

2025 年 06 月 05 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

淮河能源（600575）

煤电联营模式优势凸显，资产注入稳步推进

报告摘要

◆ 安徽省属煤电+配煤业务国企，资产重组注入业绩增长可期

公司为主营业务聚焦煤电与配煤业务的安徽省属国企。其中公司火电业务在经营模式上具有较大优势。旗下全资电厂均为坑口电厂，能有效减少运输成本，同时高比例长协能够平滑原材料价格波动风险，保证盈利的稳定。旗下控股子公司和参股子公司采取煤电一体化联营模式，充分发挥“风险对冲”效应的优势，提升经营业绩的稳定性。

2025 年 5 月 9 日，公司发布公告，披露拟通过发行股份及支付现金方式购买控股股东淮南矿业持有电力集团 89.3% 股权事项获得安徽省国资委批复，加之公司已持有电力集团 10.7% 股权。若本次交易最终完成，电力集团将成为淮河能源全资子公司，公司规模与财务数据有望实现显著改善。同时根据控股股东同业竞争承诺，公司保留资产进一步注入的预期。

◆ 分红比例位居市场前列，吸引长期资金

公司于前期发布 2025 年-2027 年现金分红回报规划的公告，核心内容在 2025~2027 年公司每年度拟分配的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 75%，且每股派发现金红利不低于 0.19 元（含税）。根据测算，按照 2025 年 5 月 19 日收盘价和每股派发 0.19 元为基准，公司 2025~2027 年股息率将不低于 4.9%，在同类型火电上市公司对比中处于前列，有望提升长期资金关注。

◆ 业绩保持稳定，成本管理能力持续改善

2024 年/2025Q1 公司分别实现营业收入 300.21/71.96 亿元、同比+9.8%/-1.6%，归母净利润分别为 8.58/2.66 亿元、同比+2.2%/-14.1%，25Q1 略有承压。2024 年/2025Q1 公司毛利率分别为 6.1%/6.8%、同比-0.1pcts/-1.5pcts，净利率分别为 3.0%/4.1%、同比-0.2pcts/-0.5pcts。2024 年资产减值达 1.2 亿元，主要受潘三电厂关停，公司对相关资产进行减值测试导致。成本控制方面公司表现不俗，2024 年/2025Q1 公司期间费率分别为 3.0%/2.5%，均较同期有所下滑。

◆ 投资建议与盈利预测

公司的核心投资逻辑为：1）资产注入后进一步强化煤电联营体系的优势，提升盈利能力；2）在控股股东的同业竞争承诺下，未来仍有资产注入预期；3）规

投资评级

买入
首次评级

2025 年 06 月 05 日

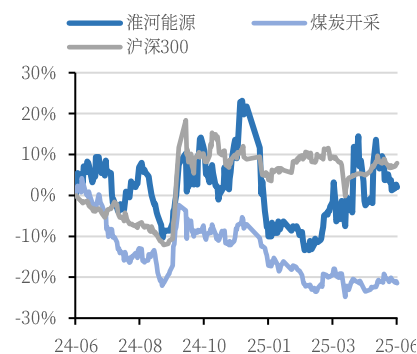
收盘价(元): 3.63

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	3,886.26
总市值(百万)	14,107.13
流通股本(百万股)	3,886.26
流通市值(百万)	14,107.13
12 月最高/最低价(元)	4.76/3.07
资产负债率(%)	43.25
每股净资产(元)	3.03
市盈率(TTM)	17.33
市净率(PB)	1.20
净资产收益率(%)	2.26

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

划分红比例位居同类型上市公司前列，吸引长期资金。综上，我们认为公司经营模式具有较强的风险对冲优势，资产结构持续优化。首次覆盖，给予“买入”评级，假设 2025 年底电力集团资产注入完成开始并表，预测公司 2025~2027 年归母净利润分别 8.2、16.1 和 16.5 亿元，对应当前 PE 估值分别为 17、9 和 9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，电力需求不及预期；公司在建电厂产能投放不及预期；电力市场化推进后上网电价波动；煤炭等原材料价格大幅波动影响盈利能力；公司重大资产重组推进进度不及预期。

财务数据与估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27333.35	30021.39	30076.88	40766.02	41904.15
增长率（%）	7.79	9.83	0.18	35.54	2.79
归母净利润（百万元）	839.62	857.80	824.66	1612.89	1648.03
增长率（%）	141.97	2.17	(3.86)	95.58	2.18
毛利率（%）	6.24	6.15	6.12	8.06	7.87
每股收益（元）	0.22	0.22	0.21	0.42	0.42
市盈率 PE	16.85	16.49	17.15	8.77	8.58
市净率 PB	1.30	1.23	1.15	1.02	0.91
净资产收益率 ROE（%）	7.70	7.48	6.71	11.61	10.60

资料来源：中航证券研究所

正文目录

一、 公司财务数据数据稳健，电力业务贡献主要收益	5
公司财务表现平稳，盈利能力稳健	5
公司覆盖煤电全产业链，发电业务贡献主要业绩	6
二、 煤电一体化模式优势突出，成本安全可控	7
“煤窝里办电”充分发挥坑口电厂优势	8
煤电联营模式有望进一步平滑经营风险	8
三、 资产注入稳步推进，有望持续提振业绩	9
电力集团优质资产注入，强化上市公司核心竞争力	9
控股股东同业竞争承诺，上市公司主体存在持续资产注入预期	11
四、 重组后业绩呈乐观预期，保障分红规划实施	12
资产注入+业绩承诺托底，业绩预期有望提振	12
分红规划披露，股息率位居市场前列	13
五、 可比公司估值与盈利预测	14
六、 风险提示	15

图表目录

图 1 公司营收同比小幅下降（亿元）	5
图 2 公司归母净利润增速略有承压（亿元）	5
图 3 公司盈利能力持续回升	5
图 4 公司期间费用控制良好	5
图 5 公司总资产稳步提升，资产负债率企稳（亿元）	6
图 6 公司经营性现金流净额持续向好（亿元）	6
图 7 公司电力板块近年营收占比稳步增长	7
图 8 2024 年公司电力板块毛利率均有所回升	7
图 9 公司近年来发电量稳步提升（亿度）	7
图 10 公司近年来电力交易量稳定增长（亿度）	7

