

评级：增持（首次）

市场价格：3.46元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

Email:

联系人：鲁昊

Email: luhao@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,357	27,333	28,003	28,401	33,842
增长率 yoy%	11%	8%	2%	1%	19%
净利润（百万元）	347	840	1,047	1,137	2,022
增长率 yoy%	-20%	142%	25%	9%	78%
每股收益（元）	0.09	0.22	0.27	0.29	0.52
每股现金流量	0.43	0.25	0.47	0.71	0.71
净资产收益率	3%	7%	8%	8%	13%
P/E	38.8	16.0	12.8	11.8	6.6
PEG	-2.96	0.92	0.58	0.38	0.20
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

备注：收盘价截止日期为2024年7月29日

报告摘要

基本状况

总股本(百万股)	3,886
流通股本(百万股)	3,886
市价(元)	3.46
市值(百万元)	13,446
流通市值(百万元)	13,446

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- **“煤电+物流”为主导的安徽省属公司：**公司前身为芜湖港储运股份有限公司，经过多年变革，主营业务覆盖物流贸易、煤炭、电力和铁路运输等领域，其中煤炭、电力和铁路运输是公司主要的盈利来源。2023年物流贸易、电力、煤炭和铁路运输业务营业收入占比分别67%、22%、7%和3%，毛利润占比分别8%、33%、28%和24%。
- **坑口电厂优势突出，高成长值得期待。**1)坑口电厂实现长协覆盖，火电竞争优势突出。淮河能源上游拥有1座600万吨优质动力煤矿井（丁集矿，600万吨/年），下游布局五座火电电厂，合计装机容量达到4910MW，权益装机容量达到3971MW，其中三座全资电厂均为坑口电厂（潘三电厂2\*135MW、顾桥电厂2\*330MW、潘集电厂一期2\*660MW）、两家参控股电厂（田集电厂一期50.43%/2\*630MW、田集电厂二期49%/2\*700MW）所需燃料煤几乎由自有煤矿供应，长协覆盖率较高，同时也可节省煤炭中间流转成本，具备较强竞争优势。2)集团在建2640MW优质火电资产，注入可期。集团承诺潘集电厂二期（2\*660MW）和谢桥电厂（2\*660MW）两座下属控股在建电厂，有望在具备投产运营条件后注入上市公司，届时淮河能源装机容量将达到7550MW，较当前增长53.77%。2023年收购的潘集电厂一期（2\*660MW），当年贡献净利润2.31亿元，亦表明注入资产的高质量。3)安徽省电力供应偏紧，助力煤电联营发展。目前安徽省电力消费结构以火电为主，水电和风电等占比较低。同时2020-2023年安徽省火电发电量复合增速为5.6%，高于全国复合增速（5.1%），叠加安徽省为电力净输出省份（测算2020-2023年安徽省年均净输出电量为237亿度），电力供给压力较大，这为公司发展煤电联营提供有利条件。
- **背靠安徽龙头煤企，奠定长期发展基础。**1)控股股东储产资源丰富，可满足公司火电经营发展。公司控股股东淮南矿业为安徽省龙头煤企，坐拥11对矿井，核定产能达到7790万吨/年，可采资源储量达到50.99亿吨，测算可采年限达到46.8年，其中在安徽拥有8对矿井，核定产能5490万吨/年；蒙西鄂尔多斯3对矿井，核定产能2300万吨/年。淮南矿业煤炭储产资源丰富，且安徽省的煤炭资源可有效满足上市公司电厂用煤需求，为其后续扩大火电经营规模提供资源支持。2)长协定价+自营铁路，打造极致成本竞争优势。安徽省动力煤5000Q的长协价格为545-745元/吨，国家和安徽省政策共同推动长协价格保持稳定。此外，集团与公司间交通运输便利（自营铁路网1条干线+16条支线，联通淮南矿区所有煤矿和电厂，是煤矿产煤出矿和电厂燃料入库的必经通道，具有不可替代性），使得电厂用煤运输成本和存储成本较低，打造坑口电厂极致成本优势。
- **首次覆盖，“增持”评级。**预计公司2024-2026年实现营业收入280.03/284.01/338.42亿元，增速分别为2%/1%/19%；实现净利润10.47/11.37/20.22亿元，增速分别为25%/9%/78%，对应PE分别为12.8X/11.8X/6.6X，考虑到淮河能源火电板块成长空间较大，背靠集团充足煤源，煤电一体化规模有望持续扩大，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**综合电价下行风险、煤价上行风险、资产注入不确定性风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

## 投资主题

### 报告亮点

**火电成长性：**集团在建的潘集电厂二期和谢桥电厂预计将分别于 2025 年 6 月份和 8 月份落地投运，两个新增电厂均为坑口超超临界电厂且淮南矿业 100% 控股电厂，装机容量均为 1320MW。坑口超超临界电厂具有发电效率高、盈利能力强等特点。根据 2023 年集团变更后的避免同业竞争公告，上述在建火电项目将在其实际建成投产后 3 年内通过合法途径注入上市公司。预计潘集二期和谢桥电厂的成功注入能够在收入端和利润端给公司带来大幅提高。

**坑口电厂低成本优势：**公司三座全资电厂均为坑口电厂，煤源稳定且成本优势明显。公司发电用煤由集团淮南矿业的所属煤矿保供，在维持生产成本相对稳定、价格波动较小的同时，打造了公司全资电厂在运输与储藏方面的成本优势，提高公司坑口电厂的发电效率和机组的盈利能力。

### 投资逻辑

**未来集团注入仍然可期。**控股股东淮南矿业集团在建潘集二期和谢桥电厂均为超超临界电厂，若注入公司将给公司火电业务收入端和利润端带来大幅增长。根据测算，当前公司火电装机规模 4910MW，权益装机规模 3571MW，待潘集电厂二期（1320MW，持股 100%）和谢桥电厂（1320MW，持股 100%）注入上市公司后，公司火电装机规模将达到 7550MW，权益装机规模将达到 6211MW。

**公司后续分红潜力较大。**2024 年 3 月公司发布未来三年股东回报规划，要求最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。此外，公布差异化的分红政策，具体为：公司发展阶段属成熟期且无/有重大现金支出安排的，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到 80%/40%。我们预计公司成长带来的充沛现金流为后续稳定分红奠定基础。根据公司年报，2023 年合计拟派发现金红利 4.62 亿元（含税），占 2023 年归母净利润的 55%。

### 关键假设、估值与盈利预测

**关键假设：**电力业务，在考虑后续潘集二期和谢桥电厂的 2026 年注入和潘三电厂 2025 年关停的情况下，预计公司电厂利用小时数仍然会保持高位，2024-2026 年的公司年平均利用小时数为 4549/4577/4759 小时，对应的公司发电量为 160/161/280 亿千瓦时。在国家当前容量电价政策的背景下，我们预计公司的单位电量电价将小幅下降，预计 2024-2026 年公司的上网电价为 381/379/377 元/兆瓦时。公司火电项目为坑口电厂，煤价全部为坑口长协价格，燃料成本稳定性较强，我们预计 2024-2026 年对应度电成本为 346/339/332 元/兆瓦时。铁路业务，公司铁路业务成本相对固定，货运量整体维持稳定，假设公司铁路业务收入和成本与 2023 年持平。煤炭业务，安徽省内煤炭需求预计将保持旺盛，煤炭价格后续下降空间有限。公司煤炭销售主要供自身电厂或参股电厂使用，煤炭销售业务开采成本也相对固定。假设公司收入端和成本端都保持相对稳定。物流贸易业务，由于公司公告中表示要围绕打造成安徽省最大煤炭贸易商定位，故假设配煤量在 2024-2026 年间保持稳定增长。

**盈利预测：**预计公司 2024-2026 年实现营业收入 280.03/284.01/338.42 亿元，增速分别为 2%/1%/19%；实现净利润 10.47/11.37/20.22 亿元，增速分别为 25%/9%/78%，对应 PE 分别为 12.8X/11.8X/6.6X。

