石门发电公司、大唐信阳发电公司、大唐信阳华豫发电公司与大唐略阳发电公司 5 家企业的经营管理权陆续移交至陕煤集团。
同煤集团	2011	漳泽电力	漳泽电力拟以 5.56 元/股的价格，向大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）及其全资子公司临汾宏大共发行 6.23 亿股。发行完成后，同煤集团将一举持有公司 31.99% 股权，成为控股股东。
贵州盘江集团	2018	广投黔桂公司	通过引入非公资本参与完成了广投黔桂投资有限公司 100% 的股权公开收购，获得 132

**投资新建：**由于自“十三五”以来，煤电项目的审批核准权限已经下放至省级或地方政府，但煤矿项目的审批核准权限仍在国家发改委能源局。因此，煤电项目的获取核准相对来说更为容易。2021-2022 年全国多地拉闸限电后国家放开煤电项目审批，提出“三个八千万”的煤电项目新增开工投产目标。其中，煤炭企业跨界投资新建煤电的积极性较为可观。据不完全统计，2022-2023 年新增火电项目核准体量达到 155.2GW，新增火电开工体量达到 163.7GW，“三个八千万”的目标基本完成。其中，煤炭企业新增核准火电项目 31.20GW，新增开工火电项目 41.14GW，分别占比达到 20.10%和 25.13%。

**图 16：2022-2023 年火电项目新增核准情况（GW）**


资料来源：各地政府，北极星火力发电网，信达证券研发中心整理

**图 17：2022-2023 年火电项目新增开工情况（GW）**


资料来源：各地政府，北极星火力发电网，信达证券研发中心整理

## 2.2 上市公司一体化模式分类及对比

### 2.2.1、单一业务转向煤电联营：巩固煤电联营商业模式

通常来说，煤电一体公司多以单纯的煤炭或煤电业务起步，在主营业务发展到一定阶段时由单一业务转向煤电业务协同发展，即所谓“煤转电”或“电转煤”模式。此类公司由于先前已有单一煤炭或电力业务，“跨界”发展煤电一体各具业务优势，且有望同时受益于盈利增长和估值提升，股价弹性空间较大。

#### 1) 新集能源：以煤起步，大规模发展煤电

新集能源地处安徽省，是安徽四大煤企之一，目前核定煤炭产能 2350 万吨位列省内第三，资源储量占安徽省四大煤企总资源量的 40%。截至 2023 年 6 月末，公司矿权内资源储量 62.39 亿吨，现有矿权向深部延伸资源储量 26.51 亿吨，共计 88.90 亿吨，储量优势较大。同时，新集能源在建及规划煤电装机容量达 596 万千瓦，分布于安徽、江西等地。在运煤矿和电厂包括新集一矿、新集二矿、刘庄煤矿、口孜东矿、板集煤矿共计 2350 万吨核准产能，以及利辛板集电厂一期 2×100 万千瓦煤电机组。在建电厂中，利辛板集电厂二期预计投产时间为 2024 年 10 月；上饶、滁州和六安电厂预计投产时间为 2026 年上半年。且若考虑在建电厂建成后均由公司煤矿继续供煤，公司自供煤体量将有望与其商品煤产量基本匹配。因此，2026 年新集能源将完成由煤炭公司向煤电一体化公司的转型。

**表 5: 新集能源煤矿储量、产能和服务年限等情况**

序号	煤矿	状态	煤种	权益比例	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	服务年限 (年)
1	新集一矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	4.4	1.4	180	60
2	新集二矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	4.1	1.7	270	48
3	刘庄煤矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	14.2	6.1	1100	43
4	口孜东矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	7.4	3.6	500	55
5	板集煤矿	在产	气煤、1/3 焦煤	100%	5.2	2.0	300	51
	<b>在产合计</b>				<b>35.3</b>	<b>14.8</b>	<b>2350</b>	<b>48</b>
6	杨村煤矿	推进复建中	气煤、1/3 焦煤	100%	8.8	3.8	500	58
	<b>合计</b>				<b>44.1</b>	<b>18.6</b>	<b>2850</b>	<b>50</b>

资料来源: 新集能源公司公告, 新集能源公司官网, 信达证券研发中心整理。注: (1) 服务年限测算: 储量备用系数取 1.3, 以可采储量口径测算; (2) 考虑探矿权和现有矿权向深部延伸的情况下, 公司煤炭资源储量达 88.9 亿吨。

**表 6: 新集能源电厂耗煤情况预估**

电厂项目	预计投产时间	装机容量 (万千瓦)	利用小时数 (h)	发电量 (亿千瓦时)	耗煤量 (万吨, 4200K)
利辛板集电厂一期	在运	200	4600	92.00	407.87
利辛板集电厂二期	2024.10	132	4600	60.72	269.19
滁州电厂	2026 年上半年	132	4600	60.72	269.19
上饶电厂	2025 年底	200	4600	92.00	326.29
六安电厂	2026 年上半年	132	4600	60.72	269.19
宣城电厂一期 (参股)	在运	66	4600	30.36	134.60
宣城电厂二期 (参股)	在运	63	4600	28.98	128.48
<b>总和</b>		<b>925</b>		<b>425.50</b>	<b>1804.81</b>

资料来源: 新集能源公司交流, 信达证券研发中心

## 2) 中国神华: 煤炭发电业务规模可观, 自供煤价格优势突出

中国神华原控股股东为神华集团, 2017 年后股东变更为神华集团与国电集团合并的国家能源集团。在股东支持下, 公司积极整合集团的煤炭、电力、交运等领域的优质资产, 逐步成长为国内煤炭行业龙头公司。截止 2023 年, 公司国内共拥有五大矿区, 2023 年实现商品煤产量 3.24 亿吨。发电业务方面, 公司发电装机以煤电机组为主, 截止 2023 年拥有煤电装机 4316 万千瓦, 气电装机 95 万千瓦, 水电装机 12.5 万千瓦, 光伏装机 39.5 万千瓦。公司发电业务用煤 78% 由自有煤炭业务供给, 2023 年公司煤炭对内煤炭销售量达 7460 万吨, 占煤炭总销量的 16.6%。且对内煤炭销售均价 525 元/吨 (不含税), 相较于市场煤价和对外销售均价 598 元/吨均具有明显价格优势。

**表 7: 中国神华煤矿产能和 2023 年产量情况**

煤矿名称	产能 (万吨)	产量 (万吨)
神东矿区	18720	19050
包头矿区	210	180
准格尔矿区	7700	7290
宝日希勒矿区	3500	3100
胜利矿区	2800	2830
<b>合计</b>	<b>32930</b>	<b>32450</b>

资料来源: 中国神华公司年报, 环境生态部, 中国政府网, 内蒙古新闻网, 澎湃新闻, 国家矿山安全监察局, 中国煤炭经济网, 国际煤炭网, 国家能源局, 凤凰网财经, 准格尔旗政府网, 人民网, 信达证券研发中心整理。注: 产能不含 2024 年 2 月核准的新街矿区。