图 11 可比公司 2024 年单位燃料成本比较（元/度）	8
图 12 2020 年以来可比公司火电业务毛利率波动率比较	8
图 13 淮沪煤电近年营收情况（亿元）	8
图 14 淮沪煤电近年净利润情况（亿元）	8
图 15 淮沪电力近年营收情况（亿元）	9
图 16 淮沪电力近年净利润情况（亿元）	9
图 17 资产注入后公司资产及财务数据预计实现较大增幅（亿元，2024 年前 11 月）	10
图 18 电力集团资产注入后有望进一步提升公司发电装机与煤炭规模（万千瓦）	11
图 19 电力集团资产注入后公司每股收益提升（元/股）	12
图 20 淮河能源规划 2025~2027 最低股息率位于同行业较高水平（按照 6 月 4 日收盘价）	13
图 21 公司各板块营收及毛利率情况	14
 表 1 公司主营业务情况梳理	6
表 2 公司当前电厂资产情况梳理	6
表 3 资产注入后控股股东及一致行动人股权比例预计进一步提升	9
表 4 电力集团旗下发电与煤矿资产梳理	10
表 5 淮南矿业旗下除重组标的外电力业务标的梳理	11
表 6 淮南矿业对顾北煤矿实行业绩承诺	13
表 7 公司发布《关于 2025~2027 年度现金分红回报规划》公告	13
表 8 可比公司估值（长三角省级能源平台行业，按照 2025 年 6 月 4 日收盘价）	14
表 9 可比公司估值（煤电一体化企业，按照 2025 年 6 月 4 日收盘价）	14

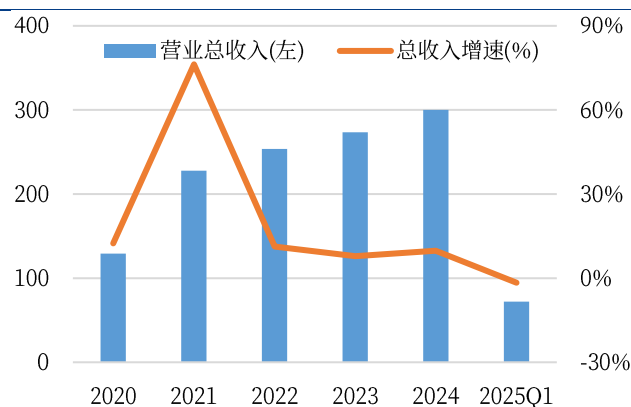
一、公司财务数据数据稳健，电力业务贡献主要收益

2024 年全年及 2025Q1 以来公司财务表现平稳，盈利能力呈现窄幅波动，资产结构较优，成本管理能力表现优异。其中作为业绩贡献主力军的发电业务持续向好，盈利能力明显修复。

公司财务表现平稳，盈利能力稳健

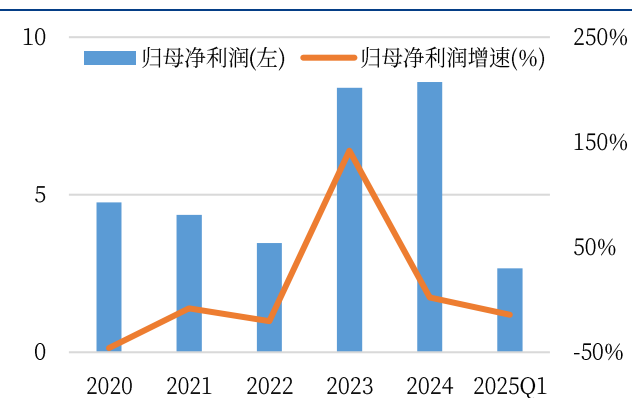
2024 年/2025Q1 公司分别实现营业收入 300.21/71.96 亿元、同比+9.8%/-1.6%，归母净利润分别为 8.58/2.66 亿元、同比+2.2%/-14.1%，25Q1 略有承压，主要原因系：1) 受矿井资源影响，公司煤炭运输量同比减少，影响铁路运输收入；2) 需求减弱下公司 Q1 上网电量减少，影响火力发电业务收入。

图1 公司营收同比小幅下降（亿元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

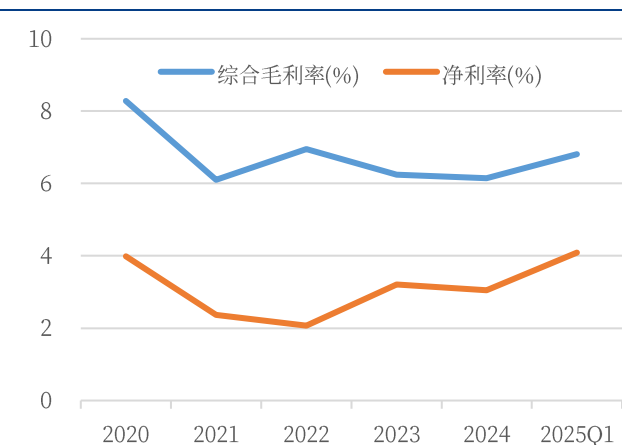
图2 公司归母净利润增速略有承压（亿元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

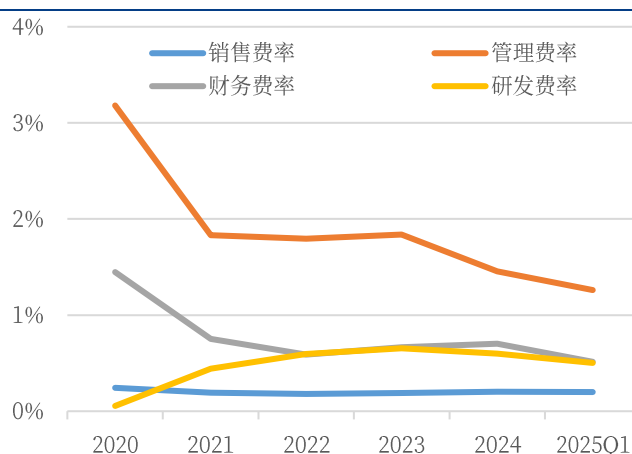
经历大额资产减值后，公司盈利能力稳定，成本控制得当。2024 年/2025Q1 公司毛利率分别为 6.1%/6.8%、同比-0.1pcts/-1.5pcts，净利率分别为 3.0%/4.1%、同比-0.2pcts/-0.5pcts。2024 年资产减值达 1.2 亿元，主要因潘三电厂关停，公司对相关资产进行减值测试导致。成本控制方面公司表现不俗，2024 年/2025Q1 公司期间费率分别为 3.0%/2.5%，均较同期有所下滑。

图3 公司盈利能力持续回升



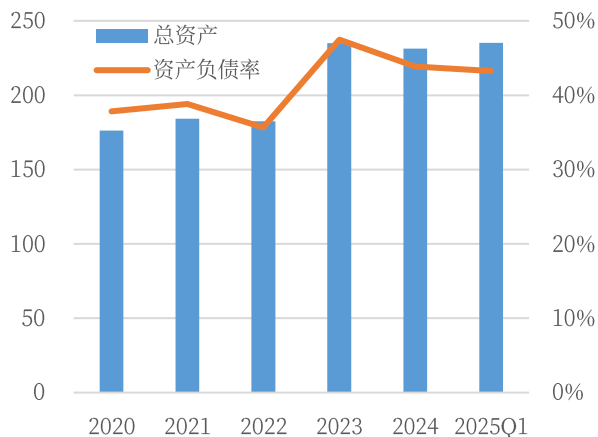
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司期间费用控制良好

