

## 淮河能源（600575.SH）煤电协同夯实分红基础，新增机组放量助力业绩修复

2026 年 10 月 19 日

## ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

王高展（分析师）

王奕欣（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

wangyixin@kysec.cn

证书编号: S0790525070003

证书编号: S0790126050016

日期 2026/10/19

当前股价(元) 3.22

|           |           |
|-----------|-----------|
| 一年最高最低(元) | 4.58/3.00 |
|-----------|-----------|

|         |        |
|---------|--------|
| 总市值(亿元) | 230.77 |
|---------|--------|

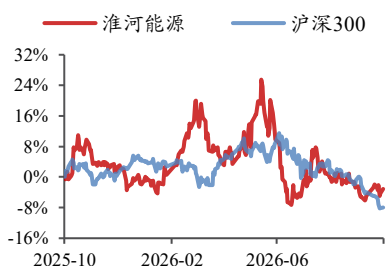
|          |        |
|----------|--------|
| 流通市值(亿元) | 125.14 |
|----------|--------|

|         |       |
|---------|-------|
| 总股本(亿股) | 71.67 |
|---------|-------|

|          |       |
|----------|-------|
| 流通股本(亿股) | 38.86 |
|----------|-------|

|            |      |
|------------|------|
| 近3个月换手率(%) | 68.5 |
|------------|------|

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

● 煤电协同夯实分红基础，新增机组放量助力业绩修复，给予“买入”评级

公司煤炭资源与长协保供支撑煤电协同，新增机组放量及电力盈利修复有望驱动业绩回升。我们预计公司 2026 - 2028 年实现归母净利润分别为 12.79/16.59/17.33 亿元；对应 EPS 分别为 0.18/0.23/0.24 元，当前股价对应 PE 分别为 18.0/13.9/13.3 倍。公司电力增长前景广阔，现金分红潜力大，首次覆盖给予“买入”评级。

● **煤炭业务：煤电联营一体化发展，焦煤利润弹性可期**

丁集、顾北合计千万吨产能构成煤炭盈利基础,原料煤市场化销售赋予价格弹性。截至 2026H1,两矿合计核定产能 1000 万吨/年、可采储量 9.76 亿吨。丁集以配套电厂供煤为主,顾北兼有炼焦原料煤外销;2026H1 顾北商品煤综合售价 812.74 元/吨; yoy+12.72%。丁集矿 2026H2 产量有望恢复,带动煤炭业务利润增长。

● **电力业务：**新增装机释放电量，接续放量助力业绩修复

新增机组放量是电力增长的主要来源，内部长协煤供应缓冲燃料价格波动。2026H1 公司控股在运火电及光伏装机 925.42 万千瓦，发电量 yoy+23.67%；洛河四期 200 万千瓦机组计划于 2026 年末投产，2027 年有望贡献电量。2026H1 公司完成发电量 196.55 亿千瓦时，yoy+23.67%，其中火电发电量 195.46 亿千瓦时，yoy+23.94%，占比 99.45%。

● **其他业务：**铁路运输贡献稳定利润，配煤业务发挥协同作用

矿区铁路与配煤业务衔接煤炭生产和电厂用煤需求，为煤电主业提供物流配套。公司自有铁路线路长 299 公里，连接淮南矿区主要煤矿、电厂及选煤厂，货源具有较强的区域依托。2026 年，铁路运输实现收入 3.51 亿元、毛利 1.65 亿元，继续贡献稳定利润；配煤业务量 186 万吨，实现收入 97.86 亿元，毛利率 0.54%，收入规模较大，利润贡献相对有限。后续矿区煤炭生产与电厂运营有望支撑运输及配煤需求，两项业务继续发挥煤电运协同作用。

● **风险提示：**煤炭价格下跌；电价下降；电量不及预期；煤矿产量恢复不及预期。

## 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 39,081 | 38,825 | 40,550 | 44,426 | 45,378 |
| YOY(%)     | 43.0   | -0.7   | 4.4    | 9.6    | 2.1    |
| 归母净利润(百万元) | 1,793  | 1,698  | 1,279  | 1,659  | 1,733  |
| YOY(%)     | 113.6  | -5.3   | -24.6  | 29.7   | 4.4    |
| 毛利率(%)     | 10.5   | 9.6    | 9.3    | 9.7    | 10.2   |
| 净利率(%)     | 4.6    | 4.4    | 3.2    | 3.7    | 3.8    |
| ROE(%)     | 9.7    | 8.4    | 6.7    | 8.1    | 8.3    |
| EPS(摊薄/元)  | 0.25   | 0.24   | 0.18   | 0.23   | 0.24   |
| P/E(倍)     | 12.9   | 13.6   | 18.0   | 13.9   | 13.3   |
| P/B(倍)     | 1.0    | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、煤电一体化夯实盈利基础，高比例分红增厚股东回报        | 4  |
| 1.1、资产重组拓展煤电主业，国资控股结构稳定          | 4  |
| 1.2、煤电贡献主要毛利，新增机组投产带动营收增长        | 5  |
| 1.3、经营现金流改善，分红比例提升增厚股东回报         | 8  |
| 2、电力业务：机组接续放量，助力业绩修复             | 9  |
| 2.1、新增机组带动电量增长，在建项目有望接续放量        | 9  |
| 2.2、皖电东送覆盖江浙沪，江浙电价牵动盈利           | 12 |
| 2.3、煤价上行周期，长协煤平滑燃料价格波动           | 13 |
| 3、煤炭业务：煤电联营一体化发展，焦煤利润弹性可期        | 14 |
| 3.1、丁集与顾北两矿双矿资源储备充足，煤电联营保障配套电厂供应 | 14 |
| 3.2、煤价上涨支撑煤炭盈利，业务盈利能力提升          | 16 |
| 3.3、集团省内煤源充足，长协保供强化煤电协同          | 18 |
| 4、运输业务：铁路盈利能力稳定，配煤业务支撑燃料保供       | 18 |
| 5、盈利预测与投资建议                      | 19 |
| 6、风险提示                           | 22 |
| 附：财务预测摘要                         | 23 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1：资产重组推动公司形成煤电一体化布局                  | 4  |
| 图 2：安徽省国资委为公司实际控制人（2026H1）             | 5  |
| 图 3：2026H1 公司营收 189.40 亿元，yoy+9.12%    | 5  |
| 图 4：2026H1 公司归母净利润 5.30 亿元，yoy-36.57%  | 5  |
| 图 5：2026H1 公司毛利率/净利率为 8.73%/3.82%      | 6  |
| 图 6：2026H1 公司毛/净利率处于可比公司较低水平           | 6  |
| 图 7：资产注入带动公司电力业务收入规模扩大                 | 6  |
| 图 8：2026H1 电力业务营收占比为 36.48%            | 6  |
| 图 9：煤炭与电力构成公司主要毛利来源                    | 7  |
| 图 10：2026H1 公司煤炭/电力毛利占比 46.98%/41.06%  | 7  |
| 图 11：2026H1 公司煤炭业务毛利率提升至 44.45%        | 7  |
| 图 12：2026H1 煤炭与铁路运输毛利率高于其他业务           | 7  |
| 图 13：2026H1 公司期间费用率为 3.67%             | 8  |
| 图 14：2026H1 公司期间费用率处于可比公司较低水平          | 8  |
| 图 15：2026H1 公司资产负债率升至 52.86%           | 8  |
| 图 16：2026H1 公司资产负债率处于可比公司中游            | 8  |
| 图 17：2025 年公司现金分红比例提高至 80.21%          | 9  |
| 图 18：2026 年测算股息率处于可比公司中上水平             | 9  |
| 图 19：2026H1 公司发电业务毛利 6.79 亿元，毛利率 9.83% | 9  |
| 图 20：2026H1 公司控股装机容量增至 925.42 万千瓦      | 11 |
| 图 21：2027E 公司煤电装机占比预计超八成               | 11 |
| 图 22：2026 年预计公司发电量 430.45 亿千瓦时         | 11 |
| 图 23：公司煤电机组发电利用小时数近年来相对稳定              | 11 |

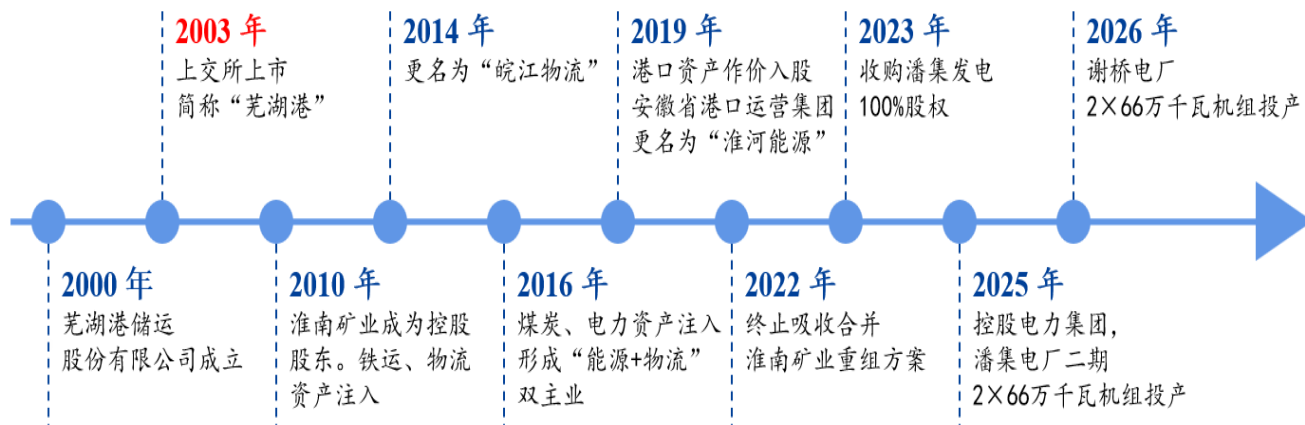
|       |                                          |    |
|-------|------------------------------------------|----|
| 图 24: | 2026H1 公司火电发电量占比 99.45% .....            | 12 |
| 图 25: | 2026H1 公司售电量 186.70 亿度, yoy+23.66% ..... | 12 |
| 图 26: | 凤台二期专供浙江, 田集二期专供上海 .....                 | 12 |
| 图 27: | 2026H1 约 44% 电量送往江浙沪 .....               | 12 |
| 图 28: | 2026 年江浙沪皖代理购电均价下移 .....                 | 13 |
| 图 29: | 2026 年长协电价普遍下降, 江浙降幅较大 .....             | 13 |
| 图 30: | 2026H1 公司单位售电成本降至 330.96 元/兆瓦时 .....     | 13 |
| 图 31: | 2026H1 公司火电燃煤费占成本近八成 .....               | 13 |
| 图 32: | 2026H1 电厂长协煤覆盖率接近九成或以上 .....             | 14 |
| 图 33: | 2026 年度长协覆盖约 60% 电量, 稳定售电预期 .....        | 14 |
| 图 34: | 公司煤矿核定产能 1000 万吨/年 .....                 | 15 |
| 图 35: | 公司可采年限处于可比公司上游 .....                     | 15 |
| 图 36: | 2024 年丁集矿所产煤炭中约 89.7% 直供电厂 .....         | 15 |
| 图 37: | 2024 年顾北矿所产煤炭中约 68.3% 为炼焦原料煤 .....       | 15 |
| 图 38: | 2026H1 丁集/顾北产量 222.03/190.32 万吨 .....    | 16 |
| 图 39: | 公司 2025 年商品煤总销量 872.37 万吨 .....          | 16 |
| 图 40: | 2026H1 顾北矿商品煤以 1/3 焦煤为主 .....            | 17 |
| 图 41: | 2026H1 顾北矿商品煤综合售价达 812.74 元/吨 .....      | 17 |
| 图 42: | 2025 年煤炭单位毛利升至 144.74 元/吨 .....          | 17 |
| 图 43: | 2025 年公司吨利居于可比公司中游水平 .....               | 17 |
| 图 44: | 2026H1 煤炭板块毛利率提升至 44% .....              | 17 |
| 图 45: | 2026H1 煤炭板块毛利占比 47% .....                | 17 |
| 图 46: | 2026H1 公司铁路货运量 2356 万吨 .....             | 19 |
| 图 47: | 2026H1 公司铁路运输毛利率回升至 47.09% .....         | 19 |
| 图 48: | 2026H1 公司配煤业务量延续增长, yoy+12.61% .....     | 19 |
| 图 49: | 2026H1 物流贸易毛利率 0.54% .....               | 19 |
| 表 1:  | 公司在建及规划项目接续推进, 装机规模有望持续扩张 .....          | 10 |
| 表 2:  | 公司权益可采储量 4.92 亿吨, 核定产能 1000 万吨/年 .....   | 14 |
| 表 3:  | 集团省内体外煤矿产能达 4490 万吨/年, 煤源保障充足 .....      | 18 |
| 表 4:  | 公司新增机组放量叠加盈利改善, 公司业绩有望修复 .....           | 20 |
| 表 5:  | 公司 PE 高于可比公司均值 (2026 年 10 月 19 日) .....  | 21 |

