

皖能电力 (000543)

压舱石火电保用电安全，灵活性改造助双碳目标，优质资源整合布局新能源

◆ 用电需求持续增长，火电托底电力供应，煤价企稳盈利能力有望提升

2022年，全国全社会用电量8.64万亿千瓦时，同比增长3.6%；据中电联预测，2023年全国全社会用电量将达9.15万亿千瓦时，同比增长约6%。中电联发布的《2023年度全国电力供需形势分析预测报告》和《未来三年电力供需形势分析》中提出电力供应紧张，应在保证安全的前提下应加快推进煤电建设，保障未来三年1.4亿千瓦煤电按期投产。

2022年，我国火力发电量达到5.85万亿千瓦时，火电电源工程投资额达到909亿元，同比增长35.27%。目前我国火电(绝大多数为煤电)装机占比约五成、发电量占比约70%，发挥电力压舱石的保障作用，支撑高峰负荷需求，发电量占比与第二产业用电量相当。

皖能电力是安徽省第二大发电集团，目前煤电控股总装机容量为9.53GW，2022年发电量达到411.88亿千瓦时，同比增长12.6%。公司所属的发电机组多数为高参数、大容量、低能耗、高效率、环保指标先进的火电机组，在运机组中60万千瓦及以上高效低能耗装机容量占比为74%。

动力煤价格逐渐企稳，目前公司入炉标煤单价逐月下降。8月动力煤价格为715元/吨，较2021年价格高位下降16%左右。公司长协煤占比逐步提升，一季度占比达到60%，致力于持续降低煤价波动风险，稳定盈利能力。公司发布业绩预告，2023H1归母净利润为5.0~7.0亿元，同比+49.26~+108.96%，主要原因为报告期内煤价下降、发电量增长。

◆ 积极响应“三改联动”，布局新疆外送电源项目

在“双碳”的背景下，我国进一步提出推动煤电“三改联动”，如果实施得当，将极大地助力新型电力系统的构建，推动能源清洁低碳转型。根据《全国煤电机组改造升级实施方案》，“十四五”期间煤电节能降碳改造规模不低于3.5亿千瓦、供热改造规模力争达到5000万千瓦、灵活性改造完成2亿千瓦。新能源发电具有不稳定性，对电力系统的运行模式产生冲击，煤电的能源保障能力显现，按需求提供更多的灵活调节及调峰调频功能。截至2022年底安徽省省调火电装机容量为3976万千瓦，公司控股在运省调机组装机容量占比为22.3%。

公司的发电机组在节能调度政策实施时属于优先调度的序列，因此在发电上网时具有较强的竞争优势。公司积极推进存量机组“三改联动”，大部分机组按照30%深度改造，部分机组可以达到20%深度，计划“十四五”期间完成公司全部60万千瓦及以上机组灵活性改造。2023年一季度，公司控股发电企业获得调峰净收入约2000万元，随着新能源发电占比提高，调峰调频需求提升，公司发电机组灵活性改造持续推进，未来有望获益。

安徽占据特高压输电通道优势，公司投资新疆外送电源项目，已得到两省(区)的明确支持，今年预计将有总计1.32GW的煤电项目投产，0.9GW燃气调峰机组项目在建。

◆ 优质资源整合完成，布局发展新能源业务，进一步丰富业务板块

控股股东皖能集团将公司定位为整合电力资产的主要平台和发展电力业务的核心企业，并承诺在符合条件的前提下，通过合理方式将其持有的火电、水电、环保发电等发电业务类资产逐步注入公司。2023年4月，公司完成收购皖能环保发电有限公司51%的股权，目前已将其纳入公司合并报表范围。皖能环保2022年度营收14.66亿元，净利润为1.45亿元，业务情况较为稳定，有助公司保障盈利能力。公司不断丰富业务结构，布局新能源项目，装机目标是在十四五末达到4GW，公司已建设0.15GW光伏项目，今年目标开工超过1GW光伏项目。