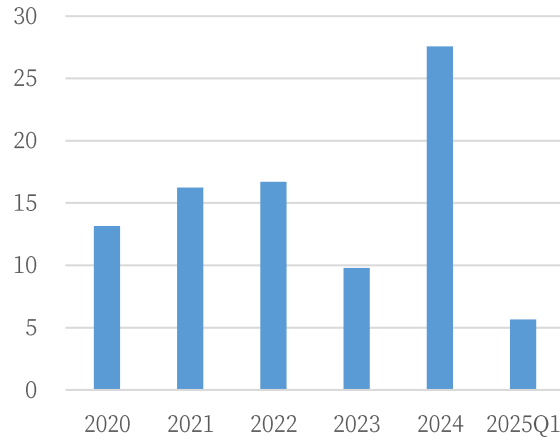


资料来源：iFind，中航证券研究所

公司资产结构保持稳定。截至 2025Q1 末，公司总资产达到 235.14 亿元、资产负债率 43.3%，总体保持稳定。2024/2025Q1 公司经营性现金流净额分别为 27.57/5.65 亿元，现金流质量较优。

图5 公司总资产稳步提升，资产负债率企稳（亿元）


资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司经营性现金流净额持续向好（亿元）


资料来源：iFind，中航证券研究所

公司覆盖煤电全产业链，发电业务贡献主要业绩

公司主要业务板块覆盖煤炭的生产、运输、发电和售电板块，实现煤电产业链全覆盖。

表1 公司主营业务情况梳理

序号	业务类别	具体情况
1	火力发电	围绕公司全资电厂、控股子公司淮沪煤电及参股子公司淮沪电力开展，其中淮沪煤电及淮沪电力凭借煤矿与电厂资产开展煤电联营模式
2	售电业务	主要由公司全资子公司淮矿售电和江苏售电开展
3	铁路运输业务	由公司所属铁运分公司开展，铁路运输总设计能力达到 7000 万吨/年
4	配煤业务	主要由公司全资子公司淮矿电燃公司和电燃（芜湖）公司开展

资料来源：公司公告，中航证券研究所

公司当前下辖全资电厂包括潘集电厂一期（132 万千瓦）、顾桥电厂（66 万千瓦），潘三电厂（27 万千瓦）根据《国家能源局关于下达 2022-2025 年煤电行业先立后改淘汰落后产能目标任务（第一批）的通知》已于 2025Q1 正式关停；公司下辖控股电厂为控股子公司淮沪煤电下辖田集电厂一期（126 万千瓦）；控股电厂在运规模合计达到 324 万千瓦，权益规模达到 261.5 万千瓦；公司参股电厂为公司参股子公司淮沪电力下辖田集电厂二期（140 万千瓦）。

表2 公司当前电厂资产情况梳理

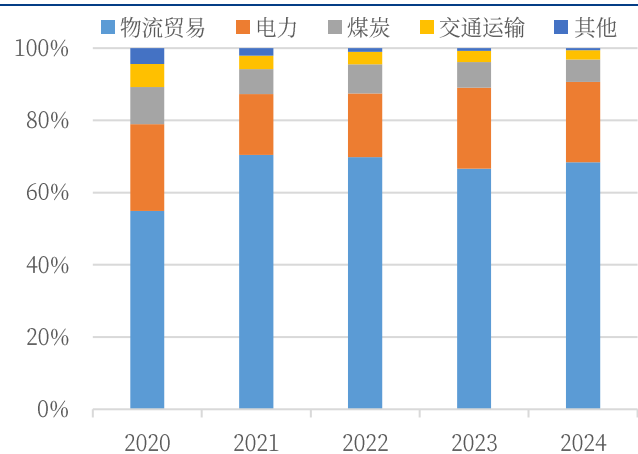
性质	电厂名称	在运规模（万千瓦）	股权比例	权益装机（万千瓦）
全资电厂	潘集电厂一期	132	100%	132.0
	顾桥电厂	66	100%	66.0

控股电厂	田集电厂一期	126	50.43%	63.5
控股电厂合计		324	-	261.5
参股电厂	田集电厂二期	140	49%	68.6

资料来源：公司公告，中航证券研究所

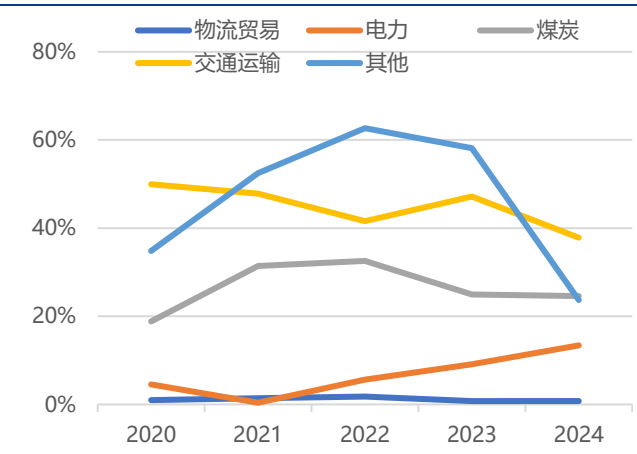
经营数据方面，公司 2024 年物流贸易/电力/煤炭/交通运输板块分别实现营收 205.24/66.85/18.75/7.72 亿元、占比分别为 68.4%/22.3%/6.2%/2.6%。其中电力板块为业绩贡献的主力军，2024 年该板块毛利率为 13.4%、同比+4.3%，盈利能力实现较大增长。

