

恒源煤电 (600971.SH) 煤电成长兼具一体化布局, 高分红凸显投资价值

2024年10月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2024/10/22
当前股价(元)	10.05
一年最高最低(元)	14.35/8.39
总市值(亿元)	120.60
流通市值(亿元)	120.60
总股本(亿股)	12.00
流通股本(亿股)	12.00
近3个月换手率(%)	59.81

● 煤电成长兼具一体化布局, 高分红凸显投资价值, 给予“买入”评级

公司煤炭资源和区位优势凸显, 在建火电机组和绿电推进煤电一体化布局。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 16.0/16.9/17.3 亿元, 同比-21.6%/+6.0%/+2.4%, 折合 EPS 分别为 1.33/1.41/1.44 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 7.5/7.1/6.9 倍。与可比公司相比, 2024-2026E 淮北矿业、平煤股份、盘江股份、冀中能源、山西焦煤 5 家公司归母净利润对应当前股价 PE 平均为 14.6/11.0/9.2 倍, 恒源煤电估值相对更低。公司具备四方面亮点: 一是公司依靠深部资源开发挖潜煤炭储量及集团煤矿资产注入, 未来公司煤炭产能或有增长; 二是公司长协煤销售占比较高, 煤炭业务盈利维持相对稳定, 且公司煤炭业务生产成本较低, 吨煤毛利较可比公司具有明显优势; 三是公司新建电力业务稳步推进, 预计到 2025 年末, 公司电力业务装机规模有望较 2023 年末增长 89%, 且伴随燃料煤成本下降, 公司电力业务盈利有望改善; 四是公司资产负债率持续下降, 货币资金/归母净利润、未分配利润/归母净利润比重皆高于行业平均水平, 叠加公司资本开支规模整体可控, 公司分红比例提升未来可期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 煤炭业务: 煤矿成长性未来可期, 吨煤盈利具备可比优势

公司下辖 5 座煤矿, 核定煤炭产能 1095 万吨/年, 近年来公司积极通过深部资源开发寻求煤炭新增储量, 同时公司拥有集团多项煤矿资源不可撤销收购权, 截至 2024H1, 皖北煤电集团资产证券化率达 44.7%, 未来公司有望继续通过集团内部资产注入的方式扩大公司煤炭业务规模, 公司煤炭业务产销增量可期。此外, 公司长协煤销售占比达 90%, 煤炭业务盈利稳定性较强, 严格成本管控下公司吨煤成本相对较低, 吨煤毛利较可比公司具有优势。

● 电力业务: 装机规模持续扩容, 业绩有望同比改善

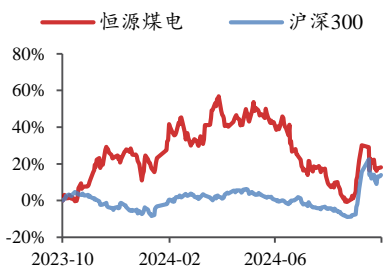
截至 2023 年末, 公司火电装机规模 1466MW, 权益规模 550MW, 前线营孜发电公司二期 1000MW 火电项目正在建设, 预计 2024 年底建成, 一期 300MW 风电项目正在建设中, 预计在 2025 年底建成, 二期 500MW 风电项目待一期项目建成后亦将按照规划推进。预计到 2025 年末, 公司电力业务装机规模将提升至 2766MW, 较 2023 年末提升 89%, 权益装机规模 1188MW, 较 2023 年末提升 116%。未来安徽省内电价有望保持稳定, 煤电一体化有利于降低经营成本, 且近年来随着煤炭价格逐渐向合理水平回归, 原料煤成本有望下降, 叠加公司电力项目建设稳步推进, 电力业务营收规模或持续提升, 未来公司电力业务盈利或逐步改善。

● 高现金流兼备低负债率, 公司高分红未来可期

近年来, 公司资产负债率稳步下降, 公司资产负债率低于煤炭行业整体水平, 且 2021 年以来公司偿债能力有所提升, 当前公司货币资金/归母净利润、未分配利润/归母净利润皆高于行业平均水平, 公司分红具备提升条件。近年来公司分红水平整体呈上升趋势, 2023 年分红比例为 50.1%, 未来公司资本支出规模预计可控。公司煤炭产能仍或有增长空间, 叠加电力装机规模有望实现翻倍增长, 公司盈利能力有望稳步增强, 并有望推动公司分红水平进一步提升, 公司长期投资价值凸显。

● 风险提示: 煤价超预期下跌; 集团资产注入不及预期; 在建项目不及预期。

股价走势图



数据来源: 聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,393	7,786	7,814	7,915	7,930
YOY(%)	24.4	-7.2	0.4	1.3	0.2
归母净利润(百万元)	2,527	2,036	1,596	1,692	1,733
YOY(%)	82.2	-19.4	-21.6	6.0	2.4
毛利率(%)	50.8	47.0	41.6	41.7	41.7
净利率(%)	30.1	26.1	20.4	21.4	21.9
ROE(%)	19.0	16.0	12.0	11.9	11.6
EPS(摊薄/元)	2.11	1.70	1.33	1.41	1.44
P/E(倍)	4.8	5.9	7.5	7.1	6.9
P/B(倍)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 背靠安徽国资委，煤炭为主、电力为辅格局初步形成.....	4
2、 煤炭业务：煤矿成长性可期，吨煤盈利具备可比优势.....	8
2.1、 深部资源开发挖潜煤炭储量，集团煤矿资产注入未来可期.....	8
2.2、 长协煤销售占比高，严格成本管控下吨煤成本相对较低.....	12
3、 其他业务：电力装机规模有望倍增，石膏盈利相对稳定.....	13
3.1、 电力业务：装机规模持续扩容，业绩有望同比改善.....	13
3.2、 石膏业务：进军石膏开采业务，盈利规模相对稳定.....	17
4、 高现金流兼备低负债率，公司高分红未来可期.....	18
5、 盈利预测与投资建议.....	20
6、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

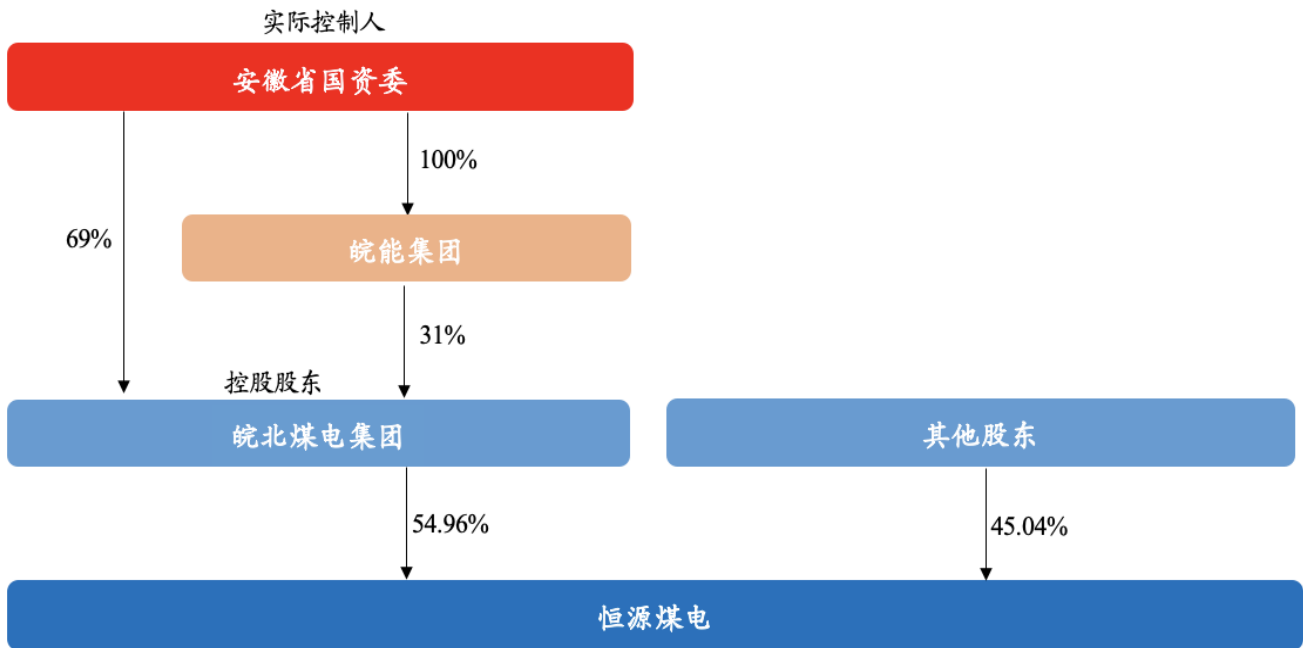
图 1： 公司实际控制人为安徽省国资委，持股比例 54.96%	4
图 2： 公司初步形成以煤炭为主、煤电及新能源为辅的业务发展格局.....	5
图 3： 2020 年以来公司营收维持高位	6
图 4： 2023 年公司毛利虽有回落但仍维持高位.....	6
图 5： 2023 年公司归母净利润虽有回落但仍维持高位.....	6
图 6： 2020 年以来公司盈利能力整体稳中提升.....	6
图 7： 2021 年以来公司煤炭业务营收增速相对较高.....	7
图 8： 2023 年公司煤炭业务营收占比提升至 97%	7
图 9： 公司煤炭业务毛利率保持相对稳定	7
图 10： 煤炭业务贡献公司主要盈利	7
图 11： 2023 期间费用率 15.1%，较 2018 下降 4.4pct.....	8
图 12： 2023 年公司经营活动产生的现金净流量为 35.8 亿元，同比+19.6%	8
图 13： 恒源煤矿改扩建后可采年限已达 51.7 年.....	9
图 14： 皖北煤电集团煤炭资源储量丰富	10
图 15： 2017 年后皖北煤电集团资产证券化率明显提升.....	10
图 16： 2020 年以来公司煤炭产销量逐渐趋于稳定.....	11
图 17： 2023 年公司洗精煤占商品煤产量比重为 38%	11
图 18： 2023 年公司洗精煤占商品煤销量比重为 37.8%	11
图 19： 2023 年公司洗精煤洗选率为 30%	11
图 20： 公司长协煤销售占比约为 90%	12
图 21： 2023 年吨煤售价虽有回落但仍处于较高水平.....	12
图 22： 恒源煤电吨煤售价在可比公司中较高（元/吨）	12
图 23： 2018 年以来公司吨煤成本上行明显.....	13
图 24： 吨煤材料费用及职工薪酬涨幅较大（元/吨）	13
图 25： 公司吨煤成本相对较低（元/吨）	13
图 26： 公司吨煤毛利优势明显（元/吨）	13
图 27： 2023 年公司电力业务营收下滑幅度放缓.....	15
图 28： 2022-2023 年电力业务营业成本有所下滑	15

图 29: 2023 年公司电力业务毛利同比改善.....	15
图 30: 2023 年电力业务毛利率同比改善	15
图 31: 2023 年钱营孜发电公司及国能宿州热电公司净利润为正 (万元)	15
图 32: 安徽 GDP 增速高于全国增速	16
图 33: 安徽人均电力消费量低于全国水平.....	16
图 34: 2023 年电力业务制造费用增长明显	17
图 35: 2021 年以来材料费用占比逐年下降.....	17
图 36: 2021-2023 年恒泰新材料净利润相对稳定	18
图 37: 2020-2023 年恒泰新材料净资产 CAGR 为 18.8%	18
图 38: 公司资产负债率低于煤炭行业整体水平.....	18
图 39: 公司现金到期债务比稳步提升	18
图 40: 货币资金、货币资金/归母净利润倍数较高	19
图 41: 未分配利润、未分配利润/归母净利润倍数较高.....	19
图 42: 2023 年分红总额 10.2 亿元, 分红比例为 50.1%	19
图 43: 2023 年公司每股股利为 0.85 元, 股息率为 7.62%	19
图 44: 2020-2023 年公司资本支出整体呈增长趋势	20
表 1: 截至 2023 年末, 公司核定煤炭产能 1095 万吨/年.....	9
表 2: 皖北煤电集团非上市公司所属煤矿核定产能 1980 万吨/年, 权益产能 1059 万吨/年.....	10
表 3: 截至 2023 年末, 公司装机规模 1466MW, 权益规模 550MW	14
表 4: 预计 2024 年, 安徽省内电力供应仍存缺口 (万千瓦)	16
表 5: 2024-2026 年公司煤炭业务盈利预测	21
表 6: 2024-2026 年公司电力业务盈利预测	21
表 7: 与可比公司相比, 恒源煤电估值相对较低.....	22