投资评级

买入

首次

2023年08月14日

收盘价(元):

6.67

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)

2,266.86

总市值(百万)

15,119.98

流通股本(百万股)

2,266.86

流通市值(百万)

15,119.98

12月最高/最低价(元)

7.79/4.26

资产负债率(%)

63.65

每股净资产(元)

5.66

市盈率(TTM)

36.58

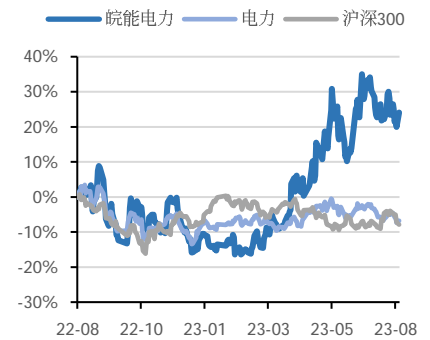
市净率(PB)

1.18

净资产收益率(%)

0.98

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

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

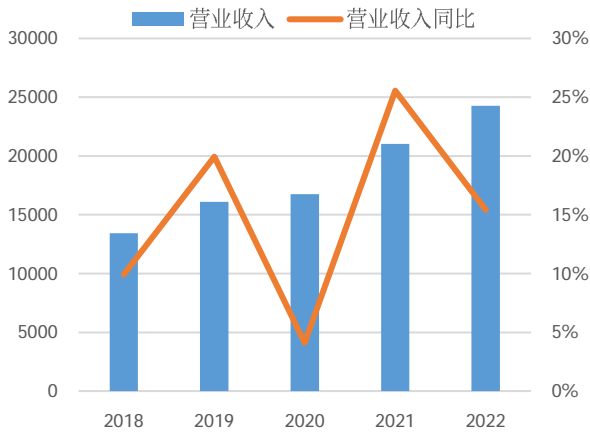
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

投资建议与盈利预测: 用电需求持续增长, 公司省内煤电市占率领先, 机组水平先进, 积极推进机组灵活性改造, 不断优化业务结构, 有望持续受益; 预计公司 2023~2025 年归母净利润 11.33/13.81/16.18 亿元, 对应 2023~2025 年 PE 13/11/9 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

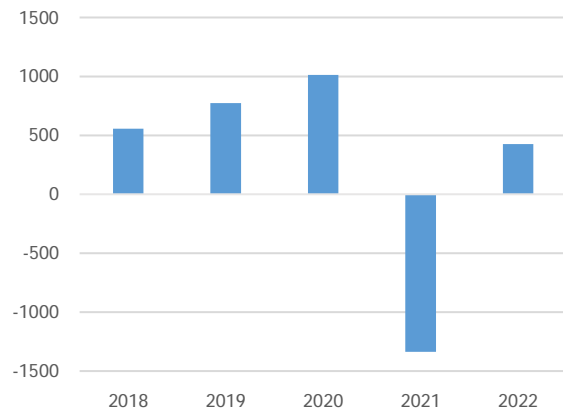
◆ **风险提示:** 宏观经济风险, 电力能源需求下行; 产业内竞争格局恶化; 原材料价格大幅度波动; 公司项目投产进度不及预期; 电价波动风险。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21032.27	24275.61	27830.45	30491.51	32369.58
增长率 (%)	25.55%	15.42%	14.64%	9.56%	6.16%
归母净利润 (百万元)	-1337.00	425.14	1132.60	1381.39	1617.55
增长率 (%)	-231.91%	131.80%	166.41%	21.97%	17.10%
毛利率 (%)	-4.59%	0.90%	7.89%	8.42%	8.83%
每股收益	-0.59	0.19	0.50	0.61	0.71
市盈率 PE	-11.07	34.82	13.07	10.72	9.15
市净率 PB	1.19	1.17	1.10	1.02	0.94
净资产收益率 ROE (%)	-10.74%	3.37%	8.40%	9.51%	10.28%