图7 公司电力板块近年营收占比稳步增长



资料来源：iFind，中航证券研究所

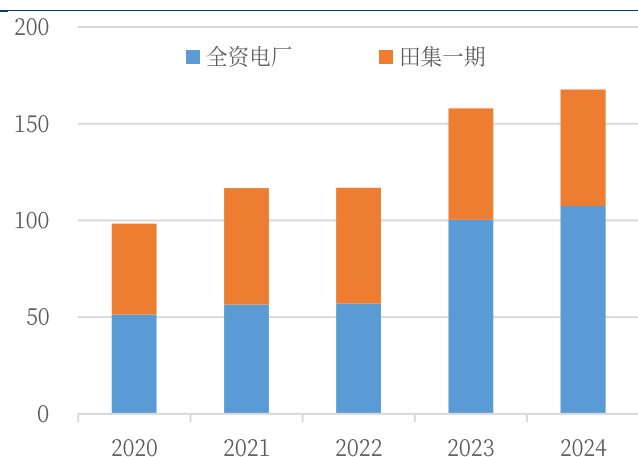
图8 2024 年公司电力板块毛利率均有所回升



资料来源：iFind，中航证券研究所

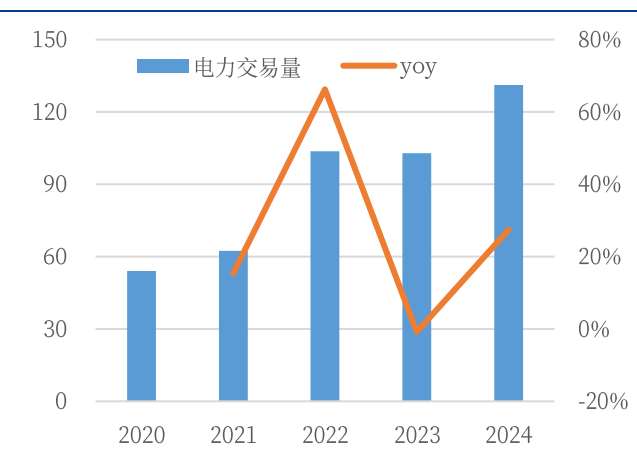
经营数据方面，得益于下辖电站资产的注入，公司发电量稳步提升。2024 年公司总发电量达到 167.67 亿度、同比+6.2%，其中公司全资电厂和控股电厂田集一期发电量分别为 107.48/60.19 亿度、同比+7.1%/+4.6%。同时公司电力交易量持续提升，2024 年公司下辖售电公司电力交易量达到 131.10 亿度、同比+27.5%。

图9 公司近年来发电量稳步提升（亿度）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图10 公司近年来电力交易量稳定增长（亿度）



资料来源：iFind，中航证券研究所

二、煤电一体化模式优势突出，成本安全可控

公司火电业务在经营模式上具有较大优势。旗下全资电厂均为坑口电厂，能有效

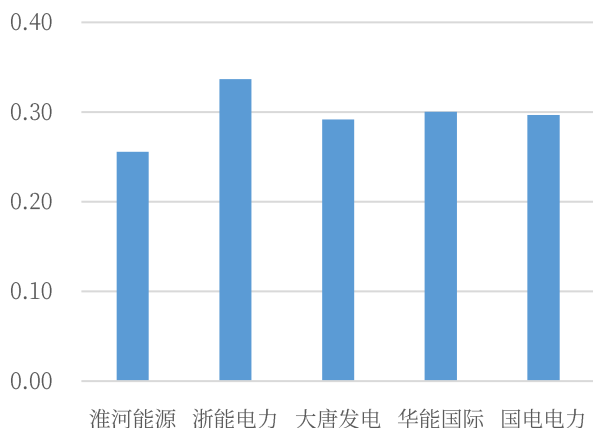
减少运输成本，同时高比例长协能够平滑原材料价格波动风险，保证盈利的稳定。旗下控股子公司和参股子公司采取煤电一体化联营模式，充分发挥“风险对冲”效应的优势，提升经营业绩的稳定性。

“煤窝里办电”充分发挥坑口电厂优势

公司当前持有全资电厂潘集电厂一期和顾桥电厂均为煤窝里办电，即在煤炭产区就地建设煤电厂的坑口电厂模式，有利于充分发挥其资源保障优势以及运输成本的优势。此外，控股股东淮南矿业作为公司第一大供应商，以长协价供应煤炭，在提升成本管控能力进一步平滑煤炭价格波动风险，保证盈利能力的稳定。

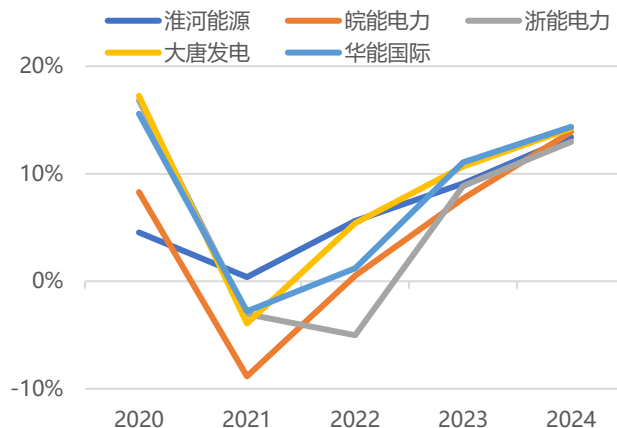
根据测算，2024 年淮河能源火电板块单位燃料成本为 0.26 元/度，位居同类型上市企业较低水平。同时我们也对比了自 2020 年以来部分同类型上市企业电力板块毛利率，淮河能源电力板块毛利率低波动率优势明显。

图11 可比公司 2024 年单位燃料成本比较（元/度）



资料来源：wind，中航证券研究所

图12 2020 年以来可比公司电力业务毛利率波动率比较



资料来源：wind，中航证券研究所

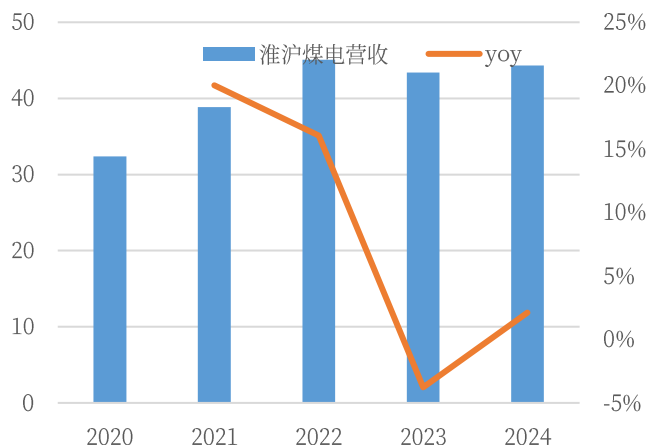
煤电联营模式有望进一步平滑经营风险

公司控股子公司淮沪煤电（50.43%）与参股子公司淮沪电力（49.0%）采取的是煤矿和电厂共属同一主体的煤电联营模式，产业实体包括田集电厂一期和田集电厂二期以及配套淮沪煤电下属年产能达到 600 万吨的丁集煤矿，其主要产品为动力煤，用于田集电厂一期和二期项目发电用煤。依托煤电联营模式，煤炭原料的采购、运输与储藏等固定成本支出有望平抑，原料供应可靠性高，电厂存货压力小，一定程度提升电厂运行效率和机组盈利能力，同时充分发挥煤电联营的“风险对冲”效应，提升经营业绩的稳定性。