1、背靠安徽国资委，煤炭为主、电力为辅格局初步形成

公司控股股东为皖北煤电集团，实际控制人为安徽省国资委。安徽恒源煤电股份有限公司（简称：恒源煤电）由安徽省皖北煤电集团有限公司（简称：皖北煤电集团）作为主发起人，于2000年12月29日发起设立，2004年8月于上海证券交易所上市。截至2023年末，公司控股股东为皖北煤电集团，持股比例为54.96%，实际控制人为安徽省国资委。皖北煤电集团作为安徽省属13户重点企业集团之一，目前初步形成了煤炭、煤化工、电力、物流贸易四大业务板块，与公司经营具有协同效应。

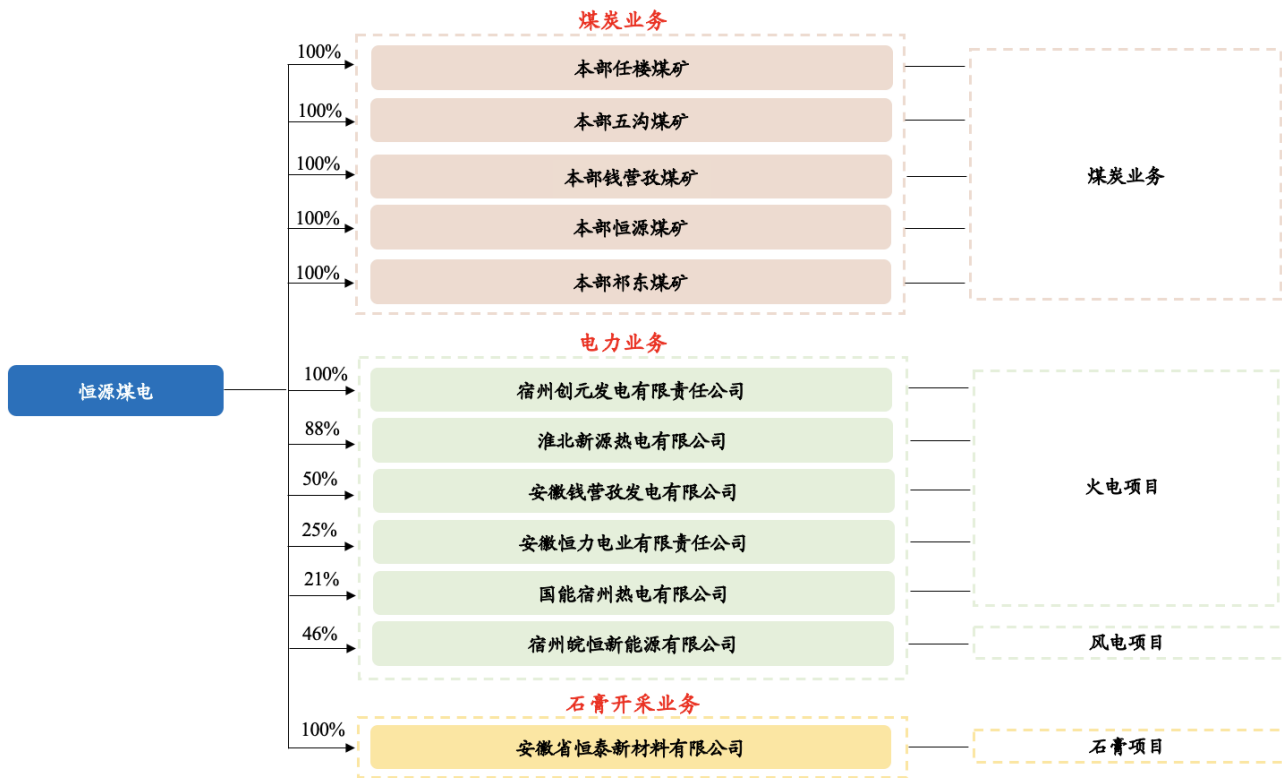
图1：公司实际控制人为安徽省国资委，持股比例 54.96%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

备注：数据取自 2023 年年报

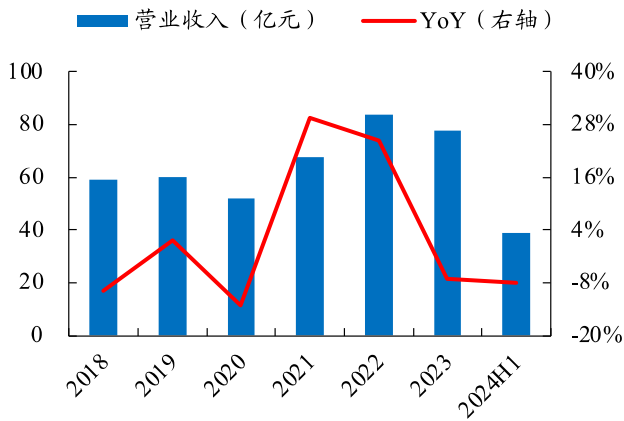
公司形成以煤炭为主、煤电及新能源为辅的业务发展格局。恒源煤电主要从事煤炭开采、洗选加工、销售等业务，2007年公司通过发行可转债募集资金及公司自有资金收购皖北煤电集团下的卧龙湖煤矿、五沟煤矿 100% 的股权，2009 年通过重大资产购买及发行股份购买资产的方式收购皖北煤电集团下的任楼煤矿、祁东煤矿及钱营孜煤矿三个煤矿的采矿权。在公司扩大煤炭主业规模的同时，公司利用自身煤炭资源发展煤电联营，积极布局电力业务，其中在火电方面，公司分别于 2005 年、2014 年以合资方式组建淮北新源热电有限公司以及安徽钱营孜发电有限公司从事煤电业务，同时公司于 2012-2022 年间先后收购皖北煤电集团持有的安徽恒力电业 25% 的股权、宿州创元发电 100% 的股权以及国能宿州热电 21% 的股权，火电装机容量得到提升；在新能源发电方面，公司积极响应国家“双碳”战略，2023 年以合资方式组建宿州皖恒新能源公司从事绿电业务。此外，公司于 2021 年收购恒泰新材料 100% 的股权，从事以石膏开采为主的新材料业务。目前，公司已初步形成煤炭为主，煤电及新能源为辅的业务发展格局。

图2：公司初步形成以煤炭为主、煤电及新能源为辅的业务发展格局


资料来源：公司公告、开源证券研究所

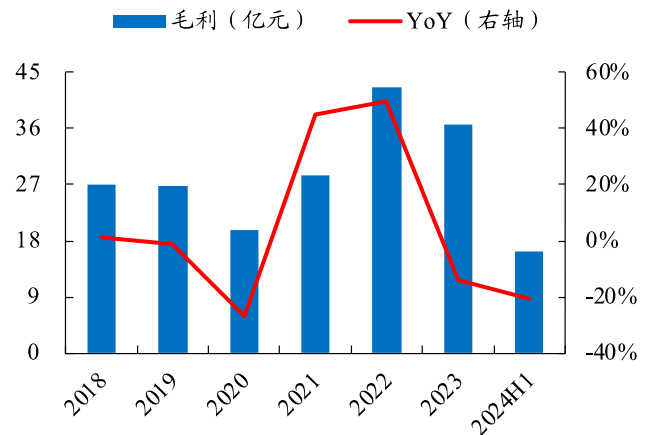
受益于煤价上涨,2021年以来公司盈利维持高位。2018年受煤炭产能政策影响,公司刘桥一矿、卧龙湖煤矿关井停产,煤炭产销量大幅下降,导致公司营收下滑,但同时受益于成本下降,公司毛利及归母净利润同比+1.2%/+10.5%,毛利率、归母净利润率提升至45.8%/20.7%。2019年受煤炭业务材料及职工薪酬上涨影响,公司盈利能力有所下滑,2019年公司实现营业收入60亿元,同比+1.7%,实现毛利26.7亿元,同比-1.1%,实现归母净利润11.3亿元,同比-7.6%,毛利率、归母净利润率下降至44.6%/18.8%。在2020Q1复工复产不及预期以及2020Q2、2020Q3部分矿井工作面过断层的影响下,公司煤炭产销量大幅减少,导致2020年公司营业收入同比-13.2%,毛利同比-26.6亿元,归母净利润同比-31.5%,2020年公司毛利率和归母净利润率分别下滑6.9pct/4pct至37.7%/14.8%。2020年四季度后,公司煤矿工作面逐渐恢复,2021年以来煤炭产销量开始企稳,且受益于2021-2022年国内煤炭价格中枢上行,公司盈利能力得到明显提升,2021-2022年公司实现营业收入67.5/83.9亿元,同比+29.5%/+24.3%,实现毛利28.4/42.6亿元,同比+44.9%/+49.8%,实现归母净利润13.9/25.1亿元,同比+79.4%/+81.2%,2022年公司毛利率/归母净利润率提升至50.8%/30%。2023年国内煤价同比有所回落但仍处于相对高位,全年公司实现营业收入77.9亿元,同比-7.2%,实现毛利36.6亿元,同比-14.2%,实现归母净利润20.4亿元,同比-19%,毛利率及归母净利润率均下滑3.8pct分别至47%、26.1%。2024年上半年,在公司商品煤销量小幅增长的情况下,由于公司吨煤售价下滑叠加公司吨煤成本上升,公司吨煤毛利同比-21.7%至396.4元/吨,拖累公司业绩表现,2024H1公司实现营业收入38.9亿元,同比-8.1%,实现归母净利润7.6亿元,同比-32.1%,公司毛利率及归母净利润率下滑至42%、19.5%。

图3：2020年以来公司营收维持高位



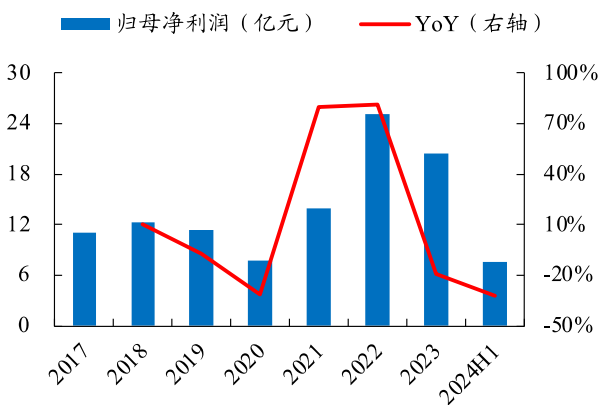
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023年公司毛利虽有回落但仍维持高位



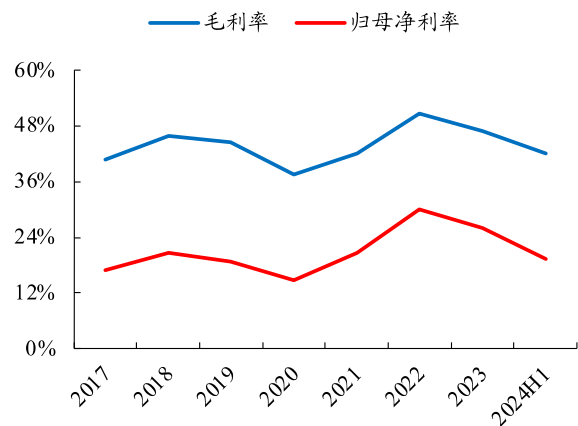
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023年公司归母净利润虽有回落但仍维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

