



高纯度火电，控、参并进

2023 年 09 月 22 日

► **高纯度火电，控、参机组约占安徽半壁江山：**截至 2023 年上半年，公司控股在运及在建火电装机容量为 1307 万千瓦，其中在运装机 953 万千瓦，均为安徽省内煤电机组；在建装机 354 万千瓦（不含 2023 年 5 月 28 日开工建设的钱营孜二期扩建工程）。2023 年上半年，煤价下跌，对参控股发电企业业绩的边际贡献持续扩大，同时公司长协煤覆盖面、履约率不断提升，公司业绩得以持续修复。公司参股煤电多为煤炭企业控股电厂，例如神皖能源、山西潞光等，依靠煤企的煤电一体化成本优势，盈利能力在煤价高位运行期间相对有保障，为公司贡献利润。

► **省内供需紧张，火电“保供”、“护航”：**“十四五”的前两年，安徽省电力需求延续“十三五”快速发展的态势，全社会用电量分别为 2716、2993 亿千瓦时，同比分别增长 11.9%、10.2%，较年均增速预测区间上限分别+4.1pct、+2.4pct。安徽省 2022 年输出电量占发电量的 21.9%，尽管“外电入皖”初见成效，难改电力净输出省的特点。受制于利用小时的天然限制以及消纳能力的不足，当前风光新能源对总电量以及负荷高峰的贡献仍相对不足，装机容量快速增长并未缓解省内“缺电”情况。2021 年、2022 年省内火电机组发电量占比分别为 87.3%、87.4%，利用小时同比分别提升了 162、155 小时，依旧是电力最强保障。根据规划，“十四五”火电（含气电）新增装机 1211 万千瓦，在新增总装机容量中占比仍近四成。

► **控、参并进，持续成长：**新疆在建 264 万千瓦煤电机组陆续投产，其中江布电厂 2*66 万千瓦新建工程项目 1、2 号机组相继在今年 7、8 月顺利实现并网，西黑山电厂 2*66 万千瓦项目两台机组计划分别在 2024 年底及 2025 年初投产。公司收购集团持有的环保发电公司及四家抽蓄公司，有望进一步增厚公司利润。

► **投资建议：**在安徽省电力供需趋紧的局面下，公司存量火电机组发电量与上网电价有望维持高位，随着在建火电机组的陆续投产，公司业绩有望实现持续增长。通过与煤企合作控、参火电，降低煤价大幅波动对业绩的影响。皖能集团注入的优质环保、抽蓄资产，优化公司资产结构，进一步增厚利润。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.62/0.66/0.67 元，对应 2023 年 9 月 21 日收盘价 PE 分别 10.3/9.6/9.4 倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 12.0 倍 PE，目标价 7.44 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**1) 宏观经济下行导致用电需求下降的风险；2) 煤炭价格回升导致燃料成本增加的风险；3) 电力市场竞争降低上网电价的风险；4) 绿电加速替代火电的风险；5) 环保指标提高的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24,276	28,041	30,106	31,100
增长率（%）	15.4	15.5	7.4	3.3
归属母公司股东净利润（百万元）	425	1,397	1,490	1,524
增长率（%）	132.0	228.6	6.7	2.3
每股收益（元）	0.19	0.62	0.66	0.67
PE	33.8	10.3	9.6	9.4
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 21 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

6.34 元

目标价：

7.44 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

目录

1 高纯度火电，控、参机约占安徽半壁江山	3
1.1 高纯度火电，控、参机约占安徽省内半壁江山	3
1.2 煤价下行，控股火电困境逆转	6
1.3 参股煤电资产优质，投资收益“压舱”	8
2 省内供需紧张，火电“保供”、“护航”	10
2.1 省内需求高增，“皖电外送”加剧供需紧张	10
2.2 火电托底“保供”、“护航”能源转型	11
3 控、参并进，持续成长	14
3.1 新疆火电蓄势待发，贡献业绩新增量	14
3.2 抽蓄与环保优质资产注入，进一步增厚利润	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值分析	17
4.3 投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

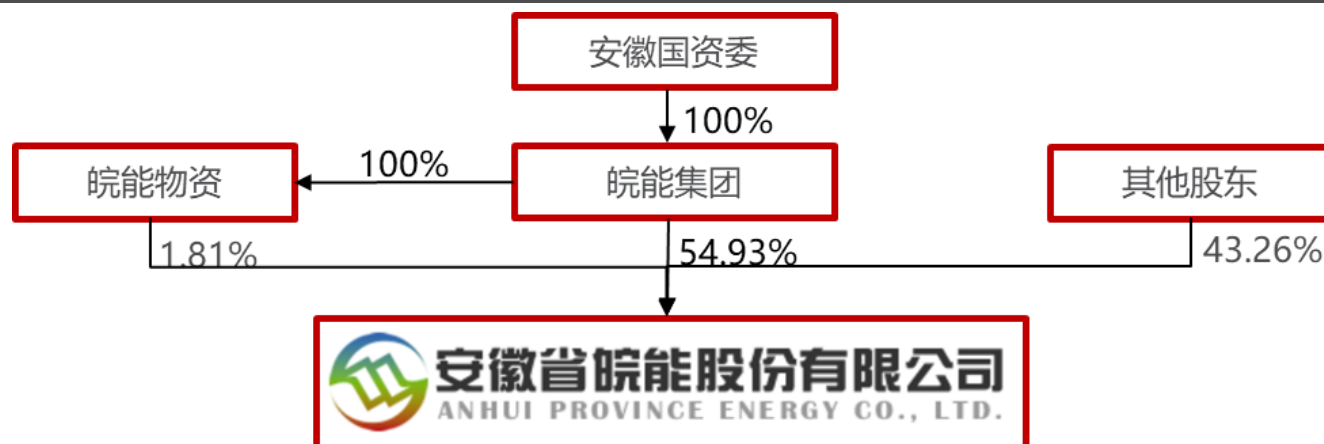
1 高纯度火电，控、参机组约占安徽半壁江山

安徽省皖能股份有限公司（以下简称“公司”）是安徽省第一批规范化改制的上市公司，经安徽省人民政府政秘（1993）第 165 号文件批准，经中国证监会证监发审字（1993）29 号文复审同意，由安徽省能源集团有限公司（原安徽省电力开发总公司）（以下简称“皖能集团”）作为唯一发起人，于 1993 年 12 月 13 日注册成立、并于同年 12 月 20 日在深圳证券交易所挂牌上市。

皖能集团为公司的控股股东，直接、间接持有公司 54.93%、1.81% 的股份，安徽省人民政府国有资产监督管理委员会为实际控制人。皖能集团成立于 1985 年 11 月，是以电力、热力、燃气等能源的生产和销售以及投资与资产管理（煤炭、物流、金融）作为主业的省属国有能源骨干企业。

截至 2022 年末，皖能集团公司资产总额达 901 亿元，拥有皖能电力和皖天然气两家上市公司，以及全资和控股二级子公司 19 家；集团公司控股火电装机容量 1407 万千瓦，其中省内煤电在役 953 万千瓦、在建 100 万千瓦（钱营孜二期扩建工程于 2023 年 5 月 28 日正式开工建设），气电在建 90 万千瓦，另外在新疆控股建设煤电 264 万千瓦；构建的全省天然气支干线管网总长达到 1514 千米，占全省长输管道总里程的 70%，输、售气量约占全省的 45%；环保发电装机达 39.7 万千瓦，年处理固废 600 万吨，约占全省的 50%。

图1：皖能电力股权结构（截至 1H23）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

1.1 高纯度火电，控、参机组约占安徽省内半壁江山

2022 年底，安徽省火电装机容量 5853 万千瓦，其中省调火电装机容量为 3976 万千瓦；公司控股在运火电装机容量为 892 万千瓦，占安徽省火电总装机的 15.2%、占省调火电装机的 22.3%，是安徽省第二大发电集团；公司参股在运火电装机容量 1760 万千瓦，其中参股安徽省调火电 1496 万千瓦，占安徽省火电总装机的 25.6%、占省调火电装机的 37.6%。

