

# 目录

<b>1.</b>	<b>华东焦煤国企，经营稳健高分红</b>	<b>4</b>
1.1.	华东焦煤国企，以煤为基的多元发展模式	4
1.2.	煤价下跌拖累业绩，净利率仍处较高水平	5
1.3.	资本结构不断改善，高水平分红彰显价值	7
<b>2.</b>	<b>集团资产存注入可能，受益焦煤涨价</b>	<b>9</b>
2.1.	核定产能 1095 万吨，集团资产存注入可能	9
2.2.	焦煤供需紧张，焦煤价格有望上行	11
2.3.	长协定价业绩稳定，积极推进降本增效	21
<b>3.</b>	<b>加大布局火电，积极布局新能源</b>	<b>22</b>
3.1.	电力资产持续注入，业绩增长可期	22
3.2.	布局石膏矿山，助力业绩增长	23
3.3.	携手合作伙伴，进军新能源发电领域	23
<b>4.</b>	<b>盈利预测与投资建议</b>	<b>24</b>
4.1.	盈利预测	24
4.2.	投资建议	25
<b>5.</b>	<b>风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	恒源煤电发展历程	4
图 2:	公司股权结构及主要子公司 (截至 2023 年末)	4
图 3:	公司 2018-2023 年营业收入及变化 (亿元, %)	5
图 4:	公司 2018-2023 年归母净利润变化 (亿元, %)	5
图 5:	2018-2023 年各业务营收及煤炭占比 (亿元, %)	5
图 6:	2018-2023 年各业务毛利及煤炭占比 (亿元, %)	5
图 7:	公司 2018-2023 年销售毛利率 (%)	6
图 8:	公司 2018-2023 年销售净利率 (%)	6
图 9:	2018-2023 年公司期间费用及费用率 (亿元, %)	6
图 10:	公司 2018-2023 年三费费用率 (%)	6
图 11:	2018-2023 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(亿元)	7
图 12:	公司 2018-2023 年经营现金流净额 (亿元)	7
图 13:	公司 2018-2023 年投资现金流净额 (亿元)	8
图 14:	公司 2018-2023 年筹资现金流净额 (亿元)	8
图 15:	公司 2018-2023 资产负债率 (%)	8
图 16:	公司 2018-2023 股利支付率 (%)	8
图 17:	2018-2023 年公司商品煤产销量情况 (万吨)	10
图 18:	2019-2023 年公司分煤种产量 (万吨)	10
图 19:	2016-2030 年煤炭投资额预测 (十亿美元)	11
图 20:	全球 2013-2022 年煤炭产量 (百万吨)	11
图 21:	2016-2022 煤矿安全事故数及死亡人数	11
图 22:	中国煤炭开采和洗选业固定资产投资增速 (%)	13
图 23:	2018-2025 年全球冶金煤产量预测 (百万吨)	14
图 24:	中国新增地方专项债发行额及变化 (亿元)	14
图 25:	2020-2024 年中国基础设施建设固定资产投资额累计同比 (%)	15
图 26:	制造业投资增速与地产投资增速对比	16
图 27:	以制造业为主要下游的板材需求占比逐步提升 (万吨, %)	16

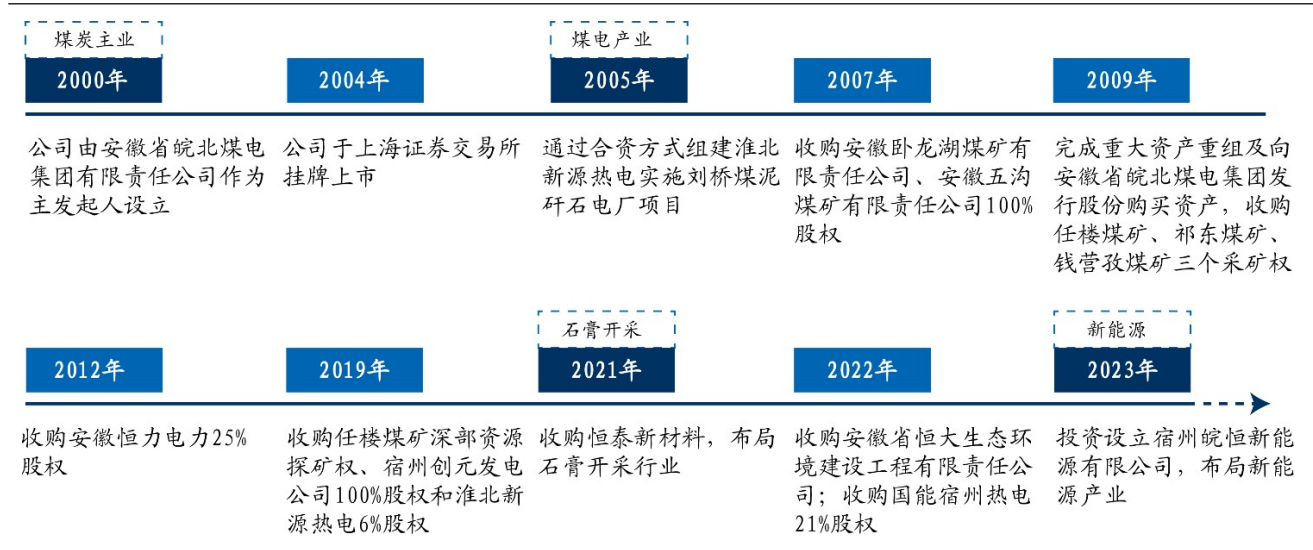
图 28: 2015-2024 年 2 月中国生铁产量及变化 (万吨)	17
图 29: 2020-2024 年中国日均铁水产量 (万吨)	18
图 30: 2020-2024 年中国六大港口炼焦煤库存情况 (万吨)	18
图 31: 2020-2024 年国内独立焦化厂 (230 家) 炼焦煤库存情况 (万吨)	19
图 32: 2020-2024 年国内样本钢厂 (247 家) 炼焦煤库存情况 (万吨)	19
图 33: 2020-2024 年京唐港主焦煤库提价 (元/吨)	19
图 34: 京唐港主焦煤年度均价 (元/吨)	20
图 35: 2018-2023 年公司吨煤售价及成本 (元/吨)	21
图 36: 2018-2023 年公司吨煤毛利 (元/吨)	21
图 37: 2023 年同业公司洗精煤吨煤售价及成本 (元/吨)	21
图 38: 2023 年同业公司洗精煤吨煤毛利对比 (元/吨)	21
图 39: 2018-2023 年公司电力业务权益净利润情况 (万元)	22
图 40: 2018-2023 年公司电力业务毛利及毛利率 (百万元, %)	22
图 41: 2021-2023 年恒泰新材料净利润及变化 (万元)	23
图 42: 恒源煤电 2023 年全年股价涨幅同行领先	25
图 43: 恒源煤电今年股价涨跌幅度同业对比	25
图 44: 恒源煤电 PE (市盈率) 同业对比 (倍)	25
图 45: 公司 2023 年归母净利润增速同业对比 (%)	26
图 46: 公司 2024Q1 归母净利润增速同业对比 (%)	26
图 47: 公司 2023 年分红率同业对比 (%)	26
图 48: 公司股息率同业对比 (%)	26
表 1: 公司煤矿产能情况 (截至 2023 年末)	9
表 2: 集团煤矿产能梳理 (不含股份公司, 截至 2023 年 12 月)	10
表 3: 2023 年及 2024Q1 各省原煤产量及同比情况	12
表 4: 2024Q1 主要焦煤公司煤炭产量及同比情况 (万吨)	12
表 5: 2020-2024Q1 炼焦煤供给情况	13
表 6: 2020-2024Q1 炼焦煤下游需求	17
表 7: 公司火电电力业务装机及利润情况 (截至 2023 年末)	22
表 8: 恒源煤电各业务营收及盈利预测	24
表 9: 恒源煤电可比公司相对估值表 (截至 2024 年 5 月 14 日)	27