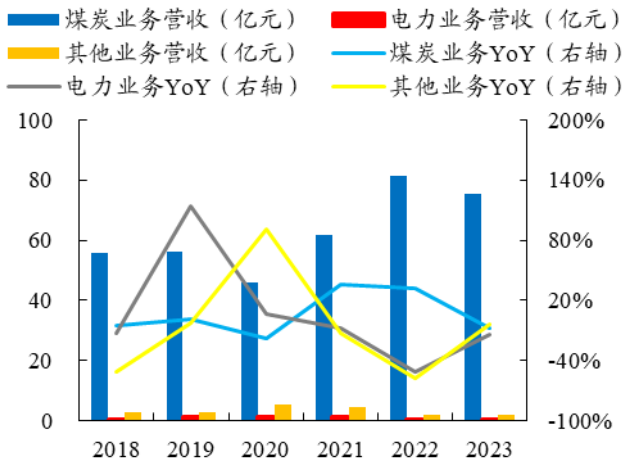
图6：2020年以来公司盈利能力整体稳中提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

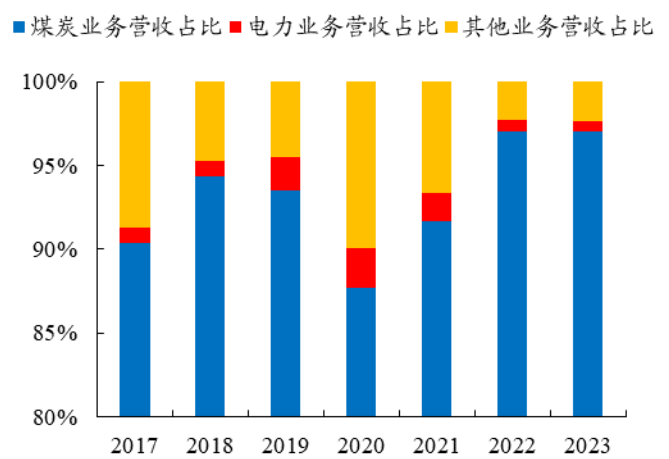
煤炭业务贡献公司主要盈利，盈利保持相对稳定。分业务来看，受益于煤炭价格上涨，2021-2022年公司煤炭业务营收增速达35.4%/31.6%，煤炭业务营收占比由2020年的87.7%提升至2021-2022年的91.7%/97.1%，2023年受煤炭价格中枢下移影响，公司煤炭业务营收为75.6亿元，同比-7.2%，营收占比小幅回落至97%；近年来煤炭业务毛利率维持相对稳定，2023年公司煤炭业务毛利率为46.7%，2017-2023年煤炭业务毛利率平均为44.8%；当前公司盈利主要由煤炭业务贡献，2023年公司煤炭业务毛利占比为96.5%，2017-2023年煤炭业务毛利占比平均为94.7%。2021-2023年公司电力业务营收整体呈回落趋势，2021-2023年公司电力业务营收同比-7.9%/-51.8%/-14%，电力业务占公司营收比重从2020年的2.4%下降至2023年的0.6%；同时在燃料煤成本上涨影响下，电力业务毛利率由2021年的10.2%下降至2022-2023年的-55.4%/-46.4%；目前公司电力业务尚处于亏损状态，2023年公司电力业务毛利占比为-0.6%。

图7：2021年以来公司煤炭业务营收增速相对较高



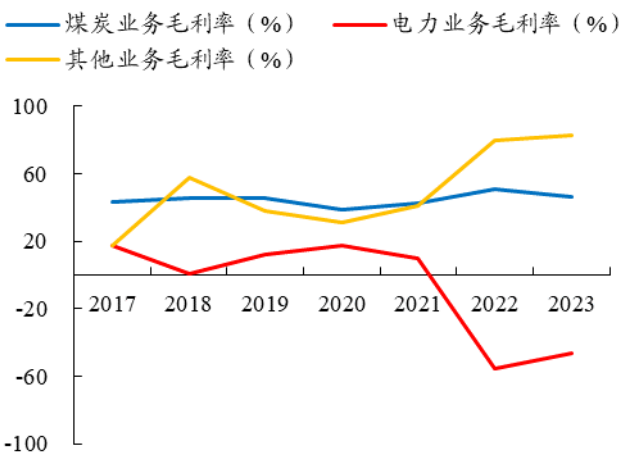
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年公司煤炭业务营收占比提升至97%



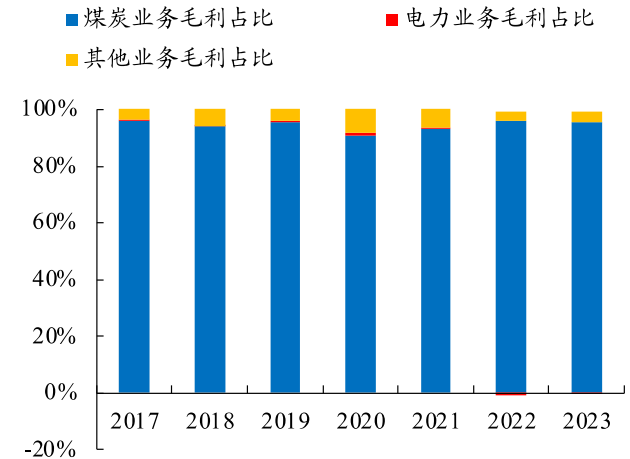
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司煤炭业务毛利率保持相对稳定



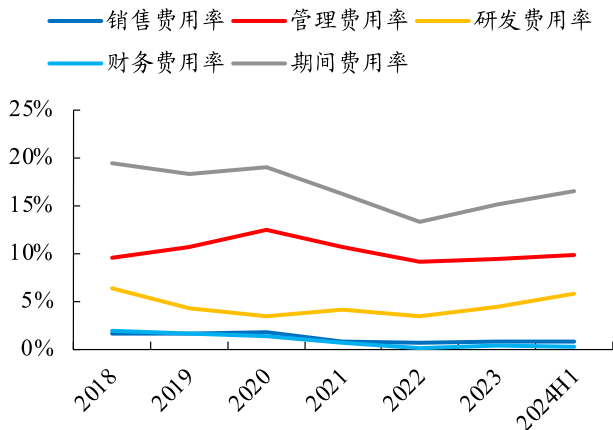
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：煤炭业务贡献公司主要盈利

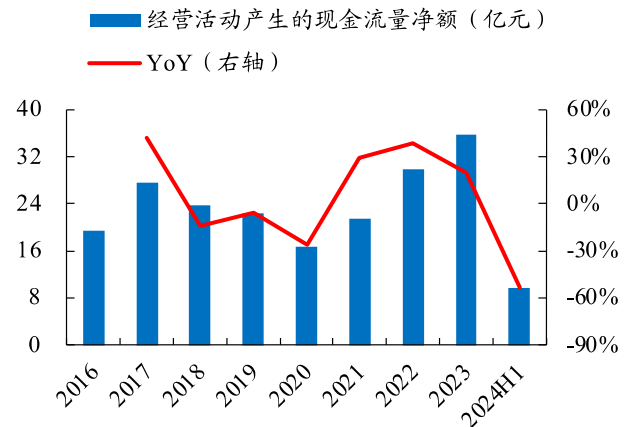


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率稳步下降，经营活动产生的现金流量净额持续增长。期间费用方面，近年来公司在管理、销售和财务等方面的成本控制取得显著成效，2023年公司期间费用率（包含销售费用、管理费用、研发费用、财务费用）为15.1%，较2018年减少4.4pct，其中2023年公司销售费用率为0.8%，较2018年减少0.9pct，管理费用率为9.4%，较2018年减少0.2pct，研发费用率为4.5%，较2018年减少1.8pct，财务费用率为0.4%，较2018年减少1.5pct。现金流方面，2020年以来公司业务经营较为稳健，叠加2021-2023年煤价维持相对高位，公司经营性现金流持续为正，且维持相对高速增长，2021-2023年公司经营活动产生的现金流量净额为21.5/29.9/35.8亿元，同比+29.2%/38.8%/19.6%，公司持续成长和扩张潜力显著提升。2024年上半年，受公司运输、仓储及延时等费用，以及人员薪酬、折旧等成本减少影响，公司期间费用率小幅下滑，但由于2024年上半年煤炭销售收到的现金减少，导致公司经营活动产生的现金流量净额同-53.5%。

图11：2023 期间费用率 15.1%，较 2018 下降 4.4pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023 年公司经营活动产生的现金净流量为 35.8 亿元，同比+19.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、煤炭业务：煤矿成长性可期，吨煤盈利具备可比优势

2.1、深部资源开发挖潜煤炭储量，集团煤矿资产注入未来可期

公司下辖 5 座煤矿，核定煤炭产能 1095 万吨/年。公司地处经济发达的华东地区，坐落在全国 13 个亿吨级煤炭基地之一的两淮基地，主要煤炭产品包括混煤、洗末煤、冶炼精煤等，煤炭产品具备低硫、低磷、低灰、高发热量等特点，广泛应用于电力、冶金、石化、建材、炼焦、高炉喷吹、民用等领域，是理想的动力用煤和生活用煤。截至 2023 年末，公司下辖恒源煤矿（200 万吨/年）、五沟煤矿（90 万吨/年）、任楼煤矿（240 万吨/年）、祁东煤矿（180 万吨/年）、钱营孜煤矿（385 万吨/年）5 对矿井及 5 座配套选煤厂，5 座煤矿权益占比均为 100%，公司煤炭核定生产能力 1095 万吨/年，可采储量达 5.57 亿吨，可采年限为 50.9 年。

(1) 恒源煤矿：恒源煤矿于 1993 年底正式投产，2006 年核定生产能力为 200 万吨/年，2009 年 7 月改制为安徽恒源煤电股份有限公司煤矿；

(2) 五沟煤矿：2007 年公司通过发行可转债募集资金及公司自有资金收购皖北煤电集团卧龙湖煤矿、五沟煤矿 100% 的股权，其中五沟煤矿产能 60 万吨/年，2009 年产能核增至 150 万吨/年，2016 年出于煤炭行业化解过剩产能考虑，产能核减至 90 万吨/年；

(3) 任楼煤矿：2009 年公司收购任楼煤矿，核定产能 280 万吨/年，2016 年产能核减至 240 万吨/年；

(4) 祁东煤矿：2009 年公司收购祁东煤矿，核定产能 225 万吨/年，2016 年核减至 180 万吨/年；

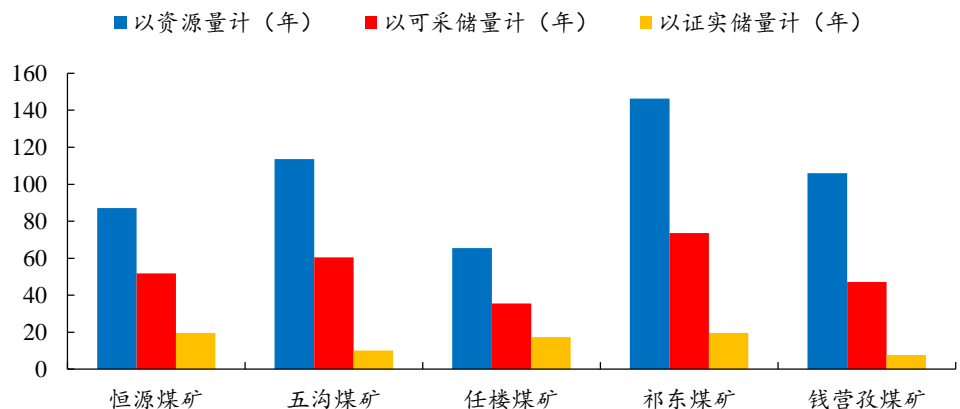
(5) 钱营孜煤矿：2009 年公司收购钱营孜煤矿，收购时为在建煤矿，2010 年钱营孜煤矿正式投产，目前核定生产能力为 385 万吨/年。