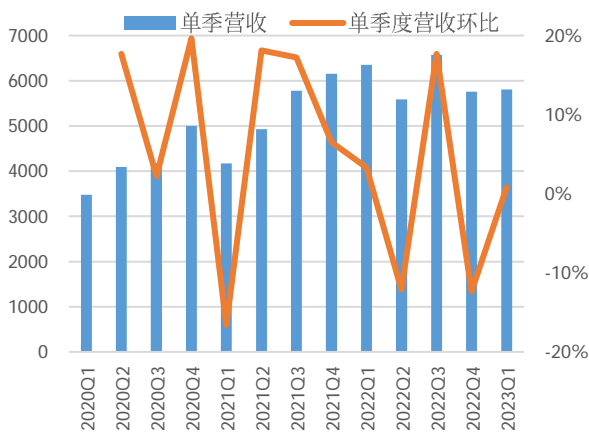
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图1 近年公司营收保持高增长(百万元)


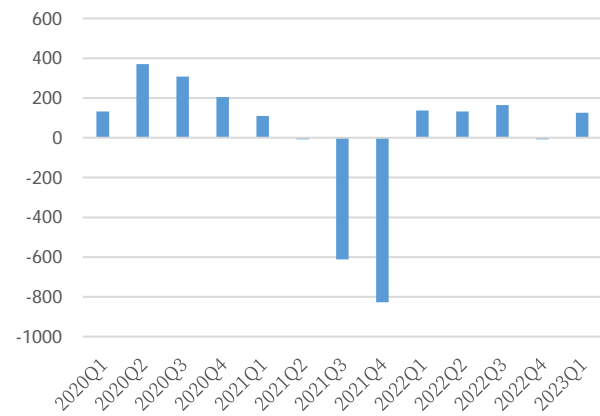
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 近年公司归母净利润情况(百万元)


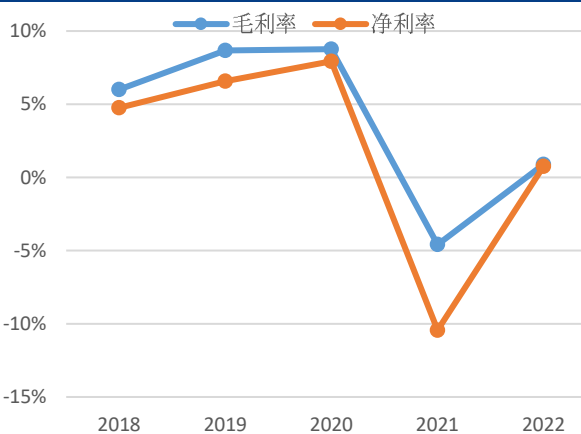
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 近年公司单季度营收情况(百万元)


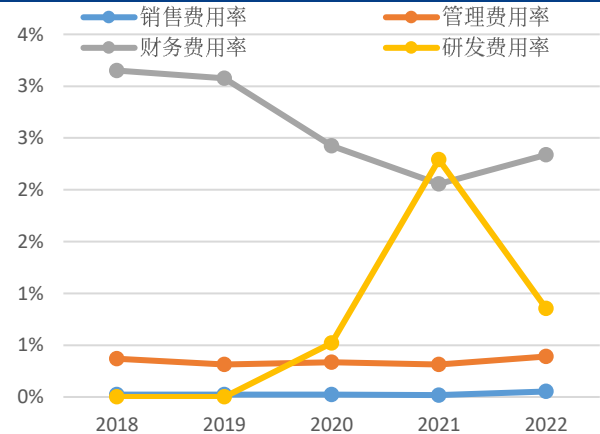
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 近年公司单季度归母净利润情况(百万元)


