



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 06 月 19 日

基础数据

06 月 17 日收盘价（元）	3.56
总市值（亿元）	138.35
总股本（亿股）	38.86

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：王锟

S0190521010002

wangkun89@xyzq.com.cn

分析师：李冉冉

S0190525010002

liranran@xyzq.com.cn

淮河能源(600575.SH)

高分红承诺托底，优质资产注入驱动量质齐升

投资要点：

淮河能源（原芜湖港）成立于 2000 年，实控人为安徽省国资委。依托淮南矿业集团资源优势，公司构建了涵盖煤炭开采与销售、铁路运输、电力生产及物流贸易的全产业链，是华东重要能源保障主体。煤炭、电力、铁路运输为公司三大毛利来源，2024 年毛利占比分别为 25%、49%、16%。复盘 2014 年以来的股价表现，我们发现资产质量优化、煤电联营及电价提升预期驱动股价获得超额收益。我们主要推荐逻辑如下：

安徽电力供需偏紧，高利用小时+电价维持上浮支撑盈利。①电力供需偏紧，火电主导地位稳固。安徽省火电装机占比 52%，发电量占比 90%，皖电东送为华东电力提供有力保障。2024 年，安徽火电利用小时数达 5106 小时（超全国平均 1213 小时）。2025-2026 年新机组集中投产后，预计供需矛盾有望缓和。②电价市场化改革释放红利，安徽电价维持上浮。2021 年 10 月，全国燃煤电价上浮空间扩大至 20%。受此影响，安徽省电量均价从 2020 年的 0.3468 元/千瓦时增长 32.7%，至 2023 年的 0.4603 元/千瓦时，较基准电价上浮近 20%，达区间上限。2024 年以来，安徽省电量电价同比下行，上浮比例收窄，但相较 2021 年前仍有显著增长。

煤电一体运营构筑核心壁垒。①煤炭自给+铁路运输，燃料成本优势显著。公司电力业务燃煤 100%来自公司及集团煤矿，通过自有铁路直达电厂，节约采购与运输成本。2024 年火电度电燃料成本仅 0.256 元/度，低于可比公司。此外，公司下属煤矿内销比例近 50%，为电力业务提供稳定利润补充。②淘汰低效机组，度电毛利持续提升。2022 年，公司关停高煤耗的新庄孜电厂，2023 年，公司收购新投高效超超临界机组潘集电厂（供电煤耗 284.5g/kwh）。2024 年，公司度电毛利达 0.05 元/度，较 2022 年提升 1.34 倍。此外，公司于 2025 年内关停亏损的潘三电厂，预计整体盈利水平有望进一步提升。③新增机组高回报，发电量增长确定性强。潘集电厂一期 2023 年投产即贡献 1.71 亿元利润（ROE 14.5%），2024 年利用小时数提至 4801 小时，实现度电利润 6.4 分。

承诺未来三年分红不低于 75%/0.19 元，股息回报可观。①近年盈利持续改善。2023 年归母净利润同比大增 201%至 7.4 亿元，2024 年归母净利润同比+2%，盈利稳定性进一步增强。②承诺分红比例提升。2023 年，公司盈利显著改善后，大幅提升分红比例至 55.5%。同时，公司发布分红规划，2025-2027 年每年拟分红总额不低于当年归母净利润的 75%，且每股派红不低于 0.19 元。以 2025 年 6 月 17 日收盘价测算，2025-2027 年股息率不低于 5.34%。

资产注入驱动质变，未来成长空间广阔。①优质资产注入。2024 年底，公司启动收购控股股东下属电力集团 89.3%股权及国开基金持有的 10.7%股权。电力集团拥有火电权益装机 1.6GW（在建）+5.54GW（在建）+优质焦煤矿（产能 400 万吨/年）。核心资产淮浙煤电 2024 年净利润 13.2 亿元（ROE 34%），洛河电厂盈利持续改善。②收购对价偏低。2023 年标的归母净利 11.1 亿元（ROE 12%），负债率 40.8%；收购对价 117 亿元，对应 PE 11.8 倍/PB 1.13 倍，低于行业收购均值。③煤电协同效应深化，业绩增厚明确。投产后公司权益火电装机扩张 3 倍，煤电一体化深化。同时，并表后公司归母净利润增幅 101%，EPS 增厚 8.8%。此外，淮南矿业承诺顾北矿 2025-2027 年累计净利不低于 12.7 亿元。

对此，我们预计 2025-2027 年营收 279/285/283 亿元，归母净利润 9.07/9.27/9.32 亿元（未考虑资产注入），同比变化+5.7%/+2.2%/+0.6%，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示：**上网电价大幅下行、新能源替代加速、煤矿安全生产风险、资产注入进展不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	30021	27947	28482	28290
同比增长	9.8%	-6.9%	1.9%	-0.7%
归母净利润（百万元）	858	907	927	932
同比增长	2.2%	5.7%	2.2%	0.6%
毛利率	6.1%	6.6%	6.5%	6.5%
ROE	7.5%	7.8%	7.8%	7.7%
每股收益（元）	0.22	0.23	0.24	0.24
市盈率	16.1	15.3	14.9	14.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算；表内数据预测均为资产收购完成后。

目录

一、 淮河能源：“煤、电+物流”的综合能源集团	4
（一） 以煤、电为核心，迈向“能源+物流”多元化发展	4
（二） 主要产品：从煤炭开采到铁路运输再到电力生产	5
（三） 股价复盘：资产优化、煤电联营及电价预期驱动股价上行	6
二、 安徽电力供需偏紧支撑电价维持高位	7
（一） 皖电供应以火电为主	7
（二） 皖电输出华东，省内供应偏紧支撑电价维持高位	8
三、 背靠大集团，煤电一体化运营优势显著	12
（一） 收购潘集开启新篇，电力效益步步登高	12
（二） 背靠淮南矿业集团，煤电一体运营成本优势显著	14
（三） 自有铁路运输为能源供应保驾护航	16
四、 盈利改善+分红提升，现金流充裕支撑扩张	17
（一） 盈利持续改善，未来三年分红不低于 75%/0.19 元	17
（二） 费用管控优异，期间费率低于可比公司	18
（三） 现金流改善偿债力增强，外延收购负债率可控	18
五、 集团资产注入打开成长空间	20
（一） 收购电力集团有序推进，电力增量可期	20
（二） 电力集团年利润近 10 亿元，偿债能力优异	23
（三） 收购估值中等偏低，EPS 有望扩增	24
六、 盈利预测与投资建议	25
（一） 盈利预测	25
（二） 投资建议	26
七、 风险提示	27

图目录

图 1、 淮河能源历史沿革图	4
图 2、 淮河能源实控人为安徽省国资委	4
图 3、 淮河能源营收总量（亿元）	5
图 4、 2024 年淮河能源营收结构（亿元）	5
图 5、 淮河能源历年毛利总量（亿元）	5
图 6、 公司电力业务毛利润占比显著提升	5
图 7、 淮河能源股价复盘	7
图 8、 安徽省用电量维持较高增速水平	7
图 9、 安徽省火电装机量占比过半	8
图 10、 安徽省电源结构中火电占比约 90%（万千瓦时）	8
图 11、 2024 年安徽省原煤产量过亿吨	9
图 12、 近年安徽输出电量约 800 万千瓦时/年	9
图 13、 2024 年长三角地区用电量情况	9
图 14、 2024 年长三角用电量突破 2 万亿千瓦时	9
图 15、 2022 年以来安徽火电利用小时数显著高于全国平均及周边省份	10
图 16、 2024 年安徽省历年直接交易电量成交均价上浮 13.47%	10
图 17、 淮河能源控股装机容量变化	12
图 18、 淮河能源历年发电量变化（亿度）	12

图 19、	2023 年淮河能源全资电厂、控股公司净利润及参股电厂投资收益	13
图 20、	淮河能控股电厂度电售价（元/度）	13
图 21、	淮河能源控股电厂利用小时数	13
图 22、	2024 年淮河能源煤炭板块毛利率为 25%	14
图 23、	淮河能源及集团潘谢矿区煤矿、电厂及铁路分布示意图	15
图 24、	淮河能源度电燃料成本较可比公司具备一定优势	15
图 25、	淮河能源控股电厂燃煤采购价格	15
图 26、	淮河能源度电毛利稳步提升	15
图 27、	2024 年淮河能源铁路货运量有所下滑	16
图 28、	2024 年淮河能源铁路运输毛利率下滑至 37.8%	16
图 29、	淮河能源营收总量持续增长	17
图 30、	淮河能源近两年盈利持续改善	17
图 31、	淮河能源期间费用整体增长	18
图 32、	淮河能源期间费率处可比公司偏低水平	18
图 33、	淮河能源经营活动现金流量净额持续改善	18
图 34、	淮河能源偿债能力不断增强	18
图 35、	截至 2024 年末，淮河能源资产负债率为 43.9%	19
图 36、	淮河能源拟收购标的股权结构及控股电厂、煤矿梳理	20
图 37、	2022 年以来淮浙煤电净利润步入新台阶	21
图 38、	凤台一期、洛河电厂度电售价	21
图 39、	凤台一期、洛河电厂利用小时数	21
图 40、	凤台一期、洛河电厂利润总额	22
图 41、	凤台一期、洛河电厂度电利润	22
图 42、	凤台一期、洛河电厂发电量	22
图 43、	顾北煤矿洗精煤外售量及售价	22
图 44、	2024 年前 11 个月电力集团加权 ROE7.1%	23
图 45、	电力集团负债率低于可比公司	24
图 46、	电力集团偿债能力优于可比公司	24
图 47、	淮河能源 PE-Band	26
图 48、	淮河能源 PB-Band	26

目录

表 1、	2021 年电价市场化改革将电价浮动范围扩大至 20%	10
表 2、	安徽省近三年在建火电项目	11
表 3、	淮河能源控股及参股电厂（万千瓦）	12
表 4、	淮南矿业安徽区域煤矿梳理（万吨；万吨/年）	14
表 5、	电力集团控股及参股火电厂梳理（单位：MW、万千瓦）	20
表 6、	电力集团在建电厂收入测算	23
表 7、	电力集团主要财务指标	23
表 8、	可比交易案例收购估值	24
表 9、	淮河能源可比公司估值对比	26

一、淮河能源：“煤、电+物流”的综合能源集团

（一）以煤、电为核心，迈向“能源+物流”多元化发展

淮河能源历史悠久，背靠安徽省国资委与淮南矿业集团。公司前身为芜湖港，成立于 2000 年，2003 年在上交所上市，2019 年更名为淮河能源。截至 2025 年 3 月底，淮南矿业集团持有公司 56.61% 的股份，为控股股东，实控人为安徽省国资委。

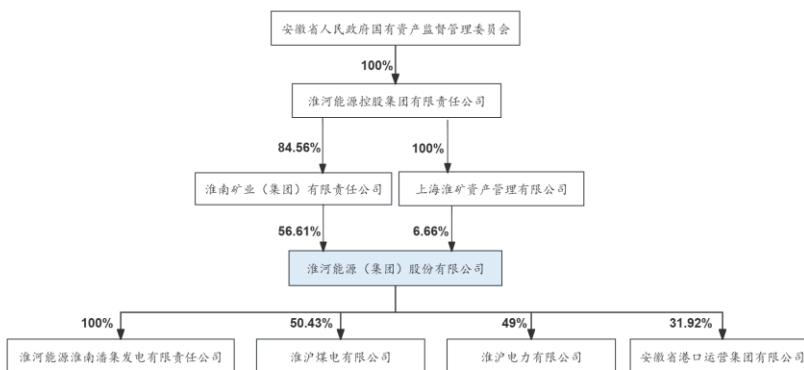
淮河能源主营业务涵盖煤炭采销、电力业务、物流贸易和铁路运输。公司地处淮南，淮南矿区作为两淮煤炭基地的重要组成部分，为公司提供了丰富的煤炭资源。截至 2024 年底，淮河能源控股、参股的火电装机规模达到 491 万千瓦，其中控股装机规模为 351 万千瓦；公司拥有 1 座优质动力煤生产矿井，核定产能为 600 万吨/年（丁集矿）；此外，公司还拥有 272.5 公里的铁路线路和 7000 万吨/年的铁路货物运输设计能力。