**表 8: 中国神华电力板块业务情况**

电厂/发电类型	装机容量	总售电量	平均利用小时	售电标准煤耗	售电电价
	万千瓦	亿千瓦时	小时	克/千瓦时	元/兆瓦时
准能电力	66	34.8	5863	341	327
神东电力	501.4	249.4	5378	316	379
胜利能源	132	54.6	4488	327	314
沧东电力	252	112.3	4685	295	399
定州电力	252	113.4	4854	305	397
台山电力	0.512	270.9	5581	303	463
惠州热电	66	39.8	6631	297	438
清远电力	200	10.7	5726	268	412
福建能源	481	254.6	5532	292	431
锦界能源	372	193.3	5611	309	317
寿光电力	202	100.0	5213	277	418
九江电力	200	107.9	5656	276	436
孟津电力	120	41.1	3688	302	413
四川能源	260	135.2	5489	294	432
柳州电力	70	32.8	4944	314	454
北海电力	200	87.1	4577	298	436
永州电力	200	83.8	4405	283	477
岳阳电力	200	16.0	4550	284	470
南苏 EMM	30	12.4	4775	366	498
<b>燃煤电厂合计/加权平均</b>	<b>4316.4</b>	<b>1950.1</b>	<b>5221</b>	<b>300</b>	<b>412</b>
<b>其他发电业务</b>					
燃气发电	95	38.5	4152	194	555
水电	12.5	6.4	5228	/	227
光伏发电	39.5	2.5	905	/	318

资料来源：中国神华公司年报，信达证券研发中心

### 3) 陕西能源：陕西地方国企，煤矿电厂产能有望逐步释放

陕西能源为陕西省国资委控股公司，是省内煤电一体化领军企业，公司在运煤电机组 918 万千瓦，在产煤矿产能 2400 万吨。综合来看，公司电厂用煤自供比例较高，煤电一体优势凸显。此外，2024 年一季度公司园子沟煤矿东翼（200 万吨）转入正式运行，赵石畔煤矿（600 万吨）建设如期推进。2023 年在建电厂清水川能源电厂三期 2×100 万千瓦机组和陕投延安热电一期 2×2.5 万千瓦项目均实现首台机组并网。规划项目方面，陕投延安热电二期（2×35 万千瓦）项目、陕投商洛电厂二期（2×66 万千瓦）项目、陕投赵石畔电厂二期（2×100 万千瓦）项目取得核准；丈八矿井（400 万吨/年）及选煤厂项目核准手续加快推进。煤炭销售方面，2023 年公司原煤生产量达 2328.94 万吨，其中商品煤外销 574.39 万吨，理论自用煤炭比例达约 75%，煤电一体化程度较高。

**表 9: 陕西能源煤矿及电厂情况**

在运煤矿名称	产能（万吨）	2023 年产量合计（万吨）
凉水井煤矿	800	
园子沟煤矿	800	
冯家塔煤矿	800	

合计	2400	2328.94
在建煤矿名称	核定产能(万吨)	目前状态
赵石畔煤矿	600	在建, 预计 2025 年投产
合计	600	
在运电厂情况	装机容量(万千瓦)	2023 年发电量(万千瓦)
清水川电厂一期、二期(坑口)	260	
赵石畔电厂(坑口)	200	
商洛发电	132	
渭河发电	124	
麟北发电	70	
吉木萨尔发电	132	
合计	918	443
在建及核准电厂	装机容量(万千瓦)	目前状态
清水川电厂三期	200	在建, 预计 2024 年投产
延安热电一期	5	在建
商洛电厂二期	132	在建, 预计 2026 年投产
延安热电二期	70	在建, 预计 2026 年投产
赵石畔电厂二期	200	取得核准
合计	607	

资料来源: 陕西能源公司公告, 信达证券研发中心整理。

#### 4) 内蒙华电: 内蒙区域电力龙头, 火绿业务协同发展

内蒙华电是内蒙古自治区首家上市公司, 其实际控制人为华能集团, 主要负责运营华能集团在蒙西地区的发电及煤炭资产, 是内蒙区域电力上市公司龙头企业。截至 2023 年末, 公司在运煤电装机 1140 万千瓦, 在运风电装机 137.62 万千瓦, 在运光伏装机 45 万千瓦。同时, 公司还拥有在运煤矿魏家峁煤矿, 其核定产能在 2022 年和 2023 年历经两次核增, 由 800 万吨/年提高至 1500 万吨/年。由于魏家峁煤矿商品煤产量热值较高, 其部分商品煤外销, 部分商品煤留作自用。2023 年魏家峁煤矿煤炭产量 1326.17 万吨, 其中电厂供应煤炭 701.85 万吨, 外销量 622.81 万吨。按照魏家峁煤矿商品煤 2023 年产量 1326.17 万吨、平均热值 5500K、内蒙华电火电 2023 年发电量 572.48 亿千瓦时、机组平均度电煤耗 300g/千瓦时计, 内蒙华电整体燃料自给率约为 55% 左右。

表 10: 内蒙华电电厂情况

地区	在运电厂情况	电源种类	装机容量(万千瓦)	23 年发电量(亿千瓦时)	23 年上网电量(亿千瓦时)
蒙东	乌力吉木仁风电场	风电	4.95	0.67	0.66
	额尔格图风电场	风电	4.95	1	0.99
蒙西	白云风电场	风电	5.84	0.68	0.66
	乌海发电厂	火电	66	37.09	34.49
	北方龙源风电	风电	70.28	15.4	15.1
	北方龙源风电	光伏	2	0.36	0.35
	丰电能源	火电	80	48.14	43.01
	丰泰发电	火电	40	21.85	19.54
	京达发电	火电	66	39.51	36.91
	聚达发电	火电	120	64.19	58.96
	蒙达发电	火电	132	71.37	65.8
	察尔湖海润生态光伏发电	光伏	5	0.8	0.77



	和林发电	火电	132	74.14	70.86
	聚达新能源	光伏	38	1.18	1.16
	上都发电	火电	240	99.37	90.04
华北	上都第二发电	火电	132	50.71	46.54
	魏家峁煤电	火电	132	66.12	62.62
	内乌达莱新能源	风电	47.5	14.57	14.25
	<b>合计</b>		<b>1332.62</b>	<b>607.15</b>	<b>562.71</b>

资料来源：内蒙华电公司年报，同花顺，北极星火力发电网，华能集团电力商务平台，信达证券研发中心整理。

### 5) 苏能股份：华东煤电一体化的次新股，增量装机体量可观

苏能股份在 2014 年由徐矿集团及全资子公司以所属煤电相关资产共同出资设立。经过连续资产注入，公司形成了“煤炭+煤电+新能源发电”的主体业务格局，并于 2023 年实现 IPO 上市。公司的主营业务板块包括煤炭板块、电力板块、煤矿托管和贸易板块四部分。其中，煤炭板块下属生产矿井 6 对，分布在江苏、陕甘、新疆等地，核定产能 1830 万吨，产品以动力煤为主。电力板块下属在运火电厂 4 个，装机容量供给 2.7GW，分布在江苏、新疆等地；下属在运光伏装机 8 万千瓦。公司在建及规划火电绿电体量可观。其中，在建火电 3.32GW；同时公司“十四五”新能源装机规划 2.2GW，增量装机体量可观。