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

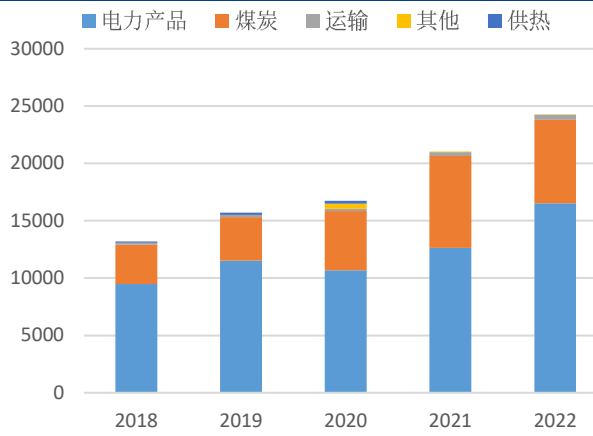
图5 公司毛利率与净利率情况


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司期间费用率情况


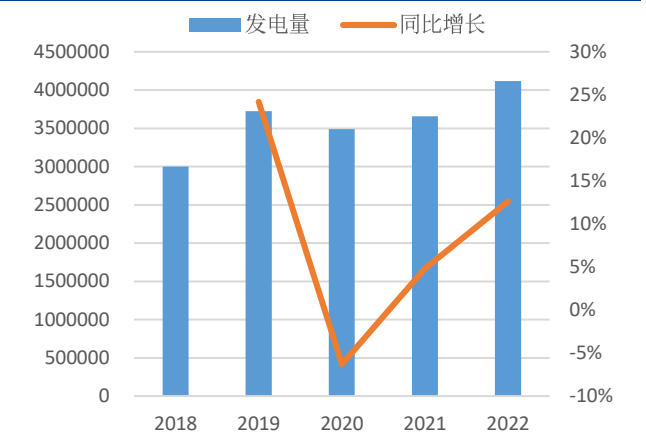
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 近年公司分产品营收情况(百万元)



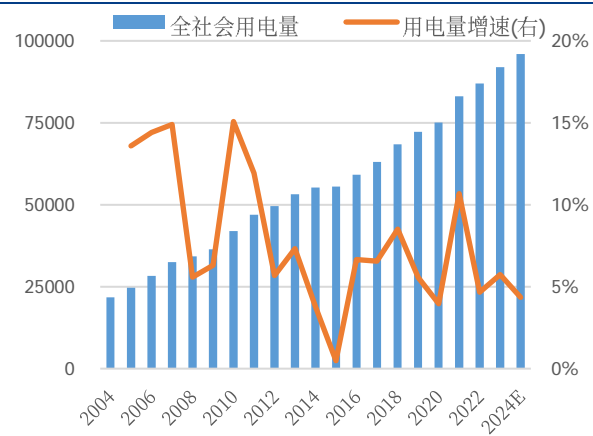
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图8 近年公司发电量情况(万千瓦时)



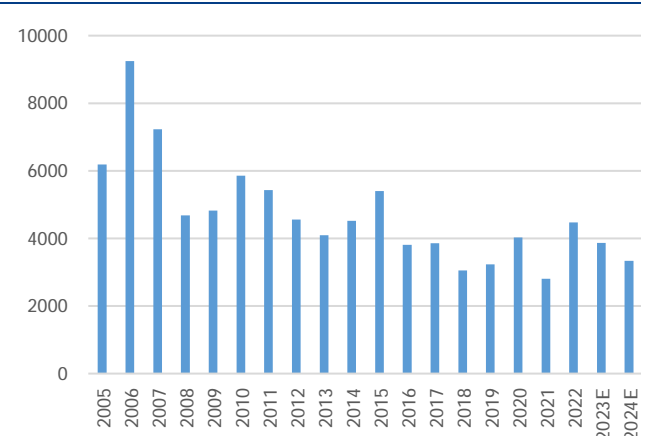
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图9 全国全社会用电量情况及预测 (亿千瓦时)