## 1、煤电一体化夯实盈利基础，高比例分红增厚股东回报

### 1.1、资产重组拓展煤电主业，国资控股结构稳定

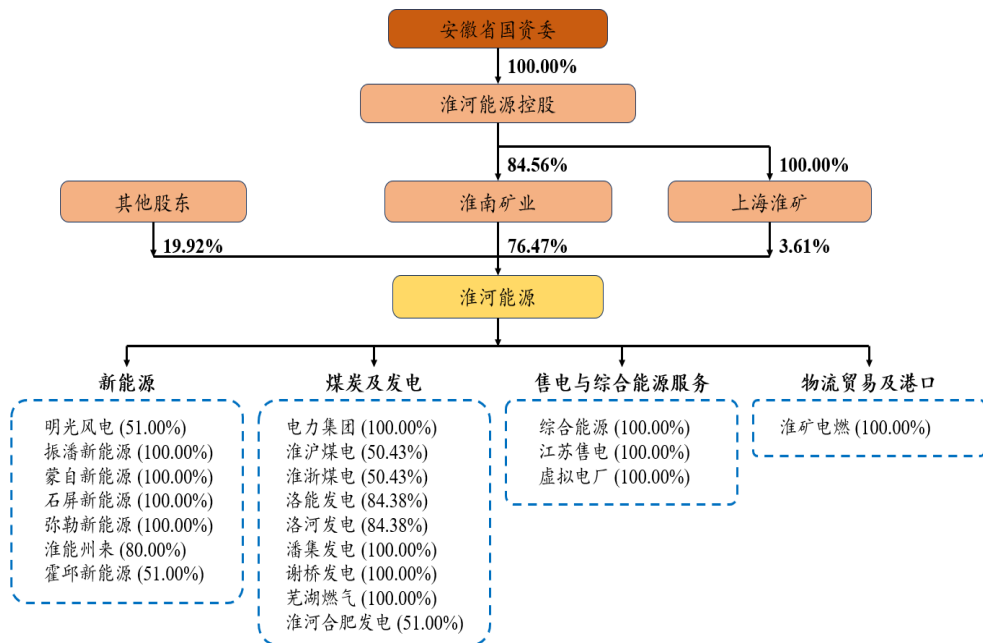
多轮资产重组推动公司由港口物流平台转型为煤电一体化综合能源企业。淮河能源是安徽省属煤电一体化上市平台，依托淮南矿区煤炭资源，形成煤炭、电力与铁路运输协同发展的业务基础。公司前身为芜湖港，成立于 2000 年 11 月，早期主要从事港口物流业务；2010 年淮南矿业成为控股股东，此后通过多轮资产重组逐步拓展煤炭、电力业务，2019 年更名为“淮河能源（集团）股份有限公司”。2025 年，公司完成淮河能源电力集团 89.30% 股权收购，进一步扩大煤电资产规模。目前，公司已形成“煤炭提供盈利支撑、电力贡献成长增量、铁路运输及配煤业务提供协同配套”的业务布局。

图1：资产重组推动公司形成煤电一体化布局



资料来源：Wind、开源证券研究所

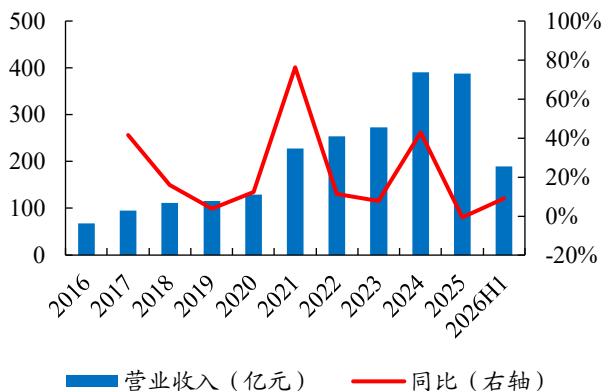
公司股权集中，安徽省国资委为实际控制人，集团对上市公司保持稳定控制。截至 2026H1，控股股东淮南矿业（集团）有限责任公司持股 76.47%，其一致行动人上海淮矿资产管理有限公司持股 3.61%，合计持股 80.08%。两者同受淮河能源控股集团有限责任公司控制，最终实际控制人为安徽省国资委。2026H1，控股股东及其一致行动人持股数量均未发生变化，所持股份不存在质押、标记或冻结情形，控制权保持稳定，为公司煤电主业发展及集团内部业务协同提供组织基础。

**图2：安徽省国资委为公司实际控制人（2026H1）**


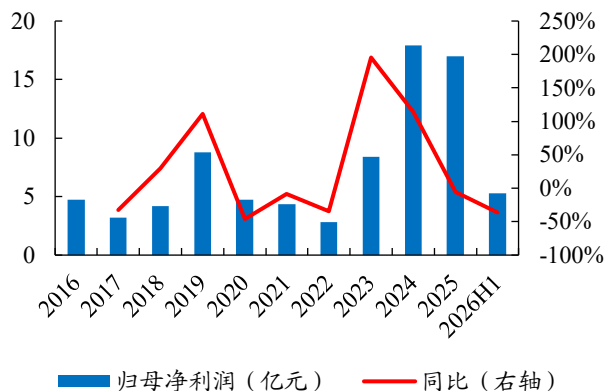
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 1.2、煤电贡献主要毛利，新增机组投产带动营收增长

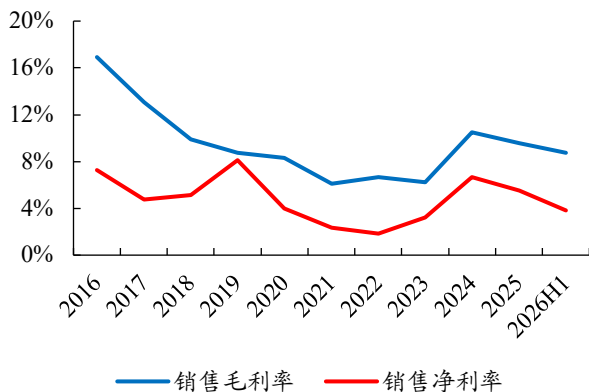
新增机组投产带动收入增长，电价下行及费用增加使盈利承压。2026H1，公司实现营业收入 189.40 亿元，yoy+9.12%；归母净利润 5.30 亿元，yoy-36.57%；毛利率、净利率分别为 8.73%、3.82%。2025 年 6 月起，公司潘集二期、谢桥电厂各发电机组陆续投产，带动发电量及发电收入增长，但受电力市场改革及政策调整影响，上网电价下降，叠加电量增长带来的燃煤支出增加，营业成本增速高于收入增速，毛利率 yoy-0.98pct。横向比较，公司毛利率、净利率在可比公司中均处于较低水平，系低毛利的物流贸易业务收入占比超过 50%，拉低整体利润率。

**图3：2026H1 公司营收 189.40 亿元，yoy+9.12%**


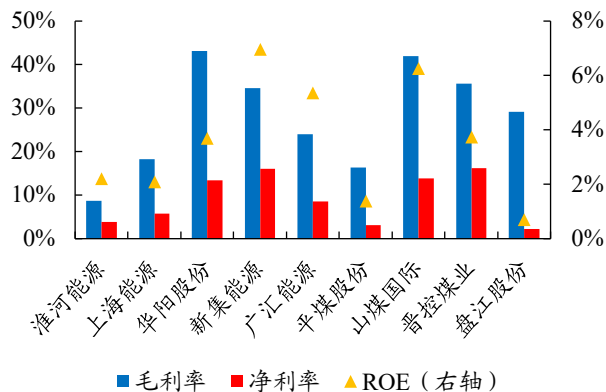
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2026H1 公司归母净利润 5.30 亿元，yoy-36.57%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

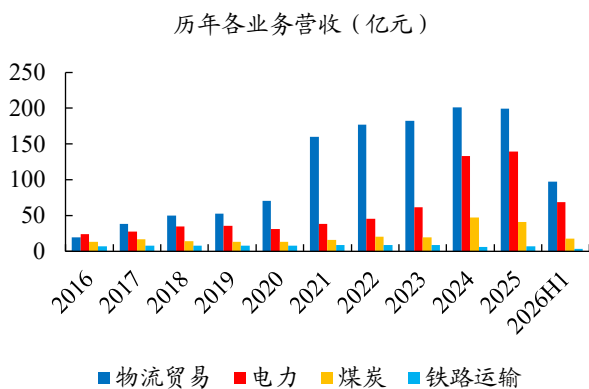
**图5：2026H1 公司毛利率/净利率为 8.73%/3.82%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

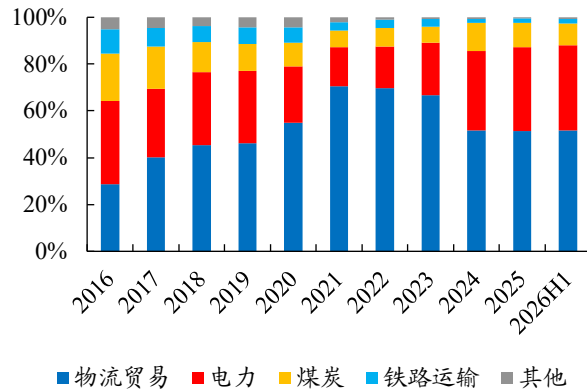
**图6：2026H1 公司毛/净利率处于可比公司较低水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**物流贸易贡献主要收入，电力与煤炭构成利润核心，2026 年上半年煤炭毛利贡献超过电力。**2026 年上半年，物流贸易实现收入 97.86 亿元，占比 51.67%，但毛利仅 0.53 亿元，占比 3.18%，毛利率仅 0.54%。电力业务实现收入 69.09 亿元、毛利 6.79 亿元，占比分别为 36.48%、41.06%，受上网电价下降影响，毛利率降至 9.83%。煤炭业务实现收入 17.47 亿元、毛利 7.77 亿元，毛利率升至 44.45%，毛利占比达到 46.98%，成为上半年第一大毛利来源。铁路运输毛利 1.65 亿元、毛利率 47.09%，继续提供稳定利润。