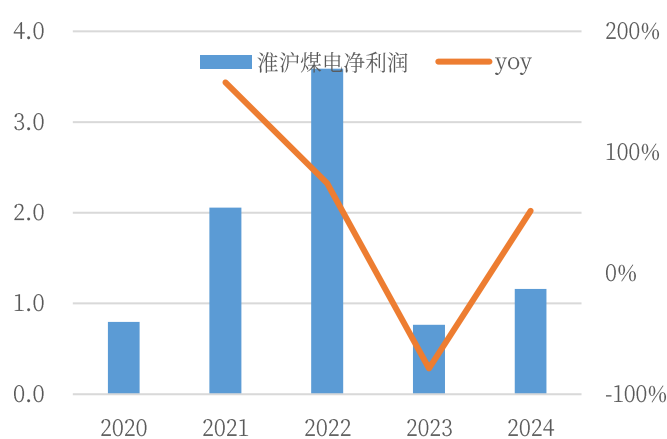
淮沪煤电 2024 年营收达到 44.31 亿元、同比+2.1%，净利润为 1.16 亿元、同比 51.7%，经营业绩显著改善，呈现量利齐升格局。

图13 淮沪煤电近年营收情况（亿元）

图14 淮沪煤电近年净利润情况（亿元）

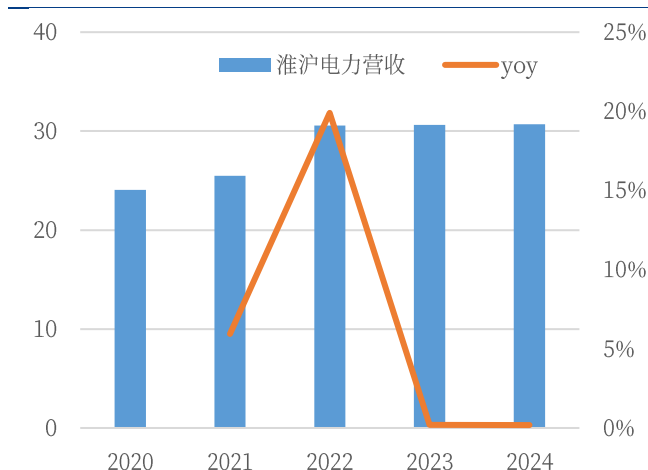


资料来源: wind, 中航证券研究所

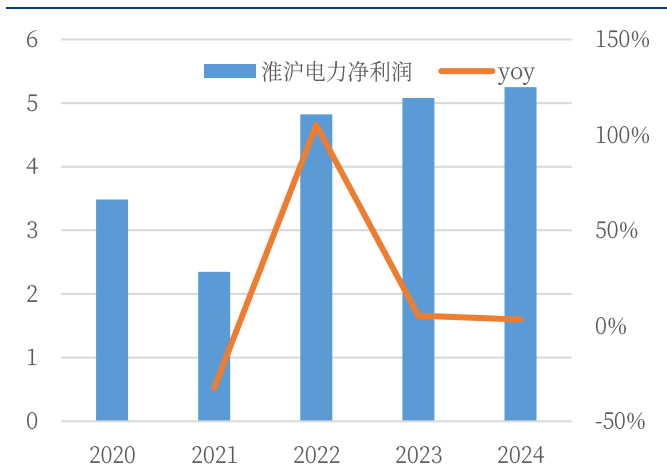


资料来源: wind, 中航证券研究所

淮沪电力 2024 年实现营业收入 30.69 亿元、同比+0.2%, 净利润达到 5.25 亿元、同比+3.3%, 量利均小幅改善。

图15 淮沪电力近年营收情况 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图16 淮沪电力近年净利润情况 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

三、资产注入稳步推进，有望持续提振业绩

2025 年 5 月 9 日，公司发布公告，披露拟通过发行股份及支付现金方式购买控股股东淮南矿业集团持有电力集团 89.3% 股权事项获得安徽省国资委批复，加之淮河能源已持有电力集团 10.7% 股权。若本次交易最终完成，电力集团将成为淮河能源全资子公司，公司规模与财务数据有望实现显著改善。同时根据控股股东淮南矿业集团在 2015 年重组时做出的公开承诺避免同业竞争，公司未来仍有更进一步电力资产注入的预期。

电力集团优质资产注入，强化上市公司核心竞争力

电力集团资产注入后，上市公司的火力发电业务规模将得以扩张，电力集团与公司资源整合、充分发挥与公司现有业务的协同，有效打造新的业绩增长点。本次交易完成后，控股股东淮南矿业及一致行动人股权比例预计由 63.3% 上升至 80.1%。

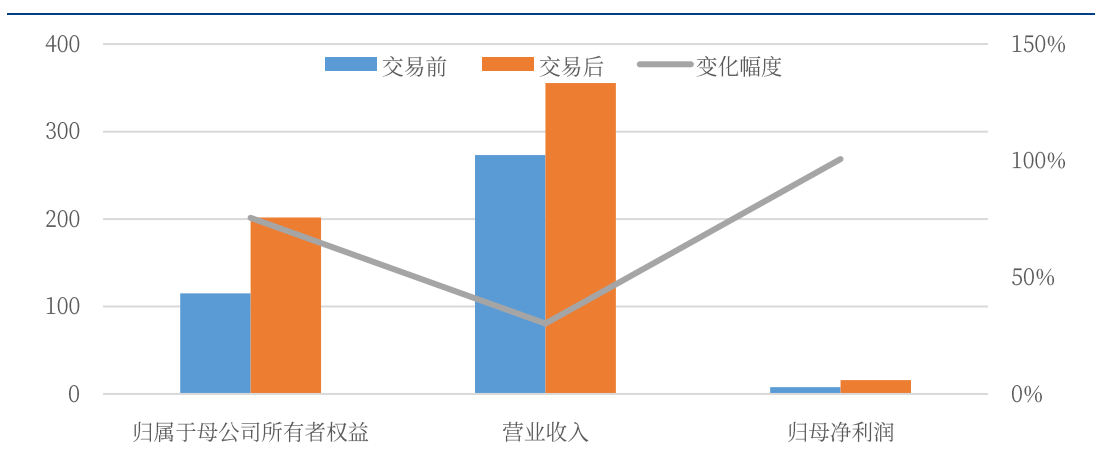
表3 资产注入后控股股东及一致行动人股权比例预计进一步提升

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
上海矿业	2,200,093,749.00	56.6%	5,480,624,854.00	76.5%
上海淮矿	258,875,405.00	6.7%	258,875,405.00	3.6%
淮南矿业及一致行动人持股小计	2,458,969,154.00	63.3%	5,739,500,259.00	80.1%
其他股东	1,427,291,911.00	36.7%	1,427,291,911.00	19.9%
合计	3,886,261,065.00	100.0%	7,166,792,170.00	100.0%

资料来源：公司公告，中航证券研究所

根据公司公告，资产注入后对公司资产及财务数据有明显提振作用。2024 年前 11 月预计归属于母公司所有者权益 / 营业收入 / 归母净利润增幅分别为 +75.6%/+30.2%/+100.7%。