表 11：苏能股份煤矿及电厂情况

在运煤矿名称	位置	权益比例	产能（万吨）
张双楼煤矿	江苏徐州	100%	180
郭家河煤业	陕西宝鸡	60%	500
新安煤业	甘肃平凉	100%	150
百贯沟煤业	甘肃平凉	100%	60
天山矿业	新疆库车	100%	850
夏阔坦矿业	新疆阿克苏	70%	90
<b>合计</b>			<b>1830</b>
在运火电厂情况	位置	权益比例	装机容量（万千瓦）
沿海发电	江苏盐城	70%	100
徐矿发电	江苏徐州	65%	60
华美热电	江苏徐州	100%	70
阿克苏热电	新疆阿克苏	100%	40
<b>合计</b>			<b>270</b>
在建及核准火电	装机容量（万千瓦）	目前状态	
苏能锡电	200	在建，预计 2025 年投产	
苏能白音华	132	在建，预计 2026 年投产	
<b>合计</b>	<b>332</b>		

资料来源：苏能股份公司年报及公告，信达证券研发中心整理。

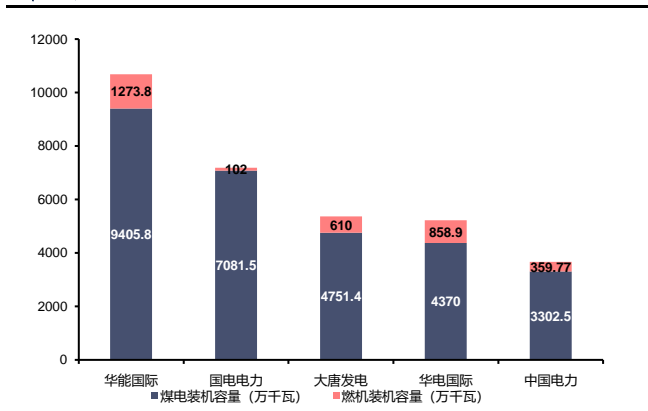
### 2.2.2、上市公司与集团公司协同联营

此外，部分煤电一体公司本身并未控股煤矿权益，但由于其控股股东集团拥有煤矿权益及产量，公司可以通过集团协调或安排优先获得足量长协煤，同样可以实现燃料成本端稳定可控。此类公司由于发展单一电力业务，不存在“跨界”发展煤电一体，因而估值较为稳定；但其依然同时受益于市场逐步发掘认知煤电一体的盈利稳定性的过程，实现估值的进一步提升。

## 1) 国电电力：国内火电行业龙头，背靠集团煤炭供应优势实现煤电一体

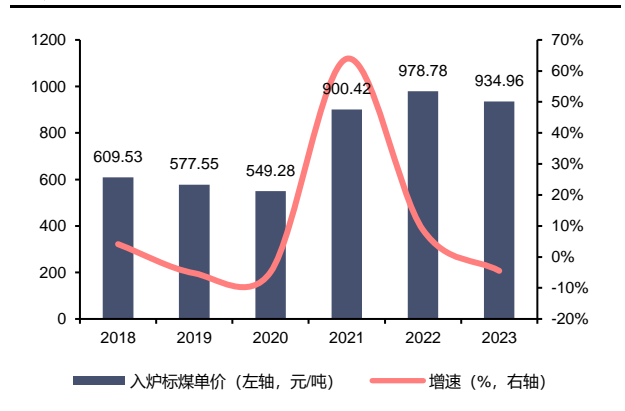
国电电力自 2010 年即被股东（国电集团、国家能源集团）确定为常规能源整合平台，分别在 2010 年、2013 年、2016 年得到国电集团的火电资产注入。2019 年在国电集团和神华集团合并为国家能源集团后，国电电力与中国神华共同组建北京国电电力公司，并由国电电力控股。经过长期资产注入及自身发展，国电电力已经成为国内火电上市公司龙头，截至 2023 年末，公司煤电装机达到 7177.40 万千瓦，气电装机 102 万千瓦，水电装机 1495.06 万千瓦，风电装机 929.33 万千瓦，光伏装机 854.18 万千瓦，形成以煤电为主，水风光协同发展的格局。公司背靠集团煤炭供应优势，长协煤比例长期维持 90% 以上。公司虽自有部分煤炭业务，但主要煤炭板块资产察哈素煤矿已于 2023 年年中临时停产，2024 年公司发布公告宣布将察哈素煤矿出售给集团下属子公司。

图 18：五大电力央企火电装机容量（截至 2023 年底，万千瓦）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 19：2018-2023 年国电电力入炉标煤单价情况（元/吨）



资料来源：国电电力公司公告，信达证券研发中心

## 2) 淮河能源：安徽区域地方煤炭企业电力核心上市公司，集团长协煤供应有保障

淮河能源是淮南矿业集团控股的上市公司，由原芜湖港务管理局发起组建。2016 年公司完成重大资产重组后，集团所属部分煤炭和电力资产注入上市公司，形成公司“能源+物流”的双线发展态势。公司现有主要业务包括铁路运输、煤炭贸易和电力业务，其中铁路运输和煤炭贸易均背靠集团煤炭资源开展，业务营收和毛利相对稳定。公司电力板块业务为其目前重点发展方向，控股在运电厂包括潘三电厂、顾桥电厂、田集电厂一期、潘集电厂二期等电厂。其中田集电厂一期为煤电一体项目，配套丁集煤矿为田集电厂一期与二期（公司参股）供应动力煤，其余电厂由集团煤矿供应燃料，长协覆盖率维持较高水平。成长方面，公司近期新增装机（潘集电厂）及规划装机均有意通过集团投资建设后资产注入上市公司的途径完成，目前规划电厂包括潘集电厂二期、谢桥电厂及洛河电厂等。如上述电厂均可如期完工并顺利实现资产注入，公司控股装机有望实现翻倍增长。

表 12：淮河能源控股煤矿及电厂情况

在运电厂情况	装机容量 (万千瓦)	2023 年发电量 (万千瓦)
潘三电厂	27	
顾桥电厂	66	
田集电厂一期	126	
潘集电厂一期	132	

合计	351	157.92
在运煤矿	核定产能 (万吨)	
丁集煤矿	600	
在建及规划电厂		目前状态
潘集电厂二期	132	集团在建, 预计 2025 年中投产后注入公司
谢桥电厂	132	集团在建, 预计 2025 年中投产后注入公司
洛河电厂四期	200	核准 (集团层面)
合计	464	

资料来源: 淮河能源公司公告, 北极星火力发电网, 澎湃新闻, 安徽省国资委, 信达证券研发中心

### 2.2.3、通过投资参股深化煤电一体程度

另外, 也有部分公司主营业务并非煤电一体模式, 而主要投资参股长协煤比例高、来源稳定有保障的煤电一体资产。此类公司的投资收益部分将受益于煤电一体的盈利稳定性, 在煤价波动剧烈时为公司主营业务亏损托底, 助力稳定公司整体收益。