截至 2023 年上半年，公司控股在运及在建火电装机容量为 1307 万千瓦，其中在运装机 953 万千瓦，均为安徽省内煤电机组；在建装机 354 万千瓦（不含 2023 年 5 月 28 日开工建设的钱营孜二期扩建工程），其中新疆江布电厂两台 66 万千瓦燃煤机组已于 23 年 7、8 月投产，新疆西黑山电厂两台 66 万千瓦燃煤机组预计在 2024 年底实现双投，且位于安徽合肥的 2 台 45 万千瓦燃气机组也计划分别于 23 年底和 24 年初投产。此外，控股垃圾环保发电装机超 30 万千瓦，新能源装机约 6 万千瓦。

从权益口径来看，截至 2023 年上半年，公司在运火电机组权益装机容量 1241.10 万千瓦、在建火电机组权益装机 376.44 万千瓦。其中，在运控股机组权益装机 492.24 万千瓦，全部为煤电，占在运火电权益装机容量的 39.7%；在运参股火电机组权益装机为 748.86 万千瓦；在建控股机组权益装机 252.36 万千瓦，全部为煤电和气电，占在建火电权益装机容量的 67.0%；在建参股火电机组权益装机 124.08 万千瓦。

表1：皖能电力控、参股火电装机容量（截至 1H23）

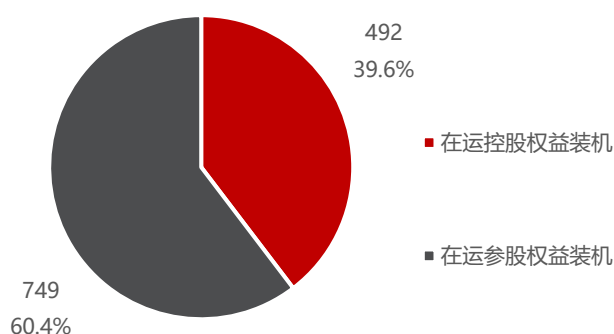
电厂	权益比例	总装机（万千瓦）	机组结构（万千瓦）	权益装机（万千瓦）
皖能合肥	51.00%	126	2*63	64.26
皖能马鞍山	51.00%	132	2*66	67.32
皖能铜陵	51.00%	237	1*32+1*105+1*100	120.87
临涣中利	51.00%	64	2*32	32.64
淮北国安	40.00%	64	2*32	25.60
阜阳华润（一期）	56.36%	128	2*64	72.15
阜阳华润（二期）	56.36%	132	2*66	74.40
钱营孜发电（一期、二期）	50.00%	70	2*35	35.00
在运控股装机-合计		953		492.24
新疆江布	53.00%	132	2*66	69.96
新疆西黑山	70.00%	132	2*66	92.40
皖能合肥天然气	100.00%	90	2*45	90.00
在建控股装机-合计		354		252.36
山西潞光	35.00%	132	2*66	46.20
国能蚌埠	39.20%	258	2*63+2*66	101.14
国能铜陵	37.24%	126	2*63	46.92
国能宿州热电	36.26%	70	2*35	25.38
淮北涣城	49.00%	60	30*2	29.40
淮南洛能	46.00%	190	2×32+2×63	87.40
中煤新集利辛	45.00%	200	2×100	90.00
淮北申皖	24.50%	132	2×66	32.34
神皖庐江	49.00%	132	2*66	64.68
神皖马鞍山	49.00%	132	4*33	64.68
神皖安庆	49.00%	264	2*100+2*32	129.36
神皖池州九华	49.00%	64	2*32	31.36
在运参股装机-合计		1760		748.86

中煤新集利辛二期	45.00%	132	2*66	59.40
国能神皖池州二期	49.00%	132	2*66	64.68
在建参股装机-合计		264		124.08

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

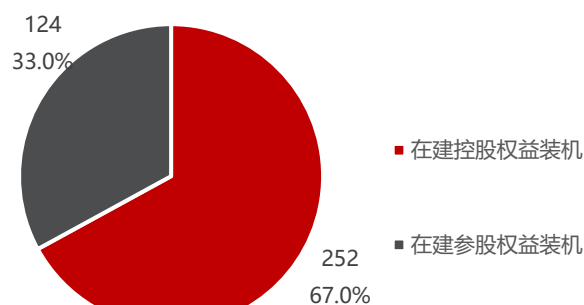
注：(不含 2023 年 5 月 28 日开工建设的钱营孜二期扩建工程)

图2：截至 1H23 皖能电力在运火电权益装机结构 (单位:万千瓦)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

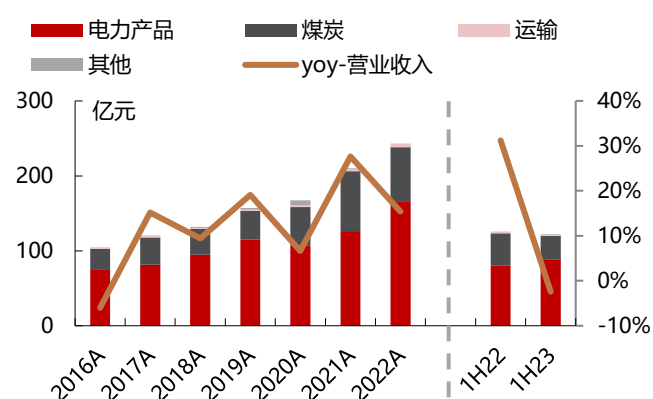
图3：截至 1H23 皖能电力在建火电权益装机结构 (单位:万千瓦)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

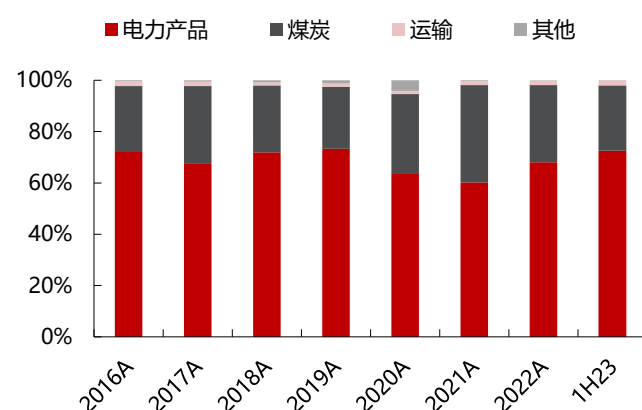
公司作为高纯度火电企业，营收主要来自发电板块，2016-2022 年在营收中年均占比 67.5%。控股火电受煤价波动影响较大，2016-2020 年发电板块毛利年均 7.12 亿元，在利润总额中占比 66.6%；2021 年因煤价大幅上涨，毛利为亏损 11.17 亿元；2022 年受益于电价上调，发电板块毛利回正，约 0.87 亿元。

图4：2016-2023H1 皖能电力营业收入

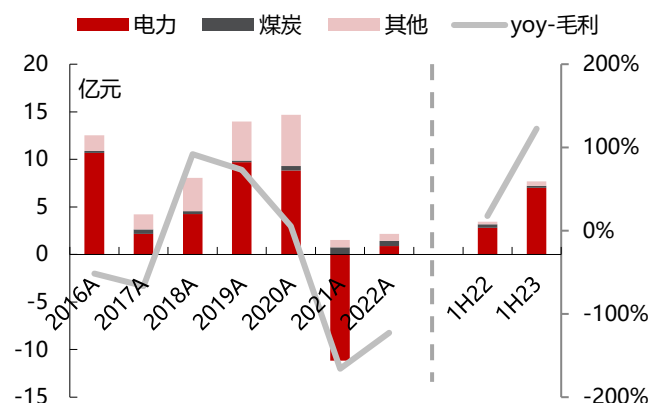


资料来源：公司公告，民生证券研究院

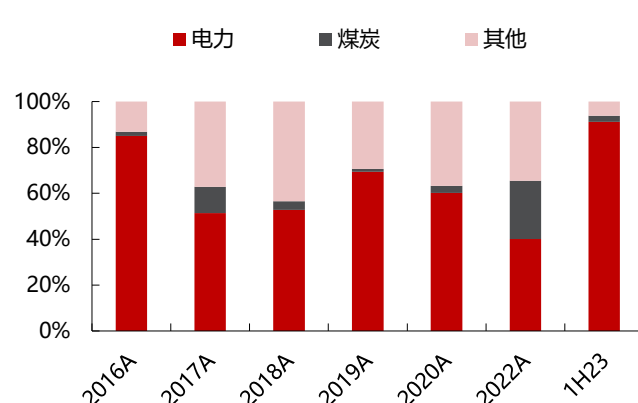
图5：2016-2023H1 皖能电力营收结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2016-2023H1 皖能电力毛利


