

2025 年 05 月 13 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

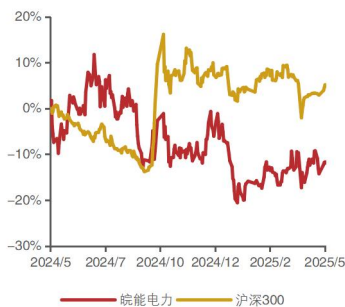
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 09 日

收盘价 (元)	7.53
一年内最高/最低 (元)	9.68/6.65
总市值 (百万元)	17,069.48
流通市值 (百万元)	17,069.48
总股本 (百万股)	2,266.86
资产负债率 (%)	64.43
每股净资产 (元/股)	7.12

资料来源：聚源数据

皖能电力 (000543.SZ)

——用电量与库存煤拖累业绩 看好 Q2 电量修复与煤价弹性

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年一季报**，一季度实现营收 64.2 亿元，同比下降 8.1%；归母净利润 4.44 亿元，同比下降 1.98%；扣非后归母净利润 4.37 亿元，同比下降 2.91%。公司一季度业绩符合市场预期。
- **一季度营收下滑系利用小时下滑与电价下滑共同影响，新投机组与煤价下降抵消部分影响。**根据国电安徽公司，2025 年安徽省年度交易电价约 413 元/兆瓦时，同比下降约 23.3 元/兆瓦时。根据 wind，安徽省 2025 年一季度累计用电量同比+1.1%，而在 2024 年安徽省内装机高增速下（14.7%），在低用电增速与高装机增长下，2025 年一季度安徽省内火电利用小时仅为 1145.5 小时，同比下降 11.5%。公司于 2024 年底实现新疆英格玛电厂 2*66 万千瓦煤电双投，并受益于今年一季度秦皇岛港口 5500 大卡动力煤价格持续下行（一季度现货煤均价 721 元/吨，同比下降 181 元/吨），抵消部分火电利用小时与电价下滑对营收的影响。
- **安徽省内月度用电量或改善，二季度煤价弹性释放更充分。**根据 wind，安徽省 2025 年 1-2 月、1-3 月累计用电量增速分别为-1.46%、+1.10%，意味着 3 月省内用电量增速转正。我们认为 1-2 月省内用电量增速下滑或与暖冬气候有关，冬季结束后，省内用电量或回到正轨，公司火电利用小时数或有明显改善。更值得注意的是，**根据公司 2024 年年报，其 2024 年末燃料存货为 9.2 亿元，较 2024 年初增长 49%**，预计为公司在 2024 年末购买较多库存煤有关。而年初至今秦皇岛港口现货煤价持续下跌，目前已经跌到 630 元/吨，较 2025 年 3 月 31 日下跌 35 元。考虑到公司煤炭库存周期，预计今年一季度业绩受到部分库存高价煤拖累，而采购的 3 月低煤价或在二季度报表体现。
- **省内电力供需格局仍然紧张，新投机组贡献增量收益。**公司为安徽省内最大的火电运营商，2024 年底占省内控股火电机组 23.7%。截至 2024 年底，公司在运装机 1366 万千瓦，其中安徽火电 1043 万千瓦，新疆火电 264 万千瓦。在建装机 210 万千瓦，**其中钱营孜 1*100 万千瓦煤电已于今年 3 月 30 日投产，预计在二季度贡献利润**；在建安徽 30 万千瓦风电以及新疆 80 万千瓦光伏。预计公司参股的板集二期、神皖池州二期、国安二期、中煤六安电厂、安庆三期，合计 250 万权益装机将于 2025-2027 年陆续投产，持续贡献增量。国网安徽电力预计 2025 年全省电力缺口超过 2000 万千瓦，而安徽省已于 2024 年 12 月 31 日开启电力现货长周期结算试运行，预计火电机组在紧张的用电格局与现货市场下或将受益。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 22.05、24.19、25.93 亿元，对应 PE 分别为 8、7、7 倍，35%分红假设下，2025 年业绩对应股息率 4.5%，公司当前估值已处于历史较低水平，持续新投机组有望贡献增量利润，维持“买入”评级。
- **风险提示：电量需求不及预期、煤价涨幅超预期、电价不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,867	30,094	30,516	31,706	31,858
同比增长率 (%)	8.26%	7.99%	1.40%	3.90%	0.48%
归母净利润（百万元）	1,430	2,064	2,205	2,419	2,593
同比增长率 (%)	186.37%	44.36%	6.85%	9.68%	7.22%
每股收益 (元/股)	0.63	0.91	0.97	1.07	1.14
ROE (%)	10.32%	13.04%	12.78%	12.85%	12.64%
市盈率 (P/E)	11.94	8.27	7.74	7.06	6.58