图17 资产注入后公司资产及财务数据预计实现较大增幅（亿元，2024 年前 11 月）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

根据公司公告，电力集团地处全国 14 个亿吨级煤炭基地之一的两淮矿区、6 个大型煤电基地之一的淮南基地，旗下包括在运火电厂 316 万千瓦、在运新能源电厂 21.33 万千瓦、在建火电厂 554 万千瓦、在建新能源电厂 54.98 万千瓦与年产 400 万吨顾北煤矿。

表4 电力集团旗下发电与煤矿资产梳理

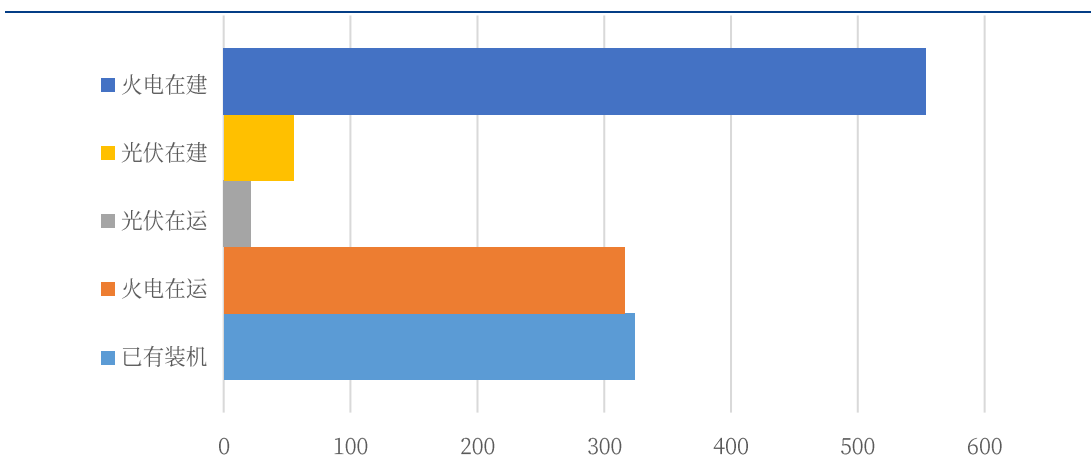
项目	类型	状态	装机 (万千瓦)
凤台电厂一期	火力发电	在运	126.00
洛河电厂二期	火力发电	在运	64.00
洛河电厂三期	火力发电	在运	126.00
洛河电厂四期	火力发电	在建	200.00
潘集电厂二期	火力发电	在建	132.00
谢桥电厂	火力发电	在建	132.00
芜湖天然气调峰电厂项目	火力发电	在建	90.00
凤台丁集采矿沉陷区一期光伏项目等 22 个在运项目	光伏发电	在运	21.33

凤台丁集采矿沉陷区二期光伏项目等 5 个在建/拟建项目	光伏发电	在建、拟 建	54.98
顾北煤矿	煤炭	在运	400 万吨/年

资料来源：公司公告，中航证券研究所

本次交易完成后，上市公司旗下控股在运发电容量将来到 661.33 万千瓦，其中火电装机为 640 万千瓦，光伏发电装机达到 21.33 千瓦，煤矿产能达到 1000 万吨/年。同时根据公司 2024 年年报，潘集电厂二期与谢桥电厂将分别于 2025 年 6 月底和 8 月底投产，有利于公司进一步提升发电规模，巩固行业地位。

图18 电力集团资产注入后有望进一步提升公司发电装机与煤炭规模（万千瓦）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

控股股东同业竞争承诺，上市公司主体存在持续资产注入预期

根据公司 2015 年重组时的公告，控股股东淮南矿业最新《淮南矿业（集团）有限责任公司关于避免与上市公司同业竞争的承诺函》核心内容如下：1) 彼次重大资产重组完成后，上市公司为淮南矿业下属从事能源业务资本市场运作平台；2) 截至承诺函出具日，针对淮南矿业旗下暂不具备注入上市公司条件的发电项目，淮南矿业将加快其满足上市公司注入条件的 3 年内注入上市公司；3) 彼次重大资产重组完成后，淮南矿业及其下属控股企业积极避免与上市公司新增同业竞争；4) 如有任何可能与上市公司主营业务构成同业竞争的商业机会，淮南矿业及其控股企业即使通知上市公司，上市公司有权优先于淮南矿业选择是否参加。

鉴于当前淮南矿业旗下除资产重组标的外仍有未注入上市公司体内的电力资产，因此我们认为在除本次资产注入外，上市公司仍存在进一步资产注入的预期。

表5 淮南矿业旗下除重组标的外电力业务标的梳理

项目名称	规模 (万千瓦)	状态	淮南矿业持股 比例	是否构成 同业竞争	备注
亳州瑞能热电以热定产热电联产项目	2.25	在 运	100%	否	平圩四 期投产
平圩发电一期	120	在 运	51%	是	后 120

平圩电厂四期	200	在建	51%	是	万千瓦 老产能
滁州天然气调峰	90	在运	100%	是	逐步退出运行
淮能瑞腾能源+淮能西部生态科技有限公司合计持有分布式光伏项目	6.372	在运	-	否	
淮南矿业集团煤层气 开发利用有限责任公司煤矿瓦斯处理项目	7.12	在运	100%	否	

资料来源：公司公告，中航证券研究所

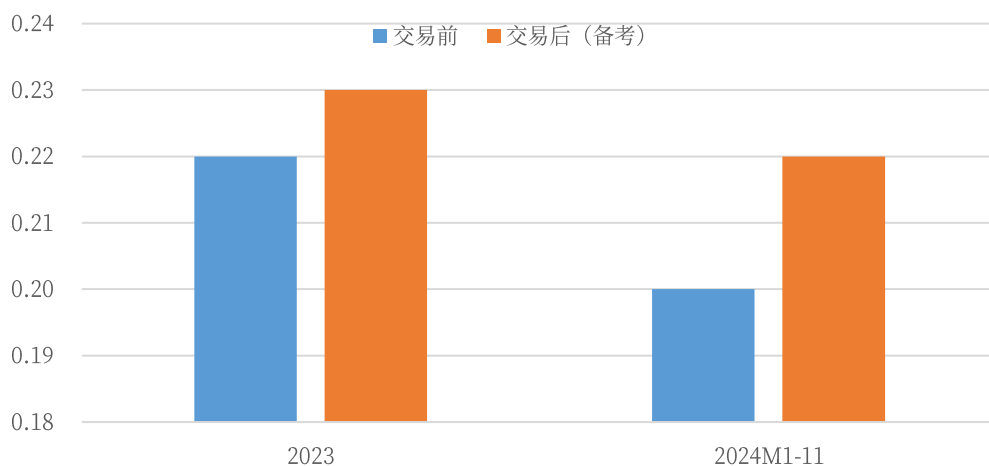
四、重组后业绩呈乐观预期，保障分红规划实施

随着资产注入稳步推进，公司业绩上升预期有望兑现，为后续高分红夯实基础。公司披露关于 2025~2027 年度现金分红回报规划公告，现金分配比例以及每股红利均处于较高水平。