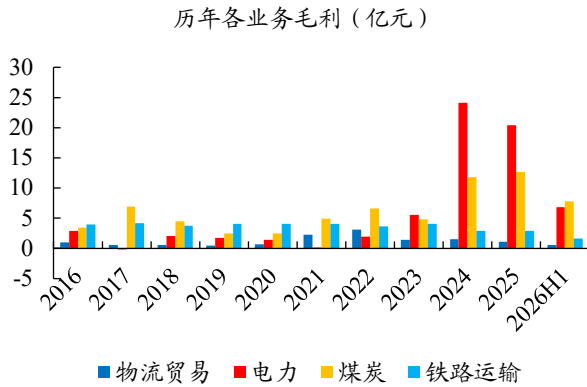
**图7：资产注入带动公司电力业务收入规模扩大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2026H1 电力业务营收占比为 36.48%**


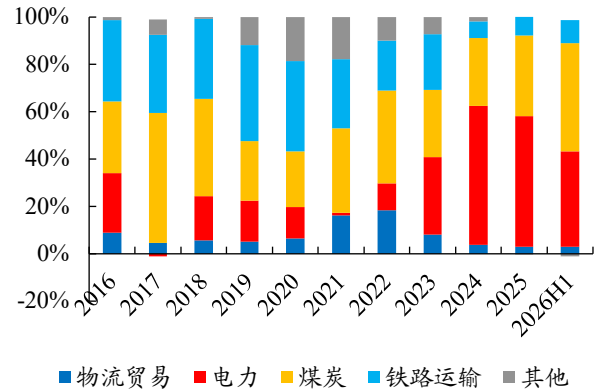
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：煤炭与电力构成公司主要毛利来源



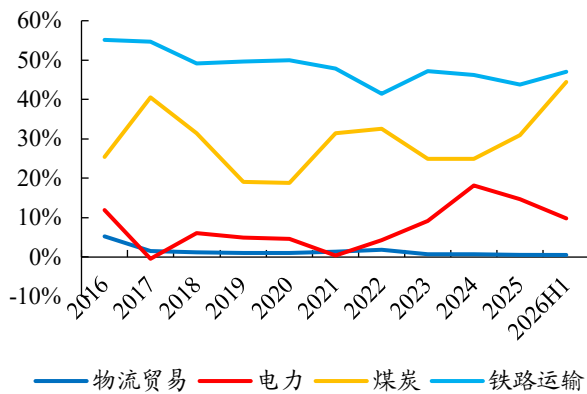
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2026H1 公司煤炭/电力毛利占比 46.98%/41.06%



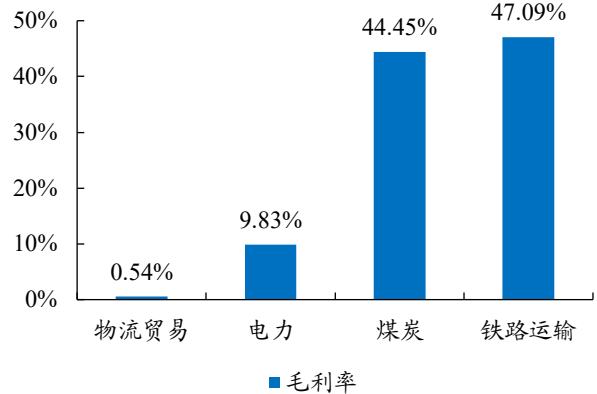
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2026H1 公司煤炭业务毛利率提升至 44.45%



数据来源：Wind、开源证券研究所

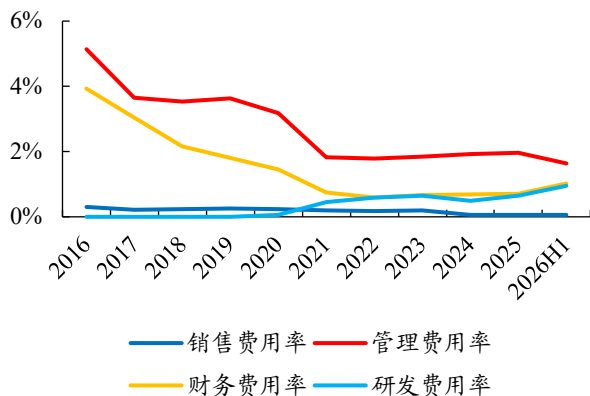
图12：2026H1 煤炭与铁路运输毛利率高于其他业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

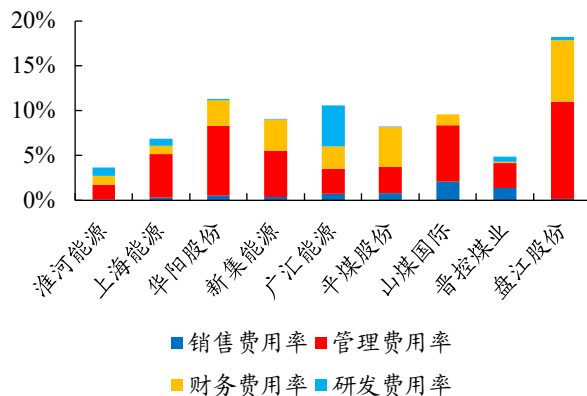
公司期间费用率处于可比公司较低水平，新机组投产推高财务费用。2016 至 2025 年，公司综合期间费用率由 9.37%下降至 3.36%，2026H1 小幅升至 3.67%。上半年销售费用率、管理费用率分别为 0.06%、1.64%，维持低位；财务费用率升至 1.02%，系谢桥电厂和潘集二期投产后，相关利息由在建工程转入当期损益；研发费用率升至 0.95%，系丁集矿、顾北矿研发投入增加影响。

图13: 2026H1 公司期间费用率为 3.67%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2026H1 公司期间费用率处于可比公司较低水平

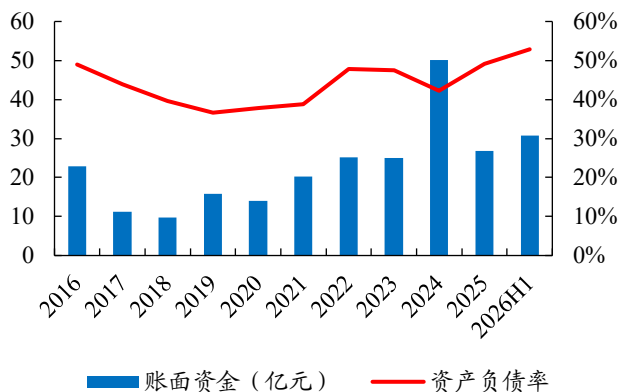


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、经营现金流改善，分红比例提升增厚股东回报

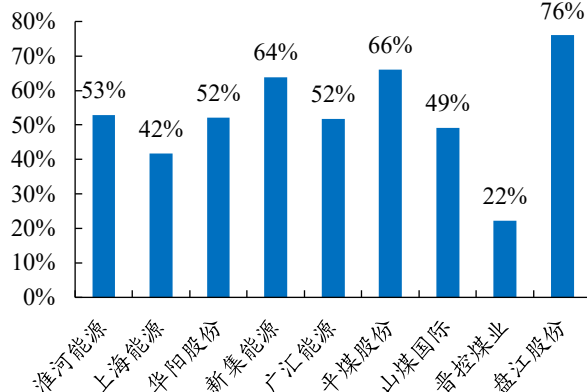
在建项目投入推动资产负债率上升，经营现金流改善和账面资金增长为项目建设提供支撑。截至 2026H1，公司总资产 532.33 亿元，资产负债率为 52.86%，较 2025 年末的 49.17% 提高 3.69pct，在可比公司中处于中游水平。同期货币资金为 30.71 亿元，较 2025 年末增长 14.37%；上半年经营活动现金流净额为 23.21 亿元，yoy+28.37%。

图15: 2026H1 公司资产负债率升至 52.86%



数据来源: Wind、开源证券研究所

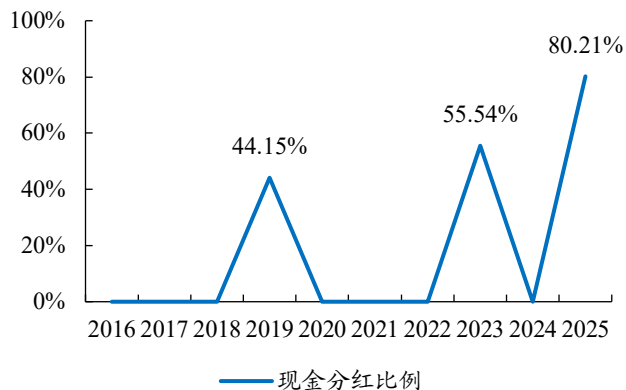
图16: 2026H1 公司资产负债率处于可比公司中游



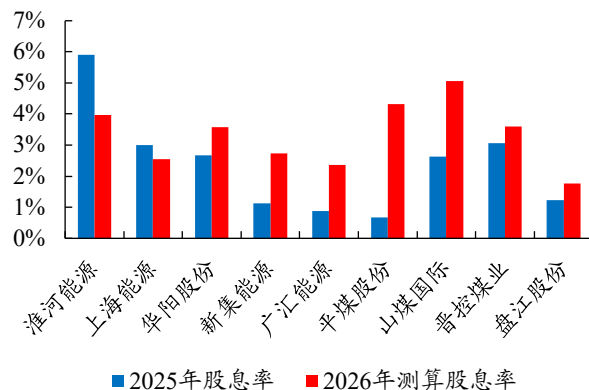
数据来源: Wind、开源证券研究所

高比例分红与每股分红下限强化股东回报，测算股息率处于可比公司中上水平。2025 年，公司每股派发现金红利 0.19 元（含税），合计分红 13.62 亿元，现金分红比例达 80.21%。公司 2025 - 2027 年度现金分红规划明确，在满足公司章程利润分配政策的前提下，每年度现金分红总额不低于当年归母净利润的 75%，且每股现金红利不低于 0.19 元（含税）。较高分红比例使股东能够分享盈利增长，每股分红下限则有助于增强盈利波动期间现金回报的稳定性。按当前股价测算，每股现金红利 0.19 元

对应股息率为 5.90%。截至 2026 年 10 月 18 日，我们以各可比公司 2026 年 Wind 一致预测 EPS 为基准，进行预期股息率测算，若公司以计划的分红比例下限 75% 进行分红，对应每股分红为 0.13 元，股息率为 3.97%，处于可比公司中上水平。

**图17：2025 年公司现金分红比例提高至 80.21%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

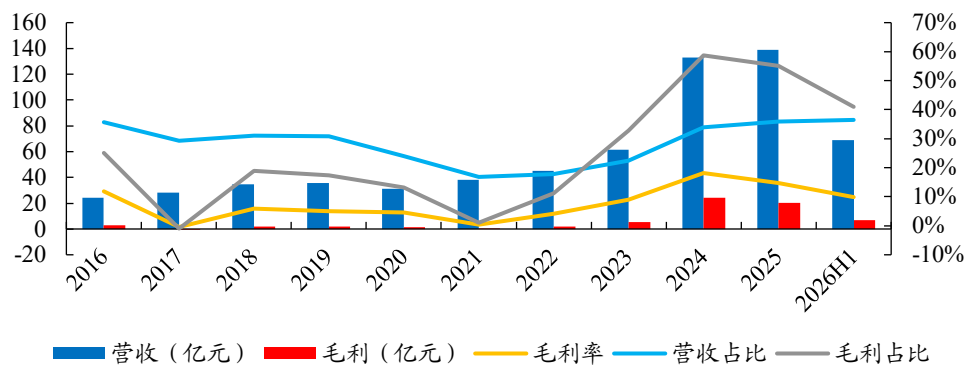
**图18：2026 年测算股息率处于可比公司中上水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、电力业务：机组接续放量，助力业绩修复