资料来源：公司公告，民生证券研究院

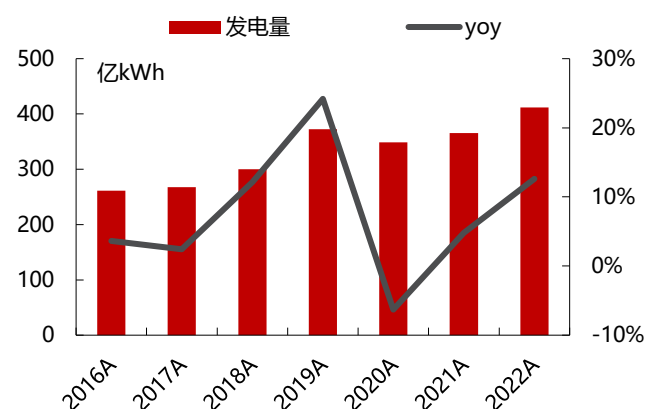
图7：2016-2023H1 皖能电力毛利结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

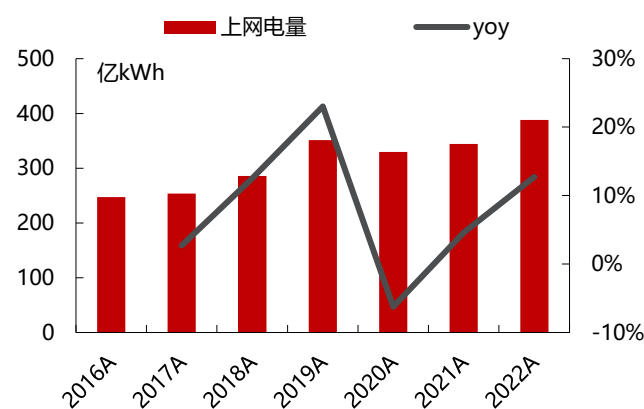
注：2021年电力业务毛利为亏损状态，故未显示2021年毛利结构

1.2 煤价下行，控股火电困境逆转

在省内电力供需趋紧的局面下，公司积极承担电力保供的任务，2016-2022年间公司发电量及上网电量除2020年出现些许下滑以外，均保持正增长，年均复合增速分别为7.9%、7.8%。与此同时，作为火电业绩的核心因素，近两年公司平均上网电价持续大幅上行，同比分别增长13.2%、15.9%，至2022年提高到0.4253元/千瓦时（不含税），对收入端的改善立竿见影。2022年电力业务营业收入为165.19亿元，同比增长30.6%，占总营收的68.1%，较2021年占比提高了7.9pct。

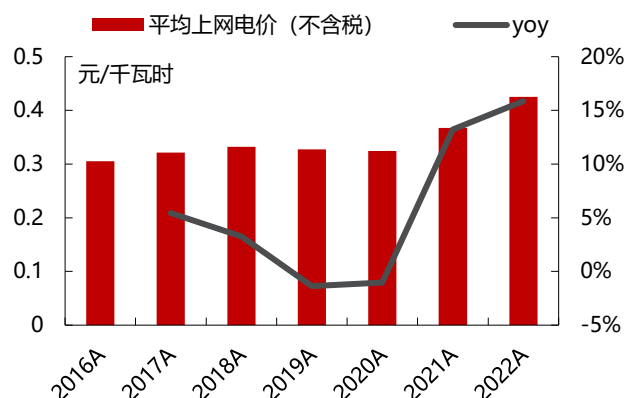
图8：2016-2022 年皖能电力发电量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2016-2022 年皖能电力上网电量


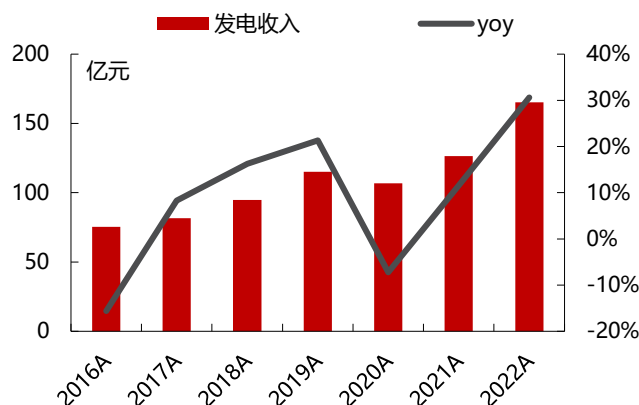
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2016-2022 年皖能电力平均上网电价



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2016-2022 年皖能电力电力业务营收



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从成本端来看，当前公司的发电机组均为安徽省内的火电机组，发电业绩受煤炭价格波动影响较大。2017 年、2018 年由于电煤价格上行，公司业绩大幅下滑；而后 2019 年、2020 年伴随电煤价格回落业绩也得以持续修复；2021 年煤炭受市场供需影响价格大幅飙升，公司度电燃料成本上涨至 0.33 元/kWh，同比增加 51.9%，全年发电毛利-11.17 亿元，归母净利润为-13.37 亿元；2022 年上网电价的及时调整缓解了电煤价格高位震荡带来的成本端压力，公司整体扭亏为盈，全年实现归母净利润 4.25 亿元。

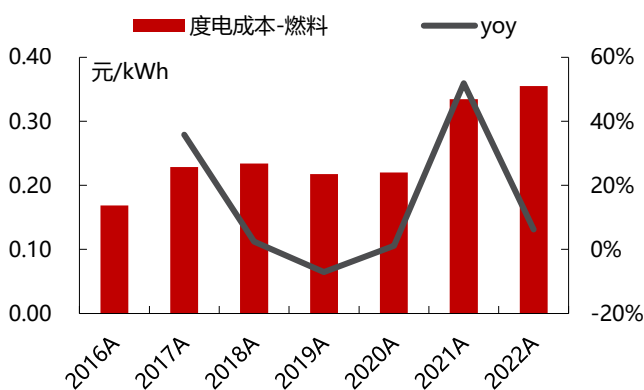
2023 年上半年，煤价下跌，对参控股发电企业业绩的边际贡献持续扩大，同时公司长协煤覆盖面、履约率不断提升，公司业绩得以持续修复，实现归母净利润 5.85 亿元，同比增加 74.6%，扣非归母净利润 5.34 亿元，同比增加 113.2%。

图12：秦皇岛港 Q5500 动力煤价格走势



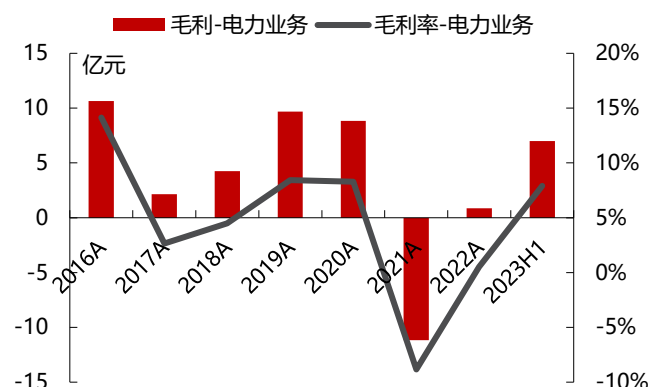
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：2016-2022 年皖能电力度电燃料成本