#### 1) 皖能电力: 安徽区域地方电力龙头, 重点投资省内煤电一体资产

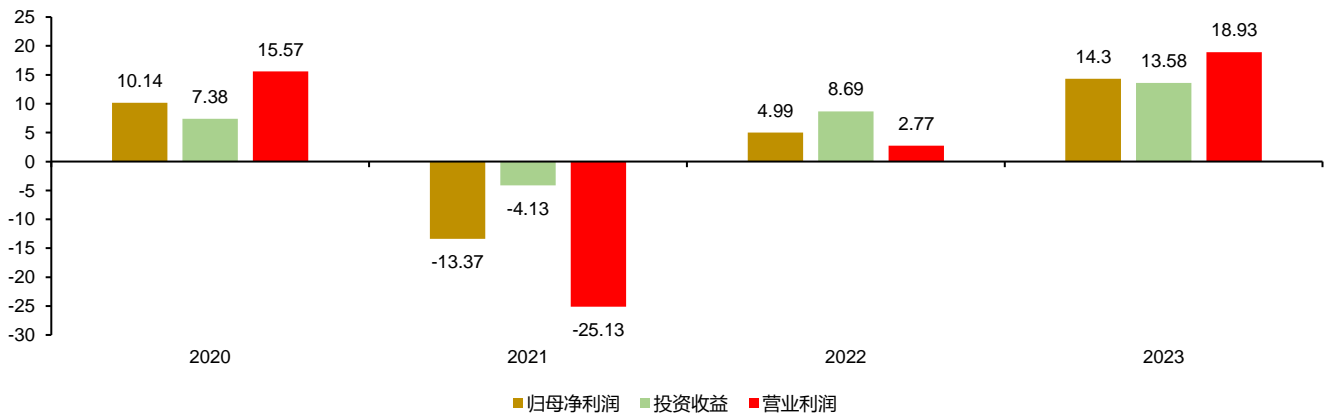
皖能电力是安徽省能源集团旗下核心电力业务整合平台, 实控人为安徽省国资委。作为省内电力行业龙头, 截止 2024 年 4 月公司控股在运火电装机容量 1175 万千瓦。公司控股火电部分受煤价波动影响较大, 整体长协煤覆盖率在 70%~80%之间, 因而在 2021-2022 年煤价高涨时段主营业务亏损严重。但由于公司主要参股公司国能神皖能源和中煤新集等煤电一体电厂, 投资收益部分受煤价波动影响较小。公司依靠参股部分投资收益, 在 2022 年核心利润亏损情况下营业利润依旧实现扭亏为盈。

表 13: 皖能电力参控股火电装机情况 (截止至 2024 年 4 月)

在运控股火电	装机容量 (万千瓦)	控股权益比例	在运参股火电	装机容量 (万千瓦)	参股权益比例
皖能合肥	126	51%	国能神皖能源	1046	44.1%
皖能马鞍山	132	51%	中煤新集板集一期	200	45%
皖能铜陵	237	51%	中能申皖平山	132	24.5%
临涣中利	64	51%	山西潞光	132	35%
淮北国安	64	40%	淮北涣城	60	49%
阜阳华润一期	128	56.36%			
阜阳华润二期	132	56.36%			
钱营孜一期	70	50%			
皖能合肥天然气调峰电厂	90	100%			
新疆江布电厂	132	53%			
<b>合计</b>	<b>1175</b>		<b>参股权益装机合计</b>	<b>659.23</b>	
在建控股火电			在建参股火电		
新疆英格玛电厂	132	70%	国能神皖池州二期	132	49%
钱营孜二期	100	50%	中煤新集板集二期	132	45%
			中煤六安电厂	132	45%
			国能安庆三期	200	20%
			淮北国安二期	132	20%
<b>合计</b>	<b>322</b>		<b>参股权益装机合计</b>	<b>249.88</b>	

资料来源: 皖能电力公司公告, 北极星火力发电网, 淮北矿业官网, 信达证券研发中心

图 20: 2020-2023 年皖能电力归母净利润与投资收益对比情况 (亿元)



资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

### 2.2.4 其他公司：立足原有业务，增加部分煤电一体

此外，还有部分公司依托本身主业开展煤电一体业务，为公司带来额外稳定收益。但由于煤电一体业务目前规模尚小，未来业务影响有望提升。

#### 1) 盘江股份：立足焦煤板块，火电绿电增长可期

盘江股份作为西南地区焦煤行业龙头公司，现有产能 2220 万吨/年，其主要外售煤炭种类为炼焦煤。除主营业务外，公司还依托焦煤洗选后的剩余混煤发展煤电一体业务和绿电业务。煤电方面，公司当前主要在建项目包括新光电厂 2×66 万千瓦和普定电厂 2×66 万千瓦，其中新光电厂已于 5 月 22 日实现 2 号锅炉点火。新能源方面，关岭新能源项目一期 105 万千瓦已于 4 月 30 日全容量并网发电。以上项目均有望在 2024 年贡献业绩。且依托洗选后混煤，我们预计新光 and 普定两个电厂可以实现用煤燃料 100% 自给。

#### 2) 电投能源：“煤+电+铝”多板块齐头并进，发展协同性凸显

电投能源是国电投旗下蒙东地区核心能源上市公司。公司原名露天煤业，原先以煤炭开采与销售为主营业务。2019 年收购霍煤鸿骏铝电股权后拥有电解铝板块业务，2021 年考虑公司未来向新能源板块转型的规划，公司名称变更为电投能源。截止 2023 年末，公司煤炭、电力、电解铝板块齐头并进协同发展，分别拥有煤炭产能 4800 万吨、火电装机 3GW，绿电装机 4.5GW，电解铝产能 86 万吨。公司多业务板块发展协同性凸显。由于公司“煤-电-铝”已经形成较为完善的产业链，公司火电板块霍煤鸿骏火电 1.8GW 与霍林河坑口电厂 1.2GW 均实现 100% 燃煤自给，同时公司电解铝板块 86 万吨产能用电完全由霍煤鸿骏 1.8GW 火电机组和 1.05GW 新能源机组满足，实现 100% 用电供给。因而公司实现电解铝板块用电成本仅为 0.34 元/千瓦时（Q1 含税），多板块协同优势凸显。