## 内容目录

1、“煤电+物流”为主导的安徽省属公司	- 5 -
1.1 发家于物流，煤电协同发展	- 5 -
1.2 物流贸易营收占比高，煤、电、铁是毛利主要构成	- 6 -
1.3 资本开支可控，在手货币资金充裕，为后续稳定分红奠定基础	- 8 -
2、火力发电高成长值得期待	- 9 -
2.1 煤电一体化模式下，坑口电厂效益突出	- 9 -
2.2 关闭亏损电厂，轻装再上阵	- 12 -
2.3 集团资产注入明确，公司收入增长趋势确定	- 13 -
2.4 安徽省火电需求旺盛，电力供应偏紧	- 14 -
3、淮南矿业为安徽省煤炭龙头，资源丰富且成本稳定	- 15 -
3.1 淮南矿业安徽本土煤炭资源丰富	- 15 -
3.2 控股股东淮南矿业利润稳步增加	- 16 -
3.3 安徽省煤炭长协价格维持稳定	- 17 -
4、铁路运输便利，助力煤电一体化	- 18 -
5、盈利预测和估值	- 18 -
5.1 主要假设	- 18 -
5.2 估值和投资建议	- 21 -
6、风险提示	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革	- 5 -
图表 2: 公司股权结构（截至 2024 年 3 月底）	- 6 -
图表 3: 2016 年以来营收规模逐步扩大	- 6 -
图表 4: 分业务营收占比中物流贸易业务占据主导	- 6 -
图表 6: 2016 年以来毛利规模稳步增长	- 7 -
图表 7: 分业务毛利占比中电、煤、铁占据主导地位	- 7 -
图表 8: 公司 2023 年归母净利润大幅攀升	- 8 -
图表 9: 公司 2023 年主业盈利能力大幅提高	- 8 -
图表 10: 2024Q1 经营活动现金流改善明显	- 8 -
图表 11: 公司 2023 年每股收益大幅增长	- 8 -
图表 12: 公司货币资金自 2019 年来稳步提升	- 9 -
图表 13: 公司资本支出相对可控	- 9 -
图表 14: 公司在建工程情况（截至 2024 年 3 月底）	- 9 -
图表 15: 公司控股和参股电厂（截至 2024 年 3 月底）	- 10 -
图表 16: 淮沪煤电营业收入保持稳定	- 10 -

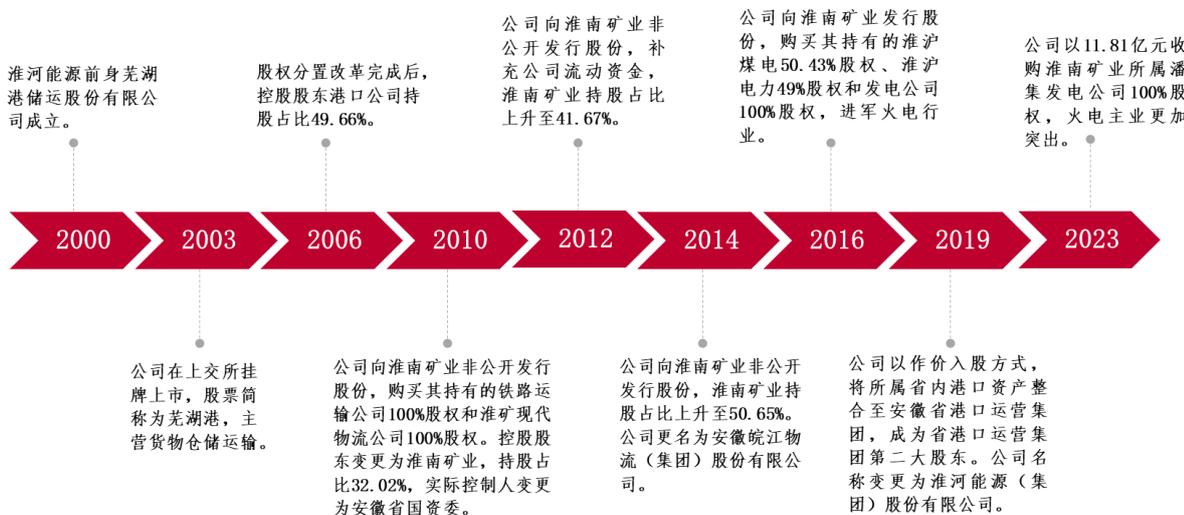
图表 17: 2023 年淮沪煤电净利润下降.....	- 10 -
图表 18: 淮沪电力营业收入稳步提高.....	- 11 -
图表 19: 淮沪电力净利润 2021 年后上台阶.....	- 11 -
图表 20: 淮河能源成本竞争优势明显.....	- 11 -
图表 21: 淮河能源燃煤火电盈利能力强.....	- 11 -
图表 22: 淮河能源燃料具备低价优势.....	- 12 -
图表 23: 淮河能源燃料成本对应煤价远低于主流电厂.....	- 12 -
图表 24: 公司度电利润自 2022 年开始修复.....	- 12 -
图表 25: 公司全资电厂带动总体发电量提升.....	- 13 -
图表 26: 淮南矿业新增电厂规划 (截至 2024 年 3 月底) .....	- 13 -
图表 27: 安徽省火力发电仍为主导能源.....	- 14 -
图表 28: 安徽省电力供需表 .....	- 14 -
图表 29: 淮南矿业集团在运煤炭资产情况 (截至 2022 年底) .....	- 15 -
图表 30: 淮南矿业原煤产量基本保持稳定 .....	- 16 -
图表 31: 淮南矿业商品煤销量基本保持稳定.....	- 16 -
图表 32: 淮南矿业营业收入和营业利润情况 (百万元) .....	- 16 -
图表 33: 煤炭、物流贸易和电力贡献主要集团营收.....	- 17 -
图表 34: 煤炭贡献主要集团毛利润 .....	- 17 -
图表 35: 主要产煤省煤炭长协价格表.....	- 17 -
图表 36: 公司铁路货运量自 2020 年来逐年提升 .....	- 18 -
图表 37: 公司配煤业务量呈现上升趋势.....	- 18 -
图表 38: 电力业务关键假设 .....	- 19 -
图表 39: 铁路业务关键假设 .....	- 20 -
图表 40: 煤炭销售和物流贸易业务关键假设.....	- 21 -
图表 41: 淮河能源可比公司盈利预测与估值表.....	- 21 -

## 1、“煤电+物流”为主导的安徽省属公司

### 1.1 发家于物流，煤电协同发展

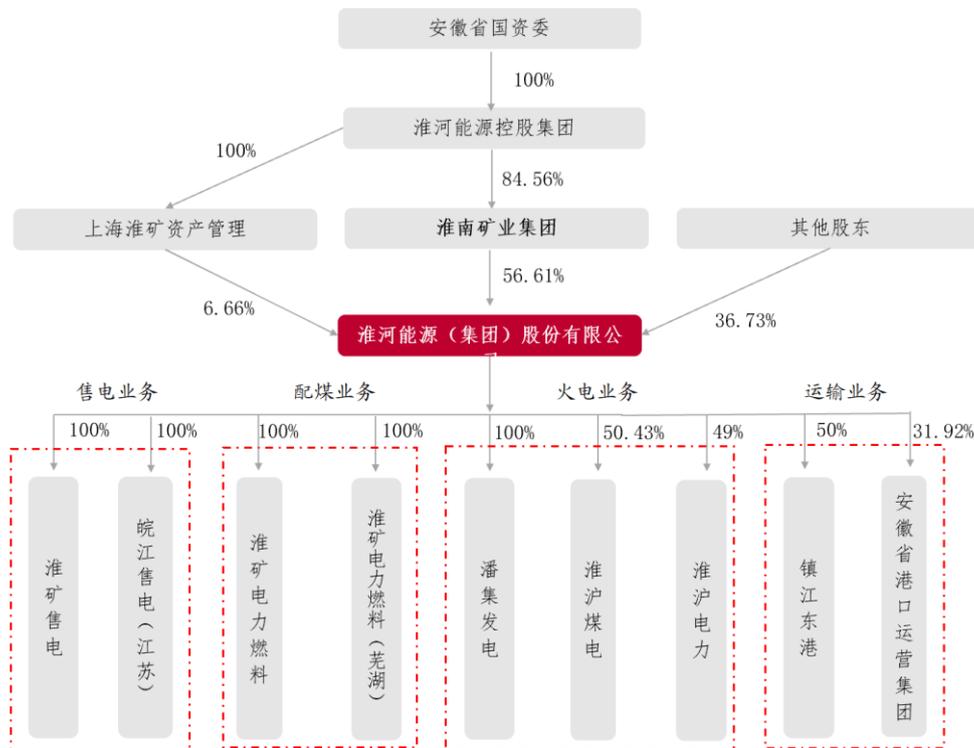
- **发家于物流，煤电协同发展。**公司前身为芜湖港储运股份有限公司，于2000年11月由原芜湖港务管理局改制组建。2003年3月，公司于上交所上市，股票简称“芜湖港”，主营货物装卸、仓储、中转服务、集装箱装卸运输等。2009-2010年，淮南矿业将所拥有的铁路运输业务和物流贸易业务注入公司，与公司原有的港口装卸、仓储等传统物流资产相结合。2016年，公司实施重大资产重组，控股股东淮南矿业将所属煤炭、电力业务部分资产注入公司，公司自此开启“能源+物流”高质量发展新篇章。2019年，公司以作价入股方式，将所属省内港口资产整合至安徽省港口运营集团，成为省港口运营集团第二大股东。2023年，公司收购控股股东淮南矿业所属潘集发电公司100%股权，电力业务得到扩张。截至2024年一季度，公司控股股东为淮南矿业（集团）有限责任公司，持股比例56.61%，实控人为安徽省国资委。