# 1. 华东焦煤国企，经营稳健高分红

## 1.1. 华东焦煤国企，以煤为基的多元发展模式

公司以煤为基，多产业局部。公司于 2000 年由安徽省皖北煤电集团作为发起人设立，并于 2004 年于上海证券交易所挂牌上市。公司深耕煤炭业务，相继收购集团的卧龙湖煤矿公司、五沟煤矿公司、任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿及煤炭生产辅助单位等，实现煤炭业务规模持续扩张。积极拓展火力发电、新能源发电以及石膏开采等产业，实现业务多点布局，打造新的盈利增长点。

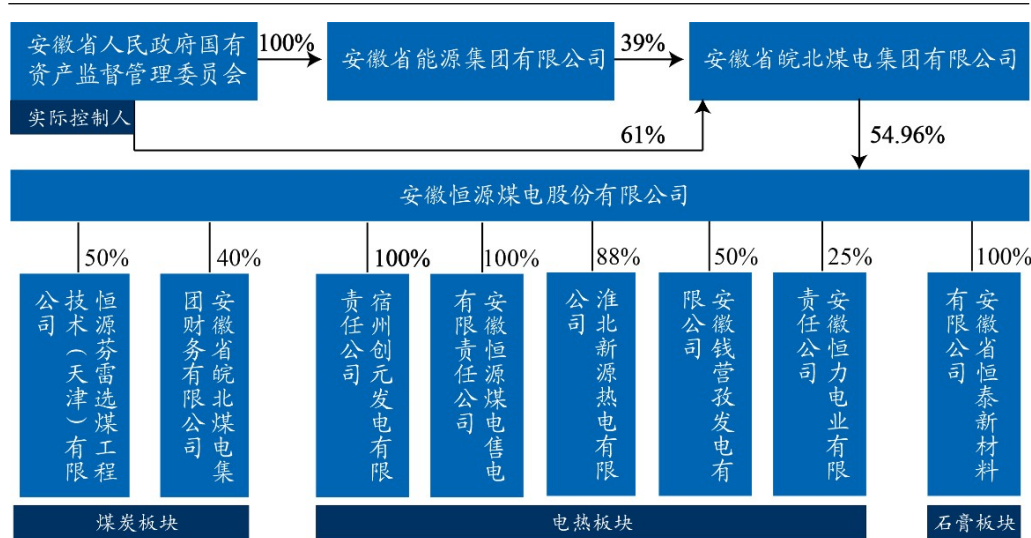
图 1：恒源煤电发展历程



数据来源：公司官网、公司公告、

安徽国资委是公司实际控制人。公司控股股东为安徽省皖北煤电集团有限公司，截至 23 年末持股比例为 54.96%，安徽省国资委为实际控制人。公司拥有煤炭、电热、石膏等板块多家优质子公司，形成了以煤炭为主，电力为辅的综合能源公司。