### 2.1、新增机组带动电量增长，在建项目有望接续放量

**坑口布局及煤电联营支撑成本优势，火电与光伏协同发展。**公司火电业务主要由潘集、顾桥、谢桥、洛河等电厂及淮沪、淮浙煤电联营项目开展。公司全资及控股电厂紧邻煤矿布局，燃料煤主要由公司内部及控股集团保供，节省煤炭运输成本。煤电联营项目通过配套煤矿保障电厂用煤。新能源方面，公司建设漂浮式光伏电站，丁集光伏一期 156.8MW 已全容量并网，二期 243.2MW 建设有序推进，有望贡献发电增量。公司同时配套售电业务，拓展电力销售渠道。2026H1 公司发电业务实现营收/毛利 69.09/6.79 亿元，占公司营收/毛利 36.48%/41.06%，毛利率 9.83%，为公司重要收入及利润来源。

**图19：2026H1 公司发电业务毛利 6.79 亿元，毛利率 9.83%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**新增机组陆续投产支撑电量增长，洛河四期接续后续装机增量。**截至 2026H1，公司控股在运火电及光伏装机合计 925.42 万千瓦，其中火电 904 万千瓦、光伏 21.42 万千瓦。2026 年随着运营时间延长，电量贡献逐步增加。2026 年 9 月，洛河二期 64 万千瓦机组转为应急备用电源。在建项目方面，公司煤电、气电及光伏装机分别为 200 万千瓦、90 万千瓦和 54.32 万千瓦。其中，洛河四期两台百万千瓦机组计划于 2026 年 11 月、12 月投产，芜湖天然气调峰电厂计划于 2027 年四季度投产，光伏项目亦在推进建设。此外，安徽六安、明光及云南等地约 100 万千瓦风电项目计划于 2026 年末或 2027 年上半年陆续开工。洛河四期投产后，代表公司煤电项目布局基本落地，目前公司仍在积极谋划安徽省内负荷中心两台百万千瓦机组，相关前期工作正在推进。“十五五”期间，公司将以煤电一体化为基础，重点发展煤电与新能源联营，后续资金投入将向新能源项目倾斜，进一步拓展电源布局。其中，云南红河州 41 万千瓦风电项目预计 2026 年底开工，当地较好的新能源消纳条件为项目布局提供支撑，可研内部收益率约 5% - 6%。

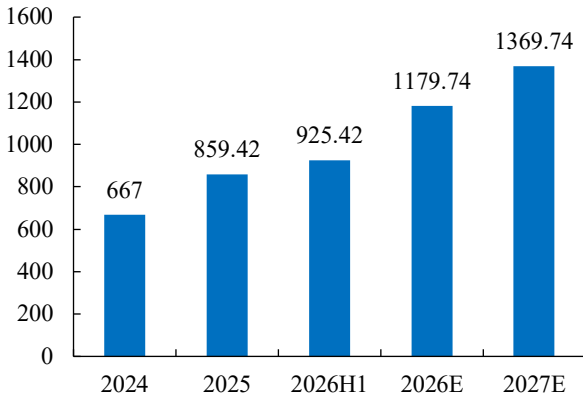
**表1：公司在建及规划项目接续推进，装机规模有望持续扩张**

| 电厂名称        | 装机容量(万千瓦)    | 权益比例          | 权益装机(万千瓦)     | 长协煤比例    | 运营状态                          |
|-------------|--------------|---------------|---------------|----------|-------------------------------|
| 潘集电厂一期      | 2×66         | 100%          | 132           | 100%     | 在运                            |
| 潘集电厂二期      | 2×66         | 100%          | 132           | 100%     | 在运                            |
| 谢桥电厂        | 2×66         | 100%          | 132           | 100%     | 在运                            |
| 顾桥电厂        | 2×33         | 100%          | 66            | 100%     | 在运                            |
| 洛河电厂二期      | 2×32         | 84.38%        | 54            | 91.80%   | 应急备用                          |
| 洛河电厂三期      | 2×63         | 84.38%        | 106.32        |          | 在运                            |
| 洛河电厂四期      | 2×100        | 84.38%        | 168.76        | -        | 在建                            |
| 田集电厂一期      | 2×63         | 50.43%        | 63.54         | -        | 在运                            |
| 凤台电厂一期      | 2×63         | 50.43%        | 63.54         | -        | 在运                            |
| <b>煤电机组</b> | <b>1104</b>  | <b>-</b>      | <b>918.17</b> | <b>-</b> | <b>-</b>                      |
| 芜湖天然气电厂     | 2×45         | 100%          | 90            | -        | 在建                            |
| <b>气电机组</b> | <b>90</b>    | <b>-</b>      | <b>90</b>     | <b>-</b> | <b>-</b>                      |
| <b>光伏机组</b> | <b>75.74</b> | <b>89.47%</b> | <b>67.76</b>  | <b>-</b> | <b>21.42 万千瓦机组在运<br/>其余在建</b> |
| <b>风电机组</b> | <b>100</b>   | <b>-</b>      | <b>-</b>      | <b>-</b> | <b>在建</b>                     |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

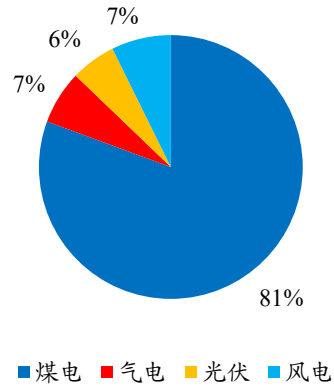
注：田集电厂一、二期合并集团供煤比例为 90.90%，凤台电厂一、二期合并集团供煤比例为 88.60%，不能对应到单电厂

图20: 2026H1 公司控股装机容量增至 925.42 万千瓦



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

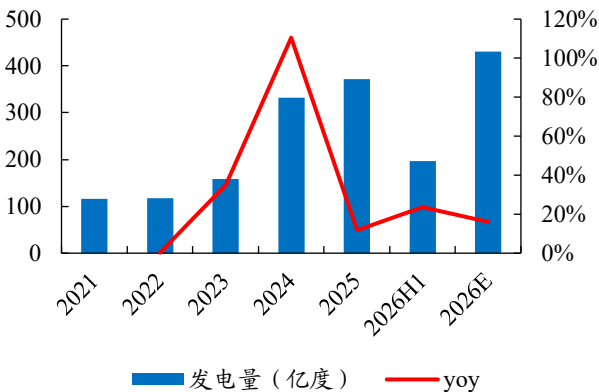
图21: 2027E 公司煤电装机占比预计超八成



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

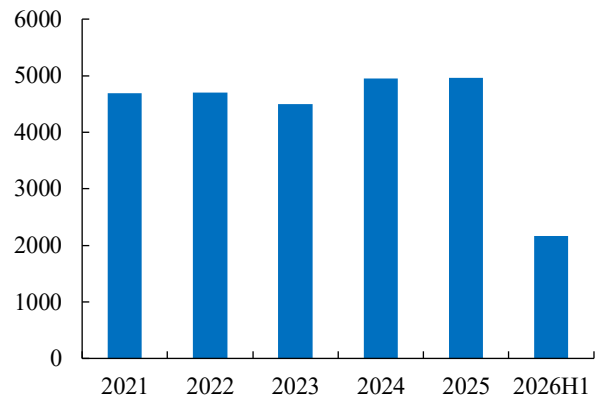
**新增装机带动电量增长, 但存量机组运行仍受利用小时下降约束。**2026H1 公司完成发电量 196.55 亿千瓦时, yoy+23.67%, 其中火电发电量 195.46 亿千瓦时, yoy+23.94%, 占比 99.45%, 同期公司售电量增至 186.70 亿千瓦时, yoy+23.66%, 其中火电售电量 185.61 亿千瓦时, yoy+23.95%, 占比 99.42%。当前公司电量贡献仍以火电为主, 光伏对整体发电结构的影响较小。电量增长的主要原因是潘集二期电厂于 2025 年 6 月、2025 年 7 月, 谢桥电厂于 2025 年 9 月、2026 年 1 月新增共 4 台机组, 规模合计 264 万千瓦, 2026 年开始贡献全年电量。因此, 公司发电量增长主要依靠装机规模扩大, 而非发电效率提升。此外, 2026H1 公司煤电机组加权发电利用小时数为 2162.22 小时, 同比减少 198 小时, 主要受到新能源发电占比提升及火电机组集中投产影响。

图22: 2026 年预计公司发电量 430.45 亿千瓦时



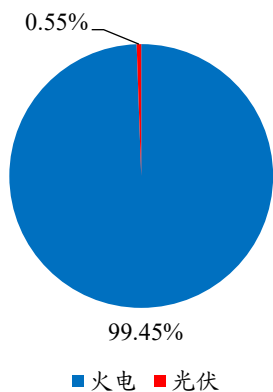
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 公司煤电机组发电利用小时数近年来相对稳定



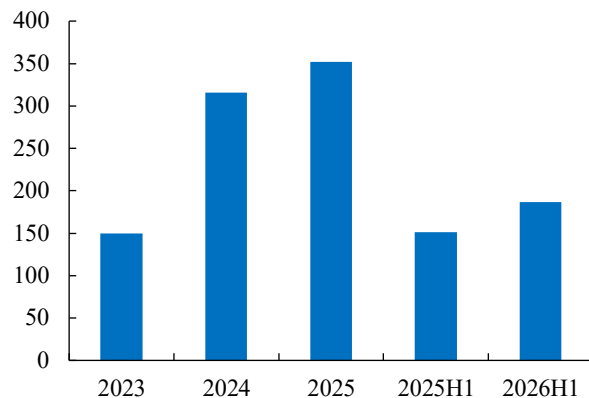
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图24: 2026H1 公司火电发电量占比 99.45%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 2026H1 公司售电量 186.70 亿度, yoy+23.66%

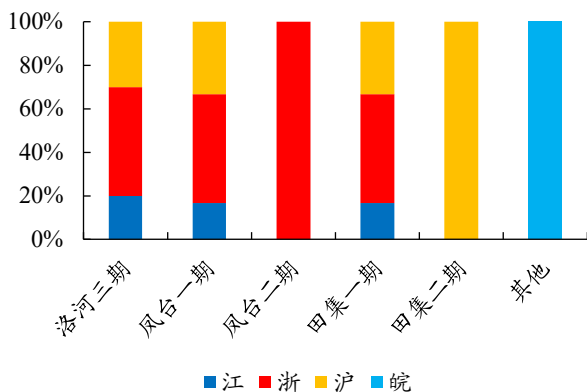


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.2、皖电东送覆盖江浙沪，江浙电价牵动盈利

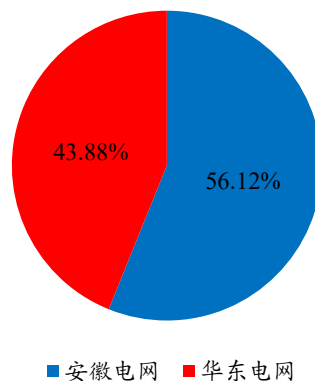
公司电量覆盖安徽省内及江浙沪市场，省外送电占比约 44%。公司控参股机组送电区域各有侧重，其中洛河三期送江浙沪的电量比例为 2:5:3，凤台一期、田集一期均为 1:3:2，凤台二期、田集二期则分别全部送往浙江、上海，其余电厂全部送往安徽，形成省内供电与跨省送电并行的业务布局。2026H1，公司发电量约 196 亿千瓦时，其中约 110 亿千瓦时供应安徽省电网，占比约 56%；约 86 亿千瓦时通过华东电网送往江浙沪，占比约 44%。皖电东送构成公司电量的重要组成部分，江浙沪市场电价变化直接影响相关控股电厂盈利及参股电厂投资收益。