图表 1：公司历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月底)

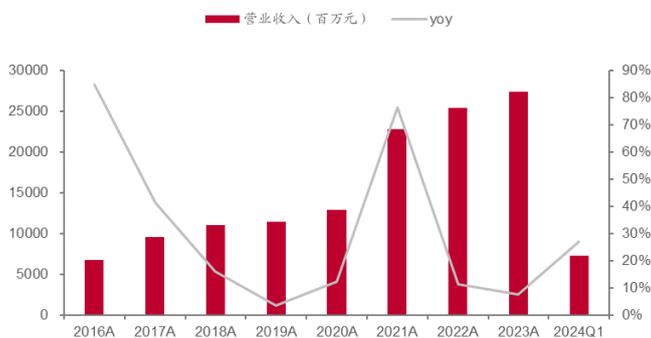


来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 1.2 物流贸易营收占比高, 煤、电、铁是毛利主要构成

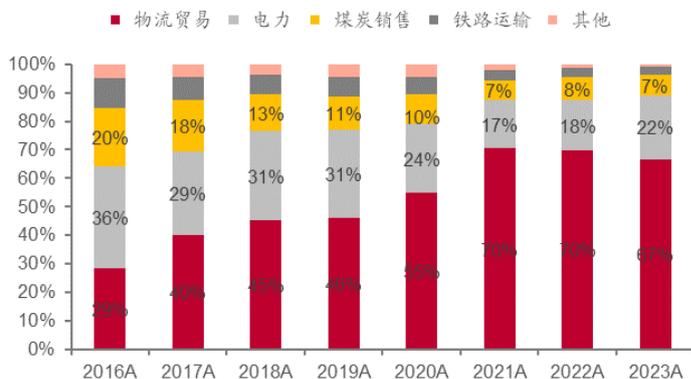
- **营收结构稳定, 物流贸易占比高。**公司主营业务涵盖物流贸易、电力、煤炭、铁路运输。2021-2023 年公司物流贸易贡献营收占比在 70%左右, 电力营收占比基本在 20%左右, 煤炭业务营收占比维持在 10%左右, 营收结构较为稳定。同时 2016 年以来营业收入保持增长趋势, 2016-2023 年复合增速达到 22.11%。

图表 3: 2016 年以来营收规模逐步扩大



来源: 公司公告、中泰证券研究所

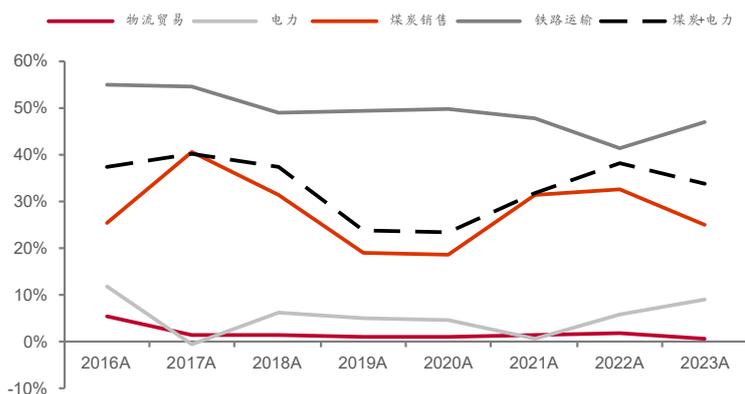
图表 4: 分业务营收占比中物流贸易业务占据主导



来源: 公司公告、中泰证券研究所

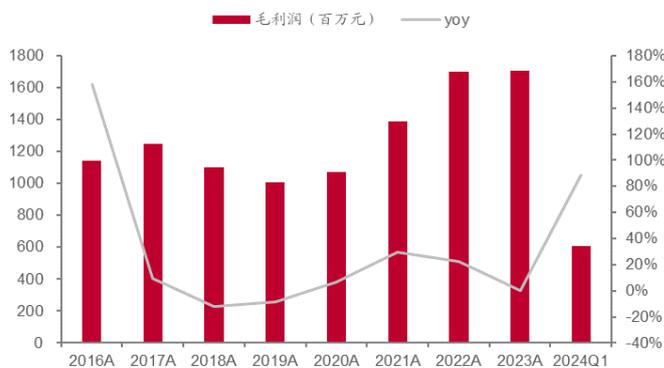
- 整体毛利率保持稳定，煤、电、铁是毛利主要构成。物流贸易的毛利率较低，煤炭销售和火力发电作为一个整体来看毛利率相对稳定，铁路运输板块受益运营模式贡献毛利基本稳定。2023 年物流贸易、电力、煤炭和铁路运输业务毛利率分别为 1%、9%、25%和 47%。

图表 5：物流、铁路、煤炭+电力毛利率基本保持稳定



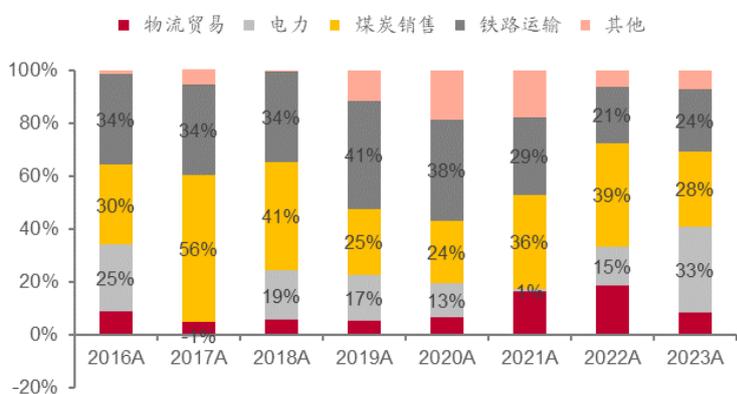
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6：2016 年以来毛利规模稳步增长



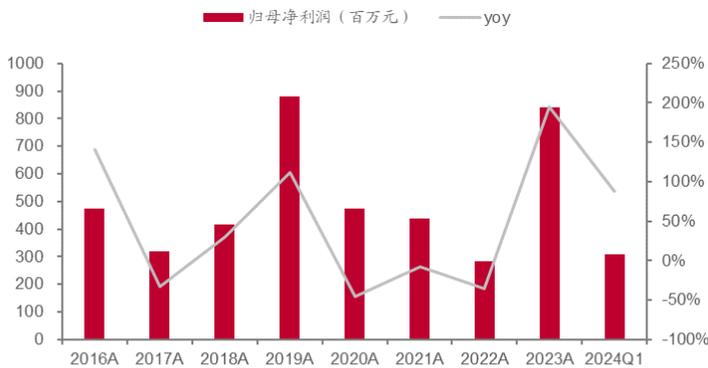
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：分业务毛利占比中电、煤、铁占据主导地位

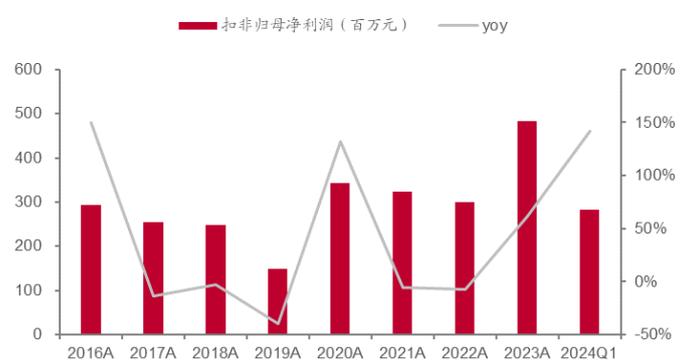


来源：公司公告、中泰证券研究所

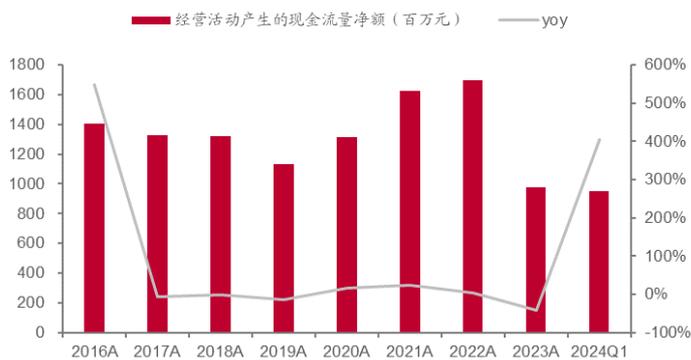
- 2023 年公司实现归母净利润 8.4 亿元，同比增长 195%，扣非归母净利润 4.84 亿元，同比增长 62%；经营活动产生的现金流量净额为 9.79 亿元，同比下降 42%；基本每股收益为 0.22 元，同比增长 214%；加权平均 ROE 为 8%，同比增长 5pct。