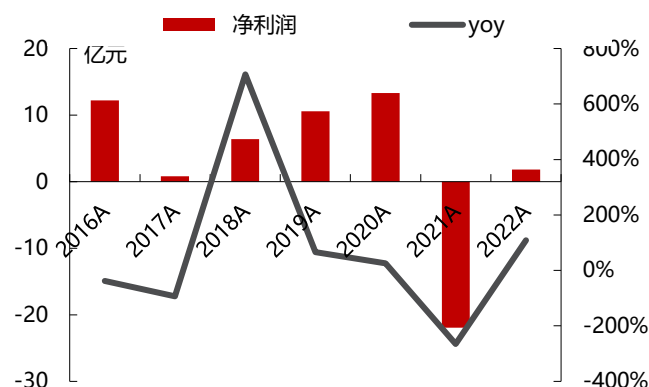
资料来源：公司公告，民生证券研究

图14：2016-2023H1 年皖能电力电力业务毛利



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：2016-2022 年皖能电力净利润

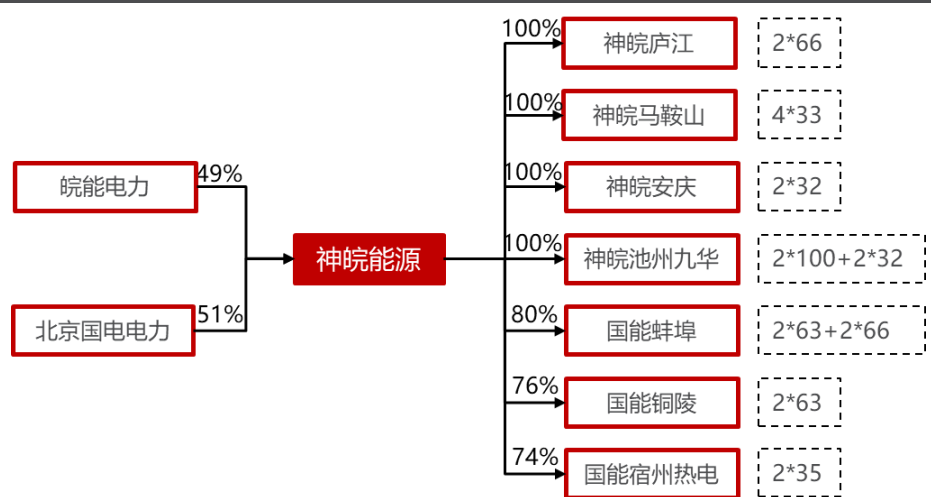


资料来源：公司公告，民生证券研究

1.3 参股煤电资产优质，投资收益“压舱”

2019年5月，公司分别发行股份、现金购买其控股股东皖能集团持有的神皖能源24%、25%股份；而后2022年国能集团将国能蚌埠258万千瓦机组和国能铜陵126万千瓦机组注入神皖能源，至此神皖能源火电装机容量为1046万千瓦，公司火电装机953万千瓦，合计1999万千瓦，占安徽省省调火电总装机容量的50.3%。

图16：资产重组后神皖能源股权结构（截至1H23）



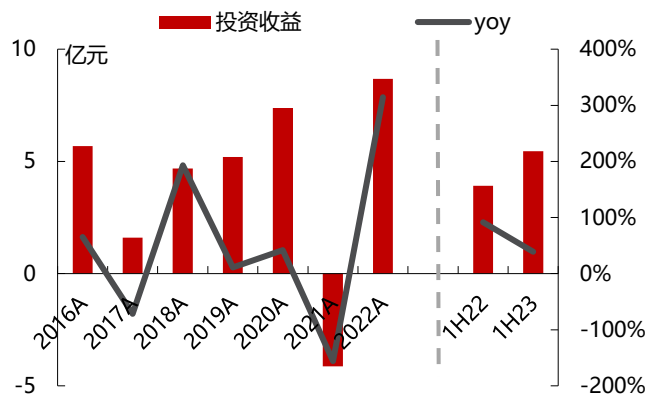
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

注：虚线框内为各电厂机组装机容量结构（机组数量*机组规模，单位万千瓦）

公司参股煤电多为煤炭企业控股电厂，例如神皖能源、山西潞光等，依靠煤企的煤电一体化成本优势，盈利能力在煤价高位运行期间相对有保障，贡献了稳定的投资收益。2016-2020年期间，公司年均投资收益为4.91亿元，占年均利润总额的47.7%；2021年受煤价上行影响公司投资收益出现亏损，而后于2022年大幅反弹，全年实现投资收益8.68亿元；2023年上半年公司实现投资收益5.46亿元，

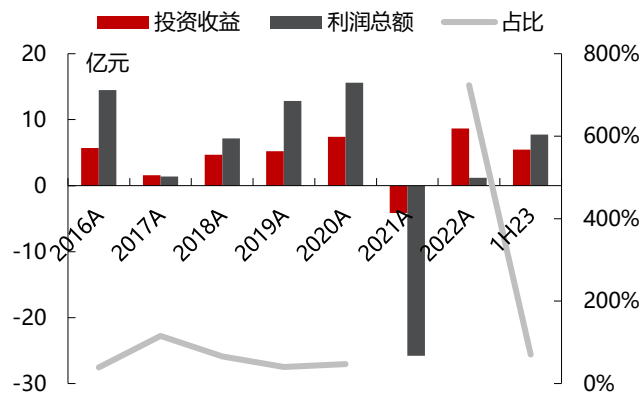
占利润总额的 70.7%，为公司贡献利润。

图17：2016-2023H1 皖能电力投资收益



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2016-2023H1 皖能电力投资收益在利润总额占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2021 年投资收益与利润总额为负值，故未显示占比

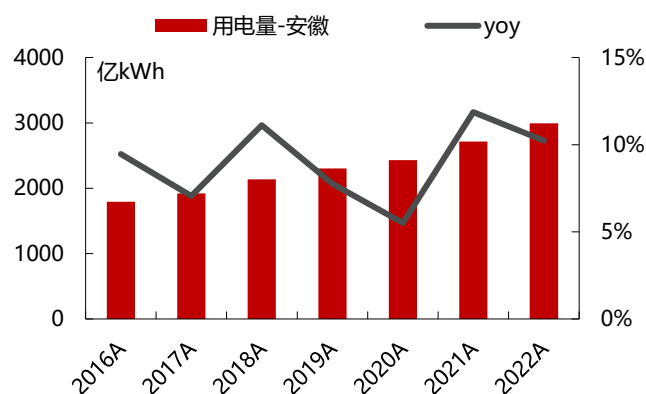
2 省内供需紧张，火电“保供”、“护航”

2.1 省内需求高增，“皖电外送”加剧供需紧张

根据《安徽省电力发展“十三五”规划》，预计全省 2020 年全社会用电量 2240—2400 亿千瓦时，年均增长 6.4%~7.9%；2020 年全社会最大负荷 4300~4610 万千瓦，年均增长 6.4%~7.9%。而两个指标的实际情况均超过预测区间的上限，截至 2020 年底，全省全社会用电量和最大负荷分别达到 2428 亿千瓦时和 4780 万千瓦，“十三五”期间年均复合增长率分别为 9.9%和 9.7%。实际全省全社会用电量及年均增速较规划预测区间上限分别增加 28 亿千瓦时、2.0pct，实际最大负荷及年均增速较规划预测区间上限分别增加 170 万千瓦、1.8pct。

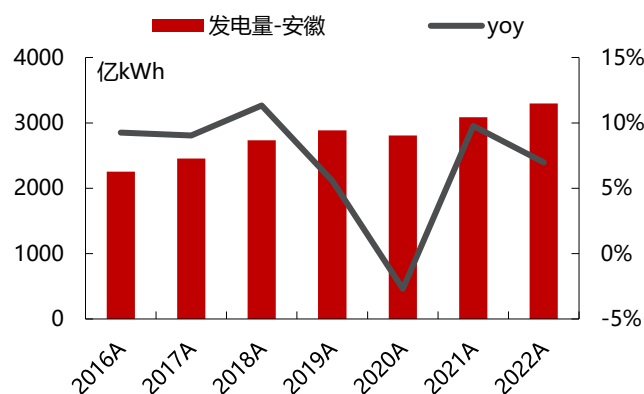
2022 年 5 月，安徽省能源局印发了《安徽省电力发展“十四五”规划》，对省内电力发展目标要求提出了指导性意见。规划预测，2025 年全社会用电量达到 3350~3530 亿千瓦时，年均增长 6.6%~7.8%；全社会最大负荷达到 7200 万千瓦，年均增长 8.5%，较“十三五”规划中预测区间上限提高了 0.6%。“十四五”的前两年，安徽省电力需求延续“十三五”快速发展的态势，全社会用电量分别为 2716、2993 亿千瓦时，同比分别增长 11.9%、10.2%，较年均增速预测区间上限分别+4.1pct、+2.4pct。