图26: 凤台二期专供浙江，田集二期专供上海



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

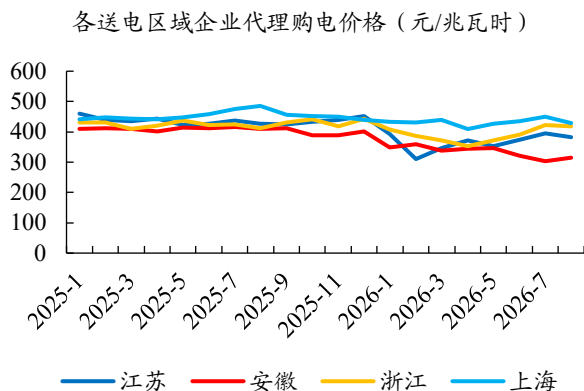
图27: 2026H1 约 44%电量送往江浙沪



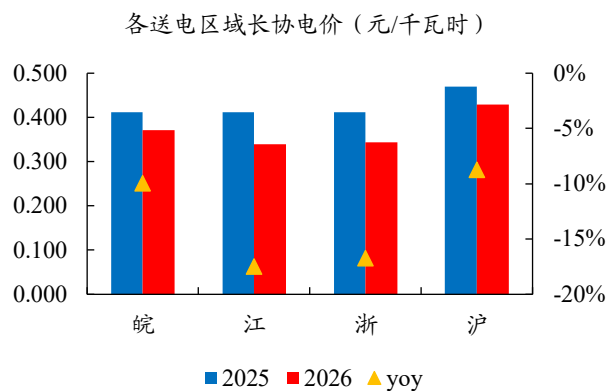
数据来源: 北极星电力网、开源证券研究所

江浙沪皖电价中枢下移，皖电东送长协电价下降成为上半年盈利承压的重要原因。2026 年 1 - 8 月，江苏、浙江、上海、安徽电网企业代理购电价格的月度算术均值分别为 365.65、390.24、431.40、334.13 元/兆瓦时，分别 yoy-16.26%、-7.77%、-5.20%、-18.58%，反映区域电价整体承压。公司年度长协电价亦有所下调，2026 年送江苏、

浙江长协电价分别为 0.340、0.343 元/千瓦时，同比分别减少 0.072、0.069 元/千瓦时；送上海长协电价由 0.470 降至 0.429 元/千瓦时，安徽省内长协电价由 0.412 降至 0.371 元/千瓦时，均同比减少 0.041 元/千瓦时。江浙长协电价降幅更大，叠加公司较高的省外送电占比，对皖电东送机组发电收益形成明显拖累，制约新增电量向利润的转化。

**图28：2026 年江浙沪皖代理购电均价下移**


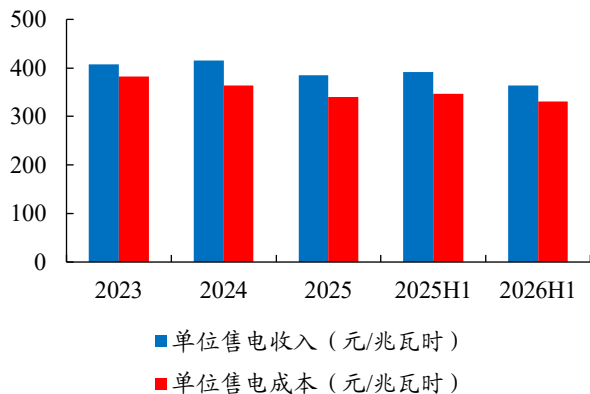
数据来源：北极星电力网、开源证券研究所

**图29：2026 年长协电价普遍下降，江浙降幅较大**


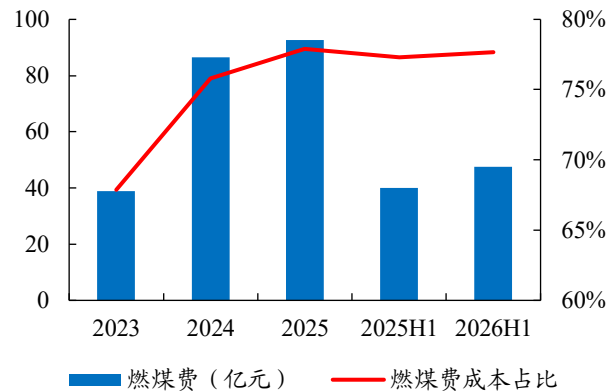
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、煤价上行周期，长协煤平滑燃料价格波动

单位售电收入降幅大于单位成本，燃煤费占火电营业成本近八成。2026H1，公司发电业务单位售电收入为 363.26 元/兆瓦时，yoy-7.36%；单位售电成本为 330.96 元/兆瓦时，yoy-4.68%。电力市场改革及政策调整推动上网电价下行，中长期合约价格回落直接压低单位售电收入；区域新增机组集中投产增加供给，进一步加大供给富余时段的电价压力。但成本改善不足以抵消收入下行，电量增长对利润的拉动仍受到盈利收窄的制约。从成本结构看，2026H1 燃煤费占火电营业成本的比例为 77.62%，燃料采购成本是影响火电盈利的重要因素。2026H1，公司火电燃煤费为 47.57 亿元，yoy+18.88%，增幅低于火电售电量 23.95%的增幅，单位售电量对应的燃煤支出有所下降。

**图30：2026H1 公司单位售电成本降至 330.96 元/兆瓦时**


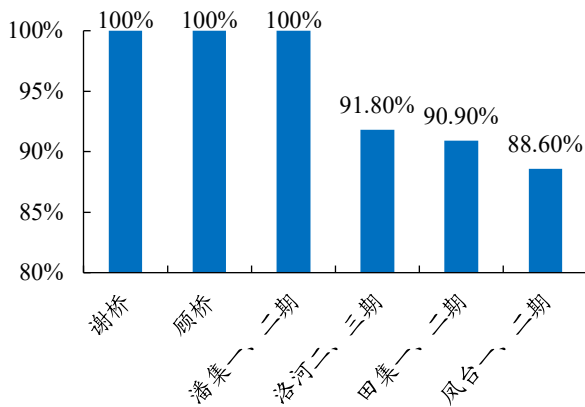
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图31：2026H1 公司火电燃煤费占成本近八成**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

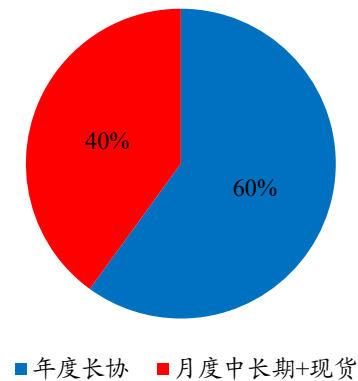
长协电价下调使盈利承压，煤电两端长协有助于稳定后续毛利。2026H1，公司长协电量执行比例约 60%，基本符合年度签约安排，其余电量通过月度中长期及现货交易补充。年度长协电量电价约 0.371 元/千瓦时，同比下降约 0.04 元/千瓦时，对上半年电力盈利形成压力；最终结算电量电价约 0.372 元/千瓦时，与年度长协价格接近，中长期合同覆盖有助于降低现货价格波动对收入的影响。成本端，公司约 90% 的燃煤由自有煤矿及集团长协煤保障，其中潘集、谢桥、顾桥电厂实现 100% 长协煤供应；洛河电厂由大股东保供，不足部分从新集能源采购长协煤；田集、凤台为坑口煤电一体化项目，由配套煤矿供煤，燃料成本波动相对有限。公司预计下半年总体电价不低于上半年，全年安徽省电能量电价维持在 0.37 元/千瓦时以上，燃料成本与上半年总体保持稳定，售电价格与燃料成本趋稳有望为下半年电力业务毛利提供支撑。此外，2026 年公司容量电费执行标准由 2025 年的 100 元/千瓦上调至 165 元/千瓦，为电力业务收益提供一定支撑，有助于缓解电量电价下行带来的盈利压力。

图32：2026H1 电厂长协煤覆盖率接近九成或以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：2026 年度长协覆盖约 60% 电量，稳定售电预期



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、煤炭业务：煤电联营一体化发展，焦煤利润弹性可期

#### 3.1、丁集与顾北两矿双矿资源储备充足，煤电联营保障配套电厂供应

动力煤长协供给保障煤电协同，顾北焦煤市场化销售赋予价格弹性。公司拥有丁集、顾北两座煤矿，核定产能分别为 600/400 万吨/年，合计可采储量 9.76 亿吨，按核定产能测算可采年限约 98 年。丁集煤矿以动力煤为主，全部按长协价供应田集电厂一期、二期；顾北煤矿以 1/3 焦煤为主，采取市场化销售，混煤、动力煤产量占比约 10%，按长协供应凤台电厂一期、二期。两矿与配套电厂形成煤电联营，保障内部燃料煤供应，顾北焦煤外销则有望受益于市场煤价上行。2026H1 煤炭业务营业收入/营业成本/毛利 17.47/9.71/7.77 亿元，毛利率 44.45%。

表2：公司权益可采储量 4.92 亿吨，核定产能 1000 万吨/年

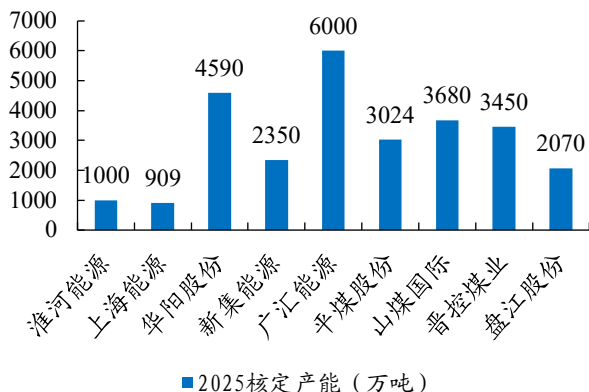
| 名称   | 权益比例   | 资源储量（亿吨） | 可采储量（亿吨） | 权益可采储量（亿吨） | 核定产能（万吨/年） | 可采年限（年） |
|------|--------|----------|----------|------------|------------|---------|
| 丁集矿井 | 50.43% | 12.78    | 6.39     | 3.22       | 600        | 107     |
| 顾北矿  | 50.43% | 6.09     | 3.37     | 1.70       | 400        | 84      |
| 合计   | -      | 18.87    | 9.76     | 4.92       | 1000       | 98      |

资料来源：公司公告、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

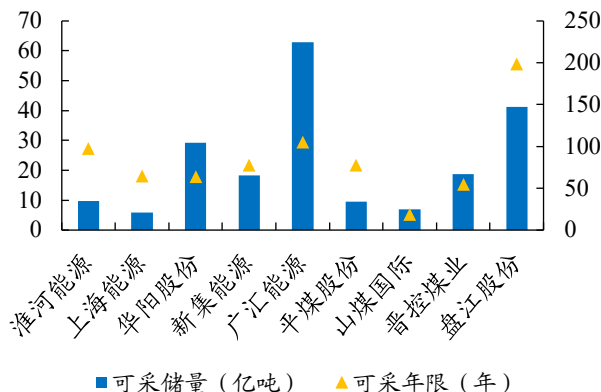
公司煤矿较长可采年限支撑长期经营。公司核定产能 1000 万吨/年，略高于上海能源，低于新集能源、华阳股份等可比公司。公司可采储量 9.76 亿吨，按核定产能测算可采年限约 98 年，长于多数可比公司，为配套电厂供煤及原料煤外销提供长期资源保障。