**图表 8: 公司 2023 年归母净利润大幅攀升**


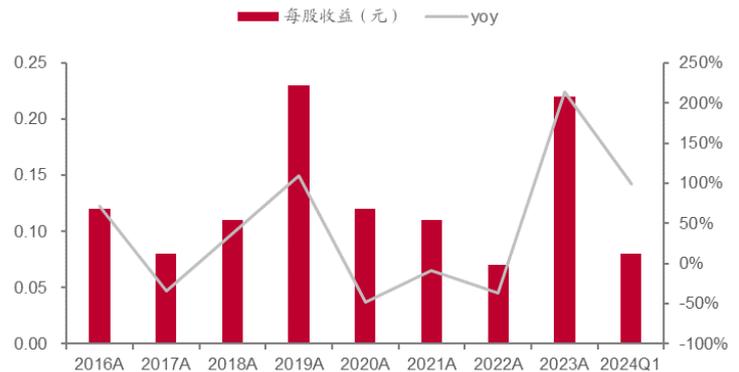
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 9: 公司 2023 年主业盈利能力大幅提高**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 10: 2024Q1 经营活动现金流改善明显**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 11: 公司 2023 年每股收益大幅增长**


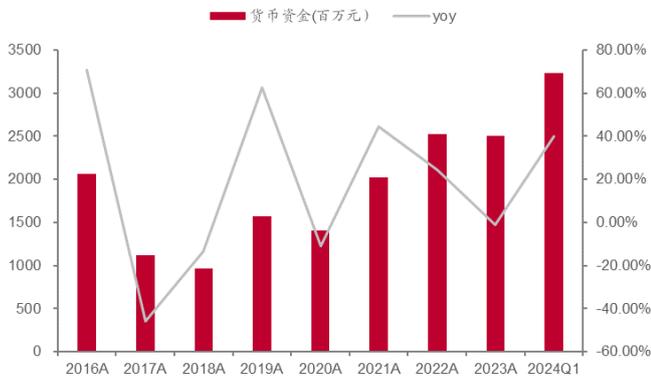
来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 1.3 资本开支可控, 在手货币资金充裕, 为后续稳定分红奠定基础

- **在建工程基本完工, 未来资本支出相对可控。**2023 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到 10.46 亿元, 同比增长 25%。截至 2024 年 3 月, 测算公司当前在建工程未来资金投入规模在 7.49 亿元, 伴随主要在建工程逐步完工, 公司资本支出水平有望回落, 未来资本开支相对可控。
- **2023 年现金分红比例达到 55%, 高分红有望延续。**公司于 2023 年大力提高分红水平, 合计派发现金红利达到 4.62 亿元(含税), 现金分红占比 55%。同时于 2024 年 3 月公司发布未来三年(2024-2026 年)股东回报规划, 要求最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十, 并采取差异化的分红政策: 发展阶段属成熟期且有/无重大现金支出的, 现金分红比例最低应达到 40%/80%; 公司发展阶段

属成长期且有重大资金支出的,现金分红比例最低应达到 20%。截至 2024 年 3 月,公司货币资金达到 32.28 亿元,同比增长 39.76%,公司在手货币资金充足,叠加未来资本支出预期减少,公司高分红有望持续。

图表 12: 公司货币资金自 2019 年来稳步提升



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司资本支出相对可控



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 14: 公司在建工程情况 (截至 2024 年 3 月底)

在建工程项目名称	项目预算数 (百万元)	期末余额 (百万元)	工程进度 (%)	剩余投入金额 (百万元)
矿井开拓延深工程	1600.00	1019.76	63.73%	580.32
潘集电厂一期项目	5358.75	67.01	99.44%	30.01
田集电厂技术改造工程	259.14	0.50	46.61%	138.35
<b>合计</b>	<b>7217.89</b>	<b>1087.26</b>		<b>748.68</b>

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 2、火力发电高成长值得期待

### 2.1 煤电一体化模式下, 坑口电厂效益突出

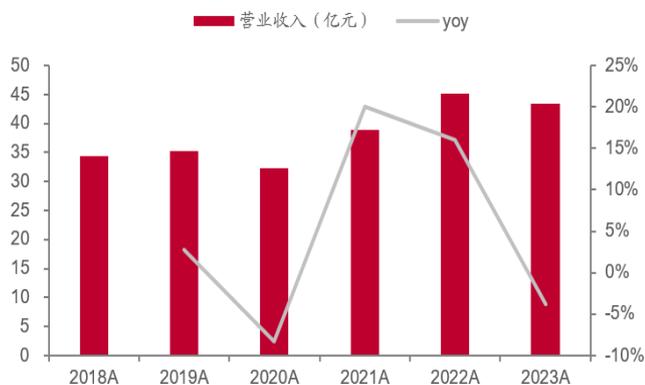
- 三座全资电厂均为坑口电厂, 煤源稳定且成本可控。1) 潘三电厂、顾桥电厂和潘集电厂一期均为坑口电厂, 具有物流成本低, 库存成本低和盈利能力强等特点, 其发电用煤由集团淮南矿业的所属煤矿保供。2) 公司控股子公司淮沪煤电所属的田集电厂一期(公司持股 50.43%)和参股公司淮沪电力所属的田集电厂二期(公司持股 49%, 参股), 采用煤矿和电厂共属同一主体的煤炭联营模式, 淮沪煤电所属的丁集煤矿作为配套煤矿, 产能为 600 万吨/年, 煤种为动力煤, 用于满足田集电厂一期、二期的用煤需求。整体来看, 公司所属电厂基本采用自有煤源, 长协覆盖率高, 成本可控, 盈利能力强且稳定性好。

**图表 15: 公司控股和参股电厂 (截至 2024 年 3 月底)**

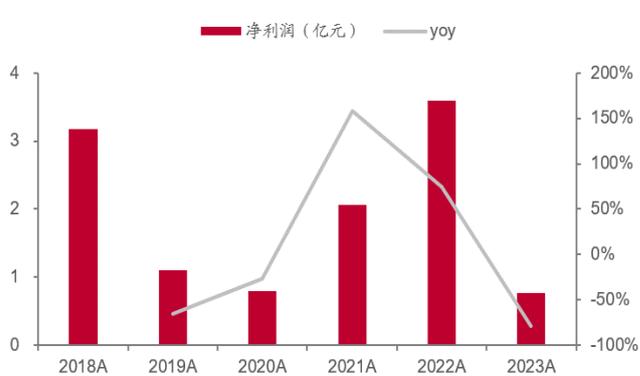
电厂名称	机组规模	装机容量 (MW)	权益比例	权益容量 (MW)	其他股东	运行状况	投运时间
潘三电厂	2 × 135MW	270	100%	270	无	在运	2008 年
顾桥电厂	2 × 330MW	660	100%	660	无	在运	2011 年
潘集电厂一期	2 × 660MW	1320	100%	1320	无	在运	2023 年
田集电厂一期	2 × 630MW	1260	50.43%	635	上海电力持股 49.57%	在运	2007 年
田集电厂二期	2 × 700MW	1400	49%	686	上海电力持股 51%	在运	2014 年
<b>公司在役合计</b>		<b>4910</b>		<b>3571</b>			
新庄孜电厂	2 × 150MW	300	100%	300	无	关停	2010 年投运, 2022 年关停

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 淮沪煤电于 2005 年由淮河能源和上海电力, 按照“煤电联营、均股合资”原则组建, 旗下的田集电厂一期和丁集煤矿称为首创煤电一体化的“淮南模式”。该模式能够稳定火电燃料的供应, 平抑煤炭价格带来的盈利波动, 增强田集电厂的竞争力。2023 年淮沪煤电实现净利润 0.76 亿元, 利润下滑系丁集煤矿受地质状况影响, 煤质下降所致。

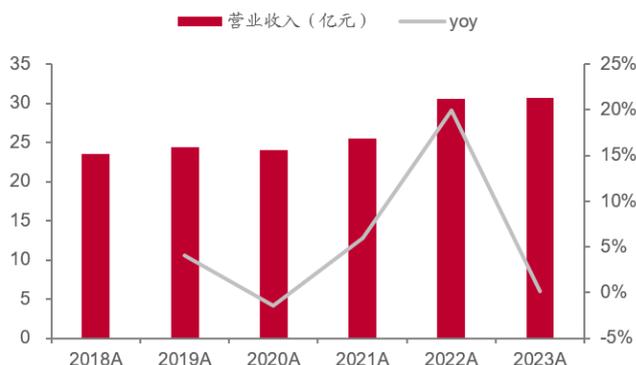
**图表 16: 淮沪煤电营业收入保持稳定**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