图19：2016-2022 年安徽省用电量及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

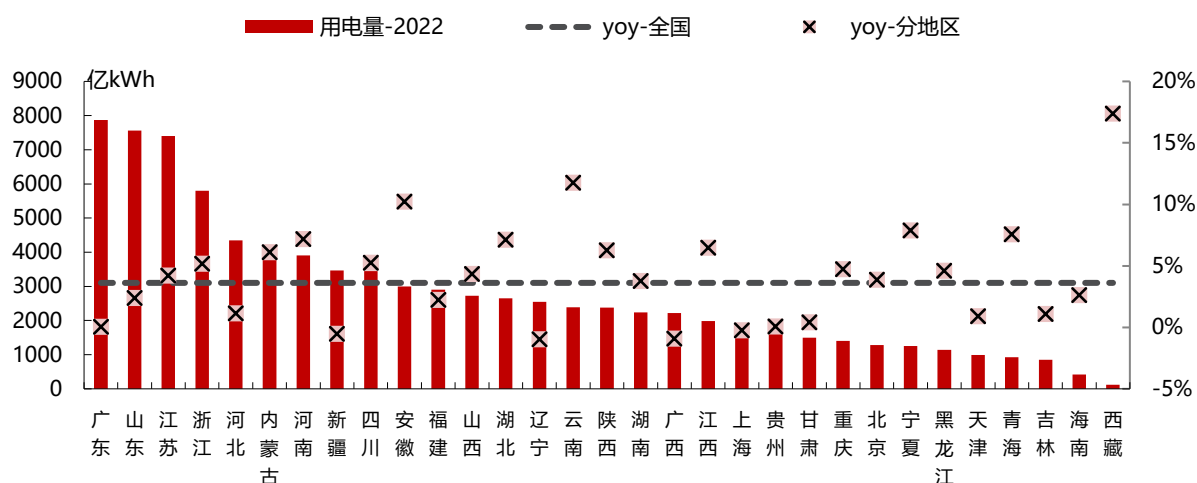
图20：2016-2022 年安徽省发电量及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

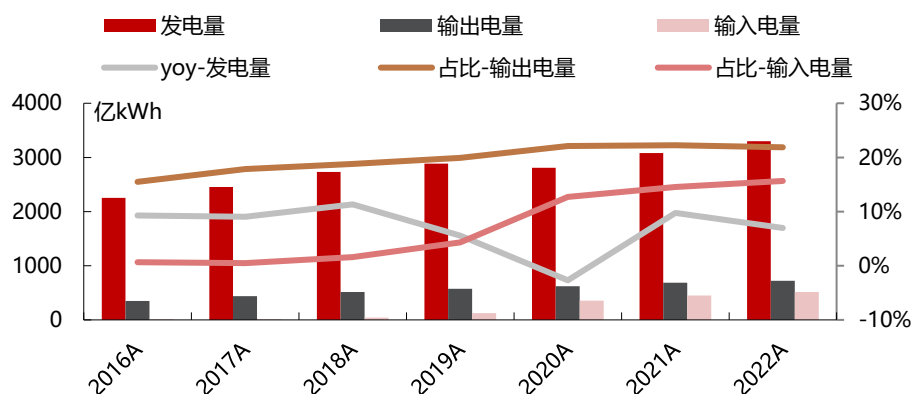
安徽省作为长三角唯一的国家级亿吨煤炭基地和电力应急保障基地，承担对长三角地区电力保障的责任。江苏、浙江两省 2022 年用电量分别位列全国第 3 和第 4，需要依赖大量外来电满足省内经济发展需求。安徽省 2022 年输出电量占发电量的 21.9%，尽管“外电入皖”初见成效，难改电力净输出省的特点。

图21：2022 年全国各省（区、市）用电量



资料来源：国家能源局，中电联，民生证券研究院

图22：近年来安徽省电量持续净输出，输出电量占发电量逐年提高



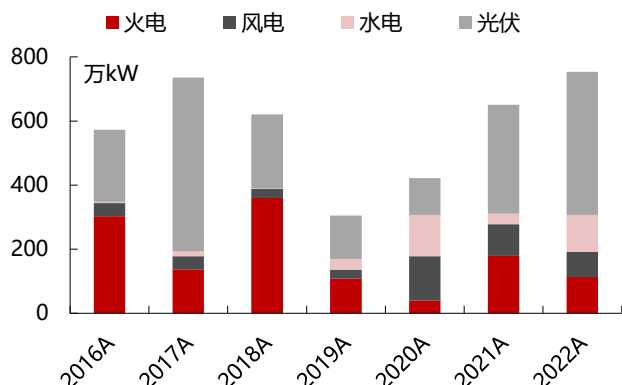
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：Wind 缺少每年 12 月输出和输入电量数据，此处为 1-11 月累计值

2.2 火电托底“保供”、“护航”能源转型

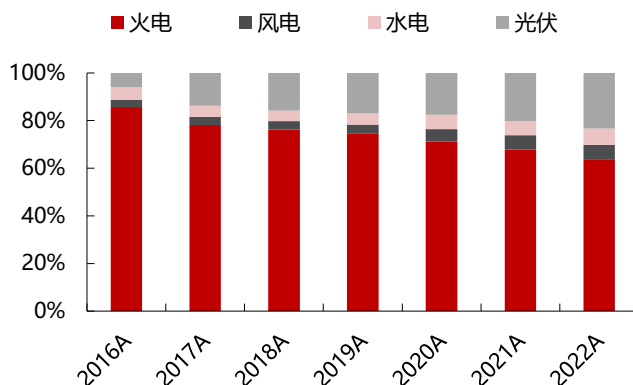
自“十三五”以来，安徽省内电力结构持续优化，风光等可再生能源发展迅速，火电机组发展则相对放缓。2016-2022 年期间，火电、风电、光伏新增装机容量分别为 1240、454、2033 万千瓦，年均复合增速分别为 4.0%、27.8%、61.6%；2022 年省内火电机组装机占比为 63.5%，较 2016 年下降了 22.3pct。然而受制于利用小时的天然限制以及消纳能力的不足，当前风光新能源对总电量以及负荷高峰的贡献仍相对不足，装机容量快速增长并未缓解省内“缺电”情况。近两年省内火电机组发电量占比分别为 87.3%、87.4%，利用小时同比分别提升了 162、155 小时，依旧是电力最强保障。

图23：2016-2022 年安徽省新增装机容量



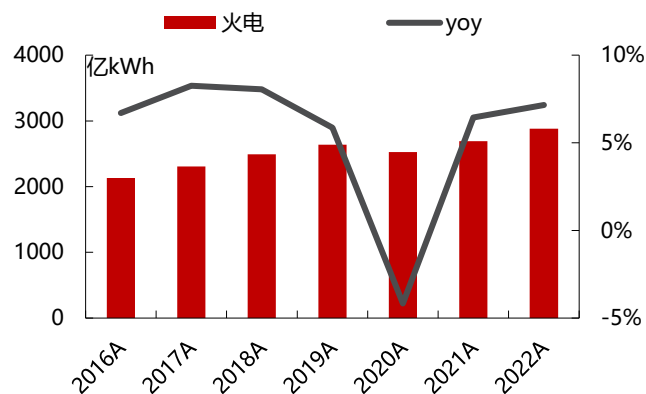
资料来源：Wind，民生证券研究院

图24：2016-2022 年安徽省发电装机结构



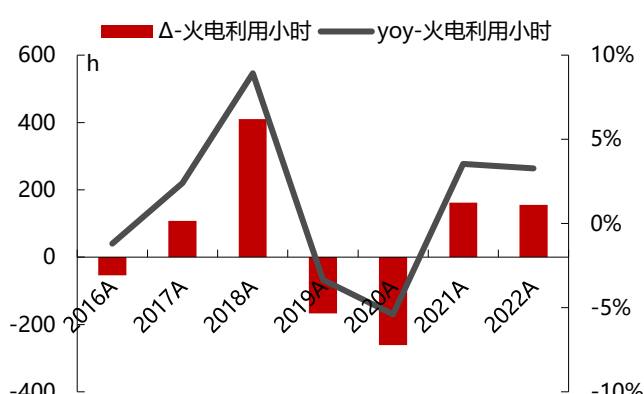
资料来源：Wind，民生证券研究院

图25：2016-2022 年安徽省火电发电量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图26：2016-2022 年安徽省火电利用小时