图34: 公司煤矿核定产能 1000 万吨/年



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

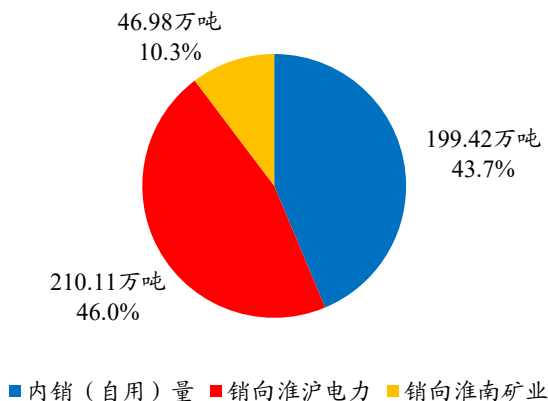
图35: 公司可采年限处于可比公司上游



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

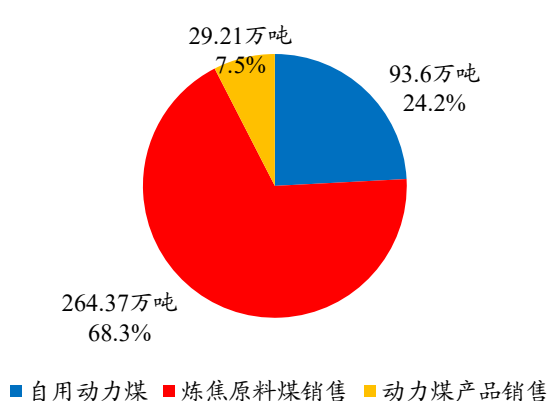
两矿煤种结构存在明显差异，丁集以配套电厂供煤为主，顾北兼有炼焦原料煤外销。2024 年丁集矿商品煤销量 456.51 万吨，其中自用煤 199.42 万吨，向田集电厂二期运营主体淮沪电力销售 210.11 万吨，向股东淮南矿业销售 46.98 万吨。同期顾北矿商品煤销量 387.18 万吨，其中自用（内销）动力煤 93.60 万吨，向股东淮南矿业销售炼焦原料煤 264.37 万吨、动力煤 29.21 万吨。顾北矿部分煤层的煤质较好，高于凤台电厂所需发电用煤品质，且热值、粘结性、灰分硫分不适合电厂作为动力煤产品即燃料使用。同时考虑其经济价值更高，为实现更好经济效益，其开采的煤炭产品除淮浙煤电凤台电厂发电使用外，品质较高的炼焦原料煤向且仅向股东淮南矿业销售，由淮南矿业洗选加工后形成炼焦煤产品并向下游终端客户销售。

图36: 2024 年丁集矿所产煤炭中约 89.7%直供电厂



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: 2024 年顾北矿所产煤炭中约 68.3%为炼焦原料煤

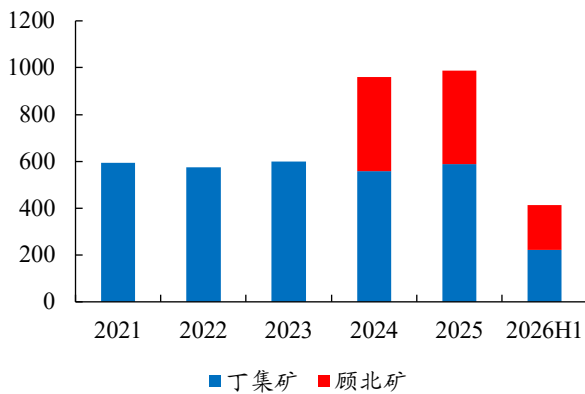


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、煤价上涨支撑煤炭盈利，业务盈利能力提升

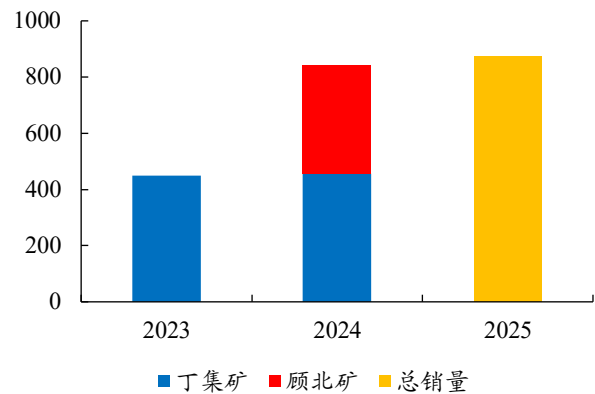
两矿上半年原煤产量下降，后续需关注生产恢复及资源接续进度。2026 年 H1，丁集煤矿原煤产量 222.03 万吨，yoy-25.22%；顾北矿原煤产量 190.32 万吨，yoy-6.57%。两矿产量均低于上年同期，其中丁集矿降幅较大，主要受采场条件及工作面接续影响，区域煤矿安全检查亦对生产节奏形成阶段性扰动，公司预计全年产量与去年总体持平。长期资源保障方面，2026 年 9 月，淮沪煤电已取得丁集煤矿深部资源的不动产权证书（采矿权）及采矿许可证，并缴清成交价款 2869.95 万元。本次取得资源位于矿井现采矿权平面范围深部（-1000 至-1200 米），保有资源量约 8.88 亿吨，将与现有资源整合开采，有助于延长矿井服务年限、增强长期资源保障，短期内对矿井生产经营不产生重大影响。

图38：2026H1 丁集/顾北产量 222.03/190.32 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

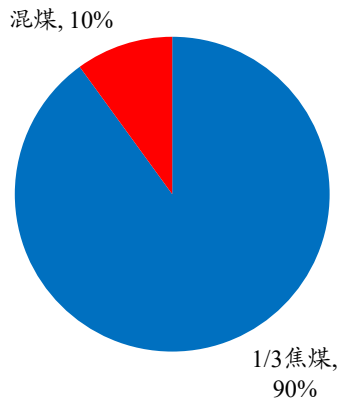
图39：公司 2025 年商品煤总销量 872.37 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

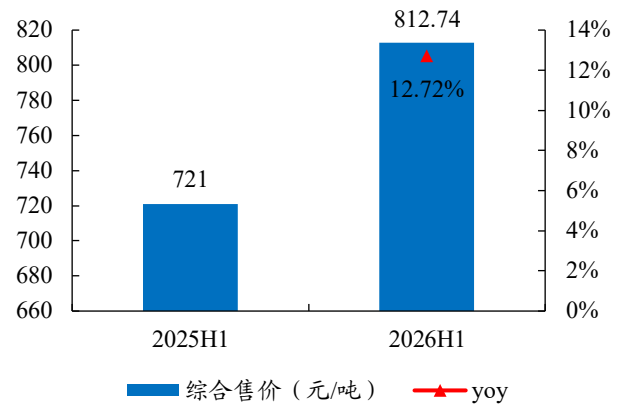
顾北矿售价上涨支撑煤炭盈利，煤炭业务成为上半年第一大毛利来源。顾北矿兼有炼焦原料煤外销，售价随市场变化，煤价上涨能够传导至销售收益。2026H1，顾北矿商品煤中约 90%为 1/3 焦煤类产品，综合吨售价由上年同期的 721 元/吨增至 812.74 元/吨，yoy+12.72%；在原煤产量下降的情况下，实现利润总额 4.53 亿元，yoy+31.30%，带动两矿合计利润总额达 5.33 亿元，yoy+40.63%。同期，公司煤炭业务实现营业收入 17.47 亿元、营业成本 9.71 亿元、毛利 7.77 亿元，毛利率为 44.45%，较 2025 年全年提高 13.50pct；毛利占公司总毛利的 46.98%，超过电力业务的 41.06%成为最大毛利贡献源。顾北矿售价改善为煤炭盈利提供支撑，煤炭与电力利润贡献形成互补，部分缓冲电价下行对公司盈利的影响。

图40: 2026H1 顾北矿商品煤以 1/3 焦煤为主



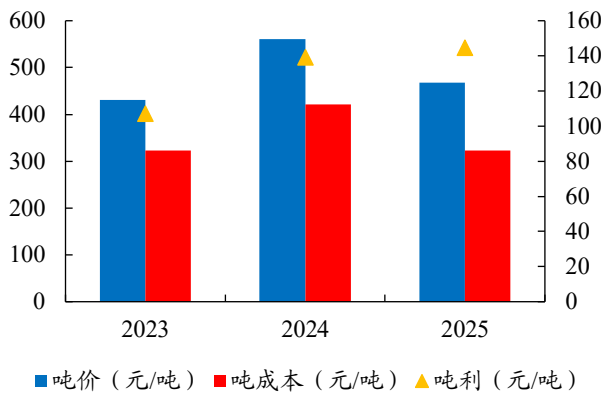
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图41: 2026H1 顾北矿商品煤综合售价达 812.74 元/吨



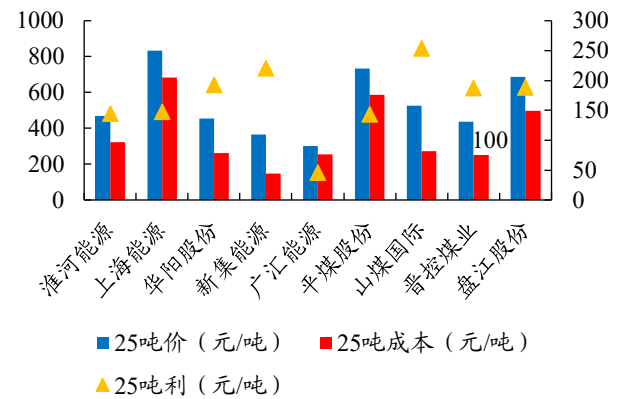
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图42: 2025 年煤炭单位毛利升至 144.74 元/吨



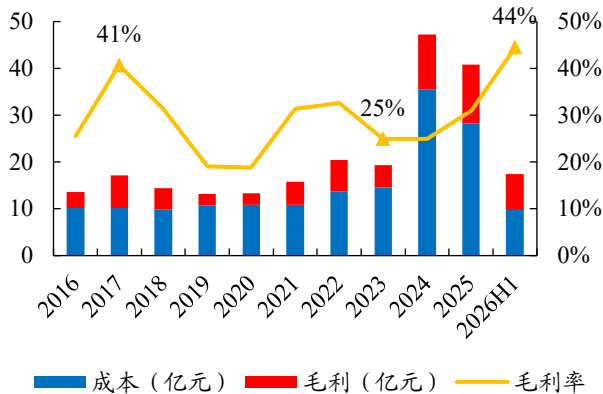
数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 2025 年公司吨利居于可比公司中游水平



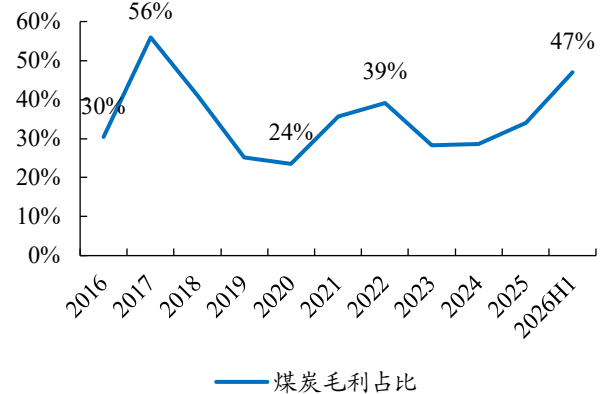
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 2026H1 煤炭板块毛利率提升至 44%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 2026H1 煤炭板块毛利占比 47%



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、集团省内煤源充足，长协保供强化煤电协同

集团省内体外煤炭资源与长协供应安排，为上市公司电厂提供燃料保障。截至 2025 年 9 月末，集团安徽省内 8 座在产矿井核定产能 5490 万吨/年；剔除上市公司体内的丁集矿、顾北矿后，省内其他 6 座矿井合计产能 4490 万吨/年、可采储量约 31.20 亿吨。集团资源规模和具体供销安排共同支撑煤电协同，但体外矿井亦服务其他客户，其产能并非上市公司可支配煤源，而是由集团宏观调配。

