

2025 年 11 月 13 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

淮河能源（600575）

盈利能力修复，资产重组过会打开增长空间

◆ 营收承压，单季度盈利能力有所回升

2025 年前三季度公司营收 213.0 亿元、同比-9.7%，归母净利润 7.52 亿元、同比-10.7%，毛利率 6.8%、同比-0.4pcts，净利率 3.7%、同比-0.2pcts。其中 Q3 营收 75.7 亿元、同比-2.7%，归母净利润 3.0 亿元、同比+14.0%，扣非归母净利润 3.0 亿元、同比+21.9%，毛利率 6.7%，同比-0.1pcts，净利率 4.1%、同比+0.7pcts。同时公司费用管理能力显著提升，25Q3 销售费率/管理费率/财务费率/研发费率分别为 0.2%/1.3%/0.5%/0.9%，期间费率合计为 2.9%，较去年同期（3.8%）改善明显，推动单季度盈利能力修复。

◆ 发电量收入承压，单位燃煤费用降低有效降本

根据公司公告，2025Q1-3 公司售电量为 117.32 亿度、同比-9.7%，售电收入为 45.25 亿元、同比-14.5%，主要原因为：1) 新能源发电量占比提升挤占火电发电市场；2) 潘三电厂于 2025 年 4 月正式关停，公司控股总装机较去年同期有所减少；3) 25 前三季度上网平均电价为 0.44 元/度，较去年同期（0.46 元/度）有所降低。

受煤价下行影响，报告期内公司发电成本持续降低。根据公司公告，报告期内公司燃煤费为 29.0 亿元、同比-12.54%，单位燃煤成本为 0.25 元/度、同比-3.1%，成本端实现有效控制。

◆ 资产重组过会，煤电一体化产业链优势持续夯实

根据公司公告，淮河能源股份有限公司重大资产重组项目—拟发行及支付现金购买淮河能源电力集团 89.3%股权，已成功实现上交所过会。此次百亿级重组，标的公司主营业务与上市公司高度重合，存在较大的协同空间，重组有利于上市公司进一步聚焦主业，上市公司做强做优做大“煤电一体化”产业链逻辑有望夯实，进一步强化其作为淮南矿业旗下能源业务资本运作平台的战略定位。重组完成后，上市公司的火力发电业务规模将得以扩张。

◆ 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。维持“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 9.1、16.6 和 16.7 亿元，对应当前 PE 估值分别为 16、9 和 9 倍。

◆ 风险提示

投资评级

买入

维持评级

2025 年 11 月 13 日

收盘价(元): 3.80

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	3,886.26
总市值(百万)	14,767.79
流通股本(百万股)	3,886.26
流通市值(百万)	14,767.79
12 月最高/最低价(元)	4.76/3.07
资产负债率(%)	41.61
每股净资产(元)	3.17
市盈率(TTM)	19.24
市净率(PB)	1.20
净资产收益率(%)	6.11

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

【中航新能源】淮河能源（600575）首次覆盖-煤电联营模式优势凸显，资产注入稳步推进-0605V1 —2025-06-11

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

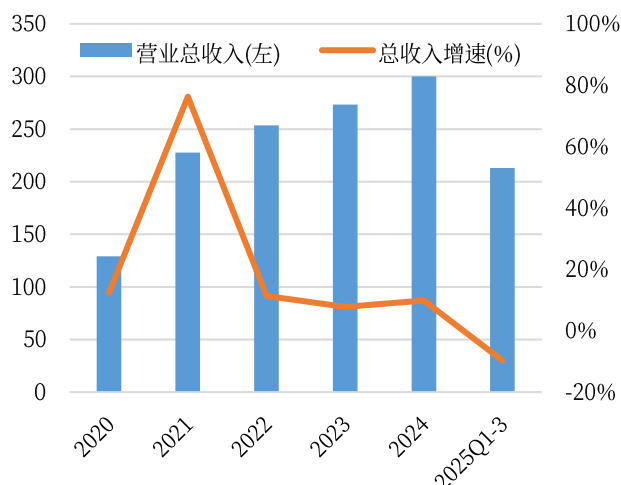
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