资料来源：Wind，民生证券研究院

根据安徽省发改委、能源局印发的《安徽省能源发展“十四五”规划》，安徽省坚持发展绿色低碳能源，大力推进风光储一体化建设，多元高效利用生物质能，预计“十四五”期间风电/光伏/水电/抽水蓄能/生物质发电新增装机容量分别为388/1430/4/150/57万千瓦，风光装机力争实现倍增，总可再生能源装机达到年均12.7%的高增速目标。对于煤电机组，推进煤电机组节能降耗改造、供热改造、灵活性改造“三改联动”，不断提升清洁高效发展水平。根据规划，“十四五”火电（含气电）新增装机941万千瓦，在新增总装机容量中占比超三成。

表2：安徽省能源发展“十四五”规划（单位：万千瓦）

电源类型	2020A		2025E		新增装机	“十四五”	
	装机容量	占比	装机容量	占比		占比	年均增速
火电	5561	71.1%	6502	59.1%	941	32.30%	3.2%
生物质发电	213	2.7%	270	2.5%	57	1.96%	4.9%
风电	412	5.3%	800	7.3%	388	13.32%	14.2%
光伏	1370	17.5%	2800	25.5%	1430	49.09%	15.4%
水电	156	2.0%	160	1.5%	4	0.14%	0.5%

抽水蓄能	318	4.1%	468	4.3%	150	5.15%	8.0%
可再生能源-合计	2469	31.6%	4498	40.9%	2029	69.65%	12.7%
总合计	7817		11000		2913		7.1%

资料来源：《安徽省能源发展“十四五”规划》，民生证券研究院测算

注：2025E 总装机容量取自《规划》预测值下限

3 控、参并进，持续成长

3.1 新疆火电蓄势待发，贡献业绩新增量

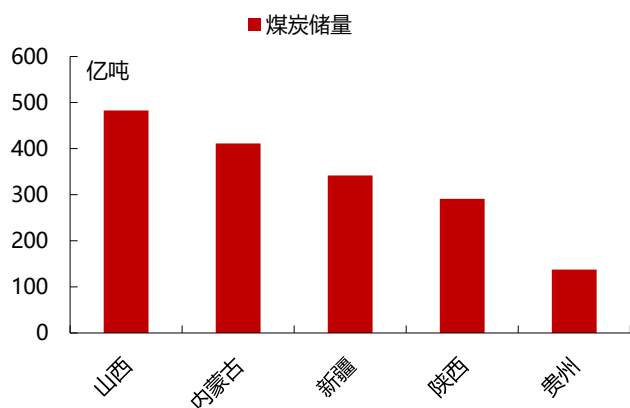
新疆在建 264 万千瓦煤电机组陆续投产，其中江布电厂 2*66 万千瓦新建工程项目 1、2 号机组相继在今年 7、8 月顺利实现并网，西黑山电厂 2*66 万千瓦项目两台机组计划分别在 2024 年底及 2025 年初投产。

受益于丰富的煤炭储量和高增速的煤炭产量，新疆火电机组拥有巨大的低采购成本优势。2022 年新疆煤炭储量 341.86 亿吨，高居全国第三，仅次于山西、内蒙古，占全国煤炭储量的 16.5%；2022 年和 2023 年上半年原煤产量分别为 4.1 亿吨、2.1 亿吨，同比增加 28.6%、16.5%。

公司控股的新疆火电机组投运后，通过被誉为“电力珠峰”的昌吉至古泉±1100 千伏特高压直流输电工程送往安徽。该工程为目前世界上电压等级最高、输送容量最大、输电距离最远的特高压工程，强力保障了“疆电外送”的顺畅渠道及有效消纳。

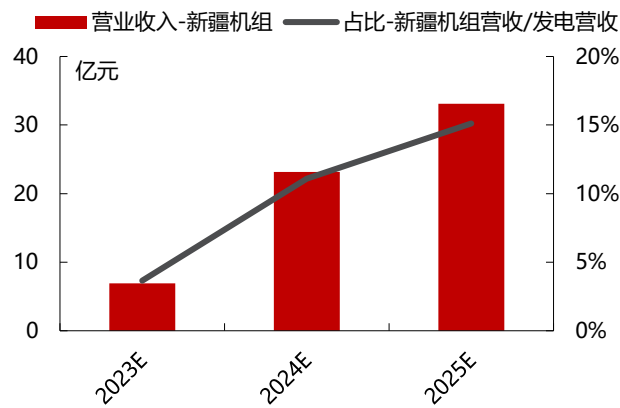
经过测算，264 万千瓦煤电机组逐步投产后，预计在 2023-2025 年期间分别带来 6.91、23.18、33.12 亿元的营收，占发电业务营业收入的 3.7%、11.1%、15.1%；预计毛利 0.08、3.92、6.31 亿元，稳定贡献公司业绩增量。

图27：2022 年煤炭储量排名前五省份/自治区



资料来源：自然资源部，民生证券研究院

图28：2023-2025 年皖能电力新疆机组营业收入预测



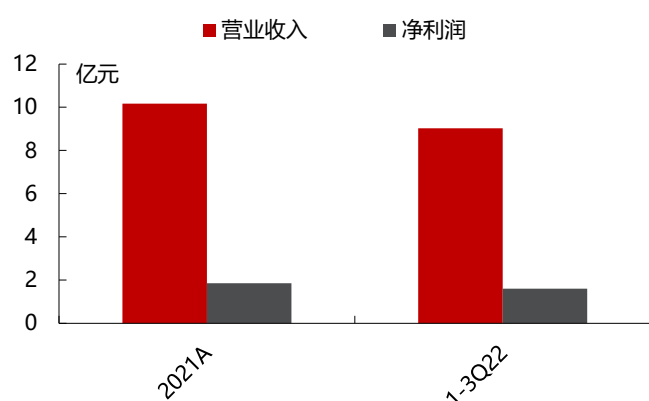
资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

3.2 抽蓄与环保优质资产注入，进一步增厚利润

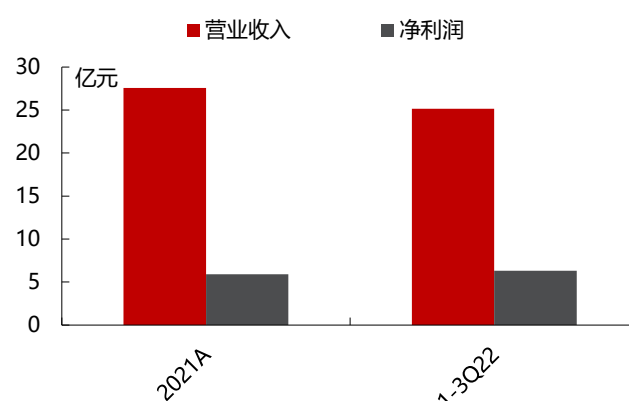
2023 年 3 月，公司通过支付现金收购控股股东皖能集团持有的安徽皖能环保发电公司（以下简称“环保发电”）51%的股权，在收购前，环保发电已剥离其下属亏损的长丰、乾县、颍上、利辛四家生物质发电公司，最大程度的提升公司经营状况及业绩表现。收购时环保发电公司垃圾发电项目占安徽省市场份额约 50%，

年固废处理量 531.6 万吨，总装机容量 295 兆瓦，在建项目陆续投产后年固废处理量将达 650 万吨。环保发电 2021 年、2022 年 1-9 月分别实现净利润 1.85 、1.61 亿元，随着固废处理能力的提升以及垃圾发电的需求增加，公司业绩有望持续受益。

同期，公司通过支付现金收购皖能集团持有的安徽响水涧抽水蓄能有限公司、安徽省响洪甸蓄能发电有限责任公司、华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司和华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司的部分股权，合计权益装机 34 万千瓦，并且参股在建抽蓄项目权益装机 126 万千瓦，未来有望稳定贡献投资收益。