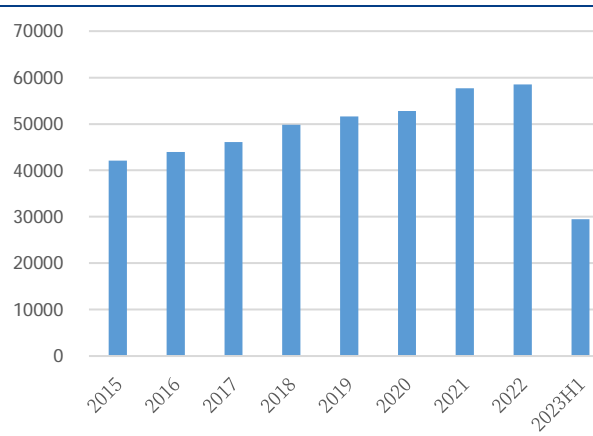
资料来源：国家统计局，中航证券研究所

图10 历年新增火电项目审批数据及预测(万千瓦)



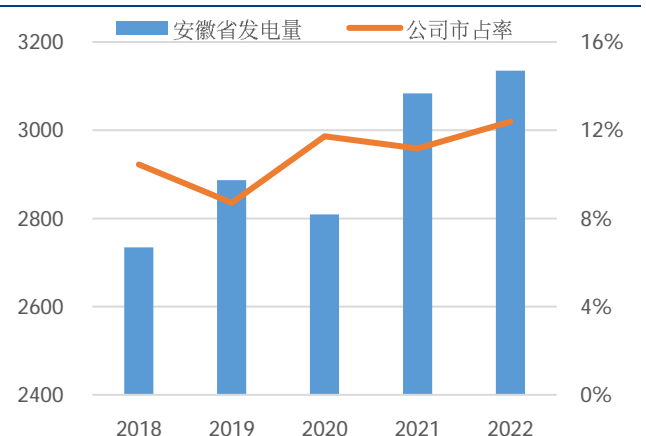
资料来源：中电联，国家统计局，中航证券研究所

图11 火电发电量情况(亿千瓦时)

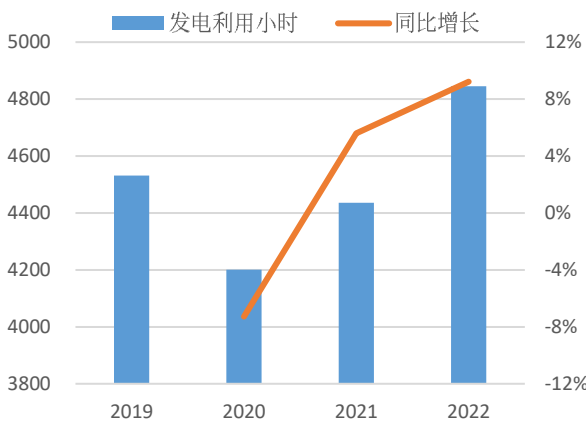


资料来源：iFinD，国家统计局，中航证券研究所

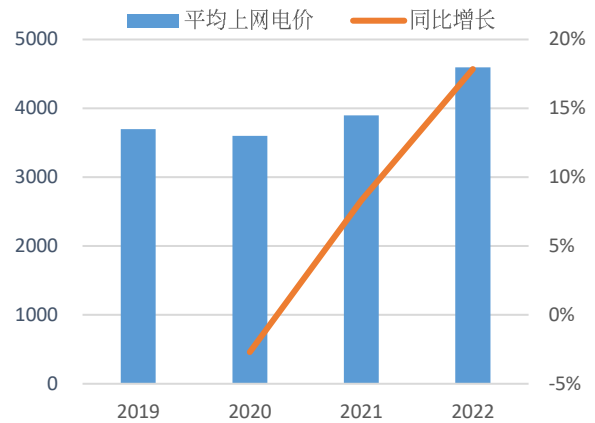
图12 安徽省发电总量及公司份额(亿千瓦时)