表1: 截至 2023 年末, 公司核定煤炭产能 1095 万吨/年

矿井	地区	主要煤种	持股比例 (%)	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
恒源煤矿	安徽省淮北市	贫煤、无烟煤	100%	17,436	10,349	51.7	200	200	在产
五沟煤矿	安徽省淮北市	焦煤、肥煤、1/3 焦煤	100%	10,224	5,447	60.5	90	90	在产
任楼煤矿	安徽省淮北市	气煤、肥煤	100%	15,720	8,539	35.6	240	240	在产
祁东煤矿	安徽省宿州市	肥煤、1/3 焦煤、气煤、无烟煤	100%	26,333	13,240	73.6	180	180	在产
钱营孜煤矿	安徽省宿州市	气煤、1/3 焦煤	100%	40,825	18,119	47.1	385	385	在产
合计	-	-	-	110,538	55,693	50.9	1095	1095	-

资料来源: 公司公告、恒源煤矿、中国煤炭清洁利用、煤矿工作社、握手皖煤、IntelMining 智能矿业、开源证券研究所

推进深部资源开发改建项目, 推动煤炭资源增储突破。截至 2023 年末, 公司煤炭资源量 11.1 亿吨, 可采储量 5.6 亿吨, 证实储量 1.5 亿吨, 以资源量/可采储量/证实储量计算, 公司煤矿可采年限分别为 100.9/50.9/14.1 年。分煤矿来看, 当前公司下属的 5 对煤矿中任楼煤矿资源储量相对较低, 截至 2023 年末, 任楼煤矿以资源量/可采储量/证实储量计可采年限分别为 65.5/35.6/17.4 年。为解决公司煤炭资源接续问题, 公司积极通过煤矿改建解决资源接续问题, 截至 2024 年 6 月末, 恒源煤矿改建工程预算投入 13.4 亿元, 改建工程累计投入占预算比例已达 106.34%, 按照恒源煤矿当前 10349 万吨可采储量、年产能 200 万吨/年计算, 恒源煤矿可采年限已达 51.7 年。

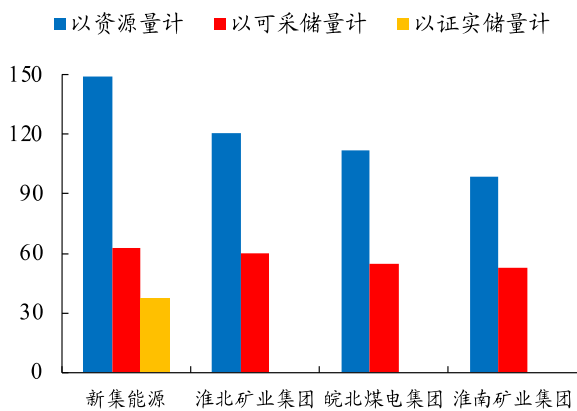
图13: 恒源煤矿改扩建后可采年限已达 51.7 年


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

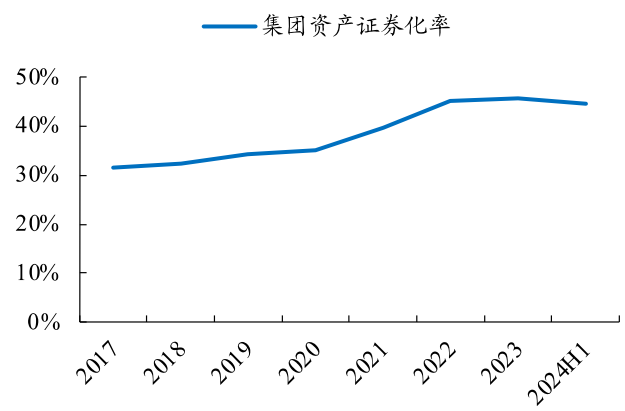
皖北煤电集团未证券化煤炭产能约 1980 万吨/年, 公司拥有集团多项煤矿资源不可撤销收购权。2007 年以来, 公司通过集团资产注入的方式扩大煤炭主业经营规模, 皖北煤电集团作为安徽省四大煤炭开采企业, 煤炭资源储量丰厚。截至 2020 年 12 月末, 集团煤炭资源地质储量/可采储量分别约为 24.49/11.97 亿吨, 以 2020 年在产矿井核定产能计算, 集团煤炭地质储量/可采储量的可采年限为 112/55 年。集团煤炭板块拥有安徽省第一家上市煤炭企业恒源煤电和省外四个煤炭公司 (智能公司、招贤矿业、西北矿业、昌恒煤焦), 共 11 对矿井、产能

3075 万吨/年，除恒源煤电拥有的 1095 万吨/年的煤炭产能外，皖北煤电集团未证券化煤炭产能共计 1980 万吨/年。公司拥有集团多项煤矿资源不可撤销收购权，可以根据自身经营发展需要和市场时机，通过自有资金、公开发行人股票、非公开发行股票、配股、发行可转换公司债券或其他方式予以收购。

集团证券化率有待提升，煤矿资产注入未来可期。2021 年 7 月，安徽省国资委起草制定《关于推动省属企业国有资产资本化证券化工作方案》，提出将系统推动国有资产资本化证券化，力争通过三年行动，实现‘三个千亿’目标，其中《方案》要求推动省属企业通过首发上市融资和已上市企业增发、配股、资产注入、发行债券及利用多种金融工具等方式，控股上市公司达到 32 户以上、资产证券化率达到 55% 以上，利用多层次资本市场直接融资 1000 亿元以上。近年来，皖北煤电集团资产证券化率不断提高，截至 2024H1，皖北煤电集团资产证券化率达 44.7%，未来集团仍有提升资产证券化率需求，公司有望继续通过集团内部资产注入方式扩大公司煤炭业务规模，煤炭业务产销增量可期。

图14：皖北煤电集团煤炭资源储量丰富


数据来源：公司公告、淮北矿业集团短融券募集说明书等、开源证券研究所

图15：2017 年后皖北煤电集团资产证券化率明显提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：数据取自 2024H1 报告期

表2：皖北煤电集团非上市公司所属煤矿核定产能 1980 万吨/年，权益产能 1059 万吨/年

矿井	地区	煤种	持股比例	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可采年限 (年)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)	状态
恒晋煤矿	山西临汾	肥煤、1/3 焦煤	70%	3957	1681	14.0	120	84	在产
恒昇煤矿	山西临汾	肥煤、1/3 焦煤	70%	3474	1565	10.4	150	105	在产
昌恒煤矿	陕西吕梁	1/3 焦煤	51%	2196	1628	10.9	150	77	在产
麻地梁煤矿	内蒙古鄂尔多斯	长焰煤	53.79%	66973	40469	40.5	1000	538	在产
朱集西煤矿	安徽淮南	气煤、1/3 焦煤	50%	84305	39561	123.6	320	160	在产
招贤煤矿	陕西宝鸡	长焰煤	40%	35009	15916	66.3	240	96	在产
合计	-	-	-	195913	100819	50.9	1980	1059	-

资料来源：公司官网、安徽省皖北煤电集团有限责任公司 2022 年跟踪评级报告、湖南能源、开源证券研究所

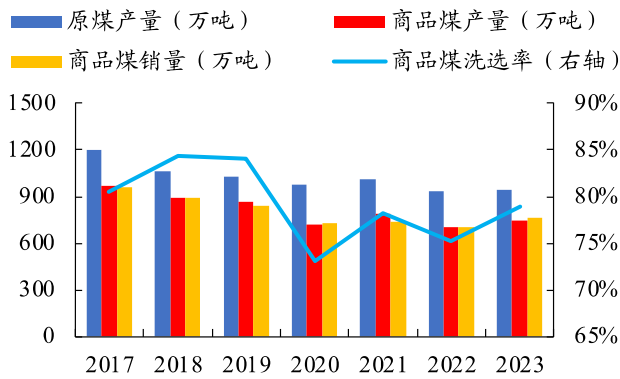
备注：数据截至 2022 年 3 月底

商品煤洗选率稳步提升，公司煤炭产能有望稳定释放。公司按照国家关于供给

侧结构性改革和煤炭行业化解过剩产能的系列决策部署以及安徽省政府有关煤炭行业化解过剩产能相关政策要求，分别于2017年底、2018年底关闭了刘桥一矿和卧龙湖煤矿，同时核减了任楼、祁东、五沟三对生产矿井的核定产能，导致公司2018、2019年商品煤产销量同比下降，2020年受一季度疫情停产及二、三季度部分矿井过断层影响，导致公司煤炭产销水平延续此前下降趋势。2021年以来，公司原煤生产波动性明显降低，原煤洗选率亦自2020年的73.1%提升至2023年的79%，公司商品煤产销量亦维持相对稳定。在未有重大不利条件下，未来公司煤炭产销量有望稳定释放，公司业绩稳定性有望提升。

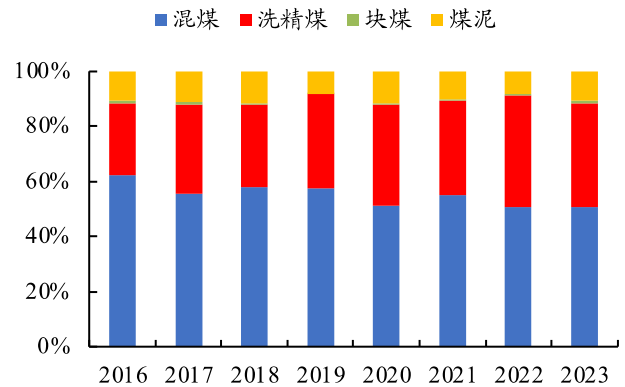
公司洗精煤占商品煤产销量比重约为38%，近年来公司洗精煤洗选率稳步提升。分煤种来看，近年来公司洗精煤产销量及占商品煤产销量比重整体呈上升趋势，2023年公司混煤/洗精煤/块煤/煤泥产量为377/283.2/3.9/81.4万吨，占公司商品煤产量比重为50.6%/38%/0.5%/10.9%，2023年公司混煤/洗精煤/块煤/煤泥销量为393.3/288.1/3.9/76.6万吨，占公司商品煤销量比重为51.6%/37.8%/0.5%/10.1%。整体来看，近年来公司洗精煤洗选率稳步提升，2023年公司洗精煤洗选率为30%，较2017年提升4.1pct。

图16: 2020年以来公司煤炭产销量逐渐趋于稳定



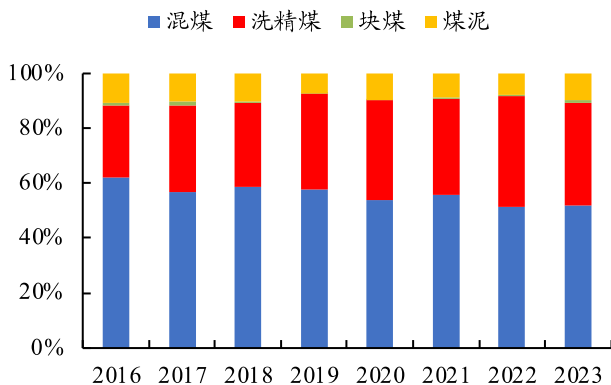
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2023年公司洗精煤占商品煤产量比重为38%