图1、淮河能源历史沿革图



数据来源：公司公告，安徽省港口运营集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、淮河能源实控人为安徽省国资委



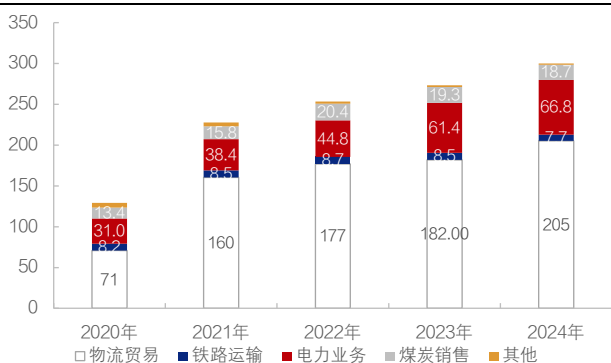
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2025 年 3 月底。

(二) 主要产品：从煤炭开采到铁路运输再到电力生产

物流贸易、铁路运输、电力业务和煤炭业务是公司主要的营收来源。通过“煤电一体化”和“能源+物流”模式，公司形成了从煤炭开采到电力生产再到物流运输的完整产业链条，并积极拓展清洁能源和天然气产业，致力于构建清洁低碳、安全高效的现代能源服务体系。2024 年，公司四大主业营收合计 300 亿元，其中物流贸易（主要为煤炭贸易）、电力业务、煤炭业务和铁路运输营收分别为 205 亿元、66.8 亿元、18.7 亿元和 7.7 亿元，占总营收的 68%、22%、6%和 3%。

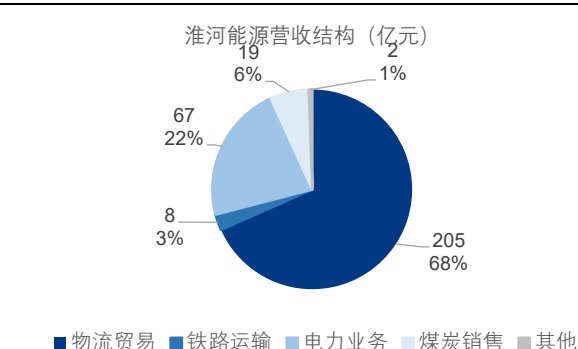
公司毛利润稳步增长，煤炭与电力为毛利主要贡献部门。2024 年，公司实现毛利 18.3 亿元，较 2020 年增长 72.3%，其中：物流贸易实现毛利 1.6 亿元，占比 9%；铁路运输实现毛利 2.9 亿元，占比 16%；电力业务实现毛利 9.0 亿元，占 49%；煤炭业务实现毛利 4.6 亿元，占比 25%。煤炭业务和电力业务是公司毛利的主要贡献部门。

图3、淮河能源营收总量（亿元）



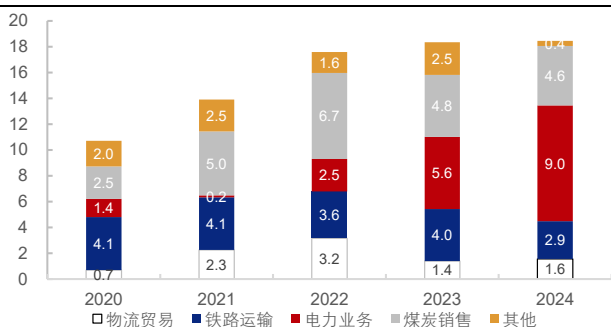
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2024 年淮河能源营收结构（亿元）



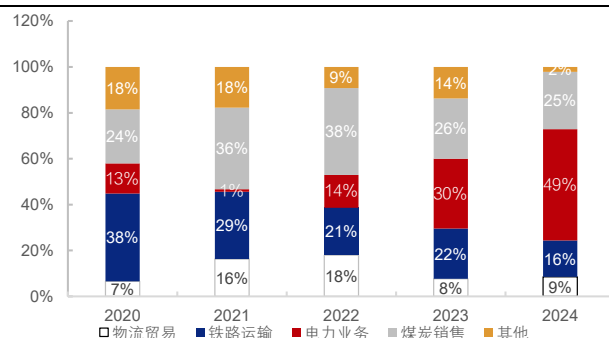
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、淮河能源历年毛利总量（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司电力业务毛利润占比显著提升



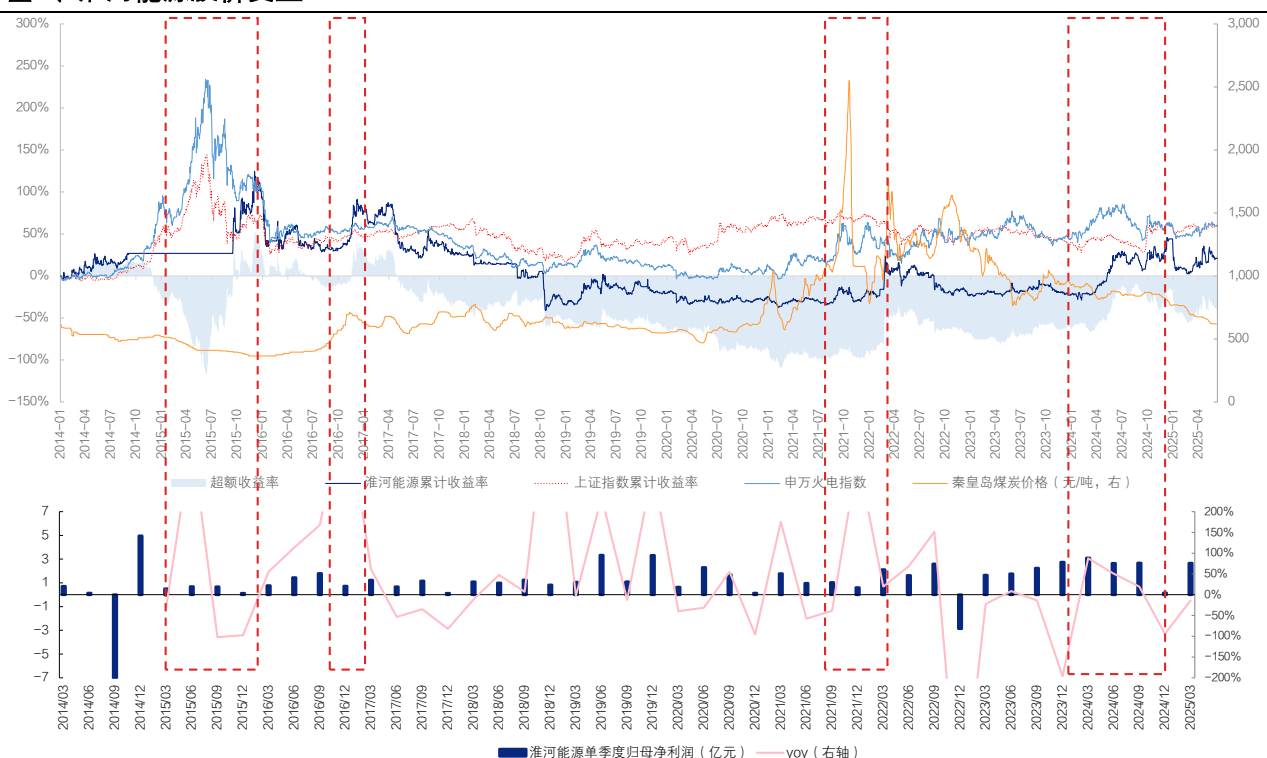
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）股价复盘：资产优化、煤电联营及电价预期驱动股价上行

我们对公司自 2014 年 1 月以来的股价进行复盘，发现优质资产并购/资产优化、煤电联营稳定盈利预期及电价提升预期三大因素驱动公司股价上行。我们选取公司 2014 年以来超额收益的四个代表阶段进行分析：

- **2015 年 9-10 月：剥离亏损子公司，公司业绩扭亏为盈，驱动股价超额收益率达 28.8%。**2014 年 10 月，因全资子公司淮矿现代物流有限责任公司涉及巨额债权债务，公司筹划与控股股东（淮南矿业）推进重大资产重组，股票自 10 月 8 日起停牌，至 2015 年 9 月 16 日复盘。复盘后股价显著上涨，9 月 16 日至 10 月底，公司股价超额收益率（超额收益率=淮河能源-上证综指，后同）达 28.8%。此轮超额收益主要为重组剥离亏损子公司，公司 2015 年前三季度归母净利润为 1.84 亿元，实现扭亏为盈。
- **2016 年 9 月至 12 月：煤价暴涨期间，公司依托煤电联营模式的自供煤成本优势，有效对冲市场波动，推动股价超额收益率达 37.6%。**2016 年四季度，煤炭价格处于上升周期，秦皇岛 5500 动力煤季度均价上行至 655 元/吨，同比增 75.7%，环比增 41.0%。而同年 4 月，公司成功收购的淮沪煤电和淮沪电力，均采用煤电联营模式，通过自供煤炭降低发电成本，这种模式有效抵御了成本波动风险，增强了公司盈利能力的确定性，实现稳定的利润预期。2016 年 9 月 26 日至 2016 年 12 月 8 日，公司股价超额收益率达 37.6%。
- **2021 年 8 月下旬至 2022 年 3 月底：电力市场化改革带来电价上涨预期，推动期间股价超额收益率达到 64.8%。**2021 年下半年，动力煤市场价格大幅上行，推动市场对电力市场化改革预期提升。至同年 10 月，国家发展改革委印发《深化燃煤发电上网电价市场化改革通知》，明确将燃煤发电价格的上限浮动从 10%增加到 20%，公司上网电价预期得到提升。成本端，公司采用煤电联营模式运营，通过自采煤炭及采购集团长协煤来降低成本波动风险。在电价预期上涨、成本预期可控背景下，公司业绩预期显著改善。2021 年 8 月下旬至 2022 年 3 月底，公司股价超额收益率达到 64.8%。
- **2024 年初至 12 月中旬：优质资产并购+关停亏损电厂带来业绩改善，股价超额收益率达 68.4%。**2023 年 12 月，公司完成收购潘集发电公司，带来发电量及效益增长；同时，伴随亏损的新庄孜电厂关停，2024 年前三季度，公司连续三个季度实现归母净利润同比正增长。2024/01/01-2024/12/15，公司股价超额收益率达 68.4%。

图7、淮河能源股价复盘



资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

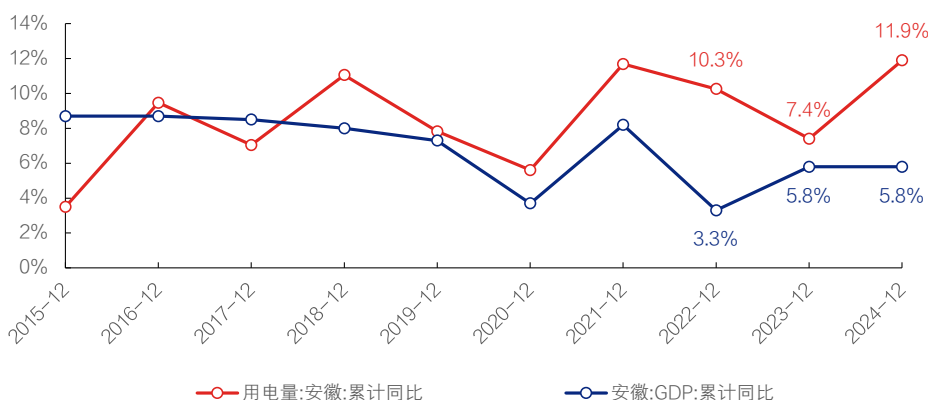
注：累计收益率以 2014/1/1 为起始日，超额收益率=淮河能源-上证综指；数据截至 2025 年 6 月 9 日收盘；部分季度的归母净利润同比波动幅度超过（-2，2）的范围，未在图中显示。

二、安徽电力供需偏紧支撑电价维持高位

（一）皖电供应以火电为主

安徽经济发展态势良好，用电总量保持较高增速。依托长三角一体化发展、科技创新驱动战略、“八横八纵”高铁网络建设，安徽省经济总量稳步增长，用电量保持较高增速。2022-2024 年，安徽用电量分别同比增长 10.3%、7.4%、11.9%。2025 年，安徽提出 GDP 增长目标为 5.5%以上，预计安徽省用电量需求将保持相对较高增长。