图29：环保发电营业收入及净利润


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：抽水蓄能营业收入及净利润


资料来源：公司公告，民生证券研究
注：此处为公司收购四家抽蓄公司的合计值

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

对于公司 2023-2025 年主营电力板块的营收、成本预测，做以下几点假设：

- 新增装机：新疆江布电厂两台 66 万千瓦燃煤机组已于 2023 年 7、8 月投产，新疆西黑山电厂两台 66 万千瓦燃煤机组预计在 2024 年底实现双投，安徽合肥的 2 台 45 万千瓦燃气机组计划分别于 23 年底和 24 年初投产；
- 利用小时：安徽煤电参考公司历史值，2022 年利用小时为 4845 小时；安徽气电参考 2022 年安徽省气电平均利用小时；新疆煤电参考 2022 年新疆煤电利用小时；
- 上网电价：23-25 年，煤电电价按照 20%、15%、15%比例上浮；气电参考周边省市价格合理假设。

由此得到公司 2023-2025 年主营电力板块业务的收入预测如下：

表3：2023-2025 年皖能电力电力板块营业收入预测

主营业务：电力	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
装机容量-控股 (万 kW)	821	821	892	1130	1307	1307
发电量 (亿 kWh)	348.97	365.68	411.88	495.62	586.00	625.60
上网电量 (亿 kWh)	329.42	344.50	388.37	470.91	557.21	594.83
厂用电率	4.81%	5.02%	5.04%	4.99%	4.91%	4.92%
平均上网电价 (元/kWh, 含税)	0.3600	0.3900	0.4596	0.4539	0.4242	0.4162
增值税税率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
营业收入-电力 (亿元)	106.81	126.47	165.19	189.17	209.17	219.10
营业成本-燃料 (亿元)	72.55	115.26	138.01	141.85	152.66	158.16
营业成本-其他 (亿元)	25.41	22.38	26.31	31.87	36.77	39.05
营业成本-电力 (亿元)	97.97	137.64	164.31	173.72	189.42	197.21
度电成本 (元/kWh)	0.2974	0.3995	0.4231	0.3689	0.3400	0.3315
毛利 (亿元)	8.84	-11.17	0.87	15.45	19.74	21.89
毛利率(%)	8.28%	-8.84%	0.53%	8.17%	9.44%	9.99%

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院测算

此外，加上环保发电、煤炭贸易和投资收益等，得到公司 2023-2025 年盈利预测：

表4：2023-2025 年皖能电力盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	167.52	210.32	242.76	280.41	301.06	311.00
YoY	4.10%	25.55%	15.42%	15.51%	7.37%	3.30%
营业收入-电力 (亿元)	106.81	126.47	165.19	189.17	209.17	219.10
YoY	-7.21%	18.41%	30.62%	14.52%	10.57%	4.75%
营业收入-煤炭 (亿元)	51.63	79.95	72.95	73.00	73.00	73.00

YoY	35.51%	54.84%	-8.75%	0.07%	0.00%	0.00%
营业收入-环保 (亿元)	0.00	10.18	12.03	13.23	13.90	13.90
YoY	0.00%	0.00%	18.22%	10.00%	5.00%	0.00%
营业收入-其他 (亿元)	9.08	3.91	4.62	5.00	5.00	5.00
YOY	17.76%	-56.97%	18.19%	8.25%	0.00%	0.00%
营业成本 (亿元)	159.60	230.72	250.42	261.58	277.81	285.60
YoY	3.9%	44.6%	8.5%	4.46%	6.21%	2.80%
毛利润 (亿元)	7.92	-20.40	-7.66	18.83	23.25	25.40
YoY	9.2%	-357.5%	-62.4%	-345.68%	23.49%	9.23%
毛利率	4.7%	-9.7%	-3.2%	6.71%	7.72%	8.17%
投资收益 (亿元)	7.38	-4.13	8.68	11.44	11.49	11.51
YoY	42.07%	-155.97%	-310.12%	31.76%	0.42%	0.16%
净利润 (亿元)	13.29	-21.95	1.82	16.86	18.80	19.50
YoY	25.5%	-265.2%	-108.3%	827.2%	11.5%	3.7%
净利润率	7.93%	-10.43%	0.75%	6.01%	6.24%	6.27%
归母净利润 (亿元)	10.14	-13.37	4.25	13.97	14.90	15.24
YoY	31.0%	-231.9%	-131.8%	228.6%	6.7%	2.3%
EPS-基本 (元)	0.45	-0.59	0.19	0.62	0.66	0.67

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

4.2.1 相对估值法

选取 A 股主要火电运营商浙能电力、粤电力 A、上海电力、江苏国信、申能股份作为可比上市公司，对应 2023 年盈利预测的 PE 均值为 12.1 倍。

表5：可比公司 PE 数据对比

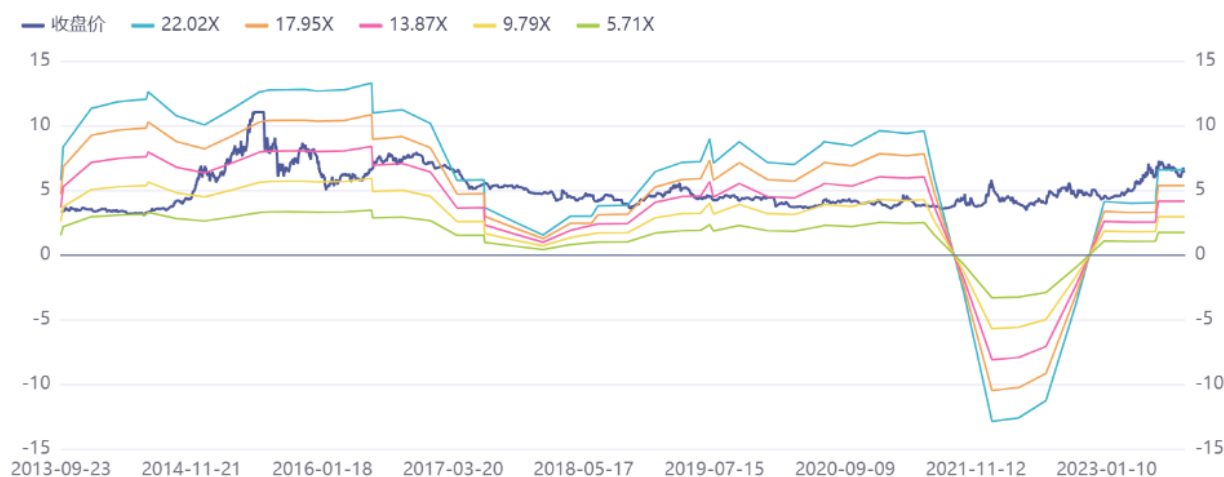
股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
000543.SZ	皖能电力	6.34	0.19	0.62	0.66	33.4	10.3	9.6
		均值 (剔除极值)				55.7	12.1	9.7
600023.SH	浙能电力	4.40	-0.14	0.42	0.46	/	10.5	9.6
000539.SZ	粤电力 A	6.12	-0.57	0.38	0.57	/	16.1	10.7
600021.SH	上海电力	9.04	0.11	0.74	0.96	82.2	12.2	9.4
002608.SZ	江苏国信	7.17	0.02	0.58	0.69	358.5	12.4	10.4
600642.SH	申能股份	6.41	0.22	0.68	0.78	29.1	9.4	8.2

资料来源：Wind，民生证券研究院；

注：1) 申能股份、江苏国信、浙能电力数据为民生预测；未覆盖可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 09 月 21 日。2) 2022 年 PE 均值，浙能电力、粤电力 A 因亏损剔除，江苏国信因盈亏平衡数值小亦剔除。

图31：皖能电力 PE-band

000543.SZ



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.2.2 绝对估值法

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下：参考 10 年期国债的收益率，考虑到利率波动，出于审慎性原则，无风险利率假定为 2.70%， β 系数假定为 0.6。

当永续增长率为 0.00%、WACC 上下波动 0.6%时，测算得到公司每股价值区间为 6.61-9.72 元，对应 2023 年 PE 区间为 10.7-15.8 倍。

表6：皖能电力 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	2.70%	风险溢价 ($R_m - R_f$)	5.30%
公司 β 系数	0.6	K_e	9.88%
K_d	3.50%	T	25.00%
W_d	59.63%	W_e	40.37%
WACC	5.55%	永续增长率	0.00%
公司特质性风险溢价 R_c (%)	4.00%		

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表7：皖能电力 DCF 估值敏感性分析表

永续增长率	WACC						
	4.95%	5.15%	5.35%	5.55%	5.75%	5.95%	6.15%
0.00%	9.74	9.12	8.55	8.02	7.52	7.06	6.63