## 三、煤电一体化公司对比分析

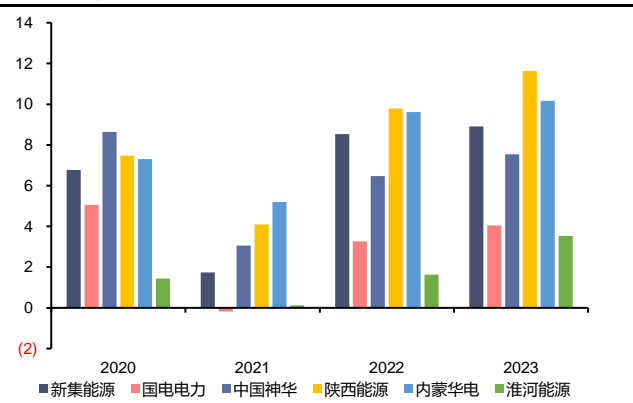
### 3.1 经营层面对比分析

#### 3.1.1 度电盈利能力对比

从度电盈利角度来看，煤电一体公司的静态与动态优势均得以体现：相同电价下，煤电一体公司的度电盈利水平明显高于传统纯火电公司；煤价变动时，煤电一体公司的度电盈利

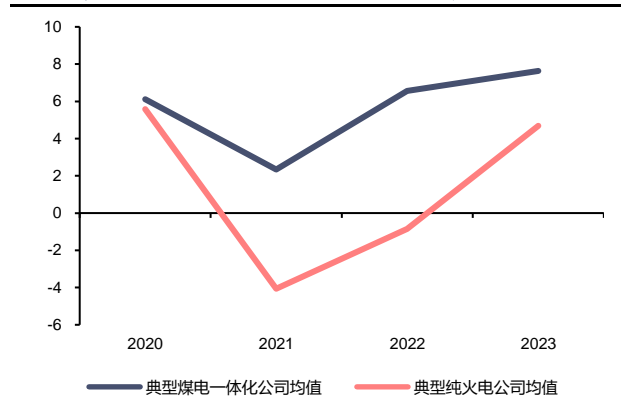
水平相较而言更为稳定。以电价相同的同年时段对比，自有煤炭的煤电一体化公司相较于集团供煤的公司在火电度电毛利层面存在相对优势，同时煤电一体化公司受益于长协煤比例高的优势，对于纯火电公司也存在度电毛利层面的相对优势。以煤价波动剧烈的 2020-2023 年整个期间对比，典型煤电一体化公司的度电毛利水平更为稳定。即便是在煤价突发暴涨的 2021 年，典型煤电一体化公司的火电度电毛利均值也能维持在 2 分左右，相比之下纯火电公司 2021-2022 年火电度电毛利均为负值，直接导致公司火电板块亏损。此外，包括陕西能源在内的部分煤电一体化公司由于将“煤矿配套坑口电厂”的组合营收成本统一计入火电板块，导致其火电度电毛利水平较为突出。

图 21: 典型煤电一体化公司 2020-2023 年火电板块度电毛利 (分/千瓦时)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 典型煤电一体化公司与典型纯火电公司 2020-2023 年火电板块度电毛利均值对比 (分/千瓦时)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心 (注: 典型纯火电公司样本选取华能国际、华电国际、浙能电力、粤电力 A)

### 3.1.2 一体化程度对比

从一体化契合程度来看，若公司的煤矿资产和电厂资产为配套建设，则电厂更倾向于直接使用自有煤炭（以皮带运输连接煤矿和电厂，几乎无运费）；若公司煤矿资产和电厂资产地理距离较远，则电厂更倾向于就近购买煤炭从而节省运费，而自有煤矿则同样选择就近销售。在煤价相同时，此种同时采购和销售煤炭的经营策略不会使得电厂发电成本暴露敞口扩大，反而节约实际用煤运费。因此，部分煤电一体化公司实际自用比例较理论自用比例偏低。通常来看，布局在一省之内，且自身产能“煤大于电”的公司，实际一体化程度较高；布局在全国各地，且自身产能“电大于煤”的公司，实际一体化程度略低。

表 14: 重点公司主要业务类型和一体化方式

类型	单一业务转向煤电联营					与集团公司协同联营		投资参股	其他	
上市公司	新集能源	中国神华	陕西能源	内蒙华电	苏能股份	国电电力	淮河能源	皖能电力	盘江股份	电投能源
主要业务类型	煤炭、火电	煤炭、电力、 交运、煤化工	煤炭、火电	煤炭、火电	煤炭、火电	火电、水电、 新能源、科技	物流、火电	火电	煤炭、火电 (未来有火电和 新能源成长)	煤、电解铝、 火电、绿电
一体化方式	自有煤矿、 建电厂	自有煤矿、 建电厂+参	自建电厂、 自建煤矿	自建电厂、 自有煤矿	自有煤矿、 自建电厂	集团煤炭 长协供应	电厂、集 团煤矿注 入	自建+参 股电厂(高 长协)	自有煤 矿	煤电铝(电 力自用为 主)



	股电厂			(核增)						
火电发电量(亿千瓦时)	103.93	2074	443	572.48	93.64	3729.26	157.92	512.6	-	56.05
用煤量估算(5000K, 万吨)	436.51	8710.8	1860.6	2404.42	393.29	-	15662.89	-	-	235.41
商品煤产量(万吨)	1936.91	32450	2328.94	1326.17	1364.78	-	-	-	1126.94	4654.74
理论一体化程度	100%	100%	100%	60%	100%	94%	100%	-	-	100%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

从远期规划与发展来看, 各煤电一体公司均具有较为可观的电力装机和煤炭产能增量, 即持续获取煤矿和电厂审批核准, 从而尽量充分利用长协煤的价格相对优势。其中较为亮眼的是新集能源、陕西能源、苏能股份和淮河能源。新集能源和陕西能源将有望在2026年左右实现自身煤炭产能与自身电煤需求大致匹配, 基本实现无煤炭外销和电煤外采需求; 而苏能股份和淮河能源受益于集团煤电业务协同支持, 大力发展煤电装机, 实现公司煤电业绩增长。

表 15: 重点公司煤电一体化远期展望

	2023 年		2026 年		三年累计增速		
	煤炭产能(万吨)	火电装机(万千瓦)	煤炭产能(万吨)	火电装机(万千瓦)	煤炭	电力	理论一体化程度
新集能源	2350	200	2350	796	0%	298.00%	100%
中国神华	32930	4316.4	34530	5000	4.86%	15.84%	100%
陕西能源	2200	918	3000	1515	36%	65.03%	100%
内蒙华电	1500	1140	1500	1140	0%	0.00%	62.39%
苏能股份	1830	270	1830	602	0%	122.96%	100%
国电电力	-	7279.4	-	8000	-	9.90%	94%
淮河能源	600	351	600	817	-	132.76%	100%
皖能电力	-	1175	-	1400	-	19.15%	-
盘江股份	2200	0	2200	264	-	-	100%
电投能源	4800	300	4800	300	0%	0.00%	100%

资料来源: 各公司公告, 新浪财经, 信达证券研发中心(注: 假设 2026 年各公司火电发电小时数与 2023 年齐平, 盘江股份, 电投能源分别取 2023 年贵州、内蒙古的火电利用小时数)

## 3.2 财务角度对比分析

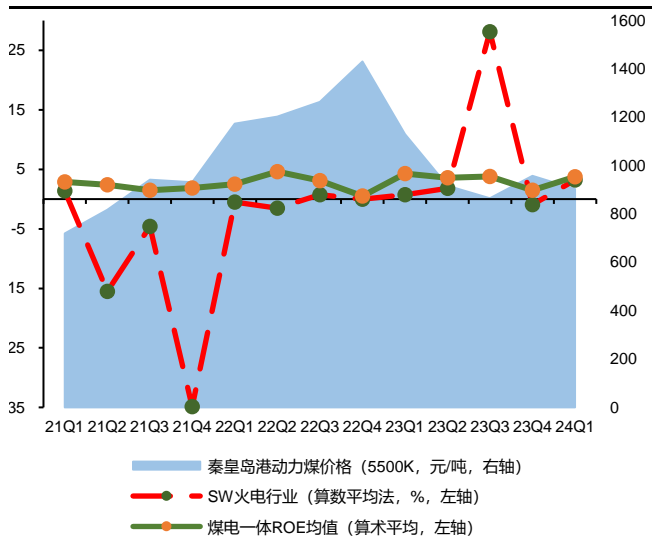
### 3.2.1 公司盈利能力对比: 无惧煤价波动, 盈利稳定性更高

煤电一体化公司盈利稳定性优于纯火电公司。如前所述, 煤炭与煤电在近三年时间内均出现产能短缺情况, 导致煤价高涨但电价上浮有限, 因此火电行业整体盈利水平大幅受挫。从 2021 年至 2024 年 Q1 的经营指标 ROE 与 ROIC 来看, 火电行业整体盈利水平在电价上浮空间有限的情况下均与现货煤价呈强负相关。但煤电一体化公司由于在燃料成本端有相对优势, 盈利水平也可随之稳定。因而在 2021-2022 年煤价大幅上行阶段和 2023 年 Q2~Q3 煤价大幅下行的阶段, 煤电一体化公司均可保持较为平稳的盈利水平。同时, 在煤