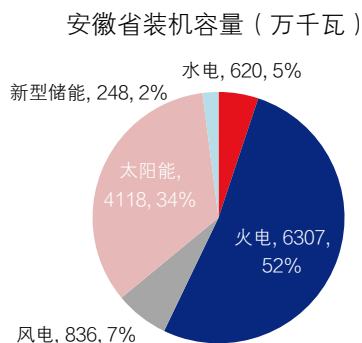
图8、安徽省用电量维持较高增速水平



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

安徽省火电装机量占比过半。截至 2024 年 10 月，安徽省装机量中火电和光伏占比较高，分别占比 52%、34%，水电、风电和新型储能占比较少，分别为 5%、7%、2%。《安徽省新型储能推广应用实施方案》预计到 2025 年，安徽全省新型储能装机规模不低于 300 万千瓦；到 2027 年，全省新型储能装机规模不低于 450 万千瓦，力争达到 500 万千瓦。

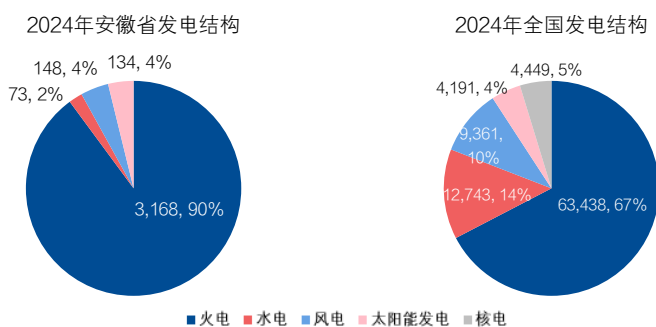
图9、安徽省火电装机量占比过半



数据来源：安徽省能源局，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2024 年 10 月

安徽火电发电量占比九成。2024 年，安徽省发电结构中，火电占比为 90%，高于全国平均水平 23 个百分点，火电在安徽省发电电源结构中占据绝对主导地位。随着新能源装机容量提升，预计安徽火电发电量占比将有所下降，但未来五年内，安徽以火电为主导的格局难有根本转变。

图10、安徽省电源结构中火电占比约 90%（万千瓦时）



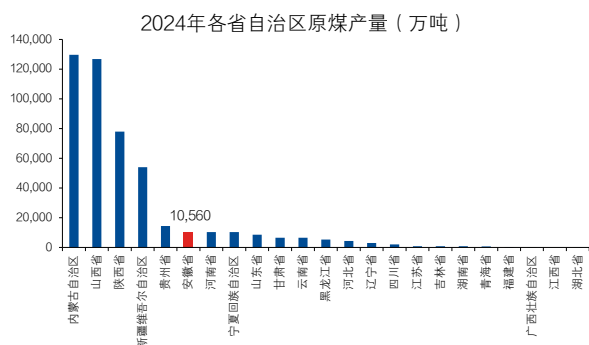
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）皖电输出华东，省内供应偏紧支撑电价维持高位

作为华东区域亿吨级煤炭供应基地，安徽在长三角电力供应中承担着重要保障责任。2024 年，安徽省原煤产量 1.056 亿吨，位居全国第六，为华东区域唯一亿吨级煤炭生产基地，为华东区域的电力生产提供重要保障。2024 年，江苏、浙江用电量分列全国第二、四位，同比增速分别为 8.3%、9.5%，上海用电量同比增速为

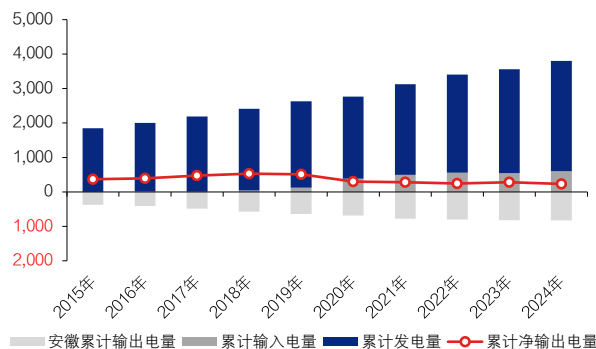
7.3%，三地经济发展仍需大量外省电力支持。近五年，尽管“外电入皖”取得一定成效，但安徽电力净输出省的特点未变，2024 年 1-11 月，安徽省输出电量占其发电量的 26%，净输出电量占比为 7%。

图11、2024 年安徽省原煤产量过亿吨



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、近年安徽输出电量约 800 万千瓦时/年

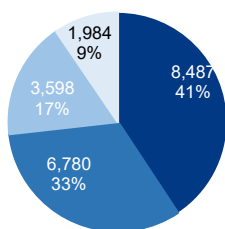


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每年数据为 1-11 月累计值

2025 年长三角用电量有望延续高速增长。长三角区域经济发展强劲，2024 年经济总量突破 33 万亿元，占全国比重从 2018 年的 23.86%提升至 24.58%，用电量维持高增速，2024 年达 20849 亿千瓦时，同比增长 9.2%，首次突破 2 万亿千瓦时。2025 年作为“十四五”收官、“十五五”谋篇布局以及长三角一体化发展的关键之年，预计用电量将继续高速增长。

图13、2024 年长三角地区用电量情况

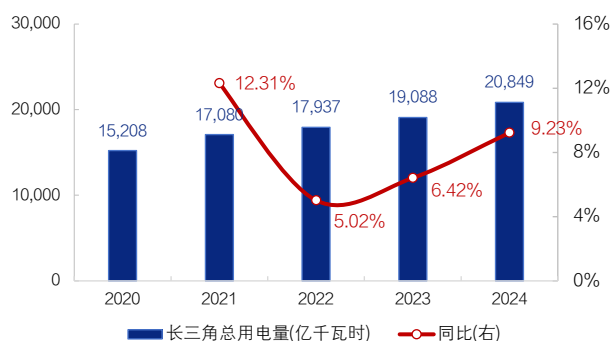
2024年长三角地区用电量情况（亿千瓦时）



■ 江苏省用电量 ■ 浙江省用电量 ■ 安徽省用电量 ■ 上海市用电量

资料来源：北极星火力发电网，江苏省人民政府，北极星售电网，中国能源网，兴业证券经济与金融研究院整理

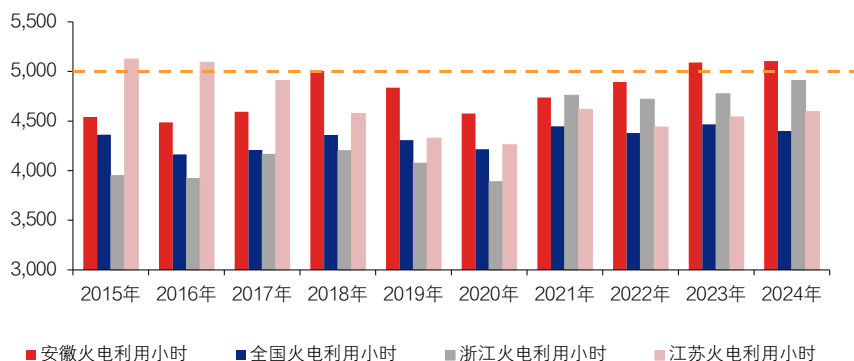
图14、2024 年长三角用电量突破 2 万亿千瓦时



数据来源：iFinD，北极星火力发电网，江苏省人民政府，北极星售电网，中国能源网，兴业证券经济与金融研究院整理

安徽电力供需持续偏紧。自 2022 年起，安徽火电利用小时数明显高于全国及邻省。2022-2023 年，安徽火电利用小时数分别为 4894、5090 小时，较全国/江苏/浙江高出 515/455/174 小时、624/548/316 小时。2024 年，安徽火电利用小时数与全国差距进一步扩大，达 5106 小时，较全国/江苏/浙江高出 705/510/198 小时，凸显其电力供需紧张局面。

图15、2022 年以来安徽火电利用小时数显著高于全国平均及周边省份



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

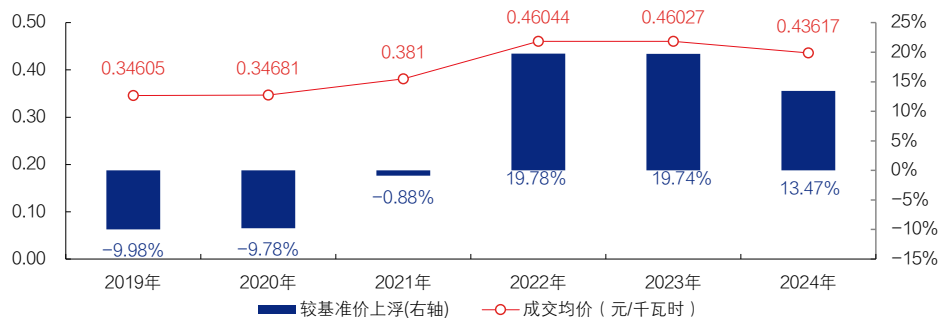
电价市场化改革释放红利，安徽电价维持上浮。2021 年 10 月，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电价格上浮限制从 10%提至 20%，打开电价上浮空间。受此影响，安徽省直接交易电量均价从 2020 年的 0.34681 元/千瓦时上涨 32.7%，至 2023 年的 0.46027 元/千瓦时，上浮近 20%，达到区间上限。2024 年以来，安徽省电量电价同比下行，上浮比例收窄至 13.47%，但相较于 2021 年以前仍有显著增长。

表1、2021 年电价市场化改革将电价浮动范围扩大至 20%

重点改革方向	主要内容
有序放开全部燃煤发电电量上网电价	燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价。
扩大市场交易电价上下浮动范围	将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%， 扩大为上下浮动原则上均不超过 20% ，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制。电力现货价格不受上述幅度限制。
推动工商业用户都进入市场	各地要有序推动工商业用户全部进入电力市场，按照市场价格购电，取消工商业目录销售电价。目前尚未进入市场的用户，10 千伏及以上的用户要全部进入，其他用户也要尽快进入。
保持居民、农业用电价格稳定	居民、农业用电由电网企业保障供应，执行现行目录销售电价政策。

资料来源：《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2024 年安徽省历年直接交易电量成交均价上浮 13.47%



数据来源：北极星售电网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：安徽省电量电价基准价为 0.3844 元/千瓦时。

2025至2026年,安徽火电项目迎来投产高峰,预计电力供需紧张格局逐步缓解。

煤电项目建设期约为2年,依据安徽省“十四五”期间核准待投产的煤电机组,预计2025-2027年,安徽火电机组将分别投产828、554、332万千瓦。

表2、安徽省近三年在建火电项目

所属公司	电厂名称	状态	容量(万千瓦)/预计投产年份			所在城市
			2025年	2026年	2027年	
中国中煤能源集团有限公司	宣城电厂三期	在建	-	-	132	宣城市
中国中煤能源集团有限公司	滁州电厂	在建	-	132	-	滁州市
中国中煤能源集团有限公司	六安电厂	在建	-	132	-	六安市
安徽省能源集团有限公司	钱营孜电厂二期	在建	100	-	-	宿州市
淮北矿业(集团)有限责任公司	淮北国安二期	在建	132	-	-	淮北市
淮南矿业(集团)有限责任公司	平圩电厂四期	在建	200	-	-	淮南市
淮南矿业(集团)有限责任公司	谢桥电厂	在建	132	-	-	阜阳市
淮南矿业(集团)有限责任公司	芜湖天然气调峰电厂	在建	-	90	-	芜湖市
淮南矿业(集团)有限责任公司	洛河电厂四期	在建	-	-	200	淮南市
淮南矿业(集团)有限责任公司	潘集电厂二期	在建	132	-	-	淮南市
国家能源投资集团有限责任公司	国能神皖池州二期	在建	132	-	-	合肥市
国家能源投资集团有限责任公司	安庆电厂三期	在建	-	200	-	安庆市
合计		-	828	554	332	-