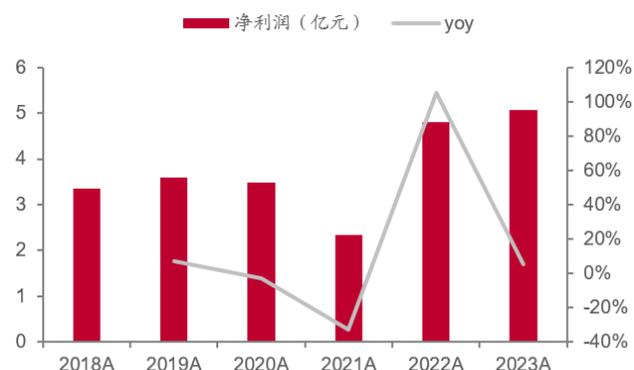
**图表 17: 2023 年淮沪煤电净利润下降**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 参股公司淮沪电力净利润为 5.08 亿元, 创历史新高。淮沪电力下属田集电厂二期 (公司持股比例 49%), 同样采用煤矿和电厂共属同一主体的煤电联营模式, 电厂效益较好。自 2022 年来淮沪电力营收和净利润同步增长。

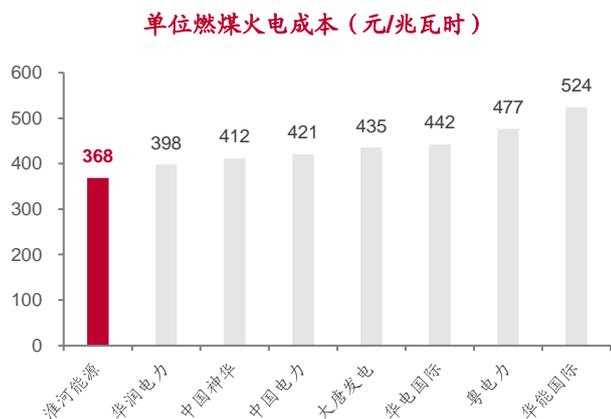
**图表 18: 淮沪电力营业收入稳步提高**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 19: 淮沪电力净利润 2021 年后上台阶**


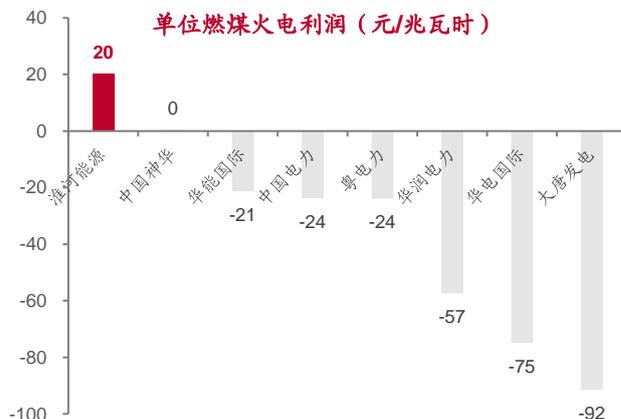
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 煤电一体化, 燃料成本优势明显。** 淮河能源凭借煤电一体化经营优势, 坑口电厂占比高, 所需燃煤基本来自所属煤矿以及集团所有煤矿, 燃煤采购成本较低, 根据 2023 年数据进行测算, 淮河能源单位燃煤火电燃料成本为 246 元/兆瓦时, 对应 5500 大卡煤价约为 674 元/吨, 远低于华润电力、中国电力以及中国神华等主流火电相关企业, 具备明显成本竞争优势, 盈利能力突出。2023 年测算淮河能源燃煤火电利润为 20 元/兆瓦时, 在行业内处于较高水平。

**图表 20: 淮河能源成本竞争优势明显**


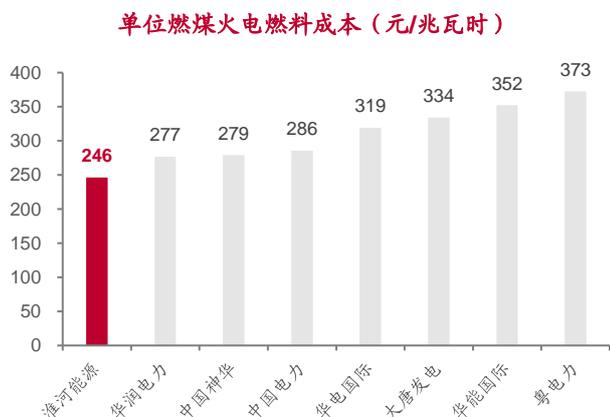
来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 以上均为 2023 年数据

**图表 21: 淮河能源燃煤火电盈利能力强**


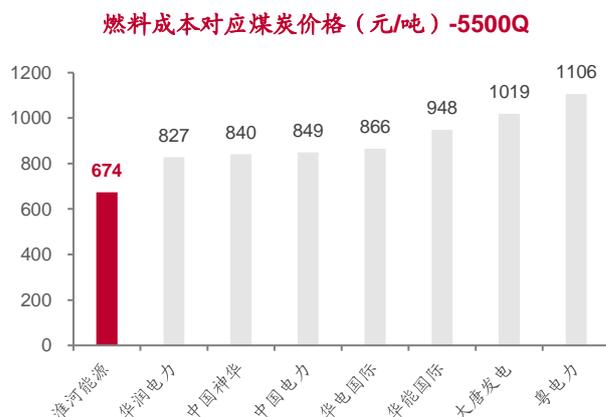
来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 以上均为 2023 年数据

**图表 22: 淮河能源燃料具备低价优势**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 以上均为 2023 年数据

**图表 23: 淮河能源燃料成本对应煤价远低于主流电厂**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 以上均为 2023 年数据

## 2.2 关闭亏损电厂, 轻装再上阵

- **关停新庄孜电厂, 淘汰落后产能。**公司所属新庄孜电厂在 2021-2022 年持续亏损, 在安徽省淘汰落后煤电产能的背景下, 公司于 2022 年 11 月关停了该电厂, 装机容量 30 万千瓦, 并计提减值 3.84 亿元。2023 年公司通过公开挂牌方式处置该资产, 形成资产处置收益 1.14 亿元。在潘集工厂二期前期水源论证会上, 淮委提出结合潘集电厂容量替代建设方案, 公司的潘三电厂将在潘集电厂二期建成运行后同步关闭。
- **积极收购潘集电厂, 盈利能力显著增强。**根据集团避免同业竞争的承诺, 2023 年公司成功收购了装机容量达 132 万千瓦的潘集电厂一期。作为煤电一体化清洁高效的坑口电厂, 2023 年潘集电厂一期投产当年就实现了盈利, 公司电力业务进一步扩张, 盈利能力增强。
- 2023 年公司完成发电量 157.92 亿度, 同比增长 35%, 其中全资电厂发电量 100.37 亿度, 同比增长 76%。经测算, 2023 年公司度电价格为 0.39 元/千瓦时, 同比增长 1%; 度电归母净利润为 0.016 元/千瓦时, 同比增长 238%, 发电量和度电利润皆创历史新高。

**图表 24: 公司度电利润自 2022 年开始修复**

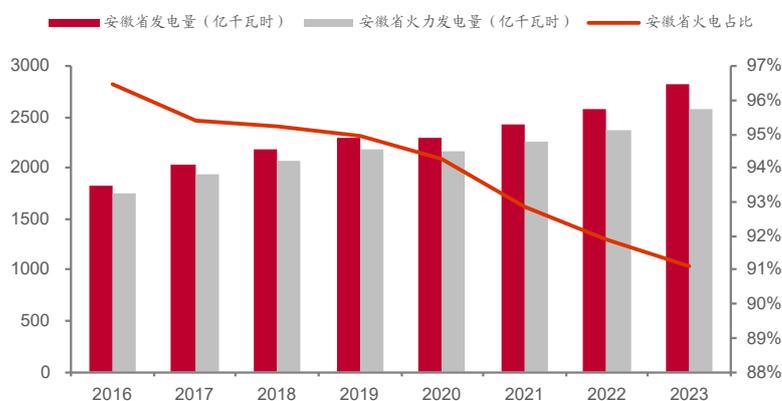
指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
度电价格 (元/千瓦时)	0.25	0.29	0.31	0.32	0.32	0.33	0.38	0.39
yoy (%)		17%	5%	4%	-3%	4%	16%	1%
度电成本 (元/千瓦时)	0.22	0.30	0.29	0.31	0.30	0.33	0.36	0.35
yoy (%)		33%	-1%	5%	-2%	9%	10%	-2%
度电归母净利润 (元/千瓦时)	0.001	-0.020	-0.003	-0.005	-0.003	-0.009	0.005	0.016