资料来源：iFinD，国家统计局，中航证券研究所

图13 近年公司发电利用小时数(小时)


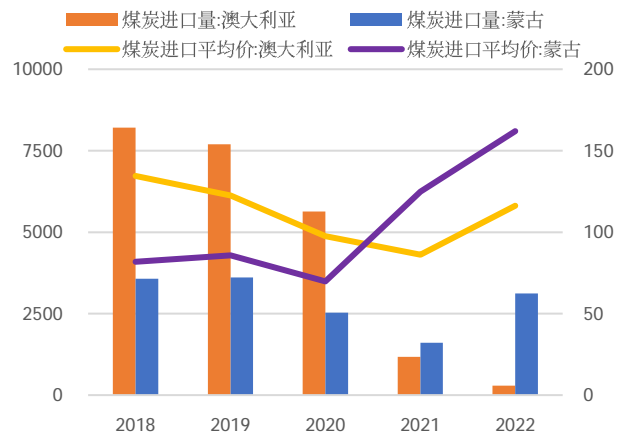
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图14 今年公司平均上网电价(元/万千瓦时，含税)


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图15 动力煤(Q5500K)价格走势(元/吨)


资料来源：Wind，中航证券研究所

图16 进口煤炭量与价格(万吨，美元/吨)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

表1 公司主要业务拆分(百万元)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
电力产品	营收	12,646.71	16,518.70	20,737.14	22,994.31	24,440.91
	成本	13,764.08	16,431.42	19,125.20	21,090.13	22,333.38
	毛利润	-1,117.38	87.28	1,611.95	1,904.18	2,107.53
	毛利率	-4.59%	0.90%	7.77%	8.28%	8.62%
煤炭	营收	7,994.74	7,295.01	6,565.51	6,893.78	7,238.47
	成本	7,919.51	7,240.22	6,509.70	6,835.19	7,176.95
	毛利润	75.23	54.79	55.81	58.60	61.53
	毛利率	0.94%	0.75%	0.85%	0.85%	0.85%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

表2 可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600023.SH	浙能电力	4.75	636.91	-0.14	0.46	0.55	0.63	-35.39	10.20	8.55	7.50
600021.SH	上海电力	9.96	280.55	0.07	0.75	1.00	1.20	88.87	13.17	9.89	8.26
600483.SH	福能股份	8.26	209.88	1.33	1.43	1.57	1.75	8.13	7.15	6.53	5.99
可比公司平均值			375.78		0.42	0.88	1.04	1.19	20.54	10.17	8.33
000543.SZ	航能电力	6.67	151.20	0.19	0.50	0.61	0.70	42.66	13.50	11.03	9.58

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为8月14日收盘价，可比公司预测来源为iFinD盈利预测