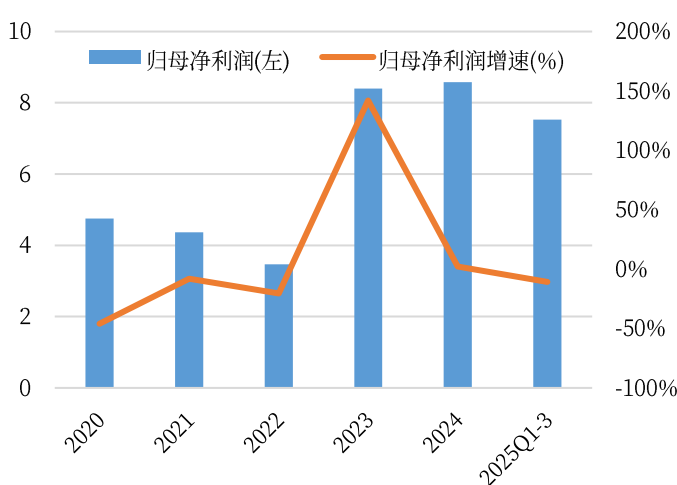
宏观经济不景气，电力需求不及预期；公司在建电厂产能投放不及预期；电力市场化推进后上网电价波动；煤炭等原材料价格大幅波动影响盈利能力；公司重大资产重组推进进度不及预期。

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	905.58	1658.56	1671.82
增长率（%）	141.97	2.17	5.57	83.15	0.80
毛利率（%）	6.24	6.15	6.50	8.22	7.95
每股收益（元）	0.22	0.22	0.23	0.43	0.43
市盈率 PE	17.73	17.35	16.44	8.97	8.90
市净率 PB	1.37	1.30	1.20	1.06	0.95
净资产收益率 ROE（%）	7.70	7.48	7.32	11.83	10.65

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 报告期内公司营收有所承压（亿元）


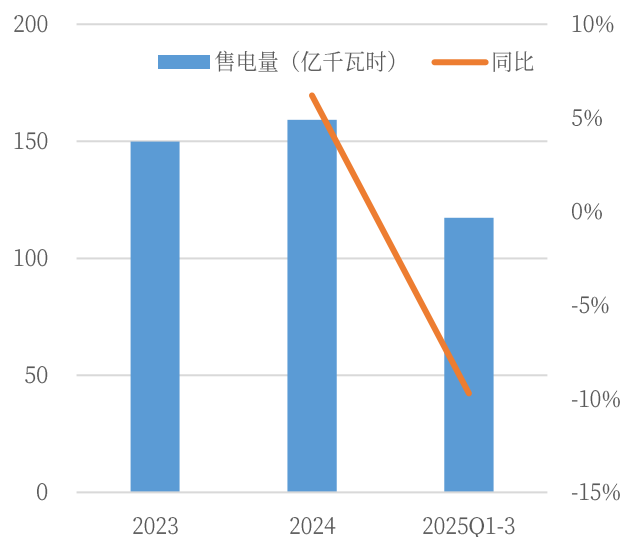
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图2 报告期内公司归母净利润承压（亿元）