## 2.4 安徽省火电需求旺盛，电力供应偏紧

- **公司地处华东地区，长三角地区用电需求旺盛。**目前安徽省省内能源消费结构仍然以火电为主（平均 90% 以上），水电和风电受限于自然条件占能源消费结构的比重仍然比较低，煤电一体化符合安徽省的实际情况。同时，根据安徽省于 2021 年发布的《安徽省电力供应保障三年行动方案（2022-2024 年）》，国家能源局已将安徽省 2022-2024 年电力供需形势确定为红色预警，为全国电力供需形势最为严峻的省份之一。

**图表 27：安徽省火力发电仍为主导能源**



来源：国家统计局、Wind、中泰证券研究所

- 安徽省，作为长三角地区唯一的国家级亿吨煤炭基地和电力应急保障基地，一直肩负着对长三角地区电力供应的重要职责。安徽省火电需求旺盛，未来电力供应偏紧。目前，安徽省省内能源消费结构仍然以火电为主，水电和风电受限于自然条件占能源消费结构的比重仍然比较低，煤电一体化符合安徽省的实际情况。2016-2023 年安徽省火电发电量复合增速为 5.62%，高于全国的火电发电量复合增速（5.10%）。此外，安徽省为电力净输出省份，测算 2020-2023 年安徽省年均净输出电量为 237 亿度。鉴于省内用电需求的持续增长以及对外电力供应的需求，安徽省预计仍将面临电力供需的紧张局面。
- 展望未来，由于省内用电需求的持续增长以及对外电力供应的需求，安徽省预计仍将面临电力供需的紧张局面。我们测算安徽省总需求为安徽省外输电量与安徽省用电量之和，总供给为安徽省输入电量与安徽省发电量之和，测算得到未来安徽电力供需整体紧平衡。

**图表 28：安徽省电力供需表**

指标名称	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

安徽用电量(万千瓦时)	1921	2135	2301	2428	2715	2993	3214
用电量增速(%)	7.05%	11.12%	7.76%	5.51%	11.86%	10.23%	7.40%
安徽发电量(万千瓦时)	2456	2734	2887	2809	3083	3299	3549
发电量增速(%)	9.04%	11.33%	5.57%	-2.69%	9.77%	6.99%	7.60%
安徽输出电量(万千瓦时)	439	514	575	622	686	722	688
输出电量/发电量	18%	19%	20%	22%	22%	22%	19%
安徽输入电量(万千瓦时)	12	43	124	356	448	516	448
净输出电量(万千瓦时)	427	471	451	265	238	205	240
<b>总供给</b>	<b>2468</b>	<b>2778</b>	<b>3010</b>	<b>3165</b>	<b>3531</b>	<b>3815</b>	<b>3998</b>
<b>总需求</b>	<b>2360</b>	<b>2649</b>	<b>2876</b>	<b>3050</b>	<b>3401</b>	<b>3715</b>	<b>3902</b>
<b>供给-需求</b>	<b>108</b>	<b>129</b>	<b>135</b>	<b>116</b>	<b>130</b>	<b>101</b>	<b>95</b>

来源: wind、ifind、中泰证券研究所

### 3、淮南矿业为安徽省煤炭龙头，资源丰富且成本稳定

#### 3.1 淮南矿业安徽本土煤炭资源丰富

集团煤炭资源丰富，为公司煤电提供资源保障。根据淮河能源控股集团公布的社会责任报告，截至2023年3月底，淮南矿业集团拥有11对矿井，核定煤炭产能7790万吨/年，其中：安徽本土8对矿井，核定产能5490万吨/年，属1/3焦煤为主的多种优质炼焦煤和动力煤；蒙西鄂尔多斯3对矿井，核定产能2300万吨/年。

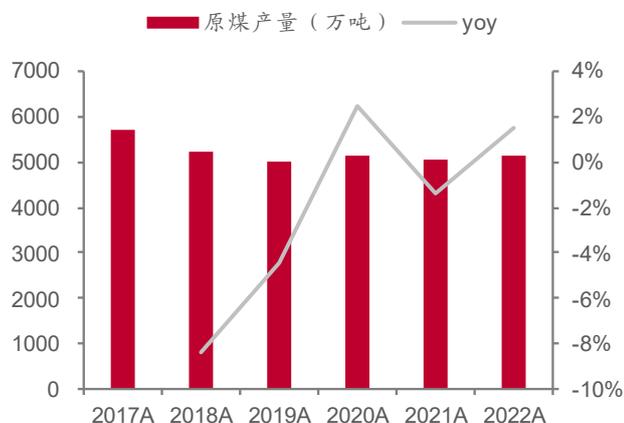
图表 29：淮南矿业集团在运煤炭资产情况（截至 2022 年底）

矿井名称	所在区域	煤炭品种	可采资源储量(万吨)	所属子公司	核定产能(万吨/年)
潘三矿	安徽淮南	QM、1/3JM	40810	本部	500
谢桥矿	安徽阜阳	QM、1/3JM	30175	本部	960
张集矿	安徽淮南	QM、1/3JM	88155	本部	1230
潘二矿	安徽淮南	1/3JM	34963	本部	500
顾桥矿	安徽淮南	QM	72752	本部	900
顾北矿	安徽淮南	QM、1/3JM	34853	本部	400
丁集矿	安徽淮南	QM、1/3JM	61632	淮河能源	600
朱集东矿	安徽淮南	QM、1/3JM	45701	本部	400
<b>安徽区域合计</b>			<b>409039</b>		<b>5490</b>
色连二矿	鄂尔多斯	褐煤	34558	西部煤电	800
唐家会矿	鄂尔多斯	褐煤	40132	西部煤电	900
泊江海子矿	鄂尔多斯	褐煤	26245	西部煤电	600
<b>蒙西区域合计</b>			<b>100935</b>		<b>2300</b>
<b>合计</b>			<b>509974</b>		<b>7790</b>

来源: 公司公告、中泰证券研究所

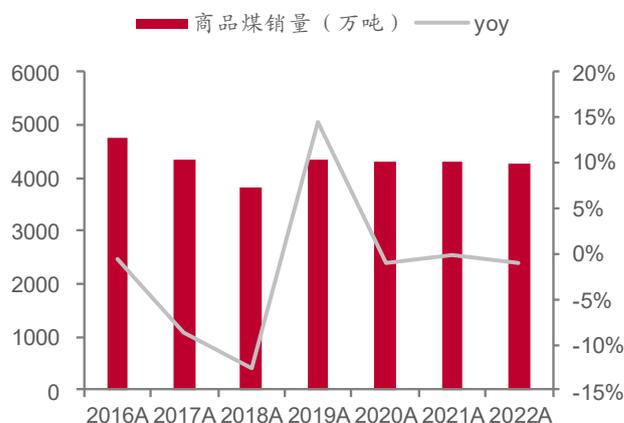
- 2022 年，淮南矿业集团商品煤销售量 6520 万吨，其中安徽本部商品煤销售量 4262 万吨。

图表 30：淮南矿业原煤产量基本保持稳定



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 31：淮南矿业商品煤销量基本保持稳定

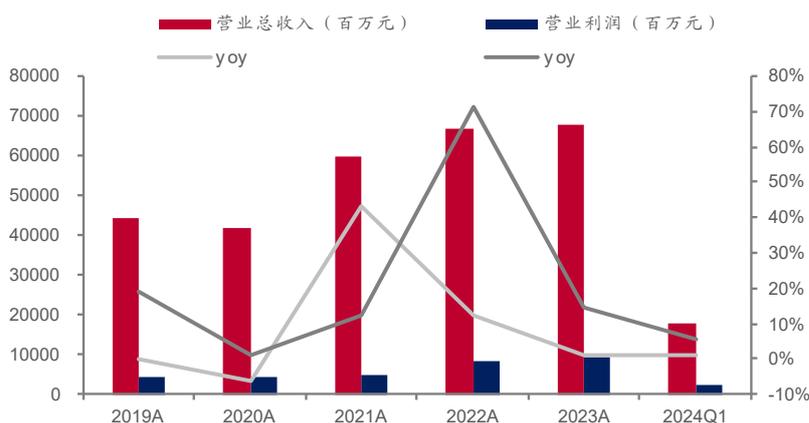


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.2 控股股东淮南矿业利润稳步增加

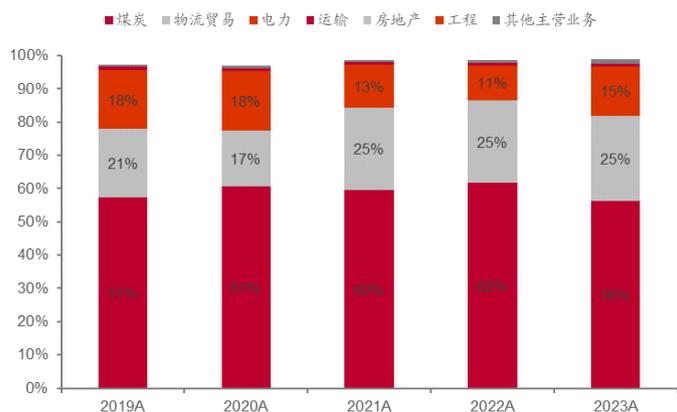
- 集团经营稳健，营收稳步增长。淮南矿业已发展形成以“煤炭开发和火力发电为主导，以物流、房地产等其他业务”为补充的多元发展的产业格局。从营业收入来看，公司近年来营业收入较稳定，呈整体上升的趋势，2020-2023 年均复合增速达到 17.55%。