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

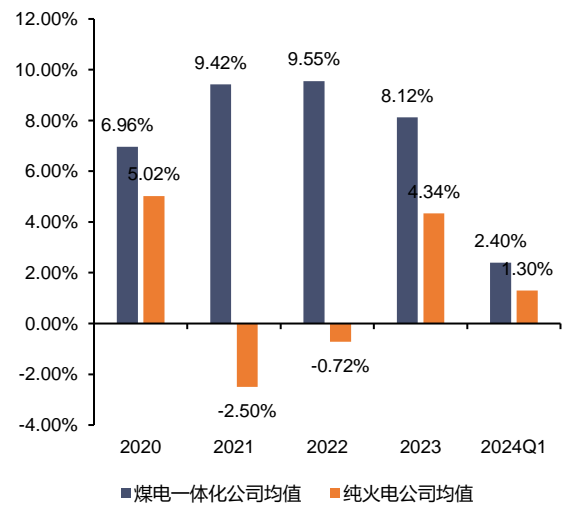
价大幅波动和保持平稳时，煤电一体化公司相对于纯火电公司均有盈利相对优势。

图 23：2021-2024 年 Q1 港口煤价与火电行业 ROE 水平对比



资料来源：IFinD，信达证券研发中心

图 24：典型煤电一体化公司与典型纯火电公司 2020-2024 年 Q1 资本回报率 (ROIC) 对比 (%)



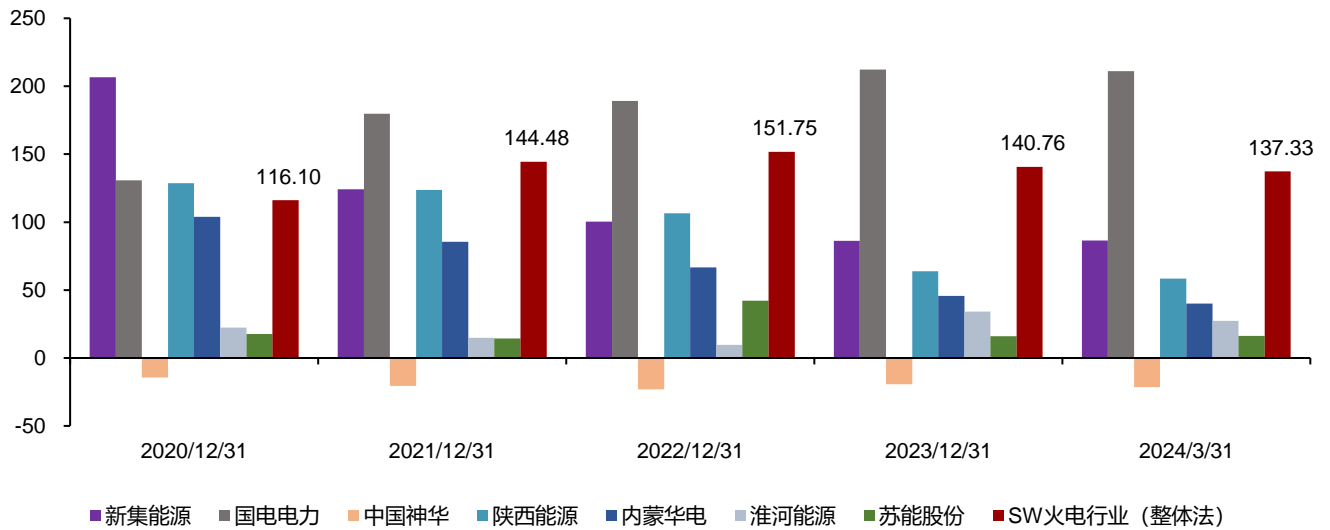
资料来源：IFinD，Wind，信达证券研发中心（注：典型纯火电公司样本选取华能国际、华电国际、浙能电力、粤电力A）

### 3.2.2 负债率与财务扩张空间对比：净负债率偏低，可扩张财务空间较大

成本控制能力出众，多数煤电一体公司的净负债率显著低于火电行业整体净负债率。2021~2022 年期间煤价高涨的同时，大部分为央企和地方国企的火电公司在保供压力下不得不进一步提高资产负债率“借债保供”。但对于煤电一体化公司而言，部分煤炭公司“跨界”发展煤电，其资产负债率水平相较于纯火电公司较低；同时煤价高涨期间由于其燃料成本可控，无需“借债保供”。因此，多数煤电一体公司的净负债率显著低于火电行业整体净负债率。恶化的财务空间导致纯火电公司对于 2022 年开始的煤电项目审批核准放开积极性较低；而资产负债率良好的煤炭企业反而对新建煤电项目存在较大兴趣。

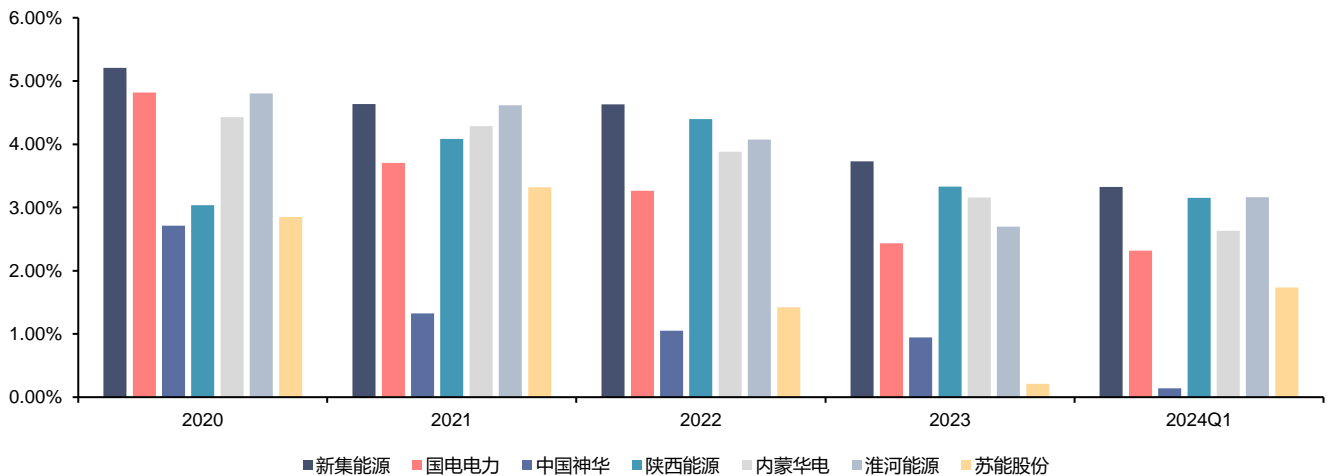
稳定盈利模式支撑，煤电一体公司资产扩表可期。从商业模式的角度看，火电发电与售电业务兼具重资产投资和稳定现金流特性，因而火电公司一般更倾向于加杠杆投资火电机组，从而撑大公司整体资产规模。而由于煤炭电力行业企业基本均为国企公司，实现债券融资的资金成本较低，在资产负债率允许的情况下继续扩张投建煤炭电力项目的动力较强。因此，稳健的盈利模式支撑下，煤电一体公司资产扩表可期。