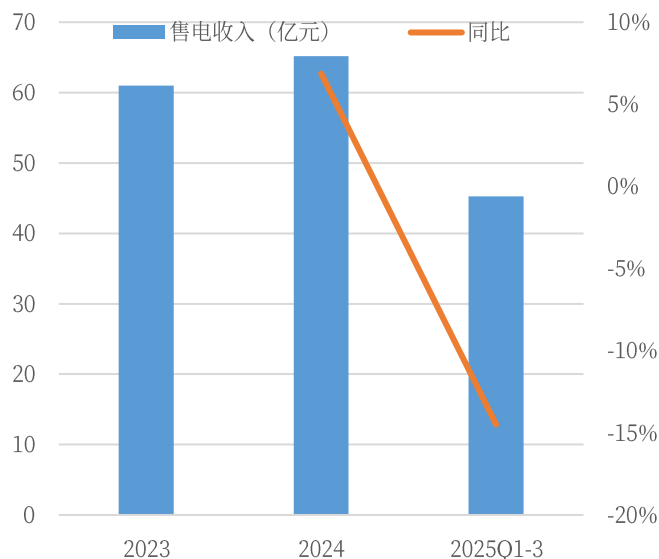
资料来源：公司公告，中航证券研究所

报告期内，公司营收与归母净利润均呈现下降趋势，主要原因为报告期内电力板块收入较前期有所下降。

前三季度公司电力板块实现收入 45.25 亿元、同比-14.5%，售电量为 117.32 亿度、同比-9.7%，上网电价为 0.44 元/度、同比-5.3%。

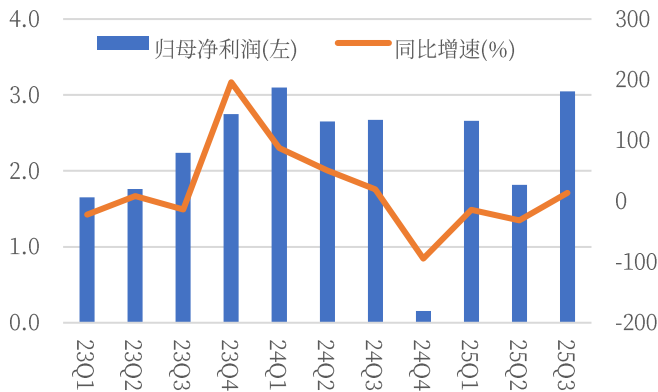
图3 公司售电量有所下滑（亿千瓦时）


资料来源：公司公告，中航证券研究所

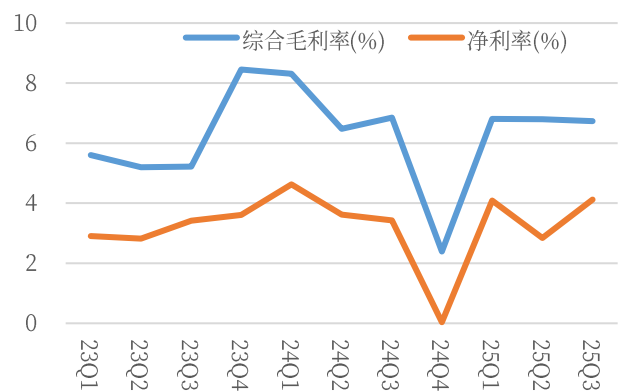
图4 公司售电收入下滑明显（亿元）


资料来源：公司公告，中航证券研究所

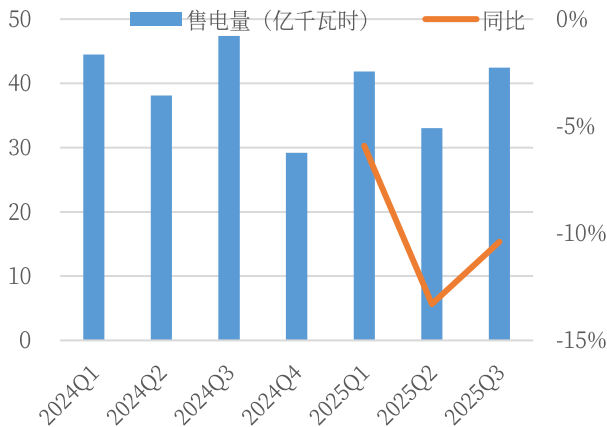
进入三季度以来，公司盈利情况改善明显。公司 Q3 实现归母净利润 3.0 亿元、同比+14.0%，净利率 4.1%、同比+0.7pcts。Q3 售电量 42.46 亿度、同比-10.4%，售电收入 15.41 亿元、同比-19.8%，公司成本管理能力提升明显，Q3 电力燃煤成本下降明显，为 0.21 元/度、同比-19.6%。

图5 公司 Q3 归母净利润同比回正（亿元）


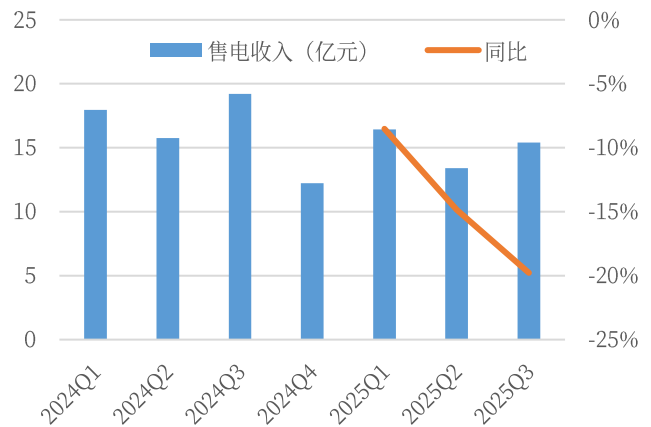
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图6 公司 Q3 盈利能力有所修复