图表 32：淮南矿业营业收入和营业利润情况 (百万元)

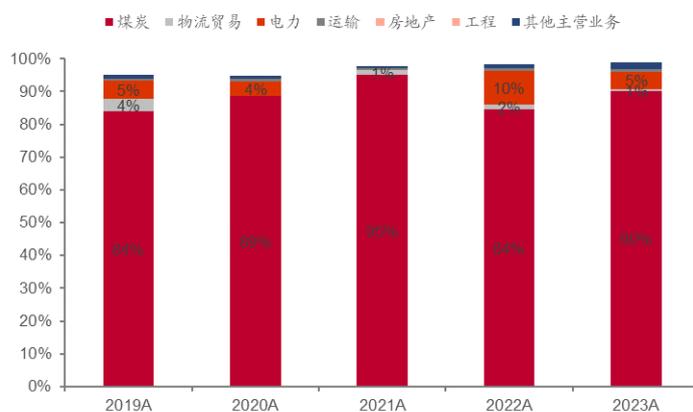


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 从业务结构来看，淮南矿业主要涉及煤炭、物流贸易、电力、房地产等。煤炭业务方面，收入及主营业务占比均维持在较高水平，为公司的主要收入和利润来源。电力业务方面，2021-2023 年受到电价波动的影响在营收中占比同样处于波动状态。物流贸易业务方面，盈利能力较差但营收占比保持相对稳定。从综合毛利率来看，公司近年来综合毛利率保持相对稳定。

**图表 33: 煤炭、物流贸易和电力贡献主要集团营收**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 34: 煤炭贡献主要集团毛利润**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 3.3 安徽省煤炭长协价格维持稳定

- 国家和地方政策推动安徽省煤炭长协价格维持稳定。**国家发展改革委印发了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确了煤炭中长期交易价格的合理区间，并要求相关省份发展改革委高度重视，指导督促企业严格落实煤炭中长期合同签订履约要求。集团地处安徽省，紧邻经济发达但能源缺乏的长江三角洲地区，华东地区经济总量规模及发展对电力能源供给保持长期需求。安徽省发展改革委印发《关于落实煤炭市场价格形成机制有关事项的通知》，明确省内生产的煤炭（5000 千卡）出矿环节中长期交易价格合理区间为每吨 545~745 元（含税），并要求省内煤炭生产企业和燃煤发电企业在上述合理区间内多签、签实、签长中长期合同并提高履约率，有效实现煤、电价格传导。除此之外，安徽省各市发展改革部门、煤炭和发电企业，要按照省发展改革委《关于开展煤炭生产成本调查的通知》和《关于印发安徽省煤炭市场价格监测方案的通知》的要求，及时准确报送相关数据，为完善省产煤炭价格区间提供支撑。

**图表 35: 主要产煤省煤炭长协价格表**

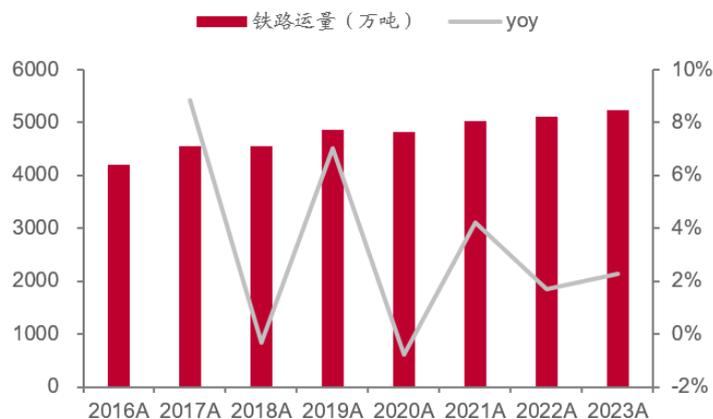
地区	热值 (千卡)	中长期交易价格合理区间 (元/吨)
秦皇岛港	5500.00	570-770
山西	5500.00	370-570
陕西	5500.00	320-520
蒙西	5500.00	260-460
蒙东	3500.00	200-300
河北	5500.00	480-680
黑龙江	5500.00	545-745

山东	5500.00	555-755
安徽	5000.00	545-745

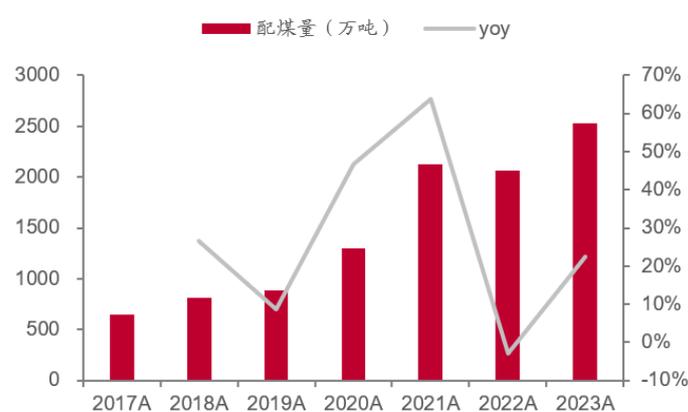
来源：国家发改委、中泰证券研究所

## 4、铁路运输便利，助力煤电一体化

- 公司目前拥有自营铁路网 1 条干线+16 条支线**，联通淮河能源集团淮南矿区所有煤矿和电厂，是煤矿出煤和电厂燃料入库的必经通道，具有不可替代性。但是目前铁路运输费没有政策变化，并且货运量也保持相对稳定。2023 年铁路总里程 272.5 公里，设计运能 7000 万吨/年，铁路货运量 5233.55 万吨，近年来，铁路运费执行 19.60 元/吨，货运量和利润都较为稳定。
- “配煤+铁运”，助力煤电一体化。**公司配煤业务主要由淮矿电燃和电燃（芜湖）两家子公司开展，围绕打造成安徽省最大煤炭贸易商定位，已形成较为稳定的上游采购资源、下游客户和中间通道。目前公司负责淮河能源集团部分煤炭的销售，而淮河能源集团作为安徽省煤炭产能规模最大的企业，煤炭销售需求巨大。2023 年公司配煤业务量达 2531.19 万吨，同比增长 23%。

**图表 36：公司铁路货运量自 2020 年来逐年提升**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 37：公司配煤业务量呈现上升趋势**


来源：公司公告、中泰证券研究所

## 5、盈利预测和估值

### 5.1 主要假设

- 电力业务：**
  - 装机容量：**公司 2023 年实现了潘集一期的注入，在考虑后续潘集二期和谢桥电厂的 2025 年注入和潘三电厂 2025 年关停的情况下，预计公司 2024-2026 年装机容量分别为 3510/3510/5880MW，权

- 益容量分别为 2885/2885/5255MW。
- **发电量:** 我们预计未来几年安徽省的能源结构不发生重大改变的背景下, 安徽省的电力供应仍然偏紧, 预计公司电厂利用小时数未来仍然会保持高位。预计公司电厂利用小时数仍然会保持高位, 2024-2026 年的公司年平均利用小时数为 4549/4577/4759 小时, 2024-2026 年对应的公司发电量为 160/161/280 亿千瓦时。
  - **上网电价:** 在国家当前容量电价政策的背景下, 我们预计公司的单位电量电价将小幅下降, 预计 2024-2026 年公司的上网电价为 381/379/377 元/兆瓦时。
  - **发电成本:** 公司火电项目为坑口电厂, 煤价全部为坑口长协价格, 燃料成本稳定性较强, 我们预计 2024-2026 年对应度电成本为 346/339/332 元/兆瓦时。
    - **铁路业务:**
      - 公司铁路业务主要成本相对固定, 在货运量短期也没有大幅变化, 假设公司铁路业务收入和成本与 2023 年持平。
    - **煤炭销售:**
      - 安徽省内煤炭需求预计将保持旺盛, 煤炭价格后续下降空间有限。公司煤炭销售主要供自身电厂或参股电厂使用, 煤炭业务开采成本也相对固定。假设公司收入端和成本端都保持相对稳定。
    - **物流贸易:**
      - 由于公司公告中表示要围绕打造成安徽省最大煤炭贸易商定位, 故假设配煤量在 2024-2026 年间保持稳定增长。