图 25：2020-2024 年 Q1 主要煤电一体化公司与火电行业净负债率水平对比 (%)



资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

图 26: 2020-2024 年 Q1 主要煤电一体化公司估算利率水平对比

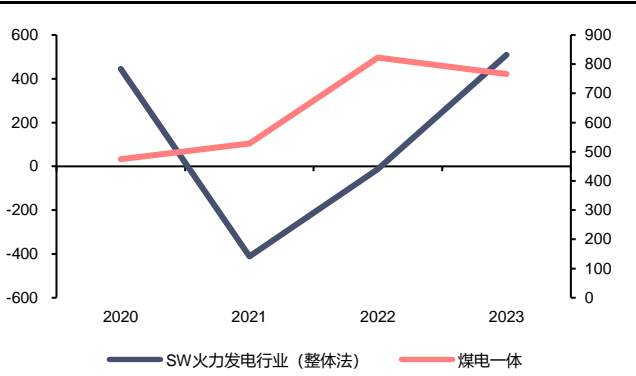


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

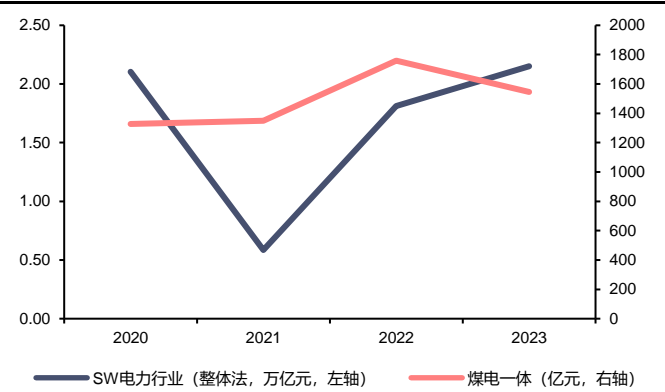
### 3.2.3、现金流与盈利: 经营现金流与净利水平更为稳定, 煤电一体公司分红有保障

从经营性现金流与归母净利润角度看, 如前所述, 煤电一体公司受益于收入端电价较为稳定和成本端燃料成本波动控制优势, 在煤价上涨与下跌期间能够平滑经营性现金流与利润的波动, 无需“借债保供”, 生产经营稳定性得以保证, 进而为其分红提供必要支撑与保障。

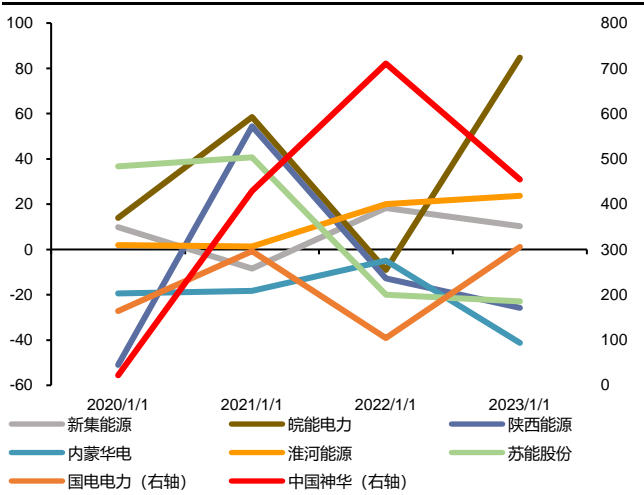
从股权自由现金流和企业自由现金流的角度看, 由于煤电一体经营模式稳定可期及煤炭和电力供需矛盾仍未缓解, 煤电一体公司仍处于主营业务持续投入, 资本开支较高的阶段。当前阶段, 煤电一体公司的股权自由现金流和企业自由现金流的相对优势不明显, 进而导致当期分红尚不可观。然而长远来看, 在高资本开支阶段过后, 煤电一体化公司有望实现高分红。

**图 27: 2020-2023 火电行业与典型煤电一体化公司归母净利润对比 (亿元)**


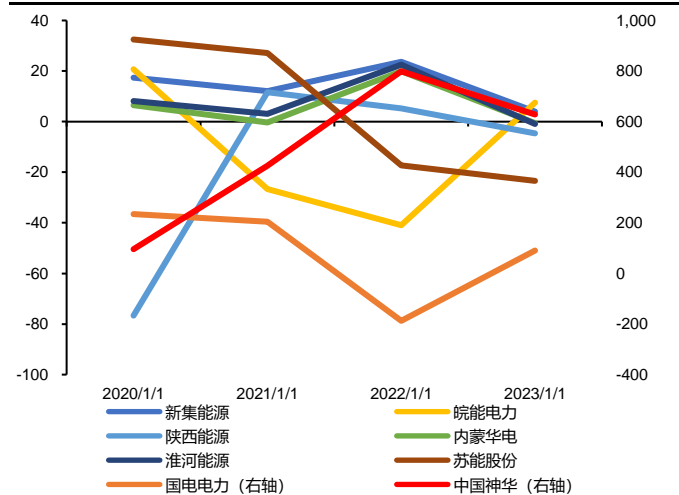
资料来源: IFinD, 信达证券研发中心 (注: 煤电一体包括新集能源、国电电力、中国神华、皖能电力、陕西能源、内蒙华电、淮河能源)

**图 28: 2020-2023 火电行业与典型煤电一体化公司经营性现金流对比**


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心 (注: 煤电一体包括新集能源、国电电力、中国神华、皖能电力、陕西能源、内蒙华电、淮河能源)