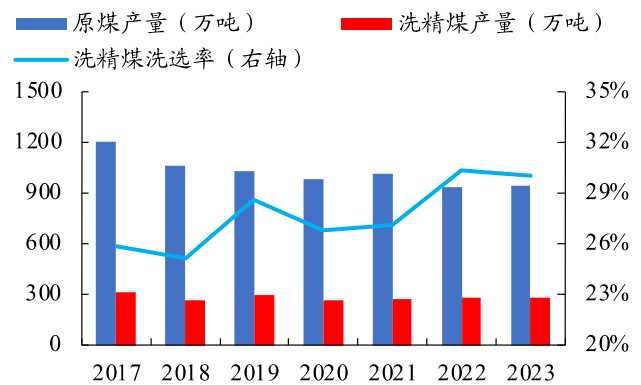
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 2023年公司洗精煤占商品煤销量比重为37.8%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 2023年公司洗精煤洗选率为30%

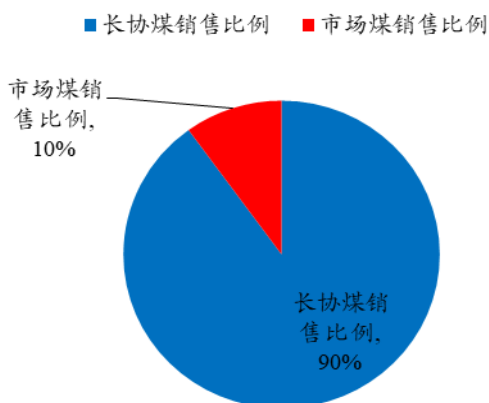


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、长协煤销售占比高，严格成本管控下吨煤成本相对较低

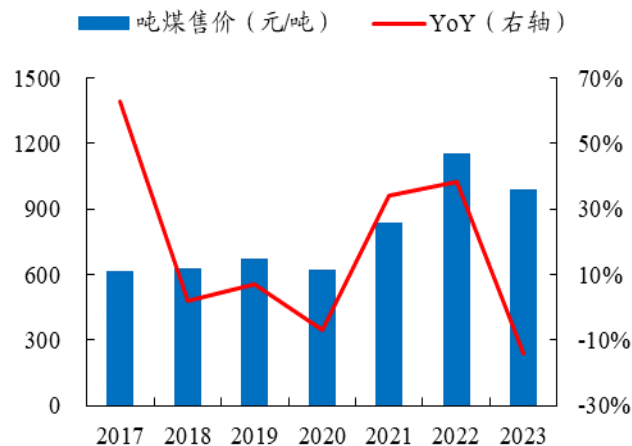
长协煤销售占比达 90%，煤炭业务盈利稳定性较强。公司煤炭销售主要执行长协价格，长协煤销售占比达 90%，有利于增强煤炭业务盈利稳定性，减少煤价波动对公司利润的影响。其中动力煤定价按照全国动力煤中长协价格定价机制，依据计算公式确定 5000 大卡动力煤价格，原则上一个月调整一次；精煤参照周边煤企及市场价格确定长协价格，原则上一季度调整一次，在价格波动较大时，公司可与客户沟通对价格进行动态合理调整。2021-2022 年公司煤炭售价在国内煤价上行的趋势下出现大幅抬升，期间吨煤综合售价为 836.9/1156 元/吨，同比+34.2%/38.1%，2023 年公司吨煤综合售价跟随市场煤价下降趋势同比-14.2%至 991.8 元/吨。横向对比来看，公司吨煤售价在可比公司中相对较高，2023 年公司吨煤售价低于淮北矿业（1159.8 元/吨）、山西焦煤（1106.8 元/吨），但高于平煤股份（983.2 元/吨）、盘江股份（787.7 元/吨）、冀中能源（743.2 元/吨）等公司同期水平。

图20：公司长协煤销售占比约为 90%



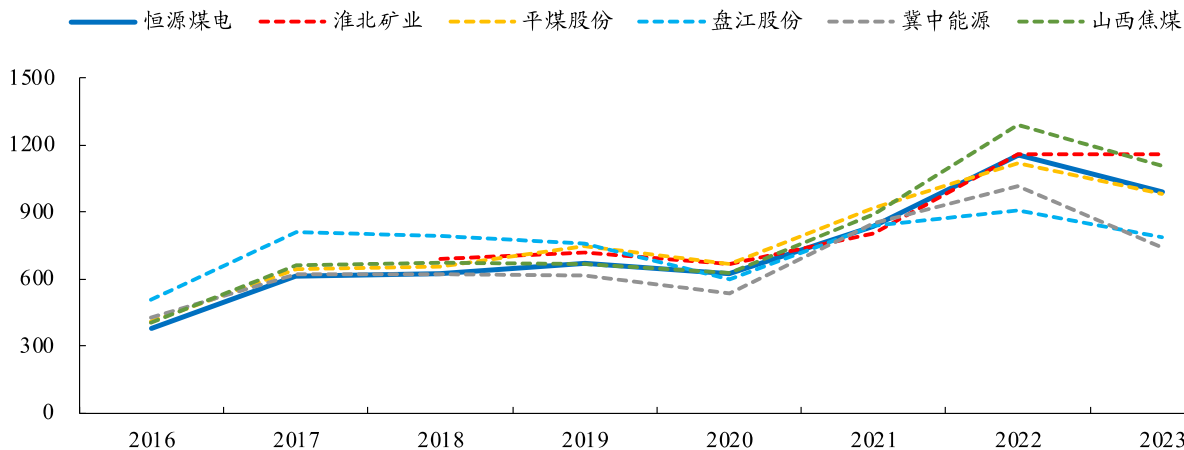
数据来源：上证路演中心、开源证券研究所

图21：2023 年吨煤售价虽有回落但仍处于较高水平



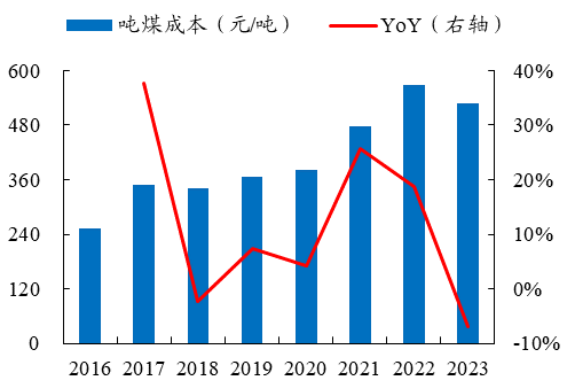
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：恒源煤电吨煤售价在可比公司中较高（元/吨）

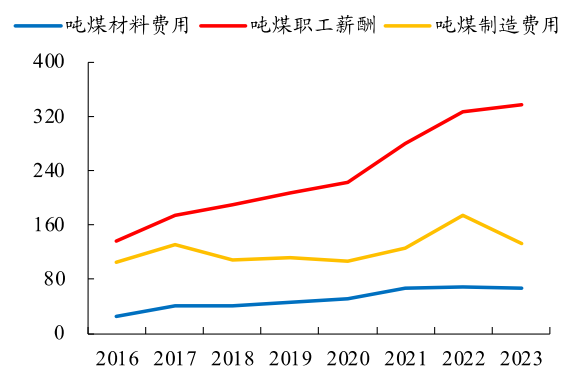


数据来源：公司公告、开源证券研究所

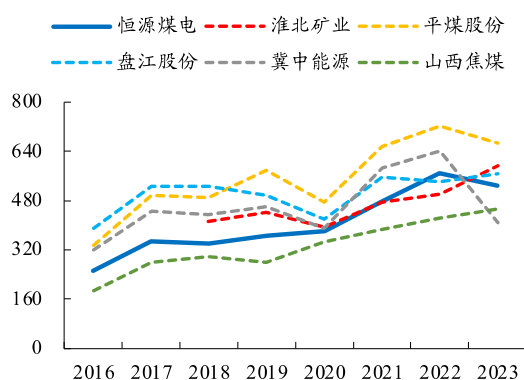
严控成本下公司吨煤成本相对较低，吨煤毛利较可比公司具有优势。近年来，公司吨煤成本整体呈上行趋势，2019-2022 年公司吨煤成本连续 4 年上涨，2023 年在吨煤制造费用回落的带动下，公司吨煤综合成本为 528.9 元/吨，同比-7%。其中，近年来公司吨煤材料费用及职工薪酬涨幅相对较快，2016-2023 年期间，公司吨煤材料费用/职工薪酬/制造费用 CAGR 分别达 15.1%/13.8%/3.5%。横向对比来看，尽管近年来公司吨煤成本整体上行，但与可比公司相比，恒源煤电吨煤成本仍具有明显优势，2023 年公司吨煤成本明显低于平煤股份（668 元/吨）、淮北矿业（592.3 元/吨）、盘江股份（569.1 元/吨）水平。在公司低成本生产优势下，公司吨煤盈利能力较为出众，2023 年公司吨煤毛利为 462.9 元/吨，高于冀中能源（333.6 元/吨）、平煤股份（315.2 元/吨）、盘江股份（218.6 元/吨）的同期水平。

图23：2018 年以来公司吨煤成本上行明显


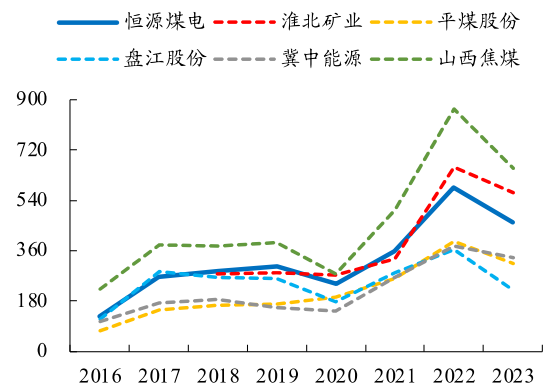
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：吨煤材料费用及职工薪酬涨幅较大（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司吨煤成本相对较低（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：公司吨煤毛利优势明显（元/吨）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、其他业务：电力装机规模有望倍增，石膏盈利相对稳定

3.1、电力业务：装机规模持续扩容，业绩有望同比改善

新建电力项目稳步推进，公司装机规模有望大幅增长。2005 年公司通过合资方

式组建淮北新源热电有限公司（持股比例 82%），并依托淮北新源热电有限公司实施刘桥煤泥煤矸石电厂 2*15MW 项目，正式布局电力业务；2014 年公司与皖北电力共同投资设立安徽钱营孜发电有限公司（持股比例 50%），主要以钱营孜煤矿及周边煤矿的低热值燃煤和煤矸石为燃料，建设 2*350MW 综合利用发电项目，实现周边地区及公司资源的综合利用。同时，公司积极通过集团资产注入的方式扩大电力业务规模，分别于 2012 年、2019 年、2022 年收购安徽恒力电业 25% 的股权（2*6MW）、宿州创元发电 100% 的股权（2*12MW）以及国能宿州热电 21% 的股权（2*350MW）。截至 2023 年末，公司电力业务装机规模 1466MW，其中权益装机规模 550MW。当前钱营孜发电公司二期 1000MW 火电项目正在建设，预计 2024 年底建成，建成后钱营孜公司火电装机规模将达到 1700MW；同时，公司积极布局新能源发电项目，2023 年公司出资设立宿州皖恒新能源有限公司（持股 46%），当前一期 300MW 风电项目正在建设中，预计在 2025 年底建成，二期 500MW 风电项目待一期项目建成后亦将按照规划推进。预计到 2025 年末，公司电力业务装机规模将提升至 2766MW，较 2023 年末提升 89%，权益装机规模 1188MW，较 2023 年末提升 116%。