**图表 38: 电力业务关键假设**

电力	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>装机量 (MW)</b>	<b>3510</b>	<b>3510</b>	<b>3510</b>	<b>5880</b>
潘三电厂	270	270	270	
顾桥电厂	660	660	660	660
潘集电厂一期	1320	1320	1320	1320
田集电厂一期	1260	1260	1260	1260
潘集电厂二期				1320
谢桥电厂				1320
<b>权益容量 (MW)</b>	<b>2885</b>	<b>2885</b>	<b>2885</b>	<b>5255</b>
潘三电厂	270	270	270	
顾桥电厂	660	660	660	660
潘集电厂一期	1320	1320	1320	1320
田集电厂一期	635	635	635	635
潘集电厂二期				1320
谢桥电厂				1320
<b>年平均利用小时</b>	<b>4499</b>	<b>4549</b>	<b>4577</b>	<b>4759</b>

yoy (%)	7.45%	1.11%	0.61%	3.98%
发电量 (亿千瓦时)	158	160	161	280
yoy (%)	51.47%	1.11%	0.61%	74.19%
单位电量电价 (元/兆瓦时)	389	381	379	377
yoy (%)	-9.56%	-2.00%	-0.50%	-0.50%
容量电价收入 (百万元)		289	289	867
单位电力生产成本 (元/兆瓦时)	353	346	339	332
yoy (%)	-12.89%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
营业收入 (百万元)	6136	6369	6375	11417
yoy (%)	36.99%	3.79%	0.10%	79.08%
营业成本 (百万元)	5578	5527	5450	9303
yoy (%)	31.95%	-0.91%	-1.40%	70.71%
毛利润 (百万元)	558	841	925	2113
yoy (%)	121.65%	50.81%	9.98%	128.37%

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 39：铁路业务关键假设**

铁路运输	2023A	2024E	2025E	2026E
铁路运量 (万吨)	5234	5234	5234	5234
yoy (%)	2.28%	0.00%	0.00%	0.00%
单位收入 (元)	16	16	16	16
yoy (%)	-4.15%	0.00%	0.00%	0.00%
单位成本 (元)	9	9	9	9
yoy (%)	-13.22%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入 (百万元)	854	854	854	854
yoy (%)	-1.96%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (百万元)	451	451	451	451
yoy (%)	-11.23%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利润 (百万元)	402	402	402	402
yoy (%)	11.06%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 40: 煤炭销售和物流贸易业务关键假设**

煤炭销售		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)		1932	1932	1932	1932
yoy (%)		-5.46%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (百万元)		1451	1463	1477	1492
yoy (%)		5.25%	0.85%	1.00%	1.00%
毛利润 (百万元)		481	469	454	440
yoy(%)		-27.66%	2.40%	2.10%	2.10%
物流贸易		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)		18200	18636	19028	19427
yoy (%)		2.84%	2.40%	2.10%	2.10%
营业成本 (百万元)		18059	18457	18826	19165
yoy (%)		3.89%	2.20%	2.00%	1.80%
毛利润 (百万元)		140	180	202	263
yoy(%)		-55.52%	2.40%	2.10%	2.10%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 5.2 估值和投资建议

- 我们以 2024 年 7 月 29 日收盘价为基准, 我们选取了业务均涉及煤电一体化的公司与淮河能源进行对比, 分别是: 新集能源、中国神华、内蒙华电、陕西能源进行估值对比, 上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 11.8X。预计公司 2024-2026 年实现营业收入 280.03/284.01/338.42 亿元, 增速分别为 2%/1%/19%; 实现净利润 10.47/11.37/20.22 亿元, 增速分别为 25%/9%/78%, 对应 PE 分别为 12.8X/11.8X/6.6X。考虑到淮河能源火电板块成长空间较大, 背靠集团充足煤源, 煤电一体化规模有望持续扩大, 首次覆盖给予“增持”评级。

**图表 41: 淮河能源可比公司盈利预测与估值表**

名称	收盘价		每股收益				市盈率 PE			
	2024/7/29	PB	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
新集能源	8.82	1.7	0.81	0.90	0.98	1.13	10.9	9.8	9.0	7.8
中国神华	40.84	2.1	3.00	3.20	3.28	3.37	13.6	12.8	12.5	12.1
内蒙华电	4.34	1.9	0.31	0.37	0.41	0.46	14.0	11.7	10.6	9.4
陕西能源	10.72	1.8	0.68	0.83	0.92	1.07	15.8	12.9	11.7	10.0
平均值	/	1.9					13.6	11.8	10.9	9.8
淮河能源	3.46	1.2	0.22	0.27	0.29	0.52	16.0	12.8	11.8	6.6

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 除新集能源、内蒙华电、陕西能源采用 wind 一致预期外, 其余采用中泰煤炭团队估值

## 6、风险提示

■ **综合电价下行风险。**

如果煤价大幅下跌，火电市场化交易电价可能也会大幅度降低，相比其他火电公司，煤电一体化标的受到电价下跌的负面影响更大。

■ **煤价上行风险。**

根据目前公司的公告，公司商品煤产量始终低于耗煤量。后续如果淮南矿业集团向公司注入电力资产的话，公司耗煤量将进一步提高。公司整体的电力盈利能力将承压。

■ **资产注入不确定性风险。**

上市公司产能扩张主要来自集团的资产注入，虽然有同业竞争承诺，但是，注入的估值和方案具有不确定性。

■ **研报使用信息数据更新不及时风险。**

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,499	3,380	4,458	5,540	营业收入	27,333	28,003	28,401	33,842
应收票据	0	0	0	0	营业成本	25,628	25,987	26,293	30,500
应收账款	1,825	1,677	1,472	1,646	税金及附加	150	152	155	173
预付账款	161	306	263	292	销售费用	52	52	53	61
存货	1,037	1,043	864	1,083	管理费用	502	560	568	677
合同资产	0	0	0	0	研发费用	179	196	185	169
其他流动资产	841	610	610	783	财务费用	182	170	170	188
流动资产合计	6,363	7,017	7,666	9,344	信用减值损失	-16	9	8	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	3,494	3,494	3,494	3,494	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	10,052	9,801	9,456	8,617	投资收益	270	300	300	309
在建工程	1,119	540	1,000	2,000	其他收益	107	70	88	79
无形资产	1,856	1,809	1,783	1,782	营业利润	1,055	1,317	1,428	2,517
其他非流动资产	620	701	804	842	营业外收入	19	19	19	19
非流动资产合计	17,142	16,345	16,536	16,735	营业外支出	49	49	49	49
资产合计	23,505	23,362	24,203	26,079	利润总额	1,025	1,287	1,398	2,487
短期借款	1,385	1,038	1,038	1,038	所得税	147	193	210	373
应付票据	47	460	446	336	净利润	878	1,094	1,188	2,114
应付账款	2,928	1,904	2,036	2,251	少数股东损益	38	47	51	91
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	840	1,047	1,137	2,022
合同负债	215	234	193	240	NOPLAT	1,033	1,239	1,332	2,273
其他应付款	355	355	355	355	EPS (按最新股本摊薄)	0.22	0.27	0.29	0.52
一年内到期的非流动负债	1,198	1,198	1,198	1,198					
其他流动负债	330	343	345	383					
流动负债合计	6,457	5,532	5,611	5,801	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	3,732	3,888	4,044	4,200	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	967	967	967	967	营业收入增长率	7.8%	2.4%	1.4%	19.2%
非流动负债合计	4,700	4,856	5,011	5,167	EBIT增长率	41.0%	20.7%	7.6%	70.6%
负债合计	11,157	10,387	10,623	10,968	归母公司净利润增长率	142.0%	24.7%	8.6%	77.9%
归属母公司所有者权益	10,901	11,480	12,034	13,474	获利能力				
少数股东权益	1,447	1,494	1,545	1,637	毛利率	6.2%	7.2%	7.4%	9.9%
所有者权益合计	12,348	12,975	13,580	15,111	净利率	3.2%	3.9%	4.2%	6.2%
负债和股东权益	23,505	23,362	24,203	26,079	ROE	6.8%	8.1%	8.4%	13.4%
					ROIC	7.8%	9.1%	9.4%	14.4%
					偿债能力				
					资产负债率	47.5%	44.5%	43.9%	42.1%
					债务权益比	59.0%	54.7%	53.4%	49.0%
					流动比率	1.0	1.3	1.4	1.6
					速动比率	0.8	1.1	1.2	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3
					应收账款周转天数	21	23	20	17
					应付账款周转天数	28	33	27	25
					存货周转天数	12	14	13	11
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.22	0.27	0.29	0.52
					每股经营现金流	0.25	0.47	0.71	0.71
					每股净资产	2.81	2.95	3.10	3.47
					估值比率				
					P/E	16.0	12.8	11.8	6.6
					P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
					EV/EBITDA	205	168	162	116

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。