资料来源:各公司公告,安徽省生态环境厅,六安市裕安区人民政府,人民网,国际电力网,宣城市人民政府,安徽省招标投标信息网,北极星火力发电网,淮南网,中安在线,电力招标网,兴业证券经济与金融研究院整理

注:宣城电厂三期预计2025年开工,根据火电项目建设周期推算,预计项目将于2027年投产。

三、背靠大集团，煤电一体化运营优势显著

(一) 收购潘集开启新篇，电力效益步步登高

淮河能源参控股装机 **491** 万千瓦，两年发电量复合增长 **19.7%**。截至 2024 年 12 月底，淮河能源控股及参股电厂装机规模达 491 万千瓦，控股装机 351 万千瓦，权益容量 288.5 万千瓦。控股电厂有潘集电厂一期（2023 年收购及新投产）、潘三电厂、顾桥电厂、田集电厂一期，参股电厂为田集电厂二期。2024 年，公司发电量 167.67 亿度，2022-2024 年复合增速为 19.7%；其中，潘集电厂一期、田集电厂一期分别贡献 37.8%，35.9%，为公司主力机组。

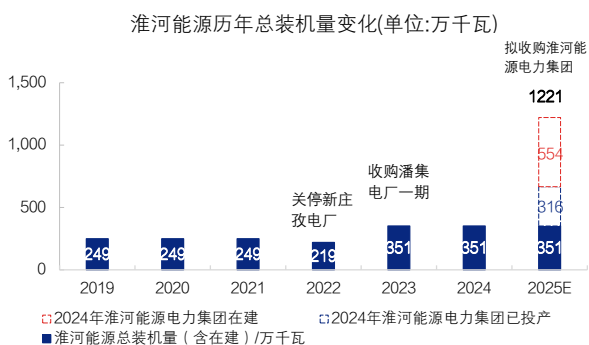
表3、淮河能源控股及参股电厂（万千瓦）

运营主体	持股比例	其他持股情况	电厂名称	机组规模	权益装机	投产时间
潘集发电	100%	—	潘集电厂一期	2*66	132.0	2023 年
本部	100%	—	潘三电厂	2*13.5	27.0	2008 年
本部	100%	—	顾桥电厂	2*33	66.0	2011 年
淮沪煤电	50.43%	上海电力股份有限公司持股 49.57%	田集电厂一期	2*63	63.5	2007 年
控股合计	—	—	—	351.0	288.5	—
淮沪电力	49%	上海电力股份有限公司持股 51%	田集电厂二期	2*70	68.6	2013 年
全部合计	—	—	—	491	357.1	—

资料来源：淮河能源公司公告，《淮河能源控股集团有限责任公司 2024 年度第三期超短期融资券募集说明书》，淮南市人民政府，淮沪电力有限公司，北极星火力发电网，兴业证券经济与金融研究院整理

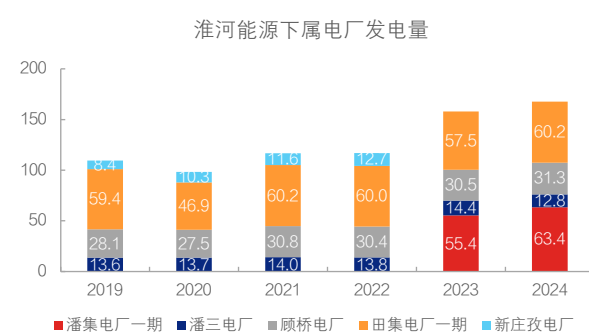
注：表内电厂均位于安徽省淮南市。

图17、淮河能源控股装机容量变化



数据来源：公司公告，淮南矿业集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、淮河能源历年发电量变化（亿度）



数据来源：公司公告，淮南矿业集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

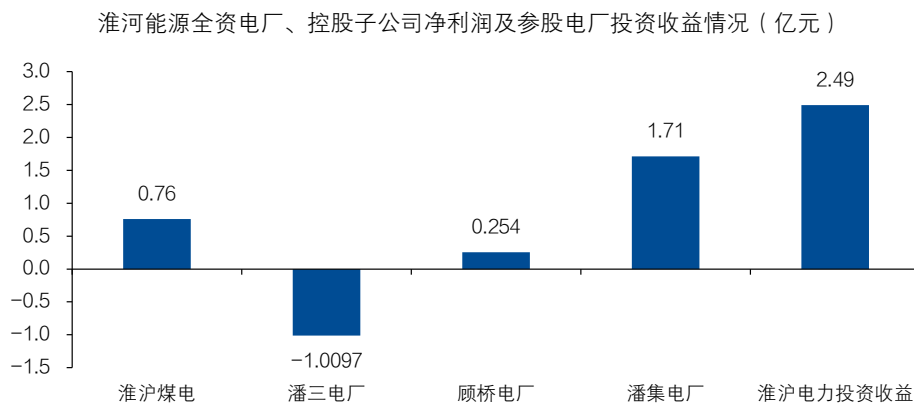
淮河能源电力板块利润主要由潘集电厂、潘三电厂、顾桥电厂、淮沪煤电电力部分所构成。其中：

- 潘集电厂于 2023 年投产，当年即实现盈利 1.71 亿元，ROE 达 14.5%。该电厂是公司在 2023 年 12 月从淮南矿业集团收购的超超临界燃煤发电机组，投产首年供电煤耗为 284.5g/kwh，运营效率较高。按其收购时资产评估价值 11.81 亿元计算，投产当年 ROE 为 14.5%。

- **潘三电厂盈利能力偏弱，正在推进关停手续。**主要由于其投产较早，属于循环流化床机组，供电标准煤耗较高（2023 年为 360g/kwh）。潘三电厂两台机组已于 2025 年 4 月拆除，关停后公司电力盈利有望进一步改善。

此外，公司参股淮沪电力获取的投资收益亦是煤电联营模式下公司利润的重要来源，2023 年，公司参股淮沪电力（田集电厂二期）的投资收益为 2.49 亿元。

图19、2023 年淮河能源全资电厂、控股公司净利润及参股电厂投资收益

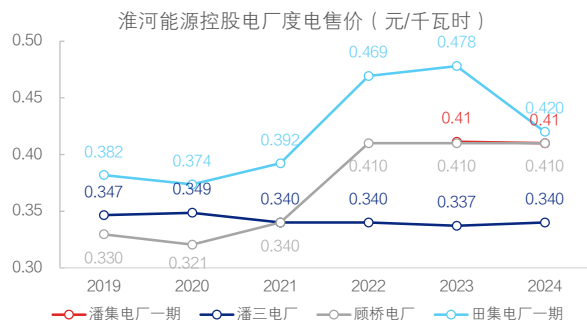


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除淮沪电力为投资收益外，其他均为净利润；淮沪煤电下属丁集煤矿及田集电厂一期。

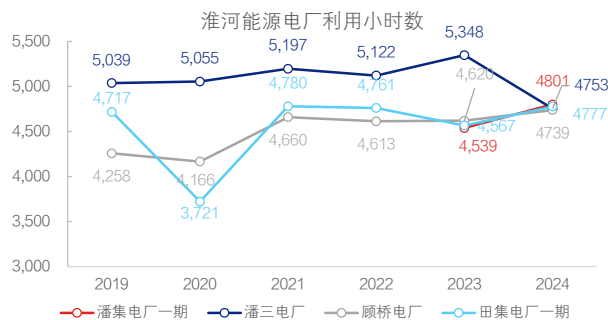
受益于区域电力紧张，淮河能源电厂售电价格维持区间上浮，利用小时数超 4500 小时。公司电厂位于安徽淮南，潘集一期、潘三及顾桥三个全资电厂电量并入安徽电网结算。田集电厂一期作为皖电东送机组，电量并入华东电网结算。截至 2024 年，除潘三电厂（自备电厂）售电价偏低外，其他电厂均维持基准电价上浮。公司电厂利用小时数均超 4500 小时，其中，潘集电厂利用小时数达 4801 小时。

图20、淮河能控股电厂度电售价（元/度）



数据来源：公司公告，淮南矿业集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、淮河能源控股电厂利用小时数

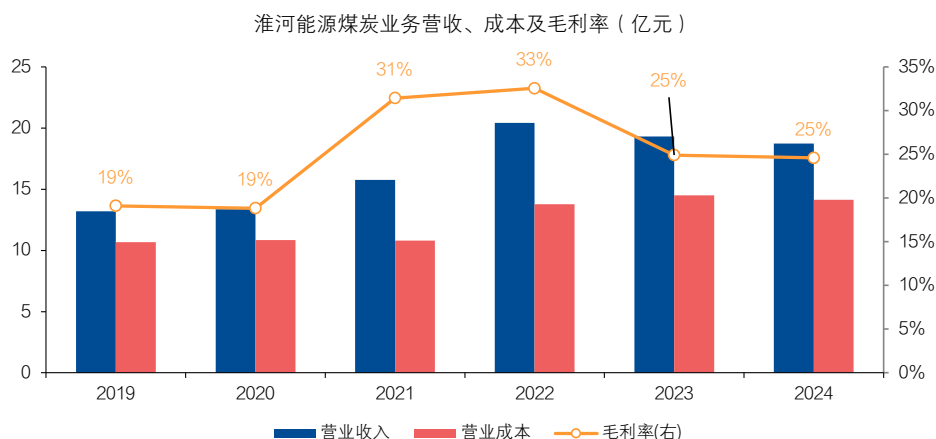


数据来源：公司公告，淮南矿业集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）背靠淮南矿业集团，煤电一体运营成本优势显著

淮河能源煤炭外销近半，受低质条件及煤价下滑影响，煤炭毛利率降至 25%。公司煤炭业务主要由控股公司淮沪煤电的丁集煤矿负责，该矿年产能 600 万吨，主要供应田集电厂一期及外销给田集电厂二期（淮沪电力）。2023 年，丁集煤矿原煤产量 598 万吨，商品煤销量 448 万吨，其中对内销售 236 万吨（占比 53%），对外销售 212 万吨（占比 47%）。受地质状况及煤价下滑影响，公司近两年煤炭业务毛利率降至 25%。

图22、2024 年淮河能源煤炭板块毛利率为 25%



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

集团煤矿资源丰富，安徽区域有 4890 万吨产能在上市公司体外。淮河能源控股股东淮南矿业集团煤矿资源丰富，截至 2024 年 3 月底，集团拥有 11 座煤矿，可采储量 48.81 亿吨，其中安徽 39.99 亿吨，蒙西 8.82 亿吨。合计产能 7790 万吨/年，安徽区域 5490 万吨/年（含丁集煤矿）。除丁集矿外，安徽区域 4890 万吨产能在上市公司体外。

表4、淮南矿业安徽区域煤矿梳理（万吨；万吨/年）

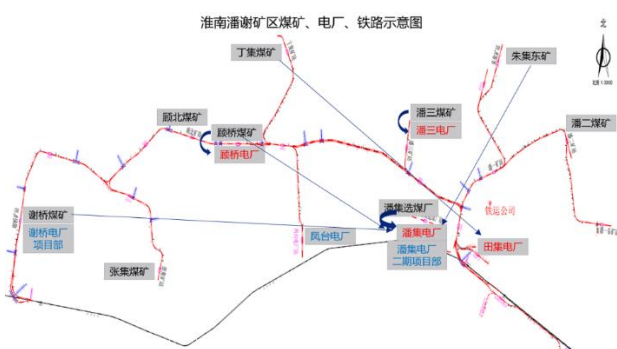
矿井名称	所属省市	煤种	资源储量	可采储量	产能
潘三矿	安徽淮南	QM、1/3JM	76281.8	40347.5	500
谢桥矿	安徽阜阳	QM、1/3JM	50491.5	29133.9	960
张集矿	安徽淮南	QM、1/3JM	161610.6	83558.8	1230
潘二矿	安徽淮南	1/3JM	75346.8	34680.4	500
顾桥矿井	安徽淮南	QM	119768.3	71451.7	900
顾北矿	安徽淮南	QM、1/3JM	61802.4	34353.2	400
丁集矿井	安徽淮南	QM、1/3JM	120730.1	61102.8	600
朱集东矿	安徽淮南	QM、1/3JM	91999	45302.4	400
合计	--	--	758030.5	399930.7	5490

资料来源：《淮南矿业(集团)有限责任公司 2024 年主体长期信用评级报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