资产注入+业绩承诺托底，业绩预期有望提振

根据公司公告，本次电力集团资产注入后 2023 年/2024 年前 11 月每股收益分别增长至 0.23 元/0.22 元，呈现正向收益，增厚盈利能力。

图19 电力集团资产注入后公司每股收益提升（元/股）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

控股股东承诺持续注入资产。作为本次注入中的重要资产，公司控股股东淮南矿业对电力集团下属的顾北煤矿进行业绩承诺：在本次交易实施完毕当年起的三个会计年度内，顾北煤矿采矿权在承诺期内累计实现的净利润数（扣除非经常性损益后的净利润）不低于 129575.67 万元（交易于 2025 年完成）或 127565.18 万元（交易于 2026 年完成），若未完成业绩承诺，将以本次交易获得的上市公司股份向上市公司进行赔偿，不足以补偿部分由业绩承诺方以现金补偿。我们认为，公司资产重组后的盈利能力通过业绩承诺的方式得以保障，有利于分红计划的实施。

表6 淮南矿业对顾北煤矿实行业绩承诺

交割期限	业绩承诺情况 (交易完毕当年起三个会计年度)	基本情况
于 2025 年发生股权交割	129575.67 万元	电力集团持有通过淮浙电力间接持有其 50.43% 股权，本次交割完成后，淮河能源成为其控股股东。年产能为 400 万吨
于 2026 年发生股权交割	127565.18 万元	

资料来源：公司公告，中航证券研究所

分红规划披露，股息率位居市场前列

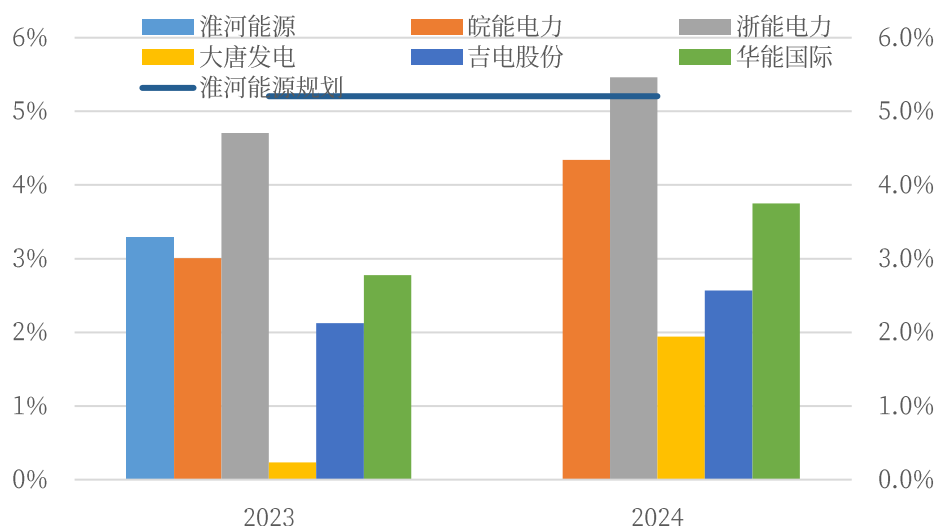
公司于近日发布 2025 年-2027 年现金分红回报规划的公告，核心内容为在 2025~2027 年公司每年度拟分配的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 75%，且每股派发现金红利不低于 0.19 元（含税）。我们认为，公司本次分红方案位居市场同类型公司前列，有望提升长期资金关注。

表7 公司发布《关于 2025~2027 年度现金分红回报规划》公告

文件名称	发布时间	主要内容
《关于 2025-2027 年度现金分红回报规划的公告》	2025/3/28	2025-2027 年度，公司每年度拟分配的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，且每股派发现金红利不低于 0.19 元（含税）

资料来源：公司公告，中航证券研究所

根据我们测算，按照 2025 年 6 月 4 日收盘价和每股派发 0.19 元为基准，公司 2025~2027 年股息率将不低于 5.2%，在同类型火电上市公司对比中处于较高水平，在样本企业中仅浙能电力 2024 年股息率（5.5%）高于该水平。

图20 公司规划 2025~2027 最低股息率位于同行业较高水平（按照 6 月 4 日收盘价）


资料来源：iFind，中航证券研究所

五、可比公司估值与盈利预测

淮河能源与同类型上市公司对比如下：

表8 可比公司估值（长三角省级能源平台行业，按照 2025 年 6 月 4 日收盘价）

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
皖能电力	7.35	165.93	0.91	0.96	1.03	1.07	8.07	7.69	7.15	6.85
申能股份	8.80	432.64	0.81	0.84	0.88	0.92	10.92	10.49	10.01	9.58
江苏国信	7.49	282.60	0.86	0.88	0.90	0.90	8.74	8.51	8.34	8.33
可比公司平均							9.24	8.90	8.50	8.25
淮河能源	3.65	140.68	0.22	0.24	0.25	0.25	16.54	15.42	14.89	14.67

资料来源：iFind，中航证券研究所

淮河能源与煤电一体化上市公司对比如下：

表9 可比公司估值（煤电一体化企业，按照 2025 年 6 月 4 日收盘价）

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
国电电力	4.58	815.09	0.55	0.42	0.46	0.49	8.31	10.98	9.99	9.29
内蒙华电	4.16	264.99	0.36	0.36	0.39	0.41	11.68	11.64	10.55	10.16
陕西能源	9.00	337.13	0.80	0.79	0.94	1.02	11.22	11.33	9.60	8.83
可比公司平均							10.40	11.31	10.05	9.42
淮河能源	3.65	140.68	0.22	0.24	0.25	0.25	16.54	15.42	14.89	14.67