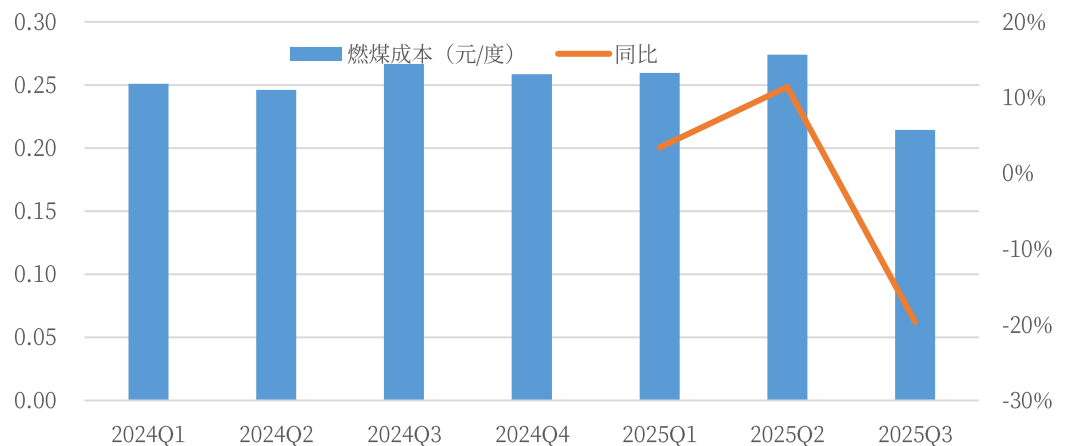
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图7 Q3 单季度售电量有所下滑（亿千瓦时）


资料来源：公司公告，中航证券研究所

图8 Q3 单季度售电收入有所下滑（亿元）


资料来源：高工锂电，中航证券研究所

图9 公司 Q3 单位燃煤成本降幅明显（元/度）


资料来源：公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2499	2749	3358	6524	9750	营业收入	27333	30021	30077	40766	41904
应收票据及账款	2115	1974	2079	2818	2896	营业成本	25628	28176	28122	37415	38574
预付账款	161	103	190	257	264	税金及附加	150	154	161	218	224
其他应收款	47	248	106	143	147	销售费用	52	61	60	82	84
存货	1037	818	919	1223	1261	管理费用	502	436	421	652	670
其他流动资产	504	410	395	536	550	研发费用	179	180	180	265	272
流动资产总计	6363	6303	7046	11500	14869	财务费用	182	211	181	80	6
长期股权投资	3494	3284	3541	3798	4056	资产减值损失	0	-124	0	-41	-42
固定资产	10055	9418	8040	6310	4226	信用减值损失	-16	2	0	0	0
在建工程	1119	1541	1284	1028	771	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	1856	1817	1429	1041	654	投资收益	270	241	252	252	252
长期待摊费用	364	596	298	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	253	178	178	178	178	资产处置收益	54	0	18	18	18
非流动资产合计	17142	16834	14771	12355	9884	其他收益	107	44	61	61	61
资产总计	23505	23137	21818	23855	24752	营业利润	1055	968	1282	2344	2363
短期借款	1385	1295	0	0	0	营业外收入	19	101	43	43	43
应付票据及账款	2975	2258	2371	3155	3253	营业外支出	49	52	48	48	48
其他流动负债	2097	1803	1991	2660	2741	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6457	5356	4362	5815	5994	利润总额	1025	1017	1277	2338	2357
长期借款	3732	4076	2688	1328	86	所得税	148	101	214	391	394
其他非流动负债	967	719	719	719	719	净利润	878	915	1063	1947	1963
非流动负债合计	4700	4795	3408	2047	805	少数股东损益	38	58	158	289	291
负债合计	11157	10151	7770	7862	6799	归属母公司净利润	840	858	906	1659	1672
股本	3886	3886	3886	3886	3886	EBITDA	2190	2236	5778	7092	7092
资本公积	4812	4838	4838	4838	4838	NOPLAT	729	1043	1204	2004	1957
留存收益	2203	2739	3644	5300	6969	EPS (元)	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
归属母公司权益	10901	11464	12368	14024	15694						
少数股东权益	1447	1522	1680	1968	2259						
股东权益合计	12348	12986	14048	15993	17953						
负债和股东权益	23505	23137	21818	23855	24752						

现金流量表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	878	915	792	1676	1692
折旧与摊销	982	1008	4320	4674	4729
财务费用	182	211	181	80	6
投资损失	-270	-241	-252	-252	-252
营运资金变动	-825	745	167	165	36
其他经营现金流	31	118	307	307	307
经营性现金净流	979	2757	5516	6650	6519
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	-82	-8
筹资性现金净流	60	-598	-2865	-1443	-1250
现金流量净额	30	198	609	3166	3226

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%	33%	83%	1%
EBIT 增长率	41%	2%	19%	66%	-2%
EBITDA 增长率	19%	2%	158%	23%	-0%
归母净利润增长率	142%	2%	6%	83%	1%
经营现金流增长率	-41%	182%	100%	21%	-2%
盈利能力					
毛利率	6%	6%	7%	8%	8%
净利率	3%	3%	4%	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%	7%	12%	13%
估值倍数					
P/E	18	17	16	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	13	7	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 指数幅度-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, liyuqi@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。

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