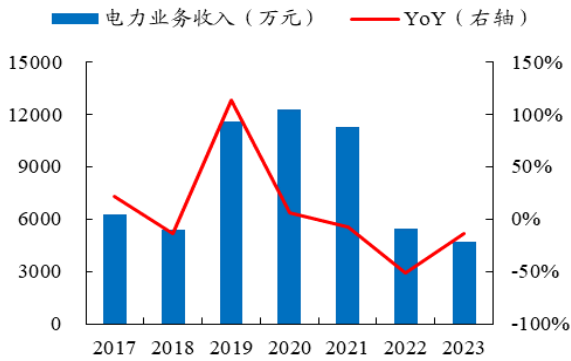
表3：截至 2023 年末，公司装机规模 1466MW，权益规模 550MW

类型	公司名称	地区	装机规模 (MW)	权益占比	权益规模 (MW)	状态	备注
火电	淮北新源热电有限公司	安徽省淮北市	2*15	88%	26	在产	合并报表范围内电厂
火电	安徽钱营孜发电有限公司	安徽省宿州市	2*350	50%	350	在产	一期项目 钱营孜煤矿配套电厂
火电	安徽恒力电业有限责任公司	安徽省淮北市	2*6	25%	3	在产	任楼煤矿配套电厂 合并报表范围内电厂
火电	宿州创元发电有限责任公司	安徽省宿州市	2*12	100%	24	在产	祁东煤矿配套电厂 合并报表范围内电厂
火电	国能宿州热电有限公司	安徽省宿州市	2*350	21%	147	在产	-
在产合计	-	-	1466	-	550	-	-
火电	安徽钱营孜发电有限公司	安徽省宿州市	1000	50%	500	在建	二期项目 预计 2024 年底建成
风电	宿州皖恒新能源有限公司	安徽省宿州市	300	46%	138	在建	一期项目 预计 2025 年建成
风电	宿州皖恒新能源有限公司	安徽省宿州市	500	46%	230	未建	二期项目 待一期项目建成后推进
在建/未建合计	-	-	1800	-	868	-	-
总计	-	-	3266	-	1418	-	-

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、爱企查、天眼查、企业家日报、新浪财经、开源证券研究所

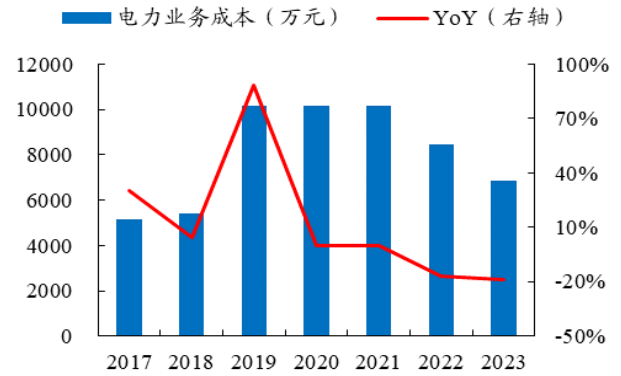
2023 年公司电力业务毛利率同比有所改善。2020 年以来，公司电力业务收入规模呈下降趋势，但 2023 年收入规模下滑幅度已明显减小，同时 2020 年以来公司电力业务营业成本亦有明显下滑，2023 年公司电力业务毛利率已出现同比改善。伴随煤价逐步向合理水平回落，公司电力业务盈利有望持续改善。

图27：2023 年公司电力业务营收下滑幅度放缓



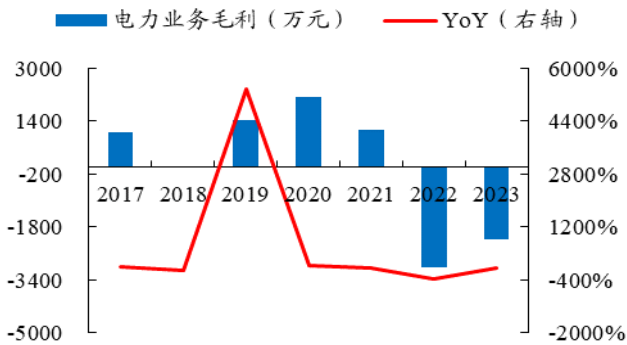
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2022-2023 年电力业务营业成本有所下滑



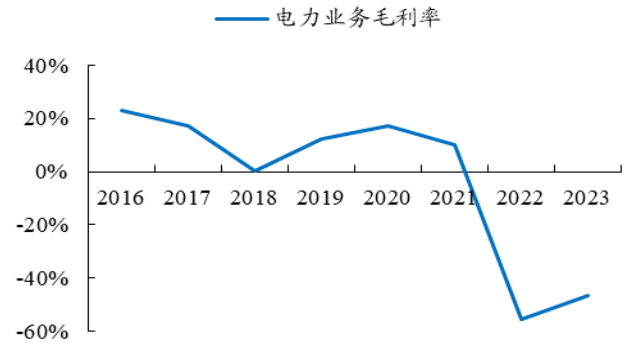
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：2023 年公司电力业务毛利同比改善



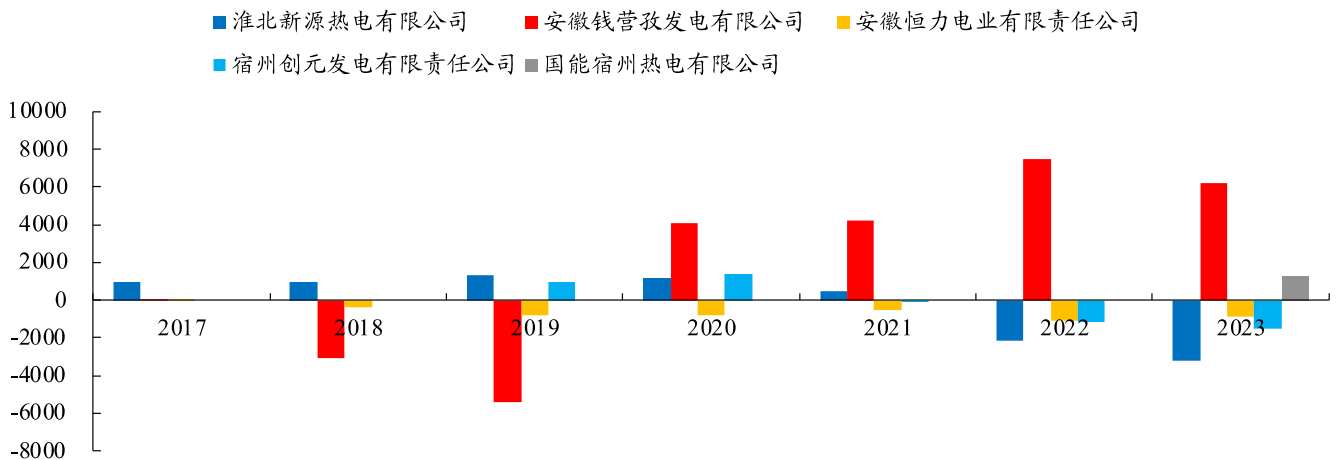
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2023 年电力业务毛利率同比改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

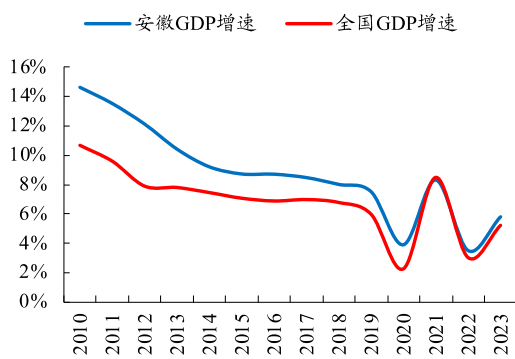
图31：2023 年钱营孜发电公司及国能宿州热电公司净利润为正（万元）



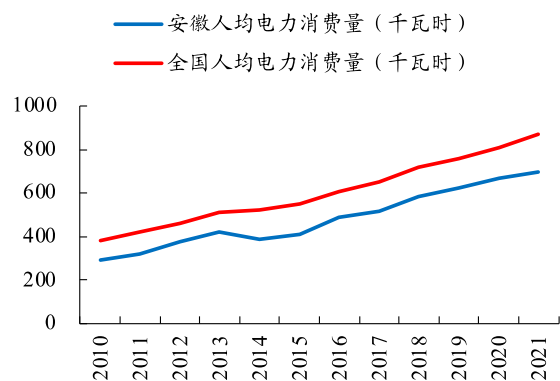
数据来源：公司公告、开源证券研究所

安徽省内电价有望保持稳定，煤电一体化有利于降低经营成本。从收入端来看，安徽省 GDP 增速长期高于国内整体水平，而安徽省人均电力消费水平低于全国，

电力消费的增长空间较大，预计未来省内电力需求仍有较高增长，而根据《安徽省人民政府办公厅关于印发安徽省电力供应保障三年行动方案（2022—2024）的通知》，2022-2024年安徽省电力缺口预计分别为443万千瓦、164万千瓦、24万千瓦，安徽省内电力供应或仍偏紧，省内电价有望保持稳定；从成本端来看，由于公司电厂机组较小，叠加近年来煤炭价格上涨以及环保投入成本逐步增加，导致公司电力业务出现亏损，当前国内煤价中枢有所下移，燃料煤成本有望降低，且目前公司电厂年消耗自产煤炭约150万吨，其中钱营孜一期项目消耗约130万吨，待钱营孜电厂二期项目完成后自供煤耗量有望达到300万吨，占2023年公司商品煤产量的40%，煤电一体化程度提升有望降低电力业务经营成本，叠加公司电力项目建设稳步推进，电力业务营收规模有望提升，未来公司电力业务盈利或逐步改善。

图32：安徽 GDP 增速高于全国增速


数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：安徽人均电力消费量低于全国水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：预计 2024 年，安徽省内电力供应仍存缺口（万千瓦）

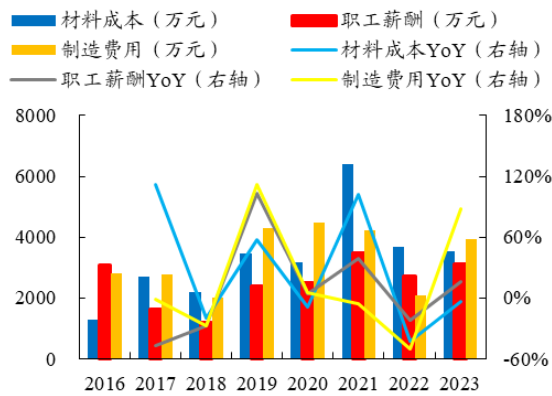
项目	2022E	2023E	2024E	三年合计
一、电力需求（规划备用）	6350	6910	7314	
（一）全社会最大负荷	5670	6170	6530	
（二）规划备用容量（12%）	680	740	784	
二、电力供应能力	5557	6371	6890	
（一）存量电力供应能力	4835	5557	6371	
（二）当年新增电力供应能力	722	814	519	2055
1. 规划新增电源	187	524	144	855
其中：煤电	167	396	136	699
抽水蓄能	0	120	0	120
生物质能	20	8	8	36
2. 规划新增准直流分电	125	75	0	200
3. 争取临时省外来电	350	125	125	600
其中：白鹤滩直流分电	0	100	100	200
长三角年度互济	200	0	0	200
长三角临时互济	100	0	0	100
区外临时来电	50	25	25	100
4. 推动灵活性电源建设	60	90	250	400

项目	2022E	2023E	2024E	三年合计
其中：应急备用电源	0	60	60	120
天然气调峰电站	0	0	160	160
电化学储能	60	30	30	120
三、用电负荷削减	350	375	400	
（一）电力需求侧管理	150	175	200	
（二）有序用电方案	200	200	200	
四、电力供需缺口（规划备用容量下）	443	164	24	