**图 29: 2020-2023 典型煤电一体化公司股权自由现金流情况 (亿元)**


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

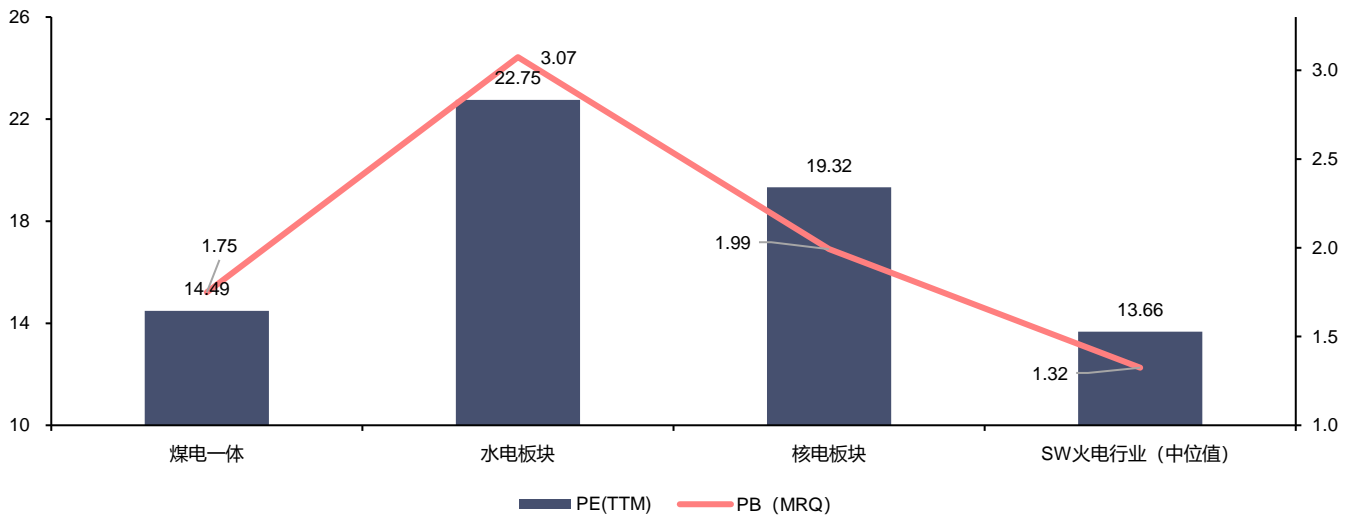
**图 30: 2020-2023 典型煤电一体化公司企业自由现金流情况 (亿元)**


资料来源: IFinD, 信达证券研发中心

### 3.2.4、估值: 对比水电核电仍处低位, 估值提升空间可观

综合来看, 在煤炭产能周期持续, 煤炭供给仍然偏紧的背景下, 煤电一体化公司受益于其收入端和成本端的低波动性和社会用能不断增长的刚性需求, 其生产经营的久期得以持续, 且煤电一体化公司电价目前已经实现限价范围内的市场化波动, 其估值有望向稳定盈利的水电、核电类资产接近。然而, 对比当前煤电一体化公司与火电板块的估值, 煤电一体化公司的 PE/PB 估值相较于纯火电板块仍未体现出明显相对优势, 距离水电板块与核电板块更是有明显估值折价。因此, 当前市场仍未完全充分认知煤电一体的经营稳定性和市值低估情况, 我们认为煤电一体化公司的相对空间仍然较为可观。

**图 31: 煤电一体、水电板块、核电板块、申万火电行业的 PE/PB 对比情况**



资料来源: IFinD, 信达证券研发中心(注: 煤电一体公司样本选取新集能源、国电电力、中国神华、皖能电力、陕西能源、内蒙华电、淮河能源, 水电板块样本选取长江电力、国投电力、华能水电, 核电板块样本选取中国核电、中国广核。数据截至2024年6月21日)

## 投资建议

### 1. 业绩角度: 寻找确定性

从业绩成长角度看, 以“煤转电”为代表的部分煤电一体公司在煤炭煤电产能周期持续期间, 响应国家能源政策调整, 开始大规模投建煤矿与火电。鉴于当前煤炭煤电供给仍然偏紧, 新投建的煤矿煤电产能有望以高产能利用率实现稳定收入, 进而为公司带来稳定业绩增长。在当前煤炭煤电产能收益较为确定的背景下, 我们建议从业绩成长角度优先选择煤矿与煤电项目投建确定性高的公司, 即煤矿煤电项目需取得核准或已经开工。**建议关注: 新集能源、陕西能源、淮河能源、苏能股份。**

### 2. 估值角度: 发掘低估值

从估值成长角度看, 部分煤电一体公司存在低估情况: 1) 在“双碳”目标提出后, 市场低估煤炭消费久期, 进而导致煤炭行业板块估值低于火电行业板块估值; 2) 部分传统火电企业直接或间接具备煤电一体商业模式, 但其商业模式的稳定与久期并未被市场充分认知与合理定价。我们建议从估值角度优先选择被低估的公司。**建议关注: 新集能源、国电电力、皖能电力、内蒙华电。**

### 3. 公司经营角度: 分析区域供需格局, 锁定行业龙头

从公司经营角度看, 煤电一体公司的主要收入端为煤电板块, 其煤电板块收入端主要由年度电力交易决定。年度电力交易结果主要受国家及地方电力市场化改革政策和地方电力供需情况影响, 因而公司所在区域的经济状况、用电量增速情况、电厂投建节奏和当地政策倾向均可能对煤电一体公司的营收情况和经营久期产生影响。因此, 在当前全国范围内煤炭电力供应仍略偏紧的背景下, 我们建议在分析各区域电力供需格局情况的基础上锁定供需格局较好地区的煤炭电力龙头。**建议关注电力供需偏紧的华东区域。安徽: 新集能源、国电电力、淮河能源、皖能电力; 江苏: 国电电力、苏能股份; 外送华东: 陕西能源。**



**表 16: 煤电一体主要公司估值表**

	股票名称	收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				EPS (元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
单一业务 转联营	*新集能源	10.08	2109	2430	2547	2904	0.81	0.94	0.99	1.12	12.44	10.72	10.18	9.00
	*中国神华	44.11	59694	63335	65369	67217	3.00	3.19	3.29	3.38	14.70	13.83	13.41	13.05
	陕西能源	11.88	2556	3099	3451	3999	0.73	0.83	0.92	1.07	16.27	14.31	12.91	11.14
	内蒙华电	4.54	2005	2429	2723	3002	0.29	0.42	0.46	0.46	15.66	10.92	9.87	9.87
	苏能股份	5.24	2396	0	0	0	0.36	0.00	0.00	0.00	14.56	-	-	-
集团协同	*国电电力	5.85	5609	7090	8077	9420	0.31	0.42	0.49	0.53	18.63	13.93	11.94	11.04
	淮河能源	3.78	840	1042	1116	1167	0.22	0.29	0.30	0.30	17.18	13.26	12.60	12.60
投资参股	皖能电力	8.44	1430	1955	2238	2446	0.63	0.85	0.97	1.07	13.40	9.95	8.68	7.92
其他	*盘江股份	6.00	732	1079	1540	1862	0.34	0.50	0.72	0.87	17.65	12.00	8.33	6.90
	电投能源	21.83	4560	5175	5619	6003	2.11	2.31	2.51	2.68	10.35	9.45	8.71	8.15
	PE 中位数										<b>15.08</b>	<b>12.04</b>	<b>10.74</b>	<b>9.96</b>
	PE 均值										<b>15.18</b>	<b>12.00</b>	<b>10.18</b>	<b>9.87</b>

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 (注: 部分公司未有公开报告覆盖, 因此不展示盈利预测与 PE 数据; 标\*公司为信达能源的盈利预测, 其余公司盈利预测来源于 iFinD 一致预测; 数据截至 2024 年 6 月 21 日)

## 风险因素

用电量增速不及预期, 电力市场化改革推进不及预期, 煤炭供需形势超预期宽松, 相关公司煤炭电力项目建设进度不及预期。

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。