资料来源：iFind，中航证券研究所

我们基于公司本次资产重组于 2025 年底完成并全部并表为前提，盈利预测结果如下所示：

图21 公司各板块营收及毛利率情况

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
物流贸易	营收(亿元)	182.0	205.2	219.6	232.8	244.4
	营收 yoy	2.8%	12.8%	7%	6%	5%
	毛利率	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
	毛利润(亿元)	1.4	1.6	2.0	2.1	2.2
	毛利润 yoy	-55.5%	12.0%	25.7%	6.0%	5.0%
电力	营收(亿元)	61.4	66.8	51.8	132.9	131.3
	营收 yoy	37.0%	8.9%	-23%	157%	-1%
	毛利率	9.1%	13.4%	14.2%	13.9%	13.8%
	毛利润(亿元)	5.6	9.0	7.4	18.5	18.1
	毛利润 yoy	121.7%	60.5%	-17.9%	151.1%	-1.9%
煤炭	营收(亿元)	19.3	18.7	19.7	32.0	33.0
	营收 yoy	-5.5%	-3.0%	5%	63%	3%
	毛利率	24.9%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利润(亿元)	4.8	4.6	4.9	8.0	8.3
	毛利润 yoy	-27.7%	-4.2%	6.7%	62.6%	3.1%
	营收(亿元)	8.5	7.7	8.0	8.2	8.4

铁路运 输	营收 yoy	-2.0%	-9.5%	3%	3%	3%
	毛利率	47.1%	37.8%	42.5%	42.5%	42.0%
	毛利润(亿元)	4.0	2.9	3.4	3.5	3.5
	毛利润 yoy	11.1%	-27.4%	15.7%	3.0%	1.8%
其他	营收(亿元)	2.1	1.7	1.7	1.8	1.9
	营收 yoy	-20.1%	-21.9%	5%	5%	5%
	毛利率	58.2%	23.7%	45.0%	45.0%	45.0%
	毛利润(亿元)	1.2	0.4	0.8	0.8	0.9
	毛利润 yoy	-25.9%	-68.2%	99.5%	5.0%	5.0%
合计	营收(亿元)	273.3	300.2	300.8	407.7	419.0
	营收 yoy	9.8%	9.8%	0%	36%	3%
	毛利率	6.2%	6.1%	6.1%	8.1%	7.9%
	毛利润(亿元)	17.1	18.5	18.4	32.9	33.0
	毛利润 yoy	8.2%	8.2%	-0.2%	78.5%	0.3%

资料来源：iFind，公司公告，中航证券研究所

六、风险提示

我们认为公司风险主要聚焦于以下几个方面：1) 宏观经济不景气，电力需求不及预期，影响公司营收；2) 公司及电力集团在建电厂产能投放不及预期；3) 电力市场化推进后上网电价波动，公司电力市场化背景下业务重新适应；4) 煤炭等原材料价格大幅波动影响盈利能力；5) 公司重大资产重组推进进度不及预期，对公司煤电一体化业务产生不利影响。

财务报表与财务指标（单位：百万元）
资产负债表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2499	2749	3276	6382	9578
应收票据及账款	2115	1974	2079	2818	2896
预付账款	161	103	190	257	264
其他应收款	47	248	106	143	147
存货	1037	818	923	1225	1262
其他流动资产	504	410	395	536	550
流动资产总计	6363	6303	6968	11361	14697
长期股权投资	3494	3284	3541	3798	4056
固定资产	10055	9418	8040	6310	4226
在建工程	1119	1541	1284	1028	771
无形资产	1856	1817	1429	1041	654
长期待摊费用	364	596	298	0	0
其他非流动资产	253	178	178	178	178
非流动资产合计	17142	16834	14771	12355	9884
资产总计	23505	23137	21739	23716	24581
短期借款	1385	1295	0	0	0
应付票据及账款	2975	2258	2381	3160	3256
其他流动负债	2097	1803	1998	2664	2743
流动负债合计	6457	5356	4379	5824	5999
长期借款	3732	4076	2688	1328	86
其他非流动负债	967	719	719	719	719
非流动负债合计	4700	4795	3408	2047	805
负债合计	11157	10151	7787	7872	6804
股本	3886	3886	3886	3886	3886
资本公积	4812	4838	4838	4838	4838
留存收益	2203	2739	3563	5174	6819
归属母公司权益	10901	11464	12287	13898	15544
少数股东权益	1447	1522	1666	1946	2233
股东权益合计	12348	12986	13953	15844	17777
负债和股东权益	23505	23137	21739	23716	24581

现金流量表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	878	915	697	1623	1664
折旧与摊销	982	1008	4320	4674	4729
财务费用	182	211	182	80	6
投资损失	-270	-241	-252	-252	-252
营运资金变动	-825	745	180	159	33
其他经营现金流	31	118	307	307	307
经营性现金净流	979	2757	5434	6592	6488
资本支出	758	2219	2000	2000	2000
长期投资	-439	-222	0	0	0
其他投资现金流	188	480	-42	-42	-42
投资性现金净流	-1009	-1961	-2042	-2042	-2042
短期借款	60	-90	-1295	0	0
长期借款	2151	343	-1387	-1360	-1242
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-192	26	0	0	0
其他筹资现金流	-1959	-877	-183	-83	-9
筹资性现金净流	60	-598	-2865	-1443	-1251
现金流量净额	30	198	527	3107	3195

利润表

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27333	30021	30077	40766	41904
营业成本	25628	28176	28235	37479	38607
税金及附加	150	154	161	218	224
销售费用	52	61	60	82	84
管理费用	502	436	421	652	670
研发费用	179	180	180	265	272
财务费用	182	211	182	80	6
资产减值损失	0	-124	0	-41	-42
信用减值损失	-16	2	0	0	0
其他经营损益	0	-0	0	0	0
投资收益	270	241	252	252	252
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
资产处置收益	54	0	18	18	18
其他收益	107	44	61	61	61
营业利润	1055	968	1168	2280	2329
营业外收入	19	101	43	43	43
营业外支出	49	52	48	48	48
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	1025	1017	1163	2274	2324
所得税	148	101	194	380	389
净利润	878	915	968	1894	1935
少数股东损益	38	58	144	281	287
归属母公司净利润	840	858	825	1613	1648
EBITDA	2190	2236	5664	7028	7059
NOPLAT	729	1043	1109	1950	1930
EPS (元)	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4

主要财务比率

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收增长率	8%	10%	0%	36%	3%
营业利润增长率	42%	-8%	21%	95%	2%
EBIT 增长率	41%	2%	10%	75%	-1%
EBITDA 增长率	19%	2%	153%	24%	0%
归母净利润增长率	142%	2%	-4%	96%	2%
经营现金流增长率	-41%	182%	97%	21%	-2%
盈利能力					
毛利率	6%	6%	6%	8%	8%
净利率	3%	3%	3%	5%	5%
营业利润率	4%	3%	4%	6%	6%
ROE	8%	7%	7%	12%	11%
ROA	4%	4%	4%	7%	7%
ROIC	5%	6%	6%	12%	13%
估值倍数					
P/E	17	16	17	9	9
P/S	1	0	0	0	0
P/B	1	1	1	1	1
股息率	0%	0%	0%	0%	0%
EV/EBIT	13	18	14	6	5
EV/EBITDA	7	10	3	2	2
EV/NOPLAT	22	21	16	8	6

数据来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637