图 2：公司股权结构及主要子公司（截至 2023 年末）

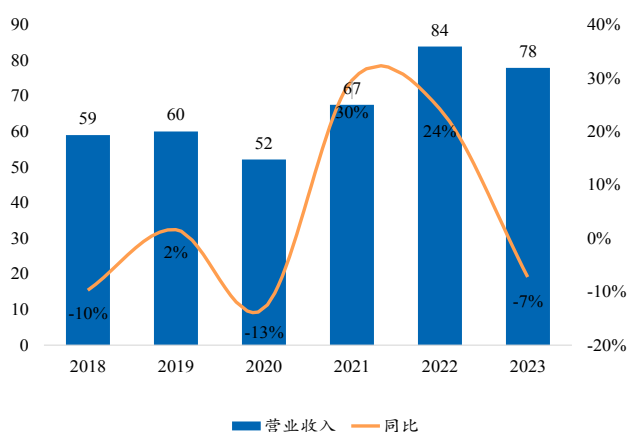


数据来源：公司公告、

## 1.2. 煤价下跌拖累业绩，净利率仍处较高水平

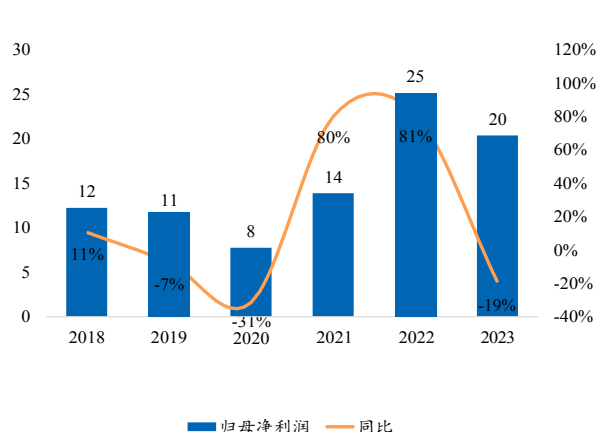
煤价下跌导致公司业绩下降。2021-2022 年煤炭价格上涨幅度较大，公司营业收入与归母净利润双双高增。2023 年由于受国内煤价下跌影响，公司 23 年业绩出现下滑，实现营业收入 77.86 亿元，同比下降 7.24%；归母净利润 20.36 亿元，同比下降 19.43%。2024Q1 公司实现营收 20.51 亿元，同比下降 8.34%；归母净利润 4.31 亿元，同比下降 29.09%。

图 3: 公司 2018-2023 年营业收入及变化(亿元, %)



数据来源：公司公告、

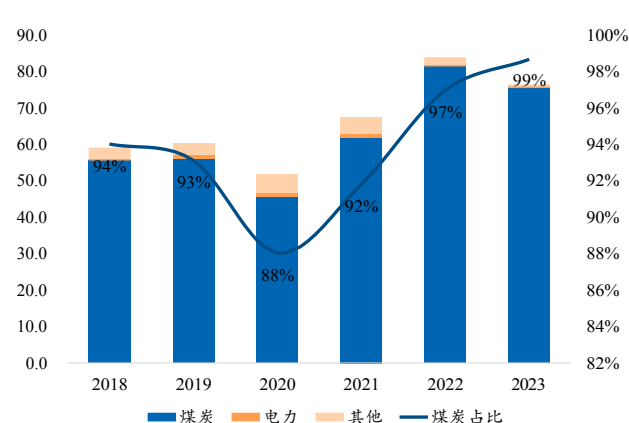
图 4: 公司 2018-2023 年归母净利润变化(亿元, %)



数据来源：公司公告、

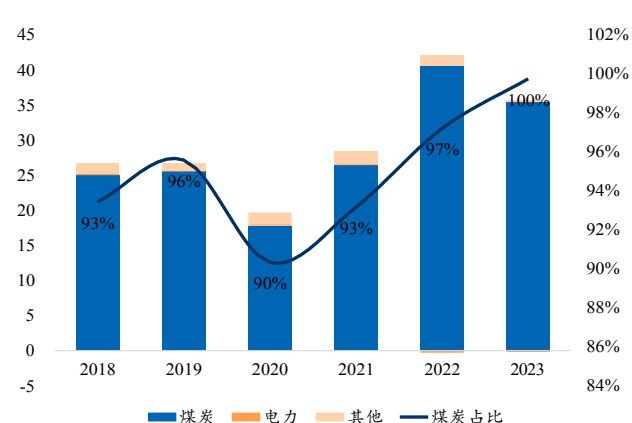
煤炭为公司核心业务，贡献主要毛利。公司主要从事煤炭业务，自 2018 年以来煤炭营收占比始终保持在九成以上，2023 年为 98.67%，较 2022 年上升 2pct；2023 年公司煤炭业务毛利为 35.3 亿元，同比下降 14.75%，主要原因是煤价下跌；2023 年公司电力业务毛利为-0.2 亿元，2022 年为-0.3 亿元。

图 5: 2018-2023 年各业务营收及煤炭占比(亿元, %)



数据来源：公司公告、

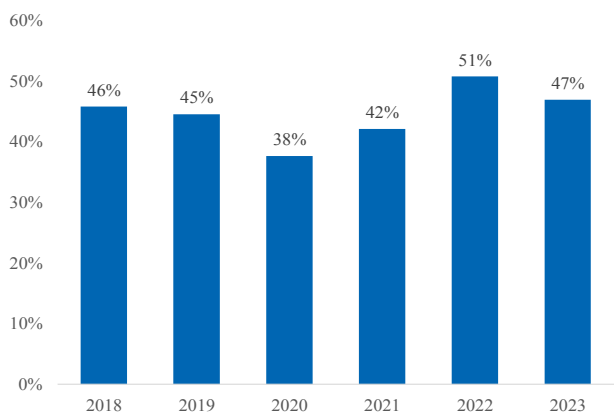
图 6: 2018-2023 年各业务毛利及煤炭占比(亿元, %)