注：①QM 为气煤，1/3JM 为 1/3 焦煤；②数据截至 2024/3/31。

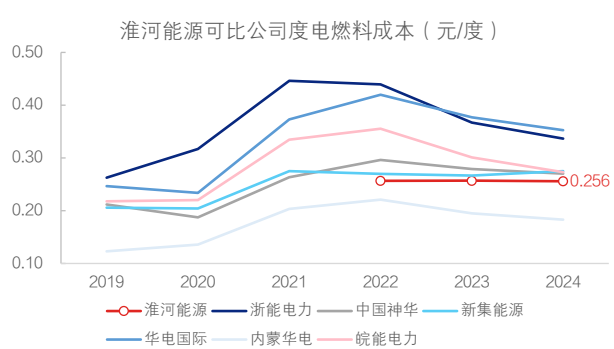
依托集团煤炭、铁路、电力布局，公司利用煤电联营协同效应，赋予电力业务成本优势。淮河能源电厂燃煤源于自有矿及集团矿，顾桥电厂、潘三电厂为顾桥煤矿、潘三煤矿坑口电厂，潘集电厂、田集电厂燃煤靠自有铁路从多矿运达。稳定的燃煤来源可平抑煤价波动带来的成本影响，同时，依托于集团的煤矿供应以及自有铁路的运输，公司电厂在原料的采购、运输方面具备显著优势。2024 年，淮河能源度电燃料成本 0.256 元/度，低于中国神华、新集能源等，处可比公司前列。

图23、淮河能源及集团潘谢矿区煤矿、电厂及铁路分布示意图



数据来源：公司公告，《淮南矿业集团潘集电厂二期2x660MW 超超临界燃煤机组项目环境影响报告书》，兴业证券经济与金融研究院整理

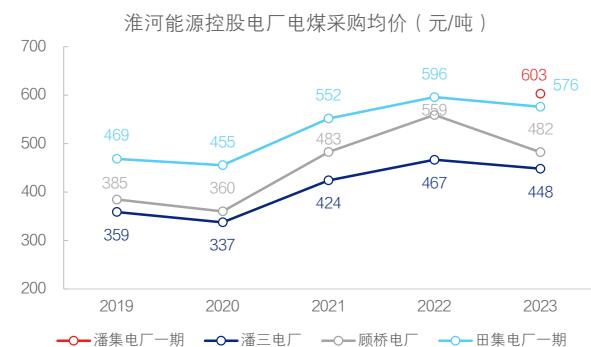
图24、淮河能源度电燃料成本较可比公司具备一定优势



数据来源：各公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

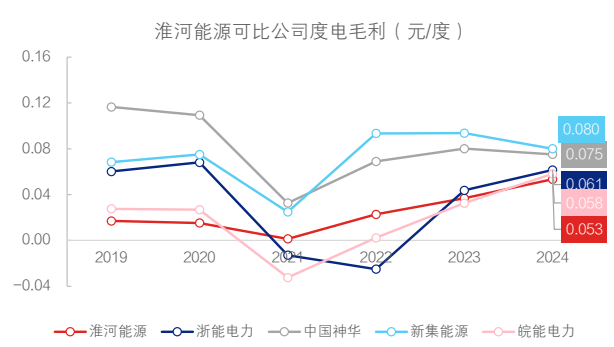
关停新庄孜电厂后，淮河能源 2023-2024 年度电毛利显著提升。2022 年，2022 年，公司关停低效、高耗、亏损的新庄孜电厂，2023 年收购新投产的潘集电厂，同时燃煤采购价下调，整体经营效率和盈利水平提高。2023-2024 年，公司度电毛利显著提升。2024 年，度电毛利 0.053 元/度。随着 2025 年煤价中枢下行、关停亏损的潘三电厂，预计公司度电毛利将进一步增长。

图25、淮河能源控股电厂燃煤采购价格



数据来源：淮南矿业集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、淮河能源度电毛利稳步提升



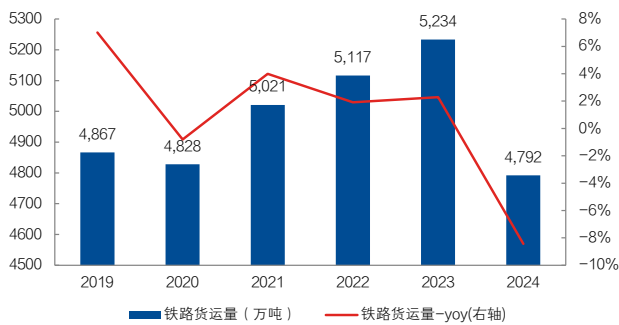
数据来源：各公司公告，iFinD，淮南矿业集团债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）自有铁路运输为能源供应保驾护航

7000 万吨自有铁路运力为能源供应保驾护航。淮河能源铁路运输业务由铁路分公司运营,具备 7000 万吨/年运力和 272.5 公里线路。淮南矿区作为主要煤炭来源,确保货源稳定。铁运分公司通过向运输服务委托方收取合理的过轨费用,并执行 19.60 元/吨的铁路运输费用,保持了业务收入的稳定性。在盈利模式上,淮河能源的铁路运输业务盈利主要依赖于运输服务收费和维修服务的潜在收入。

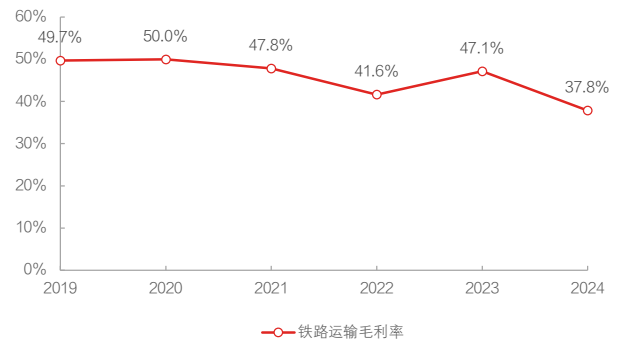
铁路运输业务毛利率有望触底回升。2024 年,受谢桥煤矿事故影响运量有所下滑,毛利率下滑至 37.8%,当期毛利占总业务毛利 16%,显著低于 2021 年-2023 年 21%-29%的水平,预计 2025 年铁路恢复正常运营后,毛利率将有改善。

图27、2024 年淮河能源铁路货运量有所下滑



资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2024 年淮河能源铁路运输毛利率下滑至 37.8%



资料来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

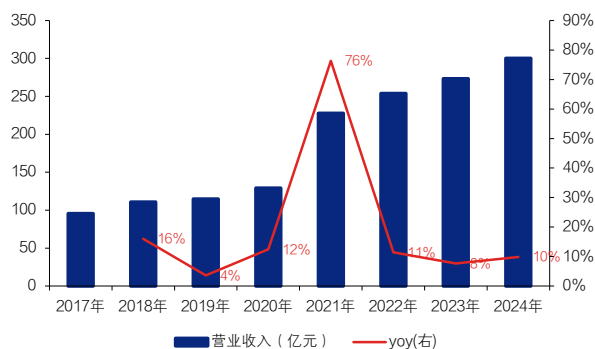
四、盈利改善+分红提升，现金流充裕支撑扩张

（一）盈利持续改善，未来三年分红不低于 75%/0.19 元

淮河能源盈利逐年改善。2017 年以来，淮河能源营收实现稳步增长，利润受多重因素影响有所波动。具体来看：

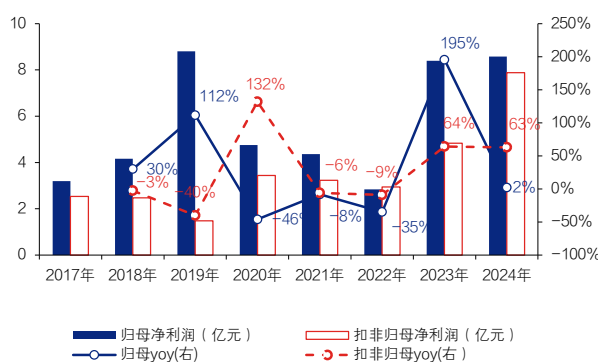
- 2019 年：归母净利润增长 112%，主因港口资产处置导致非经收益较多。
- 2022 年：归母净利润下滑 35%，主因关停新庄孜电厂计提大额资产减值损失。
- 2023 年：收购潘集电厂，归母净利润大幅增长 195%。
- 2024 年：公司发电量持续增加，实现归母净利润 8.58 亿元，同比增长 2%，实现扣非归母净利润 7.9 亿元，同比增长 63%。

图29、淮河能源营收总量持续增长



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、淮河能源近两年盈利持续改善



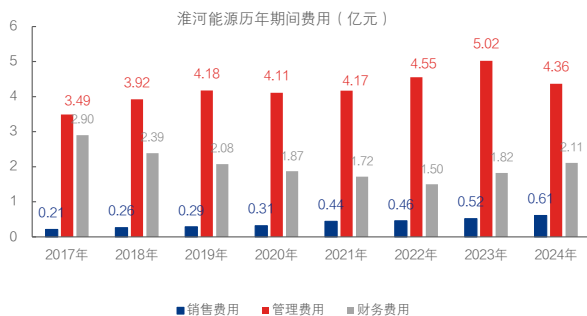
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

承诺 2025-2027 年分红比例不低于 75%，每股分红不低于 0.19 元。2023 年，公司盈利显著改善后，大幅提升分红比例至 55.5%。由于拟收购淮河能源电力集团，公司 2024 年度拟不进行现金分配和送股，且不进行资本公积金转增股本。同时，公司发布《关于 2025-2027 年度现金分红回报规划》，在满足《公司章程》利润分配政策的前提下，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母净利润的 75%，且每股派发现金红利不低于 0.19 元（含税），以 2025 年 6 月 17 日收盘价为基础，测算 2025-2027 年股息率不低于 5.34%。

（二）费用管控优异，期间费率低于可比公司

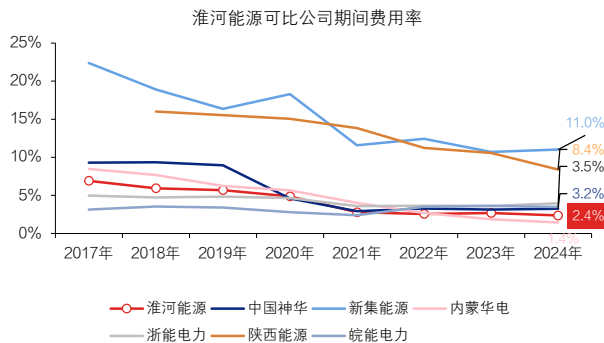
淮河能源费用控制有效，期间费率持续下降且低于多数可比公司。2017 年以来，尽管公司期间费用随营收上升，但得益于有效控制，期间费率不断下滑。2023 年降至 2.7%，较 2017 年降 4.2 个百分点；2024 年进一步降至 2.4%，低于中国神华（3.2%）、新集能源（11%）。

图31、淮河能源期间费用整体增长



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、淮河能源期间费率处可比公司偏低水平



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）现金流改善偿债力增强，外延收购负债率可控

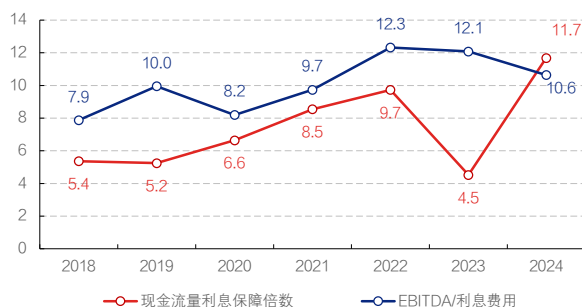
淮河能源经营现金流持续改善，偿债能力增强。2018-2022 年，公司近年现金流稳步提升，2023 年经营现金流净额降 42%，因丁集煤矿地质状况致煤炭收入下滑。2024 年，矿井地质条件恢复、潘集电厂发电量增长，推动经营现金流快速增长 1.82 倍，达 2018 年来最高水平。随着现金流改善，公司偿债能力不断提升，截至 2024 年末，偿债现金流量利息保障倍数及 EBITDA/利息费用分别为 11.7、10.6 倍。