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1206	1582	2783	3049	3237	营业收入	21032	24276	27830	30492	32370
应收票据及账款	1856	2274	2287	2840	2971	营业成本	21998	24058	25635	27925	29510
预付账款	356	568	534	627	709	税金及附加	90	101	114	128	136
其他应收款	131	240	305	418	532	销售费用	4	13	14	17	23
存货	797	720	702	842	970	管理费用	66	95	104	122	146
其他流动资产	759	281	417	534	809	研发费用	482	208	237	274	324
流动资产总计	5105	5666	7029	8309	9229	财务费用	432	568	847	780	734
长期股权投资	10519	11229	12029	12879	13879	资产减值损失	-92	-34	-42	-76	-129
固定资产	14642	15924	14521	14311	14698	信用减值损失	1	-8	-8	-9	-10
在建工程	2838	6145	5871	5597	4823	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	751	752	577	403	229	投资收益	-413	868	925	1000	1200
长期待摊费用	11	13	6	0	0	公允价值变动损益	9	-2	9	10	10
其他非流动资产	6711	5462	5844	6542	7289	资产处置收益	-4	-4	-3	-2	-1
非流动资产合计	35472	39525	38849	39731	40917	其他收益	26	61	43	52	48
资产总计	40576	45191	45878	48040	50146	营业利润	-2513	115	1804	2220	2615
短期借款	1608	603	3231	6571	9007	营业外收入	98	9	54	54	54
应付票据及账款	3202	5527	5619	5738	6064	营业外支出	163	4	10	20	30
其他流动负债	5171	3233	4366	5044	6020	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	9981	9363	13216	17353	21090	利润总额	-2578	120	1847	2253	2638
长期借款	13037	18152	13663	10114	6641	所得税	-383	-62	274	335	392
其他非流动负债	883	700	700	700	700	净利润	-2195	182	1573	1919	2247
非流动负债合计	13920	18852	14363	10815	7341	少数股东损益	-858	-243	440	537	629
负债合计	23901	28215	27579	28167	28431	归属母公司净利润	-1337	425	1133	1381	1618
股本	2267	2267	2267	2267	2267	EBITDA	-957	1886	6055	6701	7436
资本公积	3817	3818	3818	3818	3818	NOPLAT	-1847	1005	2252	2547	2844
留存收益	6367	6515	7398	8434	9647	EPS(元)	-0.59	0.19	0.50	0.61	0.71
归属母公司权益	12452	12599	13483	14519	15732						
少数股东权益	4224	4376	4816	5354	5983						
股东权益合计	16676	16975	18299	19872	21715						
负债和股东权益	40576	45191	45878	48040	50146						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	-2195	182	706	988	1156	成长能力					
折旧与摊销	1188	1198	3361	3668	4064	营收增长率	25.55%	15.42%	14.64%	9.56%	6.16%
财务费用	432	568	847	780	734	营业利润增长率	-261.40%	104.57%	1471.36%	23.05%	17.81%
投资损失	413	-868	-925	-1000	-1200	EBIT 增长率	-209.08%	132.05%	291.89%	12.55%	11.20%
营运资金变动	-539	1828	1062	-216	569	EBITDA 增长率	-128.30%	297.00%	221.10%	10.67%	10.97%
其他经营现金流	-356	-39	1012	1086	1271	归母净利润增长率	-231.91%	131.80%	166.41%	21.97%	17.10%
经营性现金净流	-1056	2869	6063	5305	6595	经营现金流增长率	-135.81%	371.58%	111.32%	-12.49%	24.30%
资本支出	2868	4833	1500	3000	3500	盈利能力					
长期投资	-4187	-13	0	0	0	毛利率	-4.59%	0.90%	7.89%	8.42%	8.83%
其他投资现金流	817	771	-405	-705	-731	净利率	-10.43%	0.75%	5.65%	6.29%	6.94%
投资性现金净流	-6238	-4075	-1905	-3705	-4231	营业利润率	-11.95%	0.47%	6.48%	7.28%	8.08%
短期借款	-2724	-1005	2629	3339	2436	ROE	-10.74%	3.37%	8.40%	9.51%	10.28%
长期借款	8123	5115	-4489	-3549	-3474	ROA	-3.30%	0.94%	2.47%	2.88%	3.23%
普通股增加	0	0	0	0	0	ROIC	-7.61%	3.67%	6.92%	7.99%	8.60%
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	2089	-2505	-1096	-1125	-1139	P/E	-11.07	34.82	13.07	10.72	9.15
筹资性现金净流	7489	1605	-2957	-1334	-2176	P/S	0.70	0.61	0.53	0.49	0.46
现金流量净额	194	398	1201	266	188	P/B	1.19	1.17	1.10	1.02	0.94
						股息率	0.00%	0.74%	1.68%	2.33%	2.73%
						EV/EBIT	-12.85	43.77	12.33	10.99	9.69
						EV/EBITDA	-28.81	15.96	5.49	4.98	4.40
						EV/NOPLAT	-14.93	29.94	14.75	13.09	11.49

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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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