资料来源：安徽省发改委、开源证券研究所

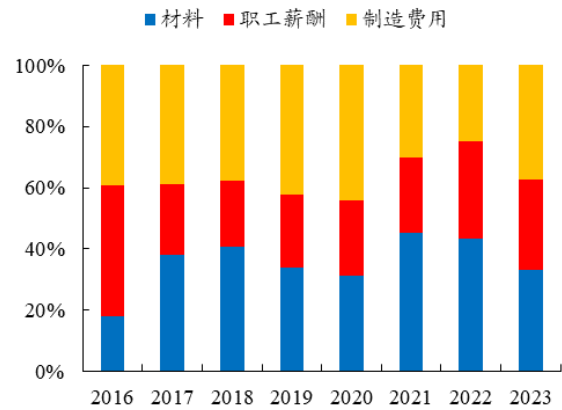
备注：电力供需缺口=电力需求-电力供应能力-用电负荷削减；临时省外来电受区域电网供需形势及外来电力通道制约，存在较大不确定性；电力供应紧张时段可适当降低备用率运行，电力供应缺口相应减少，但系统运行风险增加；安徽省最大负荷一般发生在晚高峰（20点—22点），此时段光伏发电无法出力，风电出力仅为装机容量的5%，因此2022—2024年间风光新能源出力忽略不计。

图34：2023 电力业务制造费用增长明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2021 年以来材料费用占比逐年下降

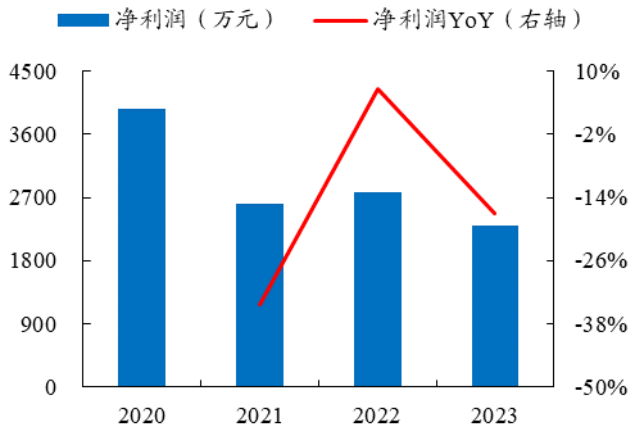


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、石膏业务：进军石膏开采业务，盈利规模相对稳定

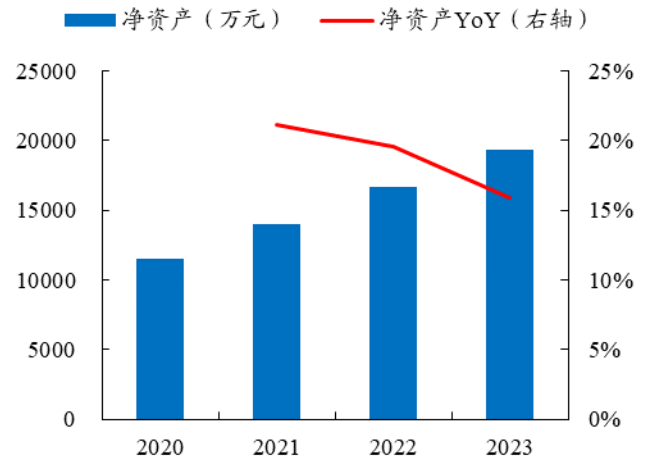
公司积极寻求多元化发展，收购恒泰新材料进军石膏开采业务。2015年后，在国家煤炭供给侧改革的背景下，公司煤炭产能有所下降，且煤炭资源量日趋减少，公司亟需通过产业扩张和结构调整来寻找和培育发展后劲，实现公司的多元化发展。2021年公司收购恒泰新材料100%的股权，从事以石膏开采为主的新材料业务，近年来恒泰新材料公司盈利维持相对稳定，2023年公司净利润为2303.4万元，同比-17%，2021-2023年恒泰新材料净利润平均为2561.37亿元；在公司盈利保持相对稳定的情况下，近年来公司净资产持续增长，2023年恒泰新材料净资产为19349.8万元，同比+15.9%，2020-2023年间净资产CAGR为18.8%。

图36：2021-2023 年恒泰新材料净利润相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：2020-2023 年恒泰新材料净资产 CAGR 为 18.8%

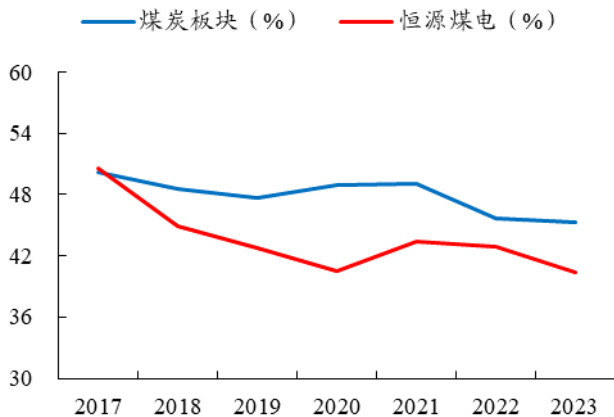


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、高现金流兼备低负债率，公司高分红未来可期

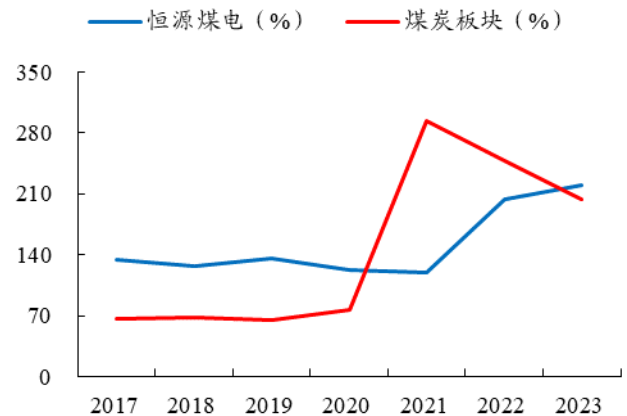
资产负债率稳中有降，货币资金、未分配利润储备高于行业平均水平。从资本结构来看，近年来公司资产负债率稳步下降，资本结构明显改善，截至 2023 年末，公司资产负债率为 40.3%，相比 2021 年下降 3pct；横向对比来看，公司资产负债率亦低于煤炭行业 45.3% 的整体水平。从偿债能力来看，2021 年以来公司偿债能力有所提升，2023 年公司现金到期债务比为 219.3%，较 2021 年提升 100.4pct；横向对比来看，2023 年公司现金到期债务比较煤炭行业高 16pct。从现金储备来看，2023 年公司货币资金 68.5 亿元，未分配利润 83.8 亿元，货币资金/归母净利润为 3.4 倍，未分配利润/归母净利润为 4.1 倍，2023 年申万煤炭一级行业货币资金/归母净利润为 2.7 倍，未分配利润/归母净利润为 4 倍，皆高于行业平均水平，公司分红具备提升能力。

图38：公司资产负债率低于煤炭行业整体水平



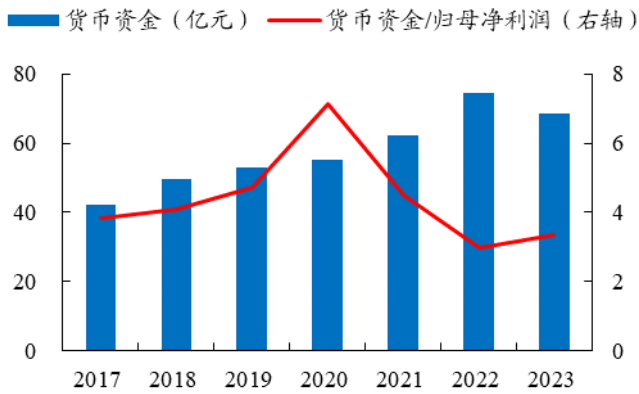
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：公司现金到期债务比稳步提升



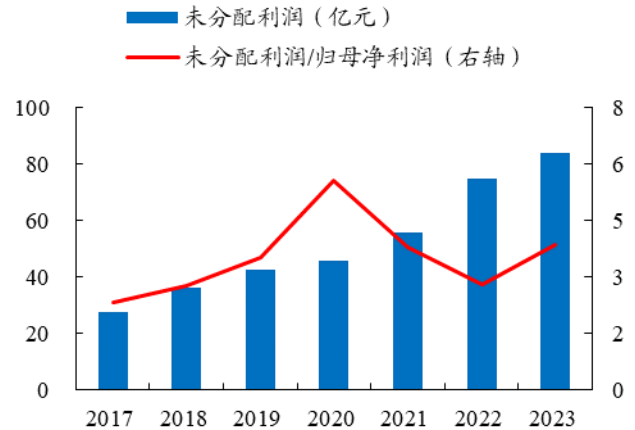
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：货币资金、货币资金/归母净利润倍数较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

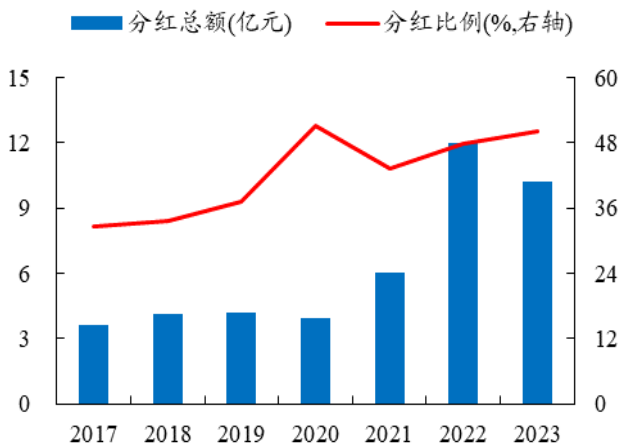
图41：未分配利润、未分配利润/归母净利润倍数较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

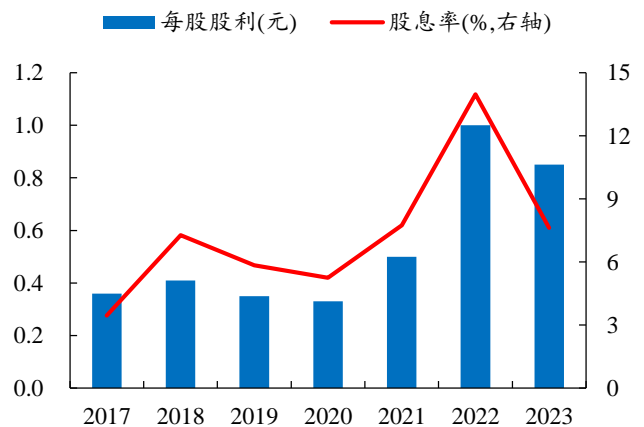
公司分红比例持续提升，2023年分红比例为50.1%。近年来公司分红水平整体呈上升趋势，2023年公司现金分红10.2亿元，分红比例达50.1%，同比+2.3pct，较2017年分红比例提升17.51pct。2020-2022年公司每股股利及股息率亦大幅提升，2022年公司每股股利为1元，以2022年12月31日收盘价计算，公司股息率达14%；2023年每股股利下滑至0.85元，以2023年12月31日收盘价计算，公司股息率仍高达7.6%；以2024年10月18日收盘价及2024年盈利预测计算，假设公司2024年分红比例维持2023年水平，当前公司股息率高达6.7%。从公司资本支出的角度来看，2021年以来公司资本支出水平出现一定程度提升，当前公司恒源煤矿改建项目投入基本完成，投资较大的项目为与皖能电力共同投资建设的钱营孜电厂二期和皖恒新能源项目，暂无其他大额项目投资，随着钱营孜二期项目以及皖恒新能源项目于2024年和2025年建成投产，未来公司资本支出规模预计可控。公司煤炭产能仍或有增长空间，叠加电力装机规模有望实现翻倍增长，公司盈利能力有望稳步增强，并有望推动公司分红水平进一步提升。