**表3：集团省内体外煤矿产能达 4490 万吨/年，煤源保障充足**

| 矿井名称        | 所属地区 | 煤种       | 可采储量（亿吨）     | 产能（万吨/年）    | 剩余可采年限 |
|-------------|------|----------|--------------|-------------|--------|
| 潘三矿         | 安徽   | QM、1/3JM | 4.00         | 500         | 57.20  |
| 谢桥矿         | 安徽   | QM、1/3JM | 2.88         | 960         | 23.06  |
| 张集矿         | 安徽   | QM、1/3JM | 8.25         | 1230        | 51.62  |
| 潘二矿         | 安徽   | QM、1/3JM | 3.20         | 500         | 45.67  |
| 顾桥矿         | 安徽   | QM、1/3JM | 7.05         | 900         | 55.92  |
| 朱集东矿        | 安徽   | QM、1/3JM | 5.82         | 400         | 103.96 |
| <b>本部合计</b> | -    | -        | <b>31.20</b> | <b>4490</b> | -      |
| 色连二矿        | 鄂尔多斯 | 不粘煤、长焰煤  | 1.76         | 800         | 16.91  |
| 唐家会矿        | 鄂尔多斯 | 不粘煤、长焰煤  | 4.16         | 900         | 33.01  |
| 泊江海子矿       | 鄂尔多斯 | 不粘煤、长焰煤  | 2.28         | 600         | 27.13  |
| <b>蒙西合计</b> | -    | -        | <b>8.20</b>  | <b>2300</b> | -      |
| <b>合计</b>   | -    | -        | <b>39.40</b> | <b>6790</b> | -      |

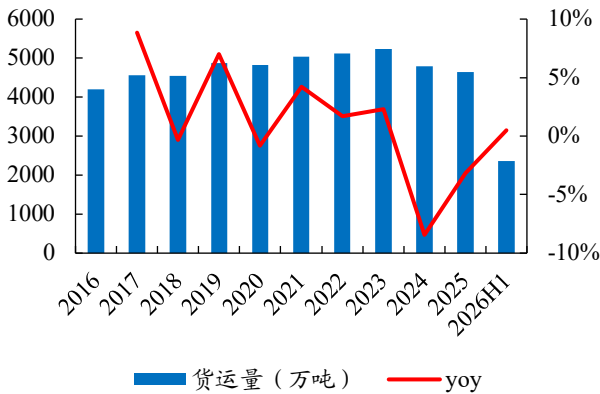
资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：本部的顾北矿、丁集矿井分别由上市公司淮河能源的控股子公司淮浙煤电、淮沪煤电运营，此处不再列出

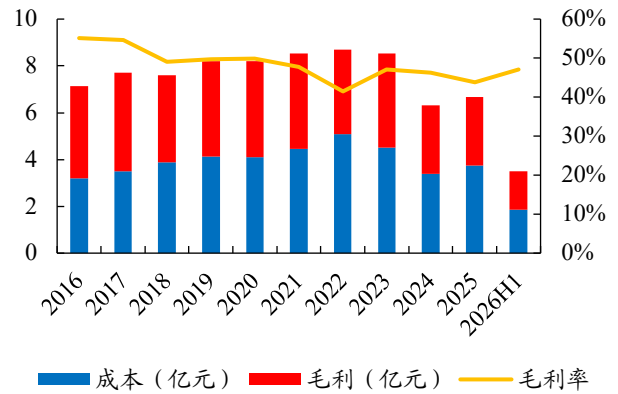
注：该表中列出的所有矿井，淮南矿业的权益比例均为 100%

### 4、运输业务：铁路盈利能力稳定，配煤业务支撑燃料保供

铁路运输依托矿区专用铁路网络，为煤炭生产及电厂燃料供应提供配套服务。公司通过铁运分公司开展煤炭铁路运输，服务淮南矿区 8 对大型矿井、配套电厂及选煤厂等内外部客户，主要赚取运输服务收入。所属铁路线路长 299 公里，设计运输能力 7000 万吨/年，是潘谢矿区煤炭外运的重要通道。2026H1 完成铁路运量 2356 万吨，同比基本持平；同期实现营业收入 3.51 亿元、毛利 1.65 亿元，毛利率 47.09%。矿区生产与配套电厂用煤需求提供长期货源支撑，近两年运量回落表明运输规模仍受上游生产及煤炭需求变化影响。

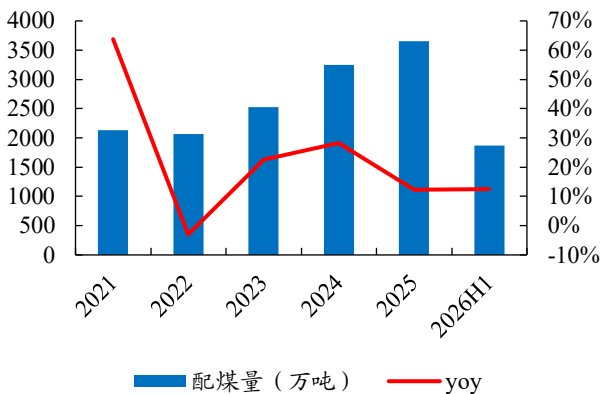
**图46: 2026H1 公司铁路货运量 2356 万吨**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

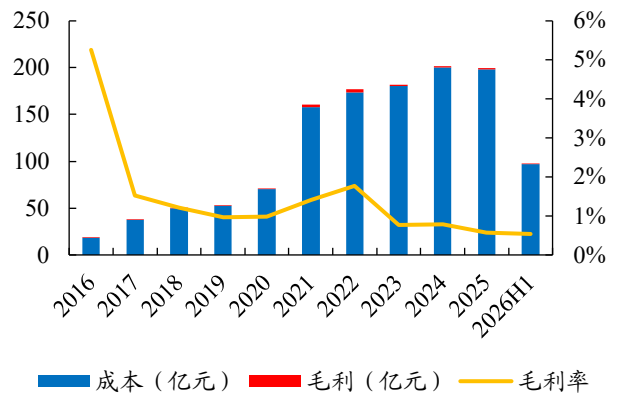
**图47: 2026H1 公司铁路运输毛利率回升至 47.09%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**配煤业务围绕煤炭采购、加工及销售开展，新投产机组燃料需求支撑业务量增长。**公司通过全资子公司淮矿电燃服务内部电厂及外部终端客户，组织煤源采购、加工调配与销售，主要赚取煤炭购销价差，并通过择机采购市场煤补充电厂长协煤供应。2025 年配煤业务量达到 3648 万吨，yoy+12.35%；2026H1 达到 1867 万吨，yoy+12.61%。公司计划 2026 年配煤业务量达到 3750 万吨，增量主要用于新投产机组燃料保供。随着潘集二期、谢桥电厂运行时间延长及洛河四期后续投产，配套用煤需求有望持续增加。2026H1 物流贸易业务毛利率为 0.54%，低毛利特征下，业务价值主要体现为燃料保供与煤电协同。

**图48: 2026H1 公司配煤业务量延续增长，yoy+12.61%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图49: 2026H1 物流贸易毛利率 0.54%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

**煤炭业务：**下半年产销恢复与吨价回升有望支撑盈利增长。公司预期丁集矿全年产量与上年总体持平，我们预计 2026 年商品煤产量 847.44 万吨、销量 850.57 万吨。参考动力煤长协及焦煤市场价格走势，假设下半年综合吨价较上半年提升 20%，

全年综合吨价 498.36 元/吨,吨成本 260 元/吨,对应煤炭收入 42.39 亿元, yoy+3.88%;毛利 20.27 亿元, yoy+60.56%。2027 - 2028 年假设销量温和恢复、综合吨价每年上涨 1%、吨成本保持稳定, 盈利延续增长。

**电力业务:** 潘集二期、谢桥机组运营时间延长支撑 2026 年电量增长, 洛河四期投产有望进一步贡献增量, 我们预计 2026 - 2028 年发电量分别为 430.45、500、510 亿千瓦时。考虑电价下行影响, 假设单位售电收入分别为 370、375、380 元/兆瓦时, 单位成本参考历史水平, 分别为 340.48、338.63、339.56 元/兆瓦时。预计 2026 年电力收入 151.38 亿元, yoy+8.85%, 毛利 12.08 亿元, yoy-40.93%; 2027 - 2028 年随电量增长及单位收入回升, 毛利修复至 17.28、19.60 亿元。

**铁路运输业务:** 公司铁路网络连接矿井、选煤厂与电厂, 煤电生产及物流需求为货源提供支撑。我们预计 2026 - 2028 年铁路货运量分别为 4700、4850、5000 万吨, 单位收入及成本参考历史水平, 营业收入分别为 6.87、6.82、7.17 亿元, 毛利分别为 3.15、3.09、3.23 亿元。

**配煤业务:** 新机组燃料保供带动业务量增长, 利润贡献保持平稳。结合公司 2026 年配煤业务量 3750 万吨的经营计划及后续保供需求, 我们预计 2026 - 2028 年业务量分别为 3750、3950、4000 万吨, 假设单位销售收入均为 540 元/吨, 对应营业收入 202.50、213.30、216.00 亿元, 毛利分别为 1.44、1.47、1.42 亿元。

**表4: 公司新增机组放量叠加盈利改善, 公司业绩有望修复**

|              | 2024A   | 2025A   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>煤炭</b>    |         |         |        |        |        |
| 商品煤产量 (万吨)   | 843.29  | 866.38  | 847.44 | 859.55 | 862.43 |
| yoy (%)      | 86.91%  | 2.74%   | -2.19% | 1.43%  | 0.33%  |
| 商品煤销量 (万吨)   | 843.69  | 872.37  | 850.57 | 864.11 | 866.31 |
| yoy (%)      | 88.16%  | 3.40%   | -2.50% | 1.59%  | 0.25%  |
| 吨煤售价 (元/吨)   | 560.16  | 467.75  | 498.36 | 503.34 | 508.37 |
| yoy (%)      | 30.02%  | -16.50% | 6.54%  | 1.00%  | 1.00%  |
| 吨煤销售成本 (元/吨) | 420.68  | 323.00  | 260.00 | 260.00 | 260.00 |
| 吨煤毛利 (元/吨)   | 139.48  | 144.74  | 238.36 | 243.34 | 248.37 |
| 煤炭营业收入 (亿元)  | 47.26   | 40.80   | 42.39  | 43.49  | 44.04  |
| yoy (%)      | 144.64% | -13.66% | 38%    | 2.61%  | 1.26%  |
| 煤炭营业成本 (亿元)  | 35.49   | 28.18   | 22.11  | 22.47  | 22.52  |
| 毛利 (亿元)      | 11.77   | 12.63   | 20.27  | 21.03  | 21.52  |
| 毛利率 (%)      | 24.90%  | 30.95%  | 47.83% | 48.35% | 48.86% |
| <b>电力</b>    |         |         |        |        |        |
| 电力营业收入 (亿元)  | 132.89  | 139.07  | 151.38 | 178.21 | 184.20 |
| yoy (%)      | 116.58% | 4.65%   | 8.85%  | 17.73% | 3.36%  |
| 电力营业成本 (亿元)  | 108.75  | 118.63  | 139.30 | 160.93 | 164.60 |
| 毛利 (亿元)      | 24.15   | 20.44   | 12.08  | 17.28  | 19.60  |
| 毛利率 (%)      | 18.17%  | 14.70%  | 7.98%  | 9.70%  | 10.64% |
| <b>铁路运输</b>  |         |         |        |        |        |
| 营业收入 (亿元)    | 6.32    | 6.66    | 6.87   | 6.82   | 7.17   |
| yoy (%)      | -25.96% | 5.44%   | 3.12%  | -0.78% | 5.22%  |

|                | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业成本（亿元）       | 3.40   | 3.74   | 3.72   | 3.73   | 3.95   |
| 毛利（亿元）         | 2.92   | 2.92   | 3.15   | 3.09   | 3.23   |
| 毛利率（%）         | 46.23% | 43.87% | 45.79% | 45.27% | 44.98% |
| <b>物流贸易</b>    |        |        |        |        |        |
| 营业收入（亿元）       | 201.66 | 199.42 | 202.50 | 213.30 | 216.00 |
| yoy（%）         | 10.80% | -1.11% | 1.54%  | 5.33%  | 1.27%  |
| 营业成本（亿元）       | 200.08 | 198.28 | 201.06 | 211.83 | 214.58 |
| 毛利（亿元）         | 1.58   | 1.14   | 1.44   | 1.47   | 1.42   |
| 毛利率（%）         | 0.78%  | 0.57%  | 0.71%  | 0.69%  | 0.66%  |
| <b>合并利润表预测</b> |        |        |        |        |        |
| 营业总收入（亿元）      | 390.81 | 388.25 | 405.50 | 444.26 | 453.78 |
| yoy（%）         | 42.98% | -0.66% | 4.44%  | 9.56%  | 2.14%  |
| 营业总成本（亿元）      | 349.69 | 351.12 | 367.92 | 400.95 | 407.65 |
| 毛利（亿元）         | 41.12  | 37.12  | 37.58  | 43.31  | 46.12  |
| 毛利率（%）         | 10.52% | 9.56%  | 9.27%  | 9.75%  | 10.16% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