图33、淮河能源经营活动现金流量净额持续改善



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、淮河能源偿债能力不断增强

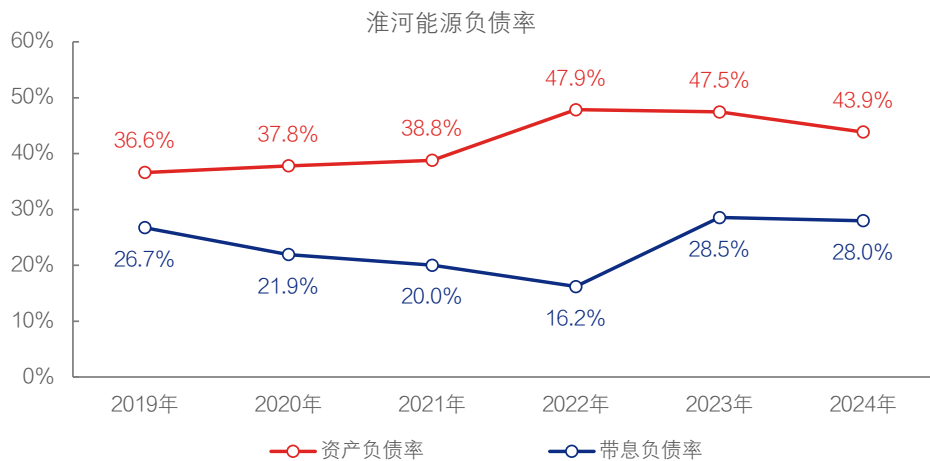


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

外延收购负债率延续偏低水平。2023 年，淮河能源收购潘集电厂，并追溯调整 2022 年数据，致 2022 年资产负债率同比升 9 个百分点至 47.9%。但随着潘集电厂投产效益提升及现金流改善，公司资产负债率逐步下降，2024 年年末为 43.9%，较 2022 年降 4 个百分点。截至 2024 年 11 月末，拟收购的电力集团资产负债率

为 40.8%，预计收购后淮河能源整体资产负债率将维持偏低水平。此外，随着谢桥和潘集二期电厂投产后，负债率有望显著降低。

图35、截至 2024 年末，淮河能源资产负债率为 43.9%



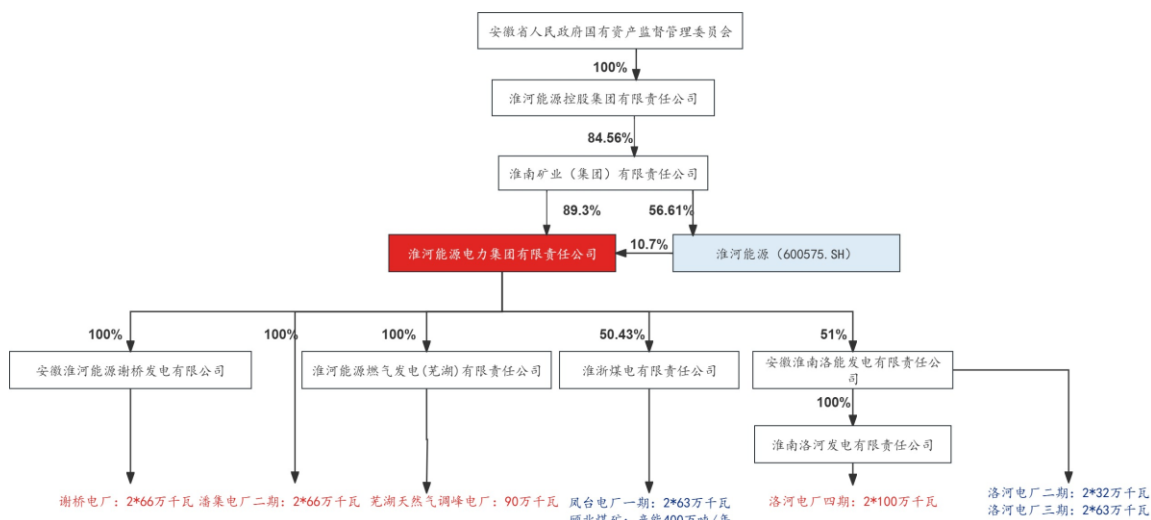
数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

五、集团资产注入打开成长空间

(一) 收购电力集团有序推进，电力增量可期

收购电力集团拉开序幕。2024 年 12 月 17 日，淮河能源公告拟通过发行股份及支付现金，购买股东淮南矿业持有的淮河能源电力集团有限责任公司（下称电力集团）89.3%股权，拉开集团资产收购序幕。

图36、淮河能源拟收购标的股权结构及控股电厂、煤矿梳理



数据来源：淮南矿业债券募集说明书，公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：红色方框为此次收购标的，红色字体为在建电厂，蓝色字体为在运电厂/煤矿。

电力集团控股火电装机规模 8.7GW，煤矿 400 万吨产能。截至 2024 年 11 月底，电力集团控股在运火电机组规模 3.16GW，权益装机容量 1.604GW；控股在建火电机组规模 5.54GW，权益装机容量 4.56GW；已投产、在建及拟建的光伏发电项目 76.31 万千瓦。此外，电力集团拥有一座顾北煤矿，产能 400 万吨/年，由淮浙煤电运营。

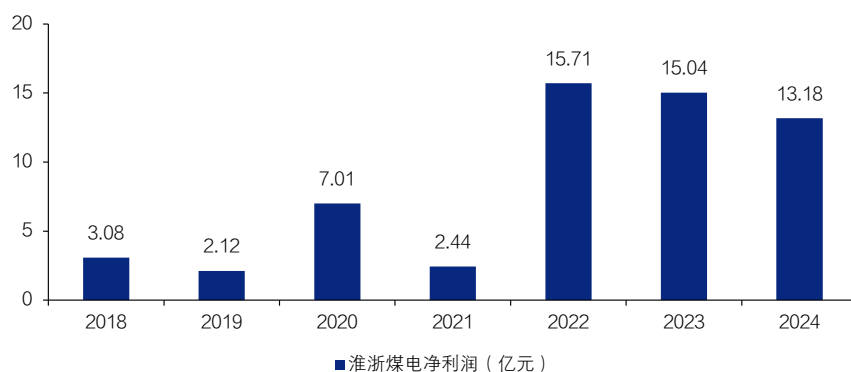
表5、电力集团控股及参股火电厂梳理（单位：MW、万千瓦）

	持股比例	剩余持股情况	电厂名称	机组规模	装机容量	权益容量	状态	电厂所在位置
控股在运：								
淮浙煤电有限责任公司	50.43%	浙江浙能电力股份有限公司持股49.57%	凤台电厂一期	2*630	126	63.5	已投产	安徽省淮南市
安徽淮南洛能发电有限责任公司	51%	大唐安徽发电有限公司持股47.8%，淮南市产业发展（集团）有限公司持股1.2%	洛河电厂二、三期	2*320+2*630	190	96.9	已投产	安徽省淮南市
控股在运合计	-	-	-	-	316	160.4	-	-
控股在建：								
淮河能源淮南潘集发电有限责任公司	100%	-	潘集电厂二期	2*660	132	132.0	在建	安徽省淮南市
淮南洛河发电有限责任公司	51%	大唐安徽发电有限公司持股47.8%，淮南市产业发展（集团）有限公司持股1.2%	洛河电厂四期	2*1000	200	102.0	在建	安徽省淮南市
安徽淮南洛能发电有限责任公司	100%	-	谢桥电厂	2*660	132	132.0	在建	安徽省阜阳市
淮河能源燃气发电（芜湖）有限责任公司	100%	-	芜湖天然气调峰电厂	2*45	90	90.0	-	-
控股在建合计	-	-	-	-	554	456.0	-	-
参股情况：								
淮浙电力有限责任公司	49%	浙江浙能电力股份有限公司持股51%	凤台电厂二期	2*660	132	64.7	已投产	安徽省淮南市
安徽华电芜湖发电有限公司	35%	华电国际电力股份有限公司持股65%	华电芜湖电厂一、二期	2*660+1*1000	232	81.2	已投产	安徽省芜湖市
皖能马鞍山发电有限公司	49%	安徽省皖能股份有限公司持股51%	皖能马鞍山发电有限公司	2*660	132	64.7	已投产	安徽省马鞍山市
国电黄金埠发电有限公司	49%	国家能源集团江西电力有限公司持股51%	黄金埠电厂	2*650	130	63.7	已投产	江西省上饶市
皖能合肥发电有限公司	49%	安徽省皖能股份有限公司持股51%	合肥发电厂	2*630	126	61.7	已投产	安徽省合肥市
华能巢湖发电有限责任公司	30%	华能国际电力股份有限公司持股60%，中国华能集团香港有限公司持股10%	华能巢湖电厂	2*630	126	37.8	已投产	安徽省巢湖市
皖能铜陵发电有限公司	49%	安徽省皖能股份有限公司持股51%	皖能铜陵发电有限公司	1*320+1*1050+1*1000	237	116.1	已投产	安徽省铜陵市
国电九江发电有限公司	49%	国家能源集团江西电力有限公司持股51%	国电九江发电三、四期	1*660+2*350	136	66.6	已投产	江西省九江市
参股合计	-	-	-	-	1251	556.6	-	-

数据来源：公司公告，淮南矿业集团债券募集说明书，《潘集电厂二期 2×660MW 超超临界燃煤机组项目环境影响报告书》，《洛河电厂四期 2x1000MW 煤电项目环境影响报告书》，兴业证券经济与金融研究院整理

在电力集团的在运资产中，淮浙煤电（凤台电厂一期、顾北煤矿）盈利表现突出，洛能发电（洛河电厂）的经营效益正逐步提升。具体来看，淮浙煤电的效益较为可观，特别是顾北矿转型为焦煤矿之后，利润步入新台阶。在 2023 年以及 2024 年，淮浙煤电分别实现了 15.0 亿元、13.2 亿元的净利润，其加权平均净资产收益率分别高达 39%、34%。与此同时，洛能发电的整体盈利状况也在持续改善，2023 年成功减亏 4.41 亿元，到了 2024 年上半年，实现了 5219 万元的利润总额。细分电厂和煤矿来看：

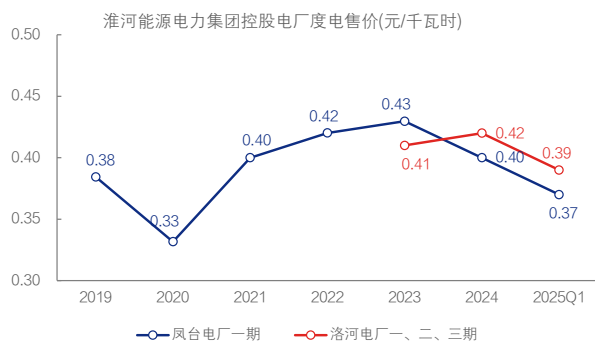
图37、2022 年以来淮浙煤电净利润步入新台阶



数据来源：浙能电力公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

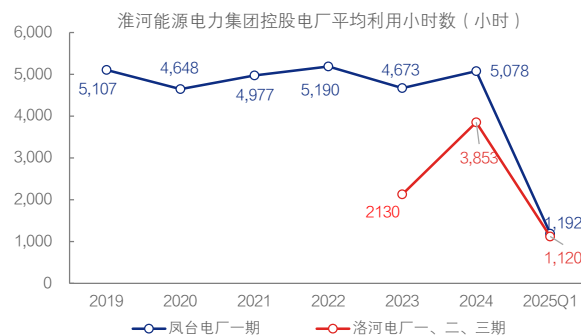
- **凤台电厂一期**：2008 年投产，属皖电东送机组，经营效益较好。2025 年 Q1 度电售价下滑，其度电利润仍处高位，2024 年、2025 年 Q1 度电利润分别为 0.0641、0.0531 元/度；实现利润总额分别为 3.89、0.76 亿元。
- **洛河电厂**：分为一、二、三期，分别于 1986 年、1998 年、2007 年投产，由洛河发电和洛能发电运营，是 2023 年收购来的资产。其中，三期为皖电东送机组，一期已于 2024 年年中拆除。2023 年，洛河电厂实现利润总额为 0.03 亿元，同比减亏 4.41 亿元。随着淮南矿业集团煤矿资源加持，电厂效益仍在持续提升，2024 年、2025 一季度，洛河电厂分别实现利润总额 0.1、0.06 亿元。