图42：2023年分红总额10.2亿元，分红比例为50.1%

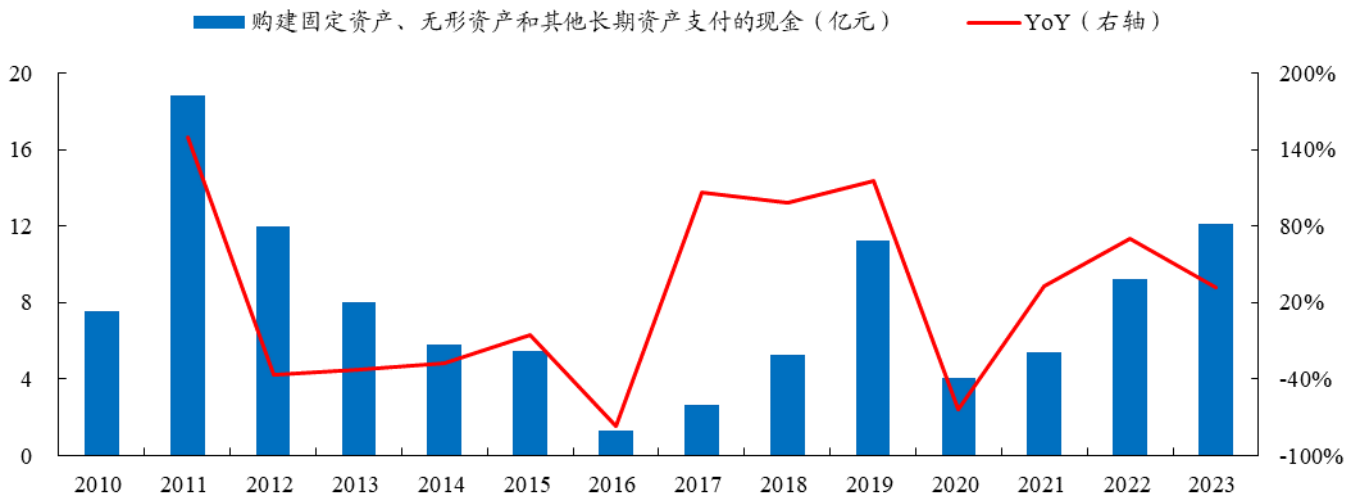


数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2023年公司每股股利为0.85元，股息率为7.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2020-2023 年公司资本支出整体呈增长趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司煤炭、煤化工及铁路运输业务拆分的主要预测依据：

(1) 煤炭业务：鉴于 2024 年前三季度公司原煤产量 729.32 万吨（平均每个季度为 243.11 万吨），同时假设四季度公司煤炭产量在消费旺季及安监形势缓解下有所爬坡，假设 2024 公司原煤产量为 990 万吨（即四季度假设生产 260 万吨左右），同时假设 2025-2026 年公司原煤产量基本保持稳定，分别为 993/995 万吨。2023 年公司原煤洗选率为 79%，商品煤产销率为 102.2%，由此假设 2024-2026 年公司原煤洗选率和商品煤产销率维持 2023 年水平，由此可得 2024-2026 年公司商品煤销量为 799/801/803 万吨。2023 年公司吨煤售价为 992 元/吨，考虑到 2024 年煤价中枢呈下滑趋势，但公司由于长协比例高，下滑幅度或相对有限，2025-2026 年在国内经济恢复带动下，煤炭消费需求回暖或在一定程度上对煤价起到支撑作用，因此假设公司 2024-2026 年吨煤售价为 950/960/960 元/吨。2024 年前三季度公司煤炭业务毛利率为 36.5%，考虑到四季度煤价或有回升，2024 年煤炭毛利率假定为 41%左右，2025-2026 年煤炭毛利率亦假设为该水平，由此可推算出 2024-2026 年公司吨煤成本为 560/565/565 元/吨。

(2) 电力业务：2023 年公司电力业务营收同比-14%，营业成本同比-19%，毛利率为-46.4%，假设 2023 年公司电力业务营收回落幅度收窄，且在燃料煤成本下降的情况下成本延续较高回落幅度，同时考虑到随着经济复苏增长，2025-2026 年电力业务营收增速或由负转正，因此假设 2024-2026 年公司电力业务营业收入增速为 -3%/+3%/+2%，电力业务营业成本增速为-12%/-5%/-3%。

盈利预测与估值：

预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 16.0/16.9/17.3 亿元，同比 -21.6%/+6.0%/+2.4%，折合 EPS 分别为 1.33/1.41/1.44 元/股，当前股价对应 PE 分别为 7.5/7.1/6.9 倍。与可比公司相比，2024-2026E 淮北矿业、平煤股份、盘江股份、冀中能源、山西焦煤 5 家公司归母净利润对应当前股价 PE 平均为

14.6/11.0/9.2 倍，恒源煤电估值相对更低。公司具备四方面亮点：一是公司依靠深部资源开发挖潜煤炭储量及集团煤矿资产注入，未来公司煤炭产能或有增长；二是公司长协煤销售占比较高，煤炭业务盈利维持相对稳定，且公司煤炭业务生产成本较低，吨煤毛利较可比公司具有明显优势；三是公司新建电力业务稳步推进，预计到 2025 年末，公司电力业务装机规模有望较 2023 年末增长 89%，且伴随燃料煤成本下降，公司电力业务盈利有望改善；四是公司资产负债率持续下降，货币资金/归母净利润、未分配利润/归母净利润比重皆高于行业平均水平，叠加公司资本开支规模整体可控，公司分红比例提升未来可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：2024-2026 年公司煤炭业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原煤产量 (万吨)	934	944	990	993	995
商品煤产量 (万吨)	703	745	782	784	786
洗选率	75.3%	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%
商品煤销量 (万吨)	704	762	799	801	803
产销率	100.2%	102.2%	102.2%	102.2%	102.2%
吨煤售价 (元/吨)	1156	992	950	960	960
吨煤成本 (元/吨)	569	529	560	565	565
吨煤毛利 (元/吨)	587	463	390	395	395
营业收入 (万元)	814043	755581	759084	769398	770948
营业成本 (万元)	400366	402941	447460	452823	453735
毛利 (万元)	413676	352640	311624	316575	317213
毛利率	50.8%	46.7%	41.1%	41.1%	41.1%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表6：2024-2026 年公司电力业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (万元)	5443	4683	4,543	4,679	4,772
YoY	-51.8%	-14.0%	-3.0%	3.0%	2.0%
营业成本 (万元)	8460	6856	6033	5731	5559
YoY	-16.7%	-19.0%	-12.0%	-5.0%	-3.0%
毛利 (万元)	-3017	-2173	-1490	-1052	-787
毛利率	-55.4%	-46.4%	-32.8%	-22.5%	-16.5%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表7：与可比公司相比，恒源煤电估值相对较低

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024/10/22
600985.SH	淮北矿业	440	57.5	64.2	68.3	7.6	6.8	6.4	1.1
601666.SH	平煤股份	254	30.8	32.4	35.9	8.2	7.8	7.1	1.1
600395.SH	盘江股份	118	3.1	5.3	7.3	38.0	22.2	16.3	1.1
000937.SZ	冀中能源	222	27.8	28.8	30.8	8.0	7.7	7.2	1.1
000983.SZ	山西焦煤	493	44.5	48.3	54.8	11.1	10.2	9.0	1.4
	均值					14.6	11.0	9.2	1.1
600971.SH	恒源煤电	120	16.0	16.9	17.3	7.5	7.1	6.9	1.0

资料来源：Wind、开源证券研究所

备注：总市值为 2024 年 10 月 22 日数据；除冀中能源盈利预测取自 Wind 一致预期外，其他公司盈利预测均为开源证券研究所预测

6、风险提示

(1) 煤价超预期下跌风险：若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。

(2) 集团资产注入不及预期风险：公司控股股东皖北煤电集团下属多座非上市矿井，存在资产注入预期，若集团资产注入进展不及预期，或影响公司煤炭产量释放及煤炭业务盈利水平提升。

(3) 在建项目进展不及预期风险：公司煤矿资源接续依赖现有矿井改建，同时当前钱营孜电厂二期项目及皖恒新能源风电项目正在建设中，若工程项目建设进程不及预期，或影响公司盈利水平。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11277	9908	10472	10751	12077
现金	7481	6848	7084	7647	8748
应收票据及应收账款	1017	1029	1136	1061	1075
其他应收款	60	50	61	51	61
预付账款	25	27	26	27	26
存货	477	353	564	363	566
其他流动资产	2216	1601	1601	1601	1601
非流动资产	10658	11356	11375	11355	11293
长期投资	1061	1355	1712	2074	2440
固定资产	4013	4133	3942	3680	3277
无形资产	3405	3594	3781	3920	4119
其他非流动资产	2179	2273	1940	1682	1457
资产总计	21935	21263	21847	22106	23370
流动负债	6364	6072	6226	5745	6329
短期借款	1163	1003	1003	1003	1003
应付票据及应付账款	1410	1569	1367	1449	1462
其他流动负债	3790	3500	3857	3293	3864
非流动负债	2335	2505	2363	2220	2077
长期借款	666	566	423	280	137
其他非流动负债	1670	1939	1939	1939	1939
负债合计	8699	8578	8589	7964	8406
少数股东权益	88	84	80	75	71
股本	1200	1200	1200	1200	1200
资本公积	2948	1605	1605	1605	1605
留存收益	8146	8982	9808	10699	11595
归属母公司股东权益	13148	12602	13178	14067	14894
负债和股东权益	21935	21263	21847	22106	23370

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2987	3577	2347	2186	2794
净利润	2521	2031	1592	1688	1729
折旧摊销	691	708	688	743	792
财务费用	2	34	45	25	-9
投资损失	-72	-91	-64	-70	-74
营运资金变动	-358	647	90	-194	354
其他经营现金流	203	248	-4	-7	1
投资活动现金流	-1095	-2912	-641	-651	-652
资本支出	920	1215	351	361	364
长期投资	-189	-443	-356	-362	-366
其他投资现金流	14	-1255	66	73	78
筹资活动现金流	-736	-1325	-1470	-972	-1040
短期借款	72	-160	0	0	0
长期借款	327	-100	-143	-143	-143
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1292	-1343	0	0	0
其他筹资现金流	-2426	278	-1327	-829	-897
现金净增加额	1156	-660	236	563	1101

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8393	7786	7814	7915	7930
营业成本	4130	4130	4565	4615	4622
营业税金及附加	274	262	238	252	255
营业费用	53	63	78	64	64
管理费用	772	733	814	785	772
研发费用	294	348	305	318	315
财务费用	2	34	45	25	-9
资产减值损失	-5	-14	0	0	0
其他收益	9	10	16	10	11
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	72	91	64	70	74
资产处置收益	6	2	2	3	3
营业利润	2950	2284	1852	1943	1994
营业外收入	2	30	9	11	13
营业外支出	31	37	32	32	33
利润总额	2921	2277	1829	1922	1974
所得税	400	246	237	234	245
净利润	2521	2031	1592	1688	1729
少数股东损益	-6	-5	-4	-4	-4
归属母公司净利润	2527	2036	1596	1692	1733
EBITDA	3502	2877	2412	2543	2615
EPS(元)	2.11	1.70	1.33	1.41	1.44

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	24.4	-7.2	0.4	1.3	0.2
营业利润(%)	86.2	-22.6	-18.9	4.9	2.6
归属于母公司净利润(%)	82.2	-19.4	-21.6	6.0	2.4
获利能力					
毛利率(%)	50.8	47.0	41.6	41.7	41.7
净利率(%)	30.1	26.1	20.4	21.4	21.9
ROE(%)	19.0	16.0	12.0	11.9	11.6
ROIC(%)	15.4	12.6	9.6	9.7	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	39.7	40.3	39.3	36.0	36.0
净负债比率(%)	-36.8	-31.9	-35.4	-38.2	-44.4
流动比率	1.8	1.6	1.7	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.5	1.5	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
应收账款周转率	70.6	73.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.2	3.6	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.11	1.70	1.33	1.41	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	2.98	1.96	1.82	2.33
每股净资产(最新摊薄)	10.96	10.50	10.98	11.72	12.41
估值比率					
P/E	4.8	5.9	7.5	7.1	6.9
P/B	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.1	2.7	3.0	2.6	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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