基于以上假设,我们预计公司 2026 - 2028 年归母净利润分别为 12.79/16.59/17.33 亿元,对应 EPS 分别为 0.18/0.23/0.24 元,当前股价对应 PE 分别为 18.0/13.9/13.3 倍,高于可比公司均值。2026 年电价下行及新投产机组折旧、财务费用增加压制当期盈利,推高对应年度 PE; 随着洛河四期投产贡献完整年度电量、芜湖天然气调峰电厂接续投运,新增装机有望支撑后续盈利修复。公司依托集团煤源、坑口电厂及矿区铁路形成经营协同,长协煤供应有助于稳定燃料成本; 2025 - 2027 年现金分红规划明确,在满足利润分配条件的前提下,年度现金分红比例不低于 75%、每股现金红利不低于 0.19 元。考虑新增项目的成长贡献及现金回报的稳定性,公司具备一定估值溢价的支撑,首次覆盖给予“买入”评级。

**表5: 公司 PE 高于可比公司均值（2026 年 10 月 19 日）**

| 公司代码      | 公司名称 | 收盘价   | EPS   |       |       |       | PE          |             |             |             |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|           |      |       | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
| 600508.SH | 上海能源 | 9.99  | 0.31  | 0.63  | 0.76  | 0.93  | 32.2        | 15.7        | 13.1        | 10.7        |
| 600348.SH | 华阳股份 | 8.87  | 0.43  | 0.63  | 0.72  | 0.79  | 20.6        | 14.0        | 12.4        | 11.2        |
| 601918.SH | 新集能源 | 10.60 | 0.83  | 0.97  | 1.06  | 1.11  | 12.8        | 11.0        | 10.0        | 9.6         |
| 600256.SH | 广汇能源 | 7.15  | 0.21  | 0.56  | 0.66  | 0.78  | 34.5        | 12.7        | 10.8        | 9.2         |
| 601666.SH | 平煤股份 | 8.33  | 0.09  | 0.60  | 0.72  | 0.79  | 89.1        | 13.9        | 11.6        | 10.6        |
| 600546.SH | 山煤国际 | 13.50 | 0.59  | 1.14  | 1.26  | 1.38  | 22.9        | 11.9        | 10.7        | 9.8         |
| 601001.SH | 晋控煤业 | 17.83 | 1.09  | 1.29  | 1.46  | 1.57  | 16.4        | 13.9        | 12.2        | 11.4        |
| 600395.SH | 盘江股份 | 4.91  | 0.15  | 0.25  | 0.29  | 0.37  | 32.1        | 19.9        | 17.2        | 13.3        |
| <b>均值</b> |      |       |       |       |       |       | <b>32.6</b> | <b>13.3</b> | <b>11.5</b> | <b>10.3</b> |
| 600575.SH | 淮河能源 | 3.22  | 0.24  | 0.18  | 0.23  | 0.24  | 13.6        | 18.0        | 13.9        | 13.3        |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除淮河能源 EPS 及 PE 为开源证券研究所预测值，其他公司 EPS 及 PE 均为 Wind 一致预测

## 6、风险提示

- (1) 煤炭价格下跌风险。炼焦原料煤等产品售价可能低于预期。
- (2) 电价下降风险。安徽及皖电东送市场交易电价可能继续下降。
- (3) 项目投产与电量不及预期风险。洛河四期等项目建设、调试或并网延后等。
- (4) 煤矿产量风险。丁集矿产量恢复可能不及预期。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 10716 | 8407  | 9538  | 10676 | 11754 |
| 现金               | 5004  | 2685  | 3664  | 4343  | 5480  |
| 应收票据及应收账款        | 2715  | 2816  | 2887  | 3166  | 3230  |
| 其他应收款            | 817   | 247   | 260   | 295   | 272   |
| 预付账款             | 121   | 173   | 134   | 202   | 141   |
| 存货               | 981   | 968   | 1074  | 1151  | 1111  |
| 其他流动资产           | 1079  | 1519  | 1519  | 1519  | 1519  |
| <b>非流动资产</b>     | 36087 | 42156 | 48237 | 51591 | 52841 |
| 长期投资             | 7726  | 8017  | 8017  | 8167  | 8287  |
| 固定资产             | 15643 | 21108 | 29799 | 34782 | 37213 |
| 无形资产             | 2432  | 2986  | 2935  | 2863  | 2791  |
| 其他非流动资产          | 10285 | 10044 | 7486  | 5778  | 4550  |
| <b>资产总计</b>      | 46803 | 50563 | 57776 | 62267 | 64594 |
| <b>流动负债</b>      | 9257  | 10742 | 12758 | 13713 | 14117 |
| 短期借款             | 2051  | 2822  | 4118  | 4118  | 4118  |
| 应付票据及应付账款        | 3816  | 3987  | 4534  | 4949  | 5022  |
| 其他流动负债           | 3390  | 3934  | 4106  | 4646  | 4977  |
| <b>非流动负债</b>     | 10512 | 14117 | 18941 | 21665 | 22641 |
| 长期借款             | 9125  | 13021 | 17845 | 20568 | 21545 |
| 其他非流动负债          | 1387  | 1096  | 1096  | 1096  | 1096  |
| <b>负债合计</b>      | 19769 |       | 31699 | 35378 | 36759 |
| 少数股东权益           | 5049  | 3728  | 4183  | 4698  | 5274  |
| 股本               | 3886  | 7167  | 7167  | 7167  | 7167  |
| 资本公积             | 12529 | 7509  | 7509  | 7509  | 7509  |
| 留存收益             | 5512  | 7209  | 7643  | 8186  | 8763  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 21986 | 21976 | 21893 | 22191 | 22562 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 46803 | 50563 | 57776 | 62267 | 64594 |

| 现金流量表(百万元)     | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4322   | 3757  | 4868  | 5253  | 5963  |
| 净利润            | 2614   | 2151  | 1735  | 2174  | 2309  |
| 折旧摊销           | 1852   | 1966  | 2204  | 2862  | 3335  |
| 财务费用           | 267    | 275   | 421   | 516   | 548   |
| 投资损失           | -647   | -634  | -200  | -400  | -420  |
| 营运资金变动         | 113    | 45    | 776   | 107   | 188   |
| 其他经营现金流        | 123    | -46   | -67   | -6    | 3     |
| <b>投资活动现金流</b> | -6161  | -7705 | -8014 | -5815 | -4165 |
| 资本支出           | 5878   | 7731  | 8285  | 6065  | 4465  |
| 长期投资           | -787   | -405  | 0     | -150  | -120  |
| 其他投资现金流        | 504    | 431   | 271   | 400   | 420   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1781   | 1544  | 4125  | 1241  | -661  |
| 短期借款           | 666    | 771   | 1296  | 0     | 0     |
| 长期借款           | 5392   | 3896  | 4824  | 2724  | 977   |
| 普通股增加          | 0      | 3281  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 7718   | -5020 | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -11994 | -1384 | -1995 | -1482 | -1638 |
| <b>现金净增加额</b>  | -58    | -2404 | 980   | 679   | 1137  |

| 利润表(百万元)        | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 39081 | 38825 | 40550 | 44426 | 45378 |
| 营业成本            | 34969 | 35112 | 36792 | 40095 | 40765 |
| 营业税金及附加         | 329   | 491   | 326   | 385   | 429   |
| 营业费用            | 26    | 23    | 50    | 49    | 41    |
| 管理费用            | 748   | 758   | 760   | 842   | 867   |
| 研发费用            | 188   | 249   | 365   | 378   | 386   |
| 财务费用            | 267   | 275   | 421   | 516   | 548   |
| 资产减值损失          | -136  | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 78    | 30    | 62    | 69    | 60    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 647   | 634   | 200   | 400   | 420   |
| 资产处置收益          | 49    | 6     | 71    | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 3155  | 2623  | 2165  | 2638  | 2819  |
| 营业外收入           | 34    | 40    | 25    | 30    | 32    |
| 营业外支出           | 70    | 41    | 51    | 53    | 54    |
| <b>利润总额</b>     | 3119  | 2622  | 2139  | 2615  | 2798  |
| 所得税             | 505   | 471   | 404   | 441   | 489   |
| <b>净利润</b>      | 2614  | 2151  | 1735  | 2174  | 2309  |
| 少数股东损益          | 821   | 454   | 455   | 515   | 576   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1793  | 1698  | 1279  | 1659  | 1733  |
| EBITDA          | 5234  | 5004  | 4755  | 5983  | 6672  |
| EPS(元)          | 0.25  | 0.24  | 0.18  | 0.23  | 0.24  |

| 主要财务比率         | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 43.0  | -0.7  | 4.4   | 9.6   | 2.1   |
| 营业利润(%)        | 198.9 | -16.9 | -17.5 | 21.9  | 6.9   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 113.6 | -5.3  | -24.6 | 29.7  | 4.4   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 10.5  | 9.6   | 9.3   | 9.7   | 10.2  |
| 净利率(%)         | 4.6   | 4.4   | 3.2   | 3.7   | 3.8   |
| ROE(%)         | 9.7   | 8.4   | 6.7   | 8.1   | 8.3   |
| ROIC(%)        | 8.0   | 6.3   | 4.5   | 5.3   | 5.4   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 42.2  | 49.2  | 54.9  | 56.8  | 56.9  |
| 净负债比率(%)       | 31.2  | 58.7  | 76.8  | 83.5  | 81.1  |
| 流动比率           | 1.2   | 0.8   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 速动比率           | 1.0   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.1   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率        | 17.2  | 14.0  | 14.2  | 14.7  | 14.2  |
| 应付账款周转率        | 10.7  | 9.5   | 9.2   | 9.1   | 8.8   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.25  | 0.24  | 0.18  | 0.23  | 0.24  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.60  | 0.52  | 0.68  | 0.73  | 0.83  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.07  | 3.07  | 3.05  | 3.10  | 3.15  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 12.9  | 13.6  | 18.0  | 13.9  | 13.3  |
| P/B            | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| EV/EBITDA      | 7.0   | 8.4   | 9.9   | 8.4   | 7.6   |

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应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。

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。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

### 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

### 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

### 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