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

综上，考虑到公司新投产机组以及收购环保发电带来的增长空间，结合公司历史估值及可比公司数据，综合考量相对估值和绝对估值，给予公司 2023 年 12.0 倍 PE，对应目标价 7.44 元。

4.3 投资建议

在安徽省电力供需趋紧的局面下，公司存量火电机组发电量与上网电价有望维持高位，随着在建火电机组的陆续投产，公司业绩有望实现持续增长。通过与煤企合作控、参火电，降低煤价大幅波动对业绩的影响。皖能集团注入的优质环保、抽蓄资产，优化公司资产结构，进一步增厚利润。预计公司 23/24/25 年 EPS 分别为 0.62/0.66/0.67 元，对应 2023 年 9 月 21 日收盘价 PE 分别 10.3/9.6/9.4 倍。参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 2023 年 12.0 倍 PE，目标价 7.44 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 宏观经济下行导致用电需求下降的风险。电力工业作为国民经济运转的支柱之一，供需关系的变化在较大程度上受到宏观经济运行状态的影响。发电企业经营状况与经济周期的相关性较高，经济下行周期将可能导致全社会用电需求减少，降低公司发电设备利用小时数，影响公司的盈利能力。

2) 煤炭价格回升导致燃料成本增加的风险。公司控、参股装机集中于火电机组，燃料成本在公司发电业务成本中占比超过八成。煤炭去产能政策造成供应大幅下降，优质产能的释放进度落后，且环保限产进一步压制了煤炭供应，导致了电煤价格难以得到有效控制。

3) 电力市场竞争降低上网电价的风险。随着电力体制改革的深入，电力市场竞争加剧，交易电量及价差扩大，拉低公司平均上网电价，降低营业收入。

4) 绿电加速替代火电的风险。省内大力发展清洁能源，新能源装机的并网需求可能挤压火电机组出力，导致火电机组的利用小时减少。

5) 环保指标提高的风险。公司参控股装机集中于火电机组，若对环保的要求进一步提高，可能增加公司“三改联动”的额外运营成本。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	24,276	28,041	30,106	31,100
营业成本	24,058	26,158	27,781	28,560
营业税金及附加	101	112	120	124
销售费用	13	14	15	16
管理费用	95	112	120	124
研发费用	208	280	301	311
EBIT	-180	1,443	1,854	2,053
财务费用	568	676	834	942
资产减值损失	-34	-50	-50	-50
投资收益	868	1,144	1,149	1,151
营业利润	115	1,862	2,119	2,212
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	120	1,867	2,124	2,217
所得税	-62	181	244	266
净利润	182	1,686	1,880	1,950
归属于母公司净利润	425	1,397	1,490	1,524
EBITDA	1,018	3,016	3,608	3,906

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,582	1,367	1,164	1,267
应收账款及票据	2,274	2,453	2,634	2,722
预付款项	568	523	556	571
存货	720	738	787	811
其他流动资产	521	643	665	676
流动资产合计	5,666	5,724	5,806	6,047
长期股权投资	11,229	12,373	13,522	14,673
固定资产	15,880	20,055	25,734	29,236
无形资产	752	751	751	751
非流动资产合计	39,525	45,212	49,779	51,531
资产合计	45,191	50,936	55,585	57,578
短期借款	603	703	903	703
应付账款及票据	5,527	5,733	6,089	6,260
其他流动负债	3,233	3,896	1,009	1,037
流动负债合计	9,363	10,332	8,000	8,000
长期借款	16,505	19,585	25,105	25,595
其他长期负债	2,347	2,366	2,366	2,366
非流动负债合计	18,852	21,951	27,471	27,961
负债合计	28,215	32,284	35,472	35,961
股本	2,267	2,267	2,267	2,267
少数股东权益	4,376	4,665	5,055	5,481
股东权益合计	16,975	18,652	20,113	21,617
负债和股东权益合计	45,191	50,936	55,585	57,578

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.42	15.51	7.37	3.30
EBIT 增长率	88.91	901.23	28.43	10.75
净利润增长率	131.99	228.59	6.67	2.26
盈利能力 (%)				
毛利率	0.90	6.71	7.72	8.17
净利润率	1.75	4.98	4.95	4.90
总资产收益率 ROA	0.94	2.74	2.68	2.65
净资产收益率 ROE	3.37	9.99	9.90	9.44
偿债能力				
流动比率	0.61	0.55	0.73	0.76
速动比率	0.44	0.40	0.52	0.54
现金比率	0.17	0.13	0.15	0.16
资产负债率 (%)	62.44	63.38	63.82	62.46
经营效率				
应收账款周转天数	34.14	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	10.93	11.00	11.00	11.00
总资产周转率	0.57	0.58	0.57	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.62	0.66	0.67
每股净资产	5.56	6.17	6.64	7.12
每股经营现金流	1.27	1.28	1.53	1.62
每股股利	0.05	0.18	0.20	0.20
估值分析				
PE	33.8	10.3	9.6	9.4
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	35.06	11.83	9.89	9.14
股息收益率 (%)	0.76	2.92	3.11	3.18

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	182	1,686	1,880	1,950
折旧和摊销	1,198	1,573	1,755	1,854
营运资金变动	1,828	7	76	7
经营活动现金流	2,869	2,896	3,466	3,670
资本开支	-4,630	-5,592	-5,167	-2,449
投资	-13	0	0	0
投资活动现金流	-4,075	-6,110	-5,167	-2,449
股权募资	187	0	0	0
债务募资	2,645	3,710	2,773	290
筹资活动现金流	1,605	2,999	1,498	-1,117
现金净流量	398	-216	-203	104

插图目录

图 1: 皖能电力股权结构 (截至 1H23)	3
图 2: 截至 1H23 皖能电力在运火电权益装机结构 (单位:万千瓦)	5
图 3: 截至 1H23 皖能电力在建火电权益装机结构 (单位:万千瓦)	5
图 4: 2016-2023H1 皖能电力营业收入	5
图 5: 2016-2023H1 皖能电力营收结构	5
图 6: 2016-2023H1 皖能电力毛利	6
图 7: 2016-2023H1 皖能电力毛利结构	6
图 8: 2016-2022 年皖能电力发电量	6
图 9: 2016-2022 年皖能电力上网电量	6
图 10: 2016-2022 年皖能电力平均上网电价	7
图 11: 2016-2022 年皖能电力电力业务营收	7
图 12: 秦皇岛港 Q5500 动力煤价格走势	7
图 13: 2016-2022 年皖能电力度电燃料成本	7
图 14: 2016-2023H1 年皖能电力电力业务毛利	8
图 15: 2016-2022 年皖能电力净利润	8
图 16: 资产重组后神皖能源股权结构 (截至 1H23)	8
图 17: 2016-2023H1 皖能电力投资收益	9
图 18: 2016-2023H1 皖能电力投资收益在利润总额占比	9
图 19: 2016-2022 年安徽省用电量及增速	10
图 20: 2016-2022 年安徽省发电量及增速	10
图 21: 2022 年全国各省 (区、市) 用电量	11
图 22: 近年来安徽省电量持续净输出, 输出电量占发电量逐年提高	11
图 23: 2016-2022 年安徽省新增装机容量	12
图 24: 2016-2022 年安徽省发电装机结构	12
图 25: 2016-2022 年安徽省火电发电量	12
图 26: 2016-2022 年安徽省火电利用小时	12
图 27: 2022 年煤炭储量排名前五省份/自治区	14
图 28: 2023-2025 年皖能电力新疆机组营业收入预测	14
图 29: 环保发电营业收入及净利润	15
图 30: 抽水蓄能营业收入及净利润	15
图 31: 皖能电力 PE-band	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 皖能电力控、参股火电装机容量 (截至 1H23)	4
表 2: 安徽省能源发展“十四五”规划 (单位: 万千瓦)	12
表 3: 2023-2025 年皖能电力电力板块营业收入预测	16
表 4: 2023-2025 年皖能电力盈利预测	16
表 5: 可比公司 PE 数据对比	17
表 6: 皖能电力 DCF 假设参数	18
表 7: 皖能电力 DCF 估值敏感性分析表	18
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026