图38、凤台一期、洛河电厂度电售价



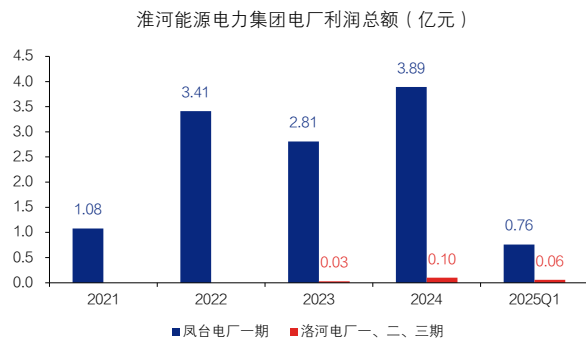
数据来源：淮南矿业债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、凤台一期、洛河电厂利用小时数



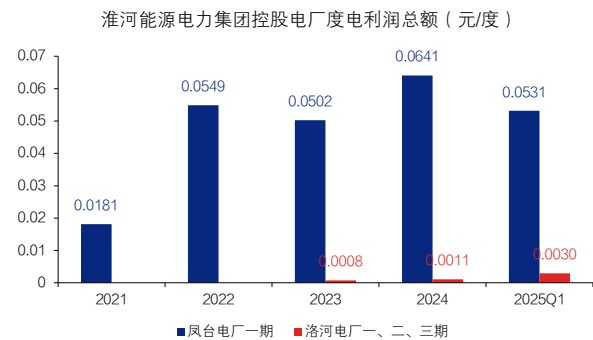
数据来源：淮南矿业债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、凤台一期、洛河电厂利润总额



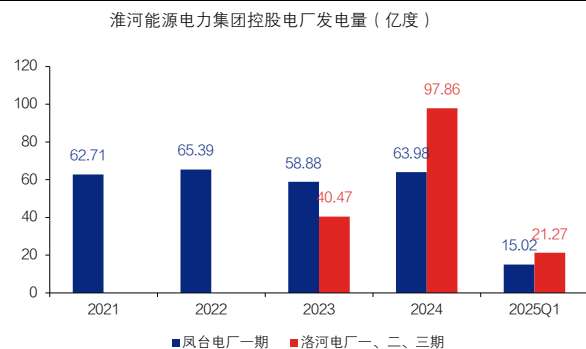
数据来源：淮南矿业债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、凤台一期、洛河电厂度电利润



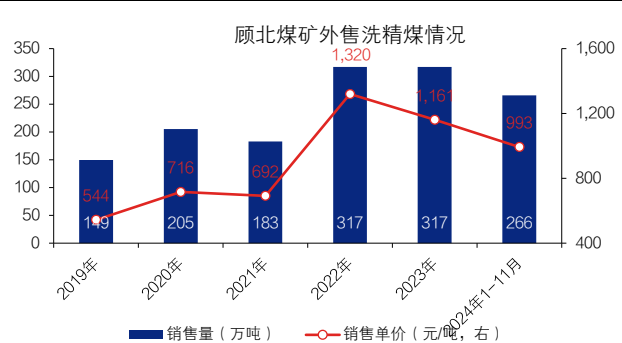
数据来源：淮南矿业债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、凤台一期、洛河电厂发电量



数据来源：淮南矿业债券募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、顾北煤矿洗精煤外售量及售价



数据来源：《顾北煤矿采矿权评估报告》，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **顾北煤矿**：位于淮南潘谢矿区，2008年投产，产能400万吨/年。截至2024年11月30日，顾北煤矿可采储量为3.13亿吨。该煤矿主要为凤台电厂燃煤来源。自2022年起，顾北矿主采煤种从动力煤转为1/3焦煤，业务重心逐渐从内供转为外售，从而其外售煤量及售价取得明显增长。

电力集团控股在建电厂投产后，预计营收翻倍，经营效益显著增长。

- **潘集电厂二期**：设计供电煤耗268.18g/kwh，总投资57.4亿元，预计总投资收益率4.29%，税后内部收益率5.73%。
- **洛河电厂四期**：设计供电煤耗261.06g/kwh，总投资75.7亿元，预计总投资收益率3.9%，税前内部收益率6.39%。
- **谢桥电厂**：总投资58.9亿元，设计供电煤耗265.94g/kwh。

假设电厂投产后利用小时数均为5000小时，在0.4、0.43、0.46元/度的上网电价假设下，潘集二期、洛河四期、谢桥电厂的年收入分别为26.4/28.4/30.4、40.0/43.0/46.0、26.4/28.4/30.4亿元。取悲观假设预估，电力集团在建电厂全部投产后，其营业收入将实现显著增长，相较于2023年的营收，增幅可达92.8%。

此外，新投入运行的机组在效益方面预计将优于现有运行年限较长且煤耗较高的机组，因此整体盈利水平也有望实现较大幅度的增长。

表6、电力集团在建电厂收入测算

电厂名称	机组规模	所在地区	总投资 /亿元	利用小时 数预测	预测年发电量 (亿千瓦时)	年收入预测/亿元		
						悲观	中性	乐观
潘集电厂二期	2*660MW	安徽省淮南市	57.4	5000	66	26.4	28.4	30.4
洛河电厂四期	2*1000MW	安徽省淮南市	75.7	5000	100	40.0	43.0	46.0
谢桥电厂	2*660MW	安徽省阜阳市	58.9	5000	66	26.4	28.4	30.4

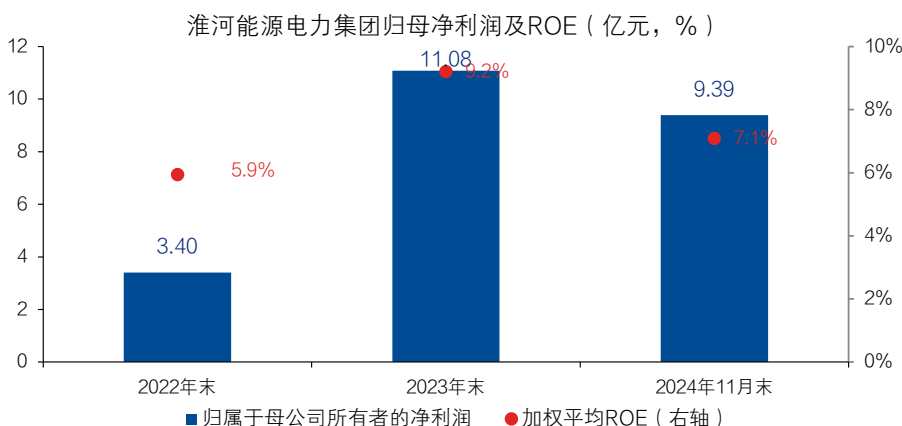
数据来源：淮南市人民政府，安徽省国资委，中安在线，苏华建设网，安徽产业网、《洛河电厂四期 2x1000MW 煤电项目环境影响报告书》，兴业证券经济与金融研究院整理

注：悲观、中性、乐观分别对应的售电价为 0.40、0.43、0.46 元/度；潘集二期、洛河四期、谢桥电厂预计投产时间分别为 2025 年 6 月、2027 年初、2025 年 9 月底前。

（二）电力集团年利润近 10 亿元，偿债能力优异

2024 年前 11 月，电力集团加权 ROE 为 9.7%。2023 年，电力集团营收 100 亿元，归母净利润 11.08 亿元，加权 ROE 为 9.2%；2024 年前 11 月，电力集团营收 87.52 亿元，归母净利润 9.39 亿元，加权 ROE 为 7.1%。

图44、2024 年前 11 个月电力集团加权 ROE7.1%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

电力集团偿债能力优于可比公司。截至 2024 年 11 月底，电力集团资产负债率为 40.82%，2023 年底为 37.61%，相较可比公司，电力集团资产负债率处于偏低水平。截至 2023 年底，电力集团利息保障倍数为 15.37 倍，高于可比公司平均水平（7.59 倍）。2023 年期间，电力集团流动比率与速动比率分别为 1.29、1.25 倍，均高于可比公司平均水平（0.8、0.76 倍）。

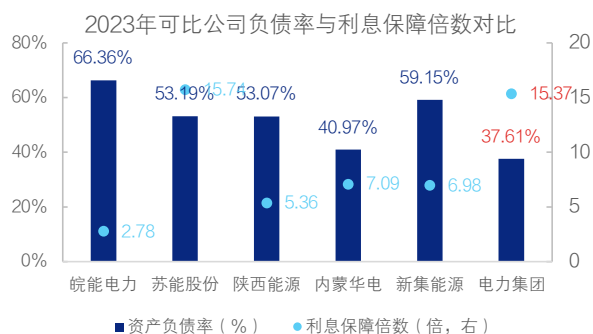
表7、电力集团主要财务指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年前 11 月/末
资产负债率	31.33%	37.61%	40.82%
流动比率（倍）	1.54	1.29	1.23
速动比率（倍）	1.52	1.25	1.18

毛利率	37.62%	27.52%	24.75%
净利率	15.86%	18.26%	17.97%

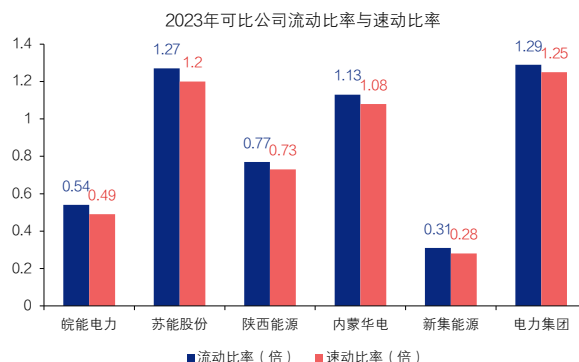
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、电力集团负债率低于可比公司



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、电力集团偿债能力优于可比公司



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）收购估值中等偏低，EPS 有望扩增

收购深化煤电一体化经营优势。本次交易完成后，上市公司将深化煤电一体化经营模式，实现显著协同效应。电力集团通过与淮南矿业签署年度燃煤长协采购合同以保证燃煤供应的稳定。此外，电力集团下属顾北煤矿亦可向内部凤台电厂一期项目供应燃煤，以实践煤电一体化模式，提升经营效率。

85%股本增发+15%现金支付 116.94 亿元对价。据公司公告，本次收购交易对价为 116.94 亿元，其中发行股份支付 85%/99.40 亿元，现金支付 15%/17.54 亿元，每股发行价格为 3.03 元。收购完成后，公司股本由 38.86 亿股增至 71.67 亿股，增幅 84%，淮南矿业对上市公司持股比例由 56.61%增至 76.47%，淮南矿业及上海淮矿一致行动人持股比例增至 80.08%。

收购估值位于中等偏低水平，EPS 扩增 8.8%。2023 年，电力集团实现归母净利润为 11.08 亿元，收购 PE 为 11.82 倍，位于近年收购可比案例的中等水平。截至评估基准日（2024.11.30），电力集团评估净资产为 130.95 亿元，收购 PB 为 1.13 倍，位于近年收购可比案例的偏低水平；并表后，上市公司归母净利润由 7.96 亿元增至 15.97 亿元，增幅 100.7%，基本每股收益由 0.20 元增至 0.22 元（前 11 月），增幅 8.8%。

表8、可比交易案例收购估值

证券代码	证券简称	标的名称	评估基准日	评估方法	市盈率	市净率
000791.SZ	甘肃能源	常乐公司	2024/3/31	收益法	11.72	2.6
600027.SH	华电国际	湖南华电长沙发电有限公司	2024/6/30	资产基础法	11.88	1.46
600027.SH	华电国际	湖南华电常德发电有限公司	2024/6/30	资产基础法	8.69	1.32

600027.SH	华电国际	华电江苏能源有限公司	2024/6/30	资产基础法	16.25	1.58
601225.SH	陕西煤业	陕煤电力	2024/10/31	资产基础法	10.87	1.56
可比交易平均值					11.88	1.7
可比交易中位值					11.72	1.56
600575.SH	淮河能源	淮河能源电力集团有限责任公司	2024/11/30	资产基础法	11.82	1.13