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,477	3,323	4,591	5,835
应收票据及账款	4,202	4,085	4,245	4,265
预付账款	553	644	669	673
其他应收款	157	217	226	227
存货	999	820	846	843
其他流动资产	1,065	921	957	961
流动资产总计	9,454	10,011	11,534	12,803
长期股权投资	14,029	15,029	16,129	17,429
固定资产	30,228	31,340	34,088	36,605
在建工程	3,801	4,404	3,092	1,825
无形资产	3,596	3,416	3,235	3,055
长期待摊费用	13	10	8	5
其他非流动资产	5,482	5,482	5,482	5,481
非流动资产合计	57,148	59,680	62,034	64,401
资产总计	66,602	69,691	73,567	77,204
短期借款	2,892	2,092	1,692	1,292
应付票据及账款	2,911	4,553	4,699	4,681
其他流动负债	9,329	7,957	8,213	8,185
流动负债合计	15,132	14,601	14,603	14,158
长期借款	26,997	27,997	28,997	29,997
其他非流动负债	1,166	1,166	1,166	1,166
非流动负债合计	28,163	29,163	30,163	31,163
负债合计	43,296	43,764	44,767	45,321
股本	2,267	2,267	2,267	2,267
资本公积	3,782	3,782	3,782	3,782
留存收益	9,774	11,207	12,779	14,464
归属母公司权益	15,822	17,256	18,828	20,513
少数股东权益	7,484	8,671	9,973	11,369
股东权益合计	23,306	25,927	28,801	31,883
负债和股东权益合计	66,602	69,691	73,567	77,204

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,994	2,527	2,796	2,932
折旧与摊销	2,081	2,208	2,396	2,583
财务费用	844	877	829	812
投资损失	-1,348	-1,136	-1,236	-1,436
营运资金变动	-1,060	557	147	-71
其他经营现金流	246	1,056	1,156	1,356
经营性现金净流量	3,757	6,089	6,089	6,176
投资性现金净流量	-5,539	-3,794	-3,745	-3,813
筹资性现金净流量	2,268	-1,449	-1,076	-1,120
现金流量净额	486	846	1,268	1,244

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,094	30,516	31,706	31,858
营业成本	26,467	25,894	26,724	26,626
税金及附加	174	177	184	185
销售费用	20	20	21	21
管理费用	186	189	196	197
研发费用	182	185	192	193
财务费用	844	877	829	812
资产减值损失	-120	-92	-63	-64
信用减值损失	-1	-1	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,348	1,136	1,236	1,436
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-6	0	0	0
其他收益	79	0	0	0
营业利润	3,519	4,217	4,731	5,194
营业外收入	61	70	90	120
营业外支出	134	150	170	200
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,446	4,137	4,651	5,114
所得税	452	745	930	1,125
净利润	2,994	3,392	3,721	3,989
少数股东损益	930	1,187	1,302	1,396
归属母公司股东净利润	2,064	2,205	2,419	2,593
EPS(元)	0.91	0.97	1.07	1.14

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.99%	1.40%	3.90%	0.48%
营业利润增长率	85.89%	19.82%	12.19%	9.80%
归母净利润增长率	44.36%	6.85%	9.68%	7.22%
经营现金流增长率	121.57%	62.05%	0.01%	1.43%
盈利能力				
毛利率	12.05%	15.15%	15.71%	16.42%
净利率	9.95%	11.12%	11.74%	12.52%
ROE	13.04%	12.78%	12.85%	12.64%
ROA	3.10%	3.16%	3.29%	3.36%
ROIC	8.88%	8.59%	8.70%	8.76%
估值倍数				
P/E	8.27	7.74	7.06	6.58
P/S	0.57	0.56	0.54	0.54
P/B	1.08	0.99	0.91	0.83
股息率	0.00%	4.52%	4.96%	5.32%
EV/EBITDA	8	7	7	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。