数据来源：公司公告、

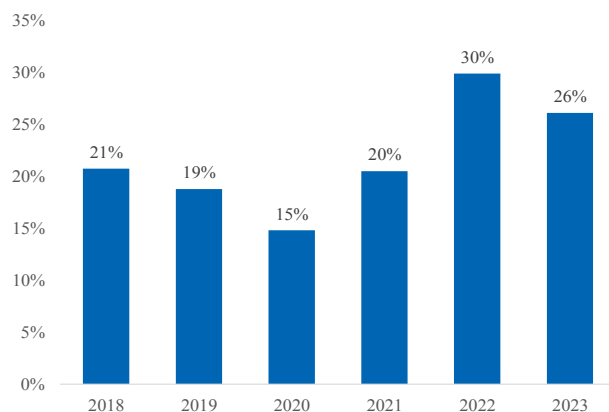
2023 年公司销售毛利率有所下滑，但仍处于历史较高水平。受到国内煤炭价格下跌影响，公司 2023 年销售毛利率为 47%，较 2022 年下降 4pct；公司 2023 年销售净利率 26%，较 2022 年下降 4pct。

图 7：公司 2018-2023 年销售毛利率 (%)



数据来源：公司公告、

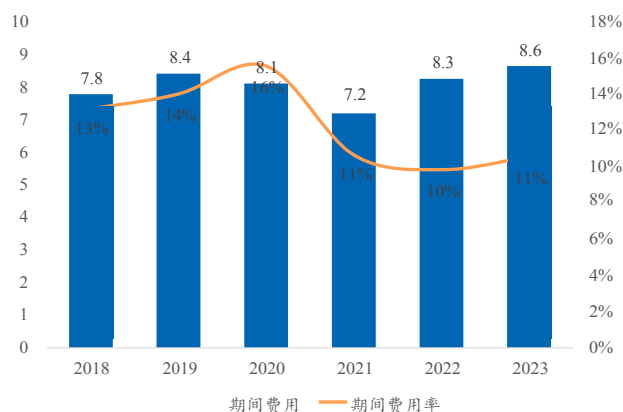
图 8：公司 2018-2023 年销售净利率 (%)



数据来源：公司公告、

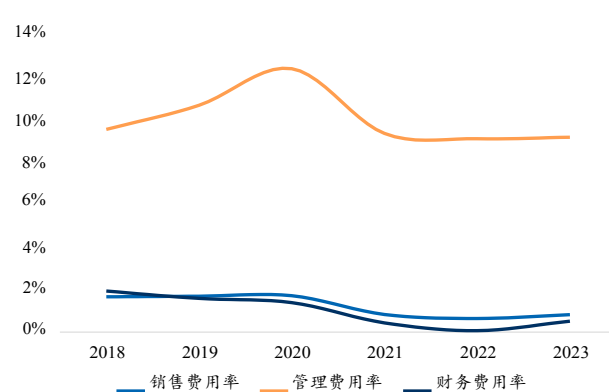
期间费用率基本维持平稳。2023 年公司期间费用率为 10.54%，较 2022 年小幅上升 0.7pct，期间费用率平稳主要得益于公司采取降本增效的措施。截至 23 年末，公司管理费用率为 9.41%，较 22 年上升 0.26pct，主要系本期职工薪酬及无形资产摊销影响；公司销售费用率为 0.81%，较 22 年上升 0.18pct，主要系本期工资及社保费用增加影响；财务费用率为 0.43%，较 22 年上升 0.37pct，主要系公司因弃置费用形成的预计负债，按照实际利率确认的财务费用同比增加。

图 9：2018-2023 年公司期间费用及费用率(亿元, %)



数据来源：公司公告、

图 10：公司 2018-2023 年三费费用率 (%)



数据来源：公司公告、

### 1.3. 资本结构不断改善，高水平分红彰显价值

公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产的资金近三年呈上升趋势。公司 2023 年共支付 12.1 亿元用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产，同比增长 32.04%，资金主要用于恒源煤矿改建工程等项目。

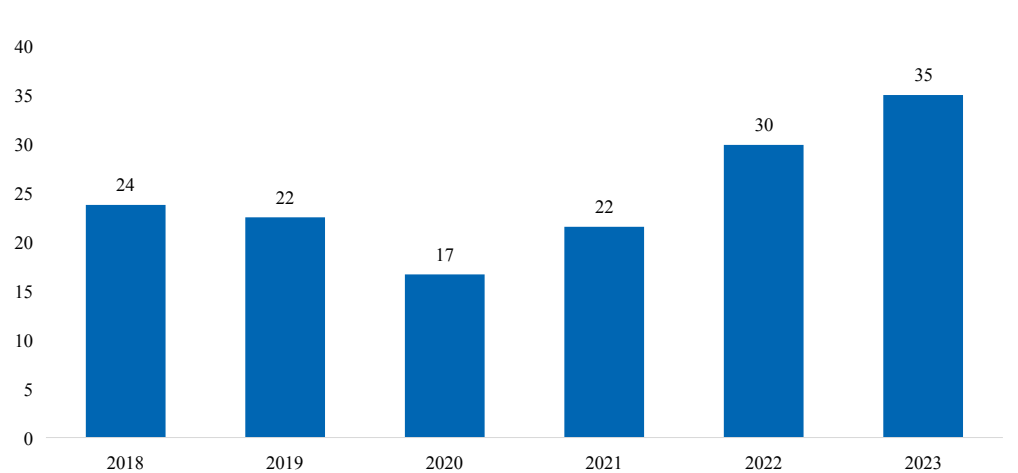
图 11：2018-2023 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(亿元)



数据来源：公司公告、

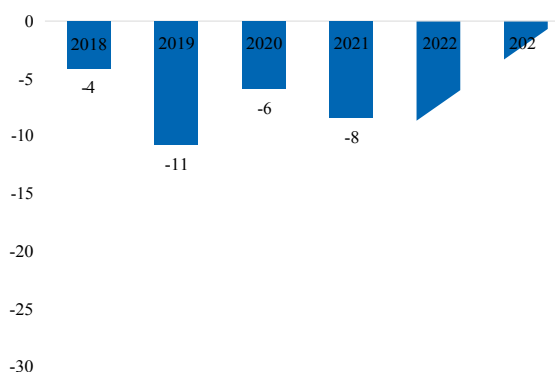
**现金流量充裕，投资支出增加。**受益于近三年年公司业绩上涨，2023 年公司经营现金流净额为 35.7 亿元，同比增长 19.77%。投资现金流支出近四年逐年递增，2023 为 29.1 亿，同比增长了 165.94%，主要用于公司支付股权款、理财款。2023 年筹资现金流净额为 13.3 亿元，同比增长 80.12%，主要由于支付现金股利增加。

图 12：公司 2018-2023 年经营现金流净额（亿元）



数据来源：公司公告、

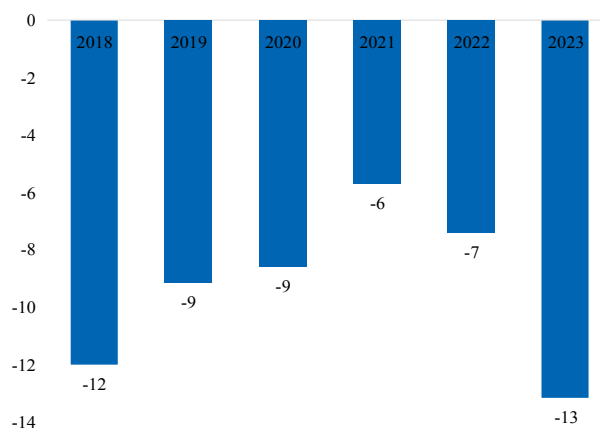
图 13：公司 2018-2023 年投资现金流净额（亿元）



数据来源：公司公告、

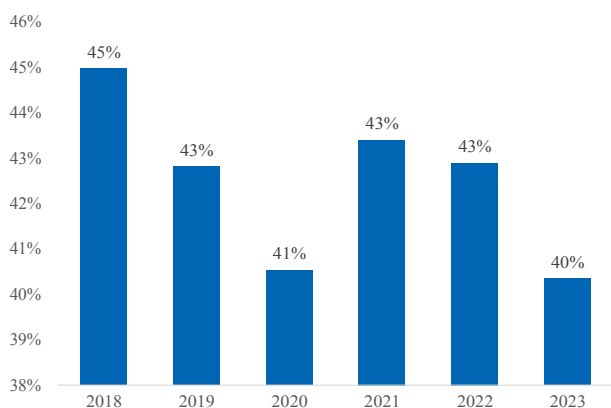
资本结构不断改善，近四年维持高水平分红。截至 23 年末，公司资产负债率为 40.34%，较 22 年底下降 2.55pct。20 至 23 年，公司分红率均保持在 40% 以上，23 年公司拟分红率为 50%，较 22 年上升 2pct，预计未来分红有望持续走高。

图 14：公司 2018-2023 年筹资现金流净额（亿元）



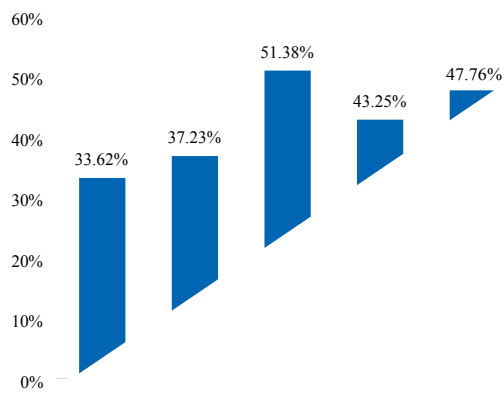
数据来源：公司公告、

图 15：公司 2018-2023 资产负债率（%）



数据来源：公司公告、

图 16：公司 2018-2023 股利支付率（%）



数据来源：公司公告、

## 2. 集团资产存注入可能，受益焦煤涨价

### 2.1. 核定产能 1095 万吨，集团资产存注入可能

公司年核定生产能力 1095 万吨。公司地跨安徽省宿州、淮北两市，主要从事煤炭开采、洗选加工、销售业务。下辖恒源煤矿、五沟煤矿、任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿等 5 对矿井及配套选煤厂，公司所属矿井有气、肥、1/3 焦、主焦、贫瘦煤等多煤种，动力煤、喷吹精煤、炼焦配煤等产品种类齐全。年核定生产能力 1095 万吨。公司矿井配套的选煤厂都是矿井型选煤厂，入洗本矿原煤，无需配煤，能保持煤种稳定。

表 1：公司煤矿产能情况（截至 2023 年末）

序号	煤矿名称	资源量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	核定产能 (万吨)	权益比例	权益产能 (万吨)	煤种	现状
1	恒源煤矿	1.74	1.03	200	100%	200	贫煤、无烟煤	在产
2	五沟煤矿	1.02	0.54	90	100%	90	焦煤、肥煤、1/3 焦煤	在产
3	任楼煤矿	1.57	0.82	240	100%	240	气煤、肥煤	在产
4	祁东煤矿	2.63	1.32	180	100%	180	肥煤、1/3 焦煤、气煤、无烟煤	在产
5	钱营孜煤矿	4.08	1.81	350	100%	350	气煤、1/3 焦煤	在产
合计		11.05	5.57	1095		1095		

数据来源：公司公告、

**恒源煤矿改建工程稳定推进。**从 2012 年开始，公司持续投入资金进行恒源煤矿改建工程，并于 2021 年顺利通过环评，预计于 2024 年 6 月完工。在经过改建后，预计在年产能不变的基础上，年度可采储量从 2022 年末的 0.35 亿吨提升至 1.03 亿吨，开采年限延长至 41 年，将有效保障煤炭供应。

**公司有望获得资产注入，政策支持资产证券化。**2023 年，安徽省国资委明确支持省属企业通过已上市企业资产注入等方式，提升省属企业的资产证券化。2022 年 5 月，国务院国资委指出国有集团公司要“加大优质资产注入上市公司力度”。2014 年集团公司授予公司对任楼深部探矿权、祁东深部探矿权、卧龙湖西部探矿权以及皖北煤电集团所持临汾天煜恒昇、临汾天煜恒晋、山西岚县昌恒煤焦、内蒙古智能煤炭（麻地梁矿）、陕西金源招贤矿业、北京保和投资（嵯北煤矿）、亳州众和煤业的公司股权拥有不可撤销收购权。2019 年，公司完成对任楼深部探矿权的收购。2023 年 6 月，麻地梁煤矿产能由 800 万吨/年核增至 1000 万吨/年，成为集团公司首个千万吨级矿井。控股股东对资产注入有相关承诺，并授予了上市公司不可撤销的收购权，但上市公司具体收购时需要充分考虑规范运营以及资本市场等方面的相关要求和条件。



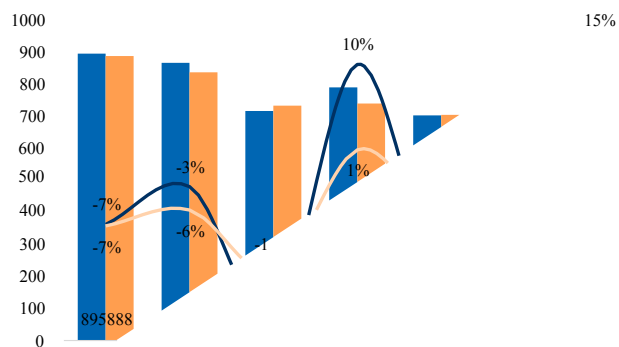
表 2：集团煤矿产能梳理（不含股份公司，截至 2023 年 12 月）

主要矿区	地区	煤种	核定产能 (万吨)	资源储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	煤矿现状
朱集煤矿	淮南	气煤、1/3 焦煤	320	8.43	3.96	在产
恒昇矿	临汾	肥煤、1/3 焦煤	150	0.35	0.16	在产
恒晋矿	临汾	肥煤、1/3 焦煤	120	0.40	0.17	在产
昌恒矿	吕梁	1/3 焦煤	150	0.22	0.16	在产
麻地梁矿	鄂尔多斯	长焰煤	1000	6.70	4.05	在产
招贤矿	宝鸡	长焰煤	240	3.50	1.59	在产
总计	-	-	1980	19.59	10.08	

数据来源：公司公告、

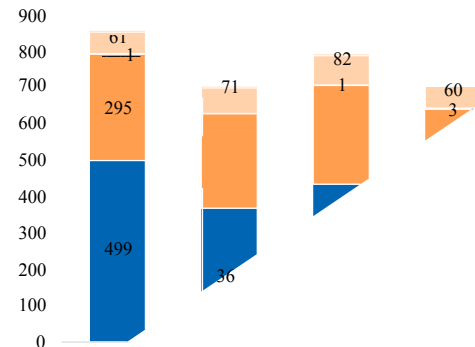
商品煤产销量恢复增长，以混煤、洗精煤销售为主。2018-2022 年，公司商品煤产销量总体呈下降趋势，23 年商品煤产量为 745.5 万吨，同比增长 6.1%；商品煤销量为 761.9 万吨，同比增长 8.2%。公司商品煤生产以混煤、洗精煤为主，煤泥、块煤为辅。其中，2023 年生产混煤 377 万吨，占比 50.6%；生产洗精煤 283 万吨，占比 38.0%；生产煤泥 81 万吨，占比 10.9%；生产块煤 4 万吨，占比 0.5%。

图 17：2018-2023 年公司商品煤产销量情况（万吨）



数据来源：公司公告、

图 18：2019-2023 年公司分煤种产量（万吨）

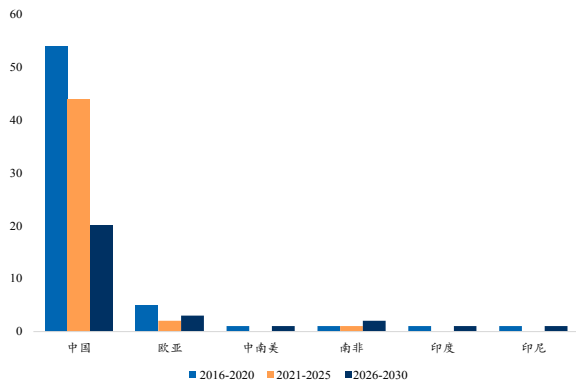


数据来源：公司公告、

## 2.2. 焦煤供需紧张，焦煤价格有望上行

全球煤炭投资额整体呈下降趋势，供给存在较大限制。根据 IEA 报告，2020 年全球煤炭产量因疫情、需求下降和劳动力不足等因素影响，下降 4.8%；2021 年全球煤炭产量反弹增长 3.9%；2022 年全球煤炭产量增长 5.4%，前三大煤炭生产国增量合计达近 6 亿吨，占全球煤炭生产总增量的 90%以上。然而，在能源转型的背景下，海外多数地区，尤其传统发达国家投资额呈下降趋势，供给释放存在较大限制。

图 19：2016-2030 年煤炭投资额预测（十亿美元）



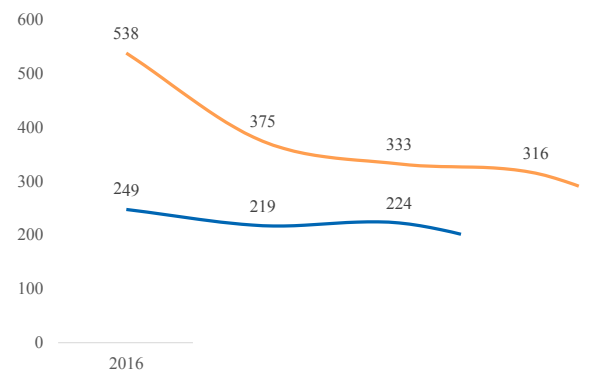
数据来源：IEA、

图 20：全球 2013-2022 年煤炭产量（百万吨）

数据来源：IEA、

安全监管愈加趋严，煤矿产量受限。根据国家矿山安全监察局统计，2022 年国内发生煤矿安全事故 168 起，较 21 年增加 77 起；死亡人数 245 人，较 21 年增加 67 人，安全态势趋严。2023 年 9 月，《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》出台，是新中国成立以来第一个经党中央、国务院同意印发的矿山安全生产领域的纲领性文件。针对在原煤生产过程中频频暴露出来的安全问题，意见的提出将有效抑制安全事故发生，同时也对煤矿生产造成一定的限制作用。2024 年以来安全监管依然是限制焦煤生产的重要因素。

图 21：2016-2022 煤矿安全事故数及死亡人数



数据来源：国家矿山安全监察局、

**24年1-3月主要焦煤生产省原煤产量出现下降。**山西是焦煤生产第一大省，占全国焦煤产量的一半左右。2024年Q1山西原煤产量2.72亿吨，同比下降18.9%。今年山西省政府计划全省原煤产量13亿吨左右，大概同比下降4.2%，而去年山西原煤产量同比增长3.3%。其他焦煤主要生产省份中，2024Q1河南原煤产量0.24亿吨，同比下降4.0%；河北产量0.11亿吨，同比下降3.3%；安徽产量0.27亿吨，同比下降2.6%；黑龙江产量0.11亿吨，同比下降33.8%。以上焦煤主要生产省份原煤产量均出现同比下降。2024Q1贵州原煤产量0.32亿吨，同比增长2.4%，但较去年全年12.3%的增速大幅放缓。山东一季度原煤产量0.21亿吨，同比增长2.8%，是少数受安全检查影响较小的省份。

**表 3：2023 年及 2024Q1 各省原煤产量及同比情况**

	2023 年原煤产量 (亿吨)	同比	2024Q1 原煤产量 (亿吨)	同比
山西	13.57	3.3%	2.72	-18.9%
山东	0.87	-0.7%	0.21	2.8%
河南	1.02	4.3%	0.24	-4.0%
河北	0.46	-2.0%	0.11	-3.3%
安徽	1.12	0.3%	0.27	-2.6%
贵州	1.31	12.3%	0.32	2.4%
黑龙江	0.68	-5.1%	0.11	-33.8%

数据来源：wind、

**2024Q1 焦煤上市公司商品煤销量均出现下降。**受安全事故、安监趋严影响，2024Q1焦煤上市公司商品煤销量均出现不同程度下降。其中恒源煤电商品煤销量192万吨，同比减少3%；平煤股份商品煤销量691万吨，同比减少13%；淮北矿业商品煤销量403万吨，同比减少21%；盘江股份商品煤销量190万吨，同比减少46%；潞安环能商品煤销量1181万吨，同比减少7%。恒源煤电销量下降幅度最小。

**表 4：2024Q1 主要焦煤公司煤炭产量及同比情况 (万吨)**

指标	原煤产量		商品煤产量		商品煤销量	
	2024Q1	同比	2024Q1	同比	2024Q1	同比
恒源煤电	254	15%	195	12%	192	-3%
平煤股份	663	-15%			691	-13%
淮北矿业			524	-8%	403	-21%
盘江股份			204	-36%	190	-46%
潞安环能	1324	-10%			1181	-7%

数据来源：公司公告、

**2024Q1 炼焦煤总供给同比下降 9.4%。**2024Q1国内焦煤产量1.08亿吨，同比下降13.7%，炼焦煤进口2689万吨，同比增加20.7%，炼焦煤总供给1.35亿吨，同比减少9.4%。今年一季度国内焦煤产量明显下降，虽然进口焦煤有所增长，但不足以弥补国内减量，焦煤总供给仍出现明显下降。

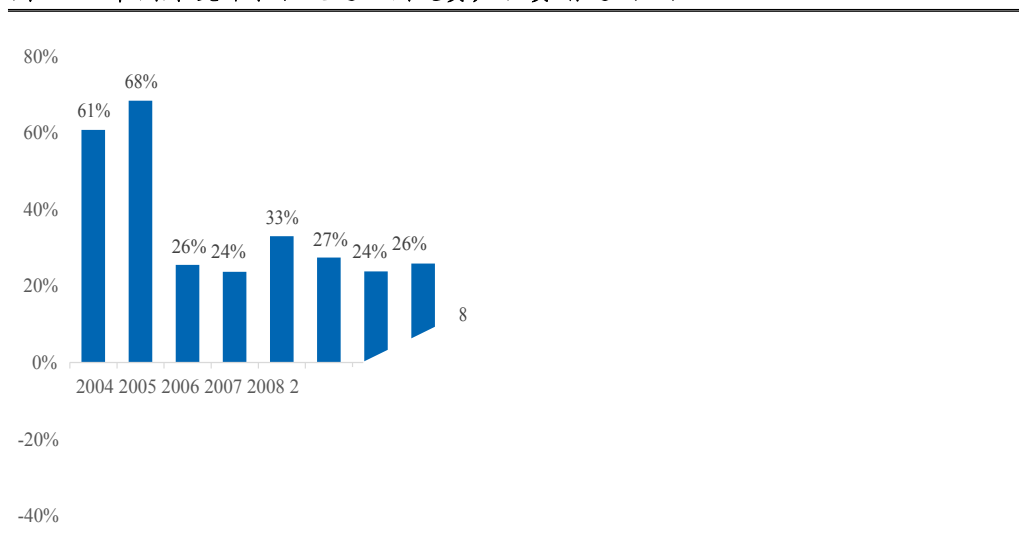
**表 5：2020-2024Q1 炼焦煤供给情况**

	炼焦煤产量 (万吨)	同比 (%)	炼焦煤进口 量 (万吨)	同比 (%)	炼焦煤总供 给 (万吨)	同比 (%)
2020	48,619	2.9	7,262	-2.7	55,772	2.3
2021	48,944	0.7	5,470	-24.7	54,462	-2.3
2022	49,176	0.5	6,384	16.7	55,734	2.3
2023	49,034	-0.3	10,193	59.7	59,367	6.5
2024Q1	10,831	-13.7	2,689	20.7	13,520	-9.4

数据来源：wind、

**2020-2021 年煤矿新建产能少，导致未来 2 年国内供给增量受限。**煤炭行业固定资产投资增速 2012 年开始下行，2018 年转正，19 年回升至 29.6%。2020 年由于疫情导致资本开支不积极，增速回落至-0.7%。2021 年由于政策强调碳中和，煤矿资本开支谨慎，1-10 月累计增速仅为 3.8%，随后两个月由于煤价大涨，增加资本投入，2021 年全年增速回升至 11.1%，依然处于较低水平。2022 年煤价上涨增速回升至 24.4%，2023 年煤价回落增速降至 9.4%。2020-2021 年煤矿新建产能较少，考虑到煤矿 4 年建设周期，预计 2024-2025 年供给端增量有限。

**图 22：中国煤炭开采和洗选业固定资产投资增速 (%)**



数据来源：wind、

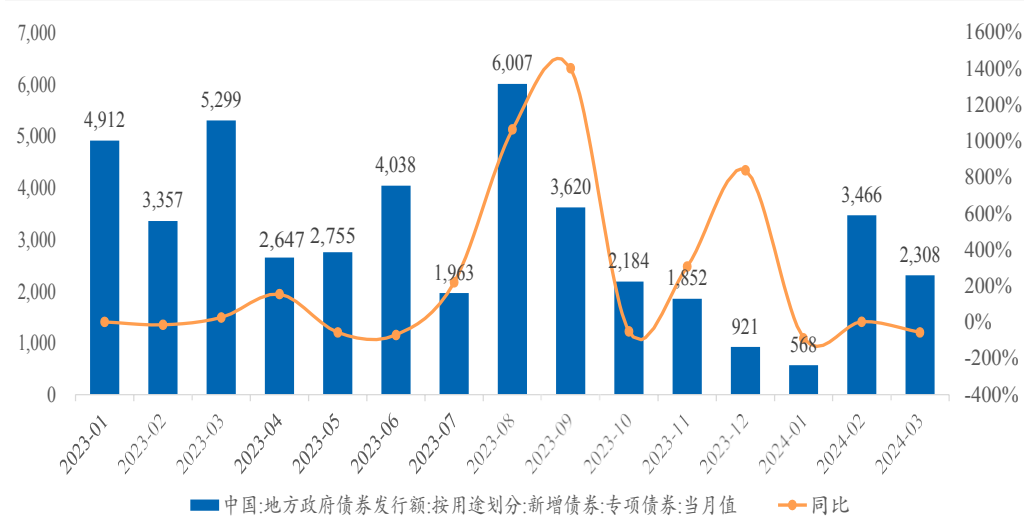
**全球焦煤供给 2025 年相较 2022 年或下降 1800 万吨，降幅 1.6%。**根据 IEA 数据，2022 年全球冶金煤（炼焦煤+喷吹煤）产量为 10.96 亿吨，同比下降 1.35%；IEA 预测 2025 年全球冶金煤产量为 10.78 亿吨，较 2022 年减少 1800 万吨，降幅 1.6%，全球冶金煤供给未来两年将处于紧张态势。

图 23：2018-2025 年全球冶金煤产量预测（百万吨）

数据来源：IEA、

地方专项债发行提速有望助推焦煤需求回升。1-3 月全国新增地方政府专项债发行额分别为 568、3466、2308 亿元，分别同比-88%、+3%、-56%，。2024Q1 累计新增地方政府专项债发行额 6341 亿元，同比下降-53%。2024 年地方政府新增专项债额度为 3.9 万亿，高于去年额度 3.8 万亿。预计后续地方专项债发行将提速，对焦煤需求形成拉动。

图 24：中国新增地方专项债发行额及变化（亿元）



数据来源：wind、

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/788101111041006073>