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

淮南矿业承诺顾北煤矿在业绩承诺期间累计净利润不低于 **12.7 亿元**。淮南矿业集团承诺，若本次交易于 2025 年度实施完成，则顾北煤矿采矿权在业绩承诺期间累计实现的净利润（扣除非经损益后的净利润，下同）不低于 **12.96 亿元**，其中 2025、2026、2027 年分别不低于 **4.32、4.32、4.32 亿元**。若本次交易于 2026 年度实施完成，则顾北煤矿采矿权在业绩承诺期间累计实现的净利润不低于 **12.76 亿元**，其中 2025、2026、2027 年分别不低于 **4.32、4.32、4.12 亿元**。

六、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

在电力集团成功收购前，淮河能源 2025-2027 年核心假设如下：

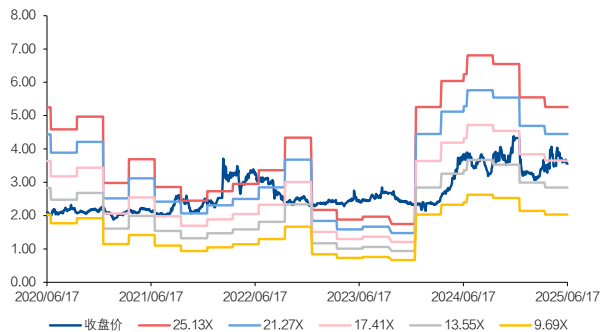
- ① 装机容量：预计公司 2025-2027 年装机容量为 351/324/324 万千瓦，主要为潘三电厂关停影响。
- ② 利用小时数：随着潘集电厂产能爬坡，预计公司 2025-2027 年利用小时数分别为 4683、4704、4724 小时。
- ③ 上网电价：考虑到未来安徽新机组投产以及煤炭价格中枢下行，我们预计公司 2025-2027 年上网电价分别为 0.455、0.446、0.446 元/千瓦时。
- ④ 煤炭销售：2023 年由于丁集矿井井下条件变化，导致商品煤销售有所下滑，2024-2025 年矿井恢复后，销量将逐步恢复正常，预计 2025-2027 年公司商品煤销量分别为 460、460、460 万吨。
- ⑤ 铁路运量：预计延续稳中有增态势，预计 2025-2027 年铁路运量分别为 4888、4986、5235 万吨。

我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 279、285、283 亿元，分别同比变化-6.91%、+1.91%、-0.67%；归母净利润 9.07、9.27、9.32 亿元，分别同比变化+5.7%、+2.2%、+0.6%。

我们主要选取煤电一体化上市公司，包括中国神华、新集能源和内蒙华电。根据我们预测，截至 2025/06/17，淮河能源当前 PB 估值为 1.21 倍，低于中国神华及内蒙华电；同时，公司 PE-TTM 估值为 17.0 倍，处于近五年 47.8%的分位数水

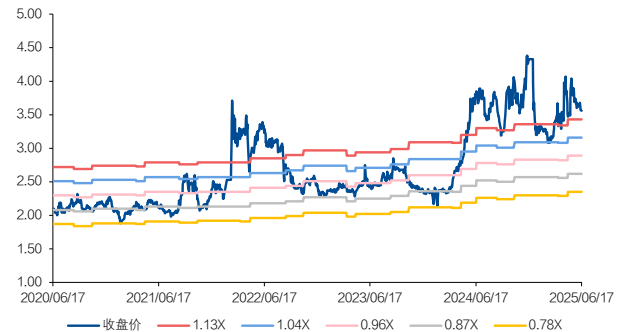
平，需注意，由于 2024 年四季度公司因潘三电厂减值影响，净利润偏低，从而导致当前 PE-TTM 估值偏高。首次覆盖，给予“增持”评级。

图47、淮河能源 PE-Band



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据日期为 2020/06/10-2025/06/17

图48、淮河能源 PB-Band



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据日期为 2020/06/10-2025/06/17

表9、淮河能源可比公司估值对比

公司	市值 (亿元)	归母净利润			EPS (元)			PE (倍)			PB
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
淮河能源	138.35	8.58	9.07	9.27	0.22	0.23	0.24	16.13	15.25	14.93	1.21
中国神华	7,597.53	586.71	549.97	583.12	2.95	2.77	2.93	13.39	14.26	13.48	1.84
新集能源	170.98	23.93	22.00	24.50	0.92	0.85	0.95	7.17	7.76	6.95	1.10
内蒙华电	275.43	25.12	23.39	25.73	0.38	0.36	0.39	11.11	11.72	10.82	1.50

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2025/06/17 收盘；内蒙华电预测为同花顺一致预期，其他为兴业证券预测

（二）投资建议

淮河能源（原芜湖港）成立于 2000 年，实控人为安徽省国资委。依托淮南矿业集团资源优势，公司构建了涵盖煤炭开采与销售、铁路运输、电力生产及物流贸易的全产业链，是华东重要能源保障主体。煤炭、电力、铁路运输为公司三大毛利来源，2024 年毛利占比分别为 25%、49%、16%。复盘 2014 年以来的股价表现，我们发现资产质量优化、煤电联营及电价提升预期驱动股价获得超额收益。我们主要推荐逻辑如下：

安徽电力供需偏紧，高利用小时+电价维持上浮支撑盈利。①电力供需偏紧，火电主导地位稳固。安徽省火电装机占比 52%，发电量占比 90%，皖电东送为华东电力提供有力保障。2024 年，安徽火电利用小时数达 5106 小时（超全国平均 1213 小时）。2025-2026 年新机组集中投产后，预计供需矛盾有望缓和。②电价市场化改革释放红利，安徽电价维持上浮。2021 年 10 月，全国燃煤电价上浮空间扩大至 20%。受此影响，安徽省电量均价从 2020 年的 0.3468 元/千瓦时增长 32.7%，至 2023 年的 0.4603 元/千瓦时，较基准电价上浮近 20%，达区间上限。2024 年

以来，安徽省电量电价同比下行，上浮比例收窄，但相较 2021 年前仍有显著增长。

煤电一体运营构筑核心壁垒。①煤炭自给+铁路运输，燃料成本优势显著。公司电力业务燃煤 100%来自公司及集团煤矿，通过自有铁路直达电厂，大幅降低采购与运输成本。2024 年火电度电燃料成本仅 0.256 元/度，低于可比公司。此外，公司下属煤矿内销比例近 50%，为电力业务提供稳定利润补充。②淘汰低效机组，度电毛利持续提升。2022 年，公司关停高煤耗的新庄孜电厂，2023 年，公司收购新投高效超超临界机组潘集电厂(供电煤耗 284.5g/kwh)。2024 年，公司度电毛利达 0.05 元/度，较 2022 年提升 1.34 倍。此外，公司于 2025 年内关停亏损的潘三电厂，预计整体盈利水平有望进一步提升。③新增机组高回报，发电量增长确定性强。潘集电厂一期 2023 年投产即贡献 1.71 亿元利润 (ROE 14.5%)，2024 年利用小时数提至 4801 小时，实现度电利润 6.4 分。

承诺未来三年分红不低于 75%/0.19 元，股息回报可观。①近年盈利持续改善。2023 年归母净利润同比大增 201%至 7.4 亿元， 2024 年归母净利润同比+2%，盈利稳定性进一步增强。②承诺分红比例提升。2023 年，公司盈利显著改善后，大幅提升分红比例至 55.5%。同时，公司发布分红规划，2025-2027 年每年拟分红总额不低于当年归母净利润的 75%，且每股派红不低于 0.19 元。以 2025 年 6 月 17 日收盘价测算，2025-2027 年股息率不低于 5.34%。

资产注入驱动质变，未来成长空间广阔。①优质资产注入。2024 年底，公司启动收购控股股东下属电力集团 89.3%股权及国开基金持有的 10.7%股权。电力集团拥有火电权益装机 1.6GW (在运) +5.54GW (在建) +优质焦煤矿 (产能 400 万吨/年)。核心资产淮浙煤电 2024 年净利润 13.2 亿元 (ROE 34%)，洛河电厂盈利持续改善。②收购对价偏低。2023 年标的归母净利 11.1 亿元 (ROE 12%)，负债率 40.8%；收购对价 117 亿元，对应 PE 11.8 倍/PB 1.13 倍，低于行业收购均值。③煤电协同效应深化，业绩增厚明确。投产后公司权益火电装机扩张 3 倍，煤电一体化深化。同时，并表后公司归母净利增幅 101%，EPS 增厚 8.8%。此外，淮南矿业承诺顾北矿 2025-2027 年累计净利不低于 12.7 亿元。

七、风险提示

1. 上网电价大幅下行。

若安徽及华东地区上网电价大幅下降，将对公司的电力业务盈利产生不利影响。

2. 新能源替代加速。

新能源的快速发展可能对传统煤炭和电力业务造成冲击，影响公司的市场份额和盈利水平。

3. 煤矿安全生产风险

煤矿安全生产事故可能影响公司的煤炭供应和生产运营，增加运营成本和安全风险。

4. 资产注入进展不及预期。

若资产注入工作进展不及预期，可能影响公司的业务扩张和盈利增长。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6303	7952	8580	8699
货币资金	2749	4157	4740	4871
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1653	1789	1784	1792
预付款项	103	190	207	199
存货	818	1056	1078	1071
其他	979	761	771	767
非流动资产	16834	16879	16986	15801
长期股权投资	3284	3354	3424	3424
固定资产	9415	9187	8944	8110
在建工程	1541	1682	1795	1485
无形资产	1817	1776	1737	1697
商誉	84	84	84	84
其他	693	796	1001	1001
资产总计	23137	24831	25566	24499
流动负债	5356	6205	6452	6456
短期借款	1295	1315	1345	1445
应付票据及应付账款	2258	2831	2788	2819
其他	1803	2059	2319	2192
非流动负债	4795	5390	5590	4234
长期借款	4076	4676	4876	3520
其他	719	715	715	715
负债合计	10151	11595	12043	10691
股本	3886	3886	3886	3886
未分配利润	2245	2274	2367	2460
少数股东权益	1522	1570	1625	1677
股东权益合计	12986	13236	13523	13809
负债及权益合计	23137	24831	25566	24499

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	858	907	927	932
折旧和摊销	1008	1199	1187	1185
营运资金的变动	745	797	173	-84
经营活动产生现金流量	2757	2918	2326	2066
资本支出	-1969	-981	-975	15
长期投资	-222	-70	-70	0
投资活动产生现金流量	-1961	-965	-1012	262
债权融资	158	410	230	-1256
股权融资	46	0	0	0
融资活动产生现金流量	-598	-545	-731	-2197
现金净变动	198	1408	584	131

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30021	27947	28482	28290
营业成本	28176	26097	26640	26452
税金及附加	154	151	152	150
销售费用	61	53	55	55
管理费用	436	474	473	454
研发费用	180	172	177	173
财务费用	211	214	216	185
投资收益	241	256	257	247
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
资产减值损失	-124	0	0	0
营业利润	968	1123	1122	1141
营业外收支	49	0	0	0
利润总额	1017	1123	1122	1141
所得税	101	168	140	157
净利润	915	955	982	984
少数股东损益	58	48	55	52
归属母公司净利润	858	907	927	932
EPS(元)	0.22	0.23	0.24	0.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	9.8%	-6.9%	1.9%	-0.7%
营业利润增长率	-8.3%	16.1%	-0.1%	1.7%
归母净利润增长率	2.2%	5.7%	2.2%	0.6%
盈利能力				
毛利率	6.1%	6.6%	6.5%	6.5%
归母净利率	2.9%	3.2%	3.3%	3.3%
ROE	7.5%	7.8%	7.8%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	43.9%	46.7%	47.1%	43.6%
流动比率	1.18	1.28	1.33	1.35
速动比率	0.93	1.01	1.07	1.09
营运能力				
资产周转率	128.7%	116.5%	113.0%	113.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.22	0.23	0.24	0.24
每股经营现金	0.71	0.75	0.60	0.53
估值比率(倍)				
PE	16.1	15.3	14.9	14.8
PB	1.2	1.2	1.2	1.1

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算；表内数据预测均为资产收购完成前。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn