



买入（首次）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：8.78

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

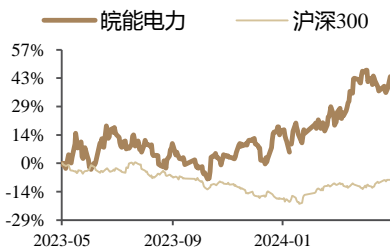
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.79	20.60	24.89
相对涨幅(%)	-7.22	18.74	15.98

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

皖能电力（000543.SZ）：安徽煤电龙头，业绩增长可期

投资要点

- 安徽火电龙头，装机规模稳步扩张。**截至2023年底，公司控股发电装机容量为1494万千瓦，其中经营期装机1138万千瓦，建设期装机356万千瓦，燃煤发电机组除江布电厂2台66万千瓦机组及英格玛电厂2台66万千瓦机组在新疆外，其余均落地安徽，公司控股在运省调火电机组装机容量占比22.8%。近年来公司业绩快速增长，2018年至2023年，公司营收从134.2亿元增长至278.7亿元，年复合增长率达15.7%；归母净利润由5.6亿元增长至14.3亿元，年复合增长率为20.8%。
- 量、价、成本齐向好，驱动业绩再上台阶。**(1)量：公司存量机组优质，新建装机盈利能力强。公司煤电机组参数高、容量大、运行效率高、煤耗低，近三年来供电煤耗持续下降，同时公司在“吉-泉线”上布局了新疆皖能江布电厂(2×66万千瓦)和英格玛电厂(2×66万千瓦)，总装机容量264万千瓦，预计每年向安徽输送电量140亿千瓦时，两家电厂均可利用新疆当地优质、低廉的煤炭资源，盈利情况均有望呈现出较好水平。(2)价：安徽地处长三角，经济保持高速发展，用电需求强劲，且需承担皖电东送任务，电价有望保持高位；2021-2023年安徽省电价上调明显，直接交易电量成交均价由2020年的346.8元/MWh上涨至2023年的460.3元/MWh。考虑容量电价之后，从2024年1-4月的电网代理购电价格来看，安徽省整体电价基本保持在2023年的水平。(3)成本：龙年春节假期之后，煤价步入快速下行区间，公司控股、参股电厂多分布于安徽煤炭资源丰富区域，我们认为24年公司有望受益长协煤占比提升+坑口煤价快速下降双重利好，发电成本或将明显降低。
- 集团优质资产注入，加速新能源发展。**2023年，公司收购皖能环保51%的股权和响水涧抽水蓄能电站、响洪甸抽水蓄能电站、琅琊山抽水蓄能电站、天荒坪抽水蓄能电站部分股权，向综合能源运营商转变。新能源方面，公司“十四五”期间计划新增400万千瓦可再生能源装机，2023年公司宿州褚兰30万千瓦风电顺利开工建设并取得新疆奇台80万千瓦光伏项目建设指标，有望加速新能源装机建设。
- 投资建议与估值：**公司作为安徽煤电龙头，装机规模持续扩张，在电价维持高位的情况下，随着长协煤比例提升叠加坑口煤价下降，公司的盈利能力有望不断提升。我们预计公司2024年-2026年的收入分别为295.79亿元、314.00亿元、316.13亿元，增速分别为6.1%、6.2%、0.7%；归母净利润分别为20.25亿元、22.79亿元、24.58亿元，增速分别为41.7%、12.5%、7.8%。首次覆盖，给予“买入”投资评级。
- 风险提示：**煤炭价格波动风险、电价大幅下调风险、装机速度不及预期等。

股票数据

总股本(百万股):	2,266.86
流通 A 股(百万股):	2,266.86
52 周内股价区间(元):	5.63-8.97
总市值(百万元):	19,903.06
总资产(百万元):	61,823.24
每股净资产(元):	6.29

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,740	27,867	29,579	31,400	31,613
(+/-)YOY(%)	22.4%	8.3%	6.1%	6.2%	0.7%
净利润(百万元)	499	1,430	2,025	2,279	2,458
(+/-)YOY(%)	137.6%	186.4%	41.7%	12.5%	7.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.63	0.89	1.01	1.08
毛利率(%)	2.4%	6.9%	9.9%	12.2%	13.1%
净资产收益率(%)	3.5%	10.3%	13.4%	13.7%	13.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 安徽火电龙头，装机规模稳步扩张.....	6
1.1. 安徽省属能源平台，成长性十足.....	6
1.2. 装机电量持续增长，盈利能力大幅提升.....	7
2. 量、价、成本齐向好，驱动业绩再上台阶.....	9
2.1. 量：存量机组优质，新建机组盈利能力强.....	9
2.2. 价：安徽电力供需偏紧，看好电价保持高位.....	12
2.3. 成本：用煤成本下降，公司盈利能力有望提升.....	15
3. 集团优质资产注入，加速新能源发展.....	18
3.1. 注入抽蓄与环保电厂，转型综合能源运营商.....	19
3.2. 十四五新能源规划新增 400 万千瓦.....	20
4. 盈利预测及投资建议.....	21
4.1. 盈利预测.....	21
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1: 公司股权架构 (截至 2024 年 3 月底)	6
图 2: 公司历年总装机量 (含在建机组) 变化 (单位: 万千瓦)	7
图 3: 公司历年发电量变化 (单位: 亿千瓦时)	7
图 4: 2018-2023 营业收入 (亿元) 及增速 (右轴)	7
图 5: 2018-2023 归母净利润 (亿元) 及增速 (右轴)	7
图 6: 公司近年销售毛利率与销售净利率	8
图 7: 2020-2023 年公司各项费用以及总费用变化 (百万元)	8
图 8: 2020-2023 年公司财务费用占期间费用比例变化	8
图 9: 2018-2023 年经营现金流量净额 (亿元)	9
图 10: 2018-2023 年资产负债率	9
图 11: 公司火电装机明细 (截至 2023 年底)	10
图 12: 近年公司供电煤耗水平 (单位: 克/千瓦时, 左轴为全口径机组煤耗, 右轴为常规机组、综合利用机组煤耗)	11
图 13: 准东—皖南±1100 千伏特高压直流输电工程路线图	11
图 14: 2018-2023 年安徽省 GDP 及增长率 (右轴)	12
图 15: 安徽省 2019-2023 年用电量及增速 (右轴)	12
图 16: 安徽省近年各发电类型发电量情况	12
图 17: 2023 年全国陆地 70 米高度年平均风速分布	13
图 18: 2023 年全国年水平面太阳能总辐照量分布	13
图 19: 江苏省、浙江省电力消费量 (亿千瓦时)	13
图 20: 江苏省、浙江省电力消费量增速	13
图 21: 安徽省历年直接交易电量成交均价 (单位: 元/MWh)	14
图 22: 公司上网电价情况 (单位: 元/MWh)	14
图 23: 安徽省电网代理购电价格 (单位: 元/MWh)	15
图 24: 2018-2023 年中国原煤产量 (单位: 亿吨)	15
图 25: 2018-2023 年中国动力煤进口情况 (单位: 万吨)	15
图 26: 澳大利亚动力煤进口量累计值 (单位: 万吨)	16
图 27: 2018-2023 CCTD 主流港口煤炭库存情况 (单位: 万吨)	16
图 28: 全国煤炭企业月度库存 (单位: 万吨)	16
图 29: 国内主要港口动力煤价格走势图 (元/吨)	17
图 30: 长协煤价格较现货价格低且稳定 (单位: 元/吨)	18
图 31: 安徽省煤炭资源分布情况	18

图 32: 安徽坑口动力煤价降幅快于港口	18
表 1: 公司前十大股东持股情况 (截至 2024 年 3 月底)	6
表 2: 公司收购皖能环保及四家抽蓄电厂的具体情况	19
表 3: 公司收购的四家抽蓄电站装机情况	19
表 4: 公司控股、参股新能源项目 (截至 2022 年底)	20
表 5: 公司营收预测 (单位: 百万元)	21
表 6: 可比公司估值	22

1. 安徽火电龙头，装机规模稳步扩张

1.1. 安徽省属能源平台，成长性十足

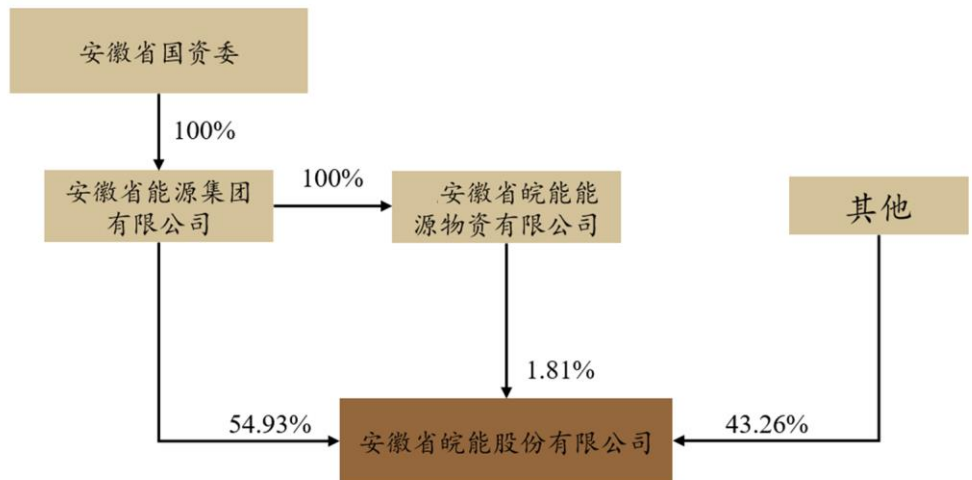
皖能集团旗下电力运营平台，围绕火电深度发展。公司是安徽省第一批规范化改制的上市公司，于 1993 年 12 月 20 日在深圳证券交易所挂牌上市。重点布局火电，战略发展风电、水电、核电等清洁能源，截至 2023 年底，公司控股发电装机容量为 1494 万千瓦，其中经营期装机 1138 万千瓦，建设期装机 356 万千瓦。公司控股股东为皖能集团，实际控制人为安徽省国资委，截至 2024 年 3 月底皖能集团直接间接持有公司 56.74% 的股份。

表 1：公司前十大股东持股情况（截至 2024 年 3 月底）

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	安徽省能源集团有限公司	1,245,208,342	54.93%
2	安徽省皖能能源物资有限公司	41,021,000	1.81%
3	中国工商银行股份有限公司-交银施罗德趋势优先混合型证券投资基金	28,797,992	1.27%
4	基本养老保险基金一二零四组合	22,145,608	0.98%
5	中国农业银行股份有限公司-广发均衡优选混合型证券投资基金	20,948,500	0.92%
6	香港中央结算有限公司	16,582,084	0.73%
7	全国社保基金一一六组合	15,652,680	0.69%
8	中国工商银行股份有限公司-广发价值优势混合型证券投资基金	13,949,600	0.62%
9	交通银行股份有限公司-永赢长远价值混合型证券投资基金	13,919,007	0.61%
10	招商银行股份有限公司-农银汇理策略收益一年持有期混合型证券投资基金	13,891,850	0.61%

资料来源：公司公告，IFinD，德邦研究所

图 1：公司股权架构（截至 2024 年 3 月底）

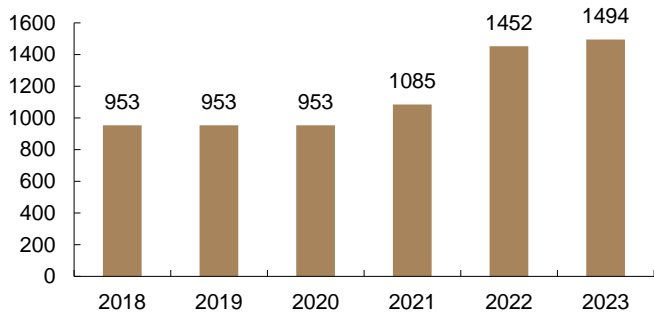


资料来源：公司公告，IFinD，德邦研究所

1.2. 装机电量持续增长，盈利能力大幅提升

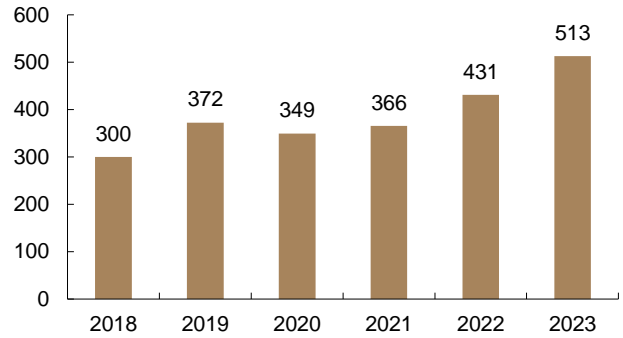
安徽电力龙头，装机电量有序增长。截至 2023 年末，公司总装机容量（含在建机组）1494 万千瓦，同比+2.9%。在装机量上升的背景下，公司发电量也逐步提升，由 2018 年的 300 亿千瓦时增长到 2023 年的 512.6 亿千瓦时，年复合增长率达 11.3%。从地域分布来看，公司燃煤发电机组除江布电厂 2 台 66 万千瓦机组及英格玛电厂 2 台 66 万千瓦机组在新疆外，其余均落地安徽，2023 年公司控股在运省调火电机组装机容量占比 22.8%；从装机容量来看，公司在运煤电机组中 60 万千瓦及以上高效低能耗装机容量占比 79%。

图 2：公司历年总装机容量（含在建机组）变化（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告，德邦研究所

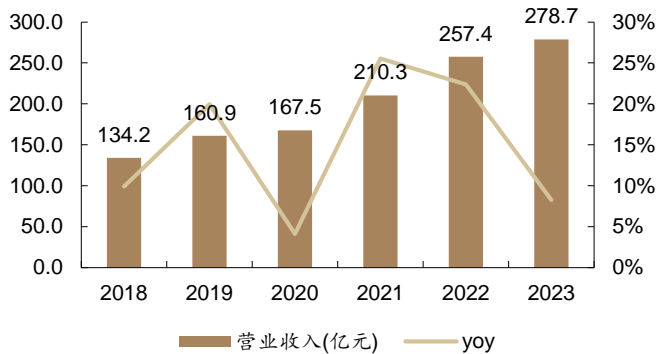
图 3：公司历年发电量变化（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，德邦研究所

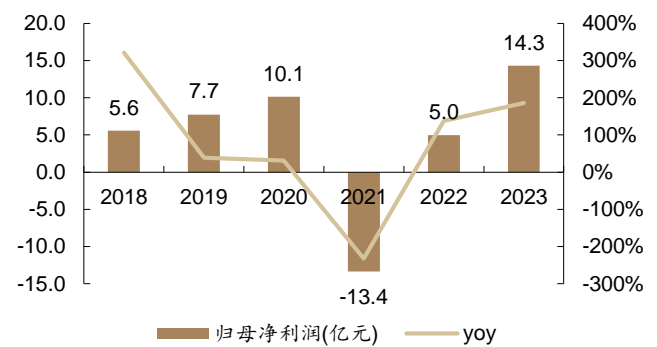
营收稳步增长，利润大幅增加。2018 年至 2023 年，公司营收从 134.16 亿元增长至 278.67 亿元，年复合增长率为 15.7%；归母净利润由 5.6 亿元增长至 14.3 亿元，年复合增长率为 20.8%。2023 年公司实现营收 278.67 亿元，同比+8.3%，归母净利润 14.3 亿元，同比+186.4%。

图 4：2018-2023 营业收入（亿元）及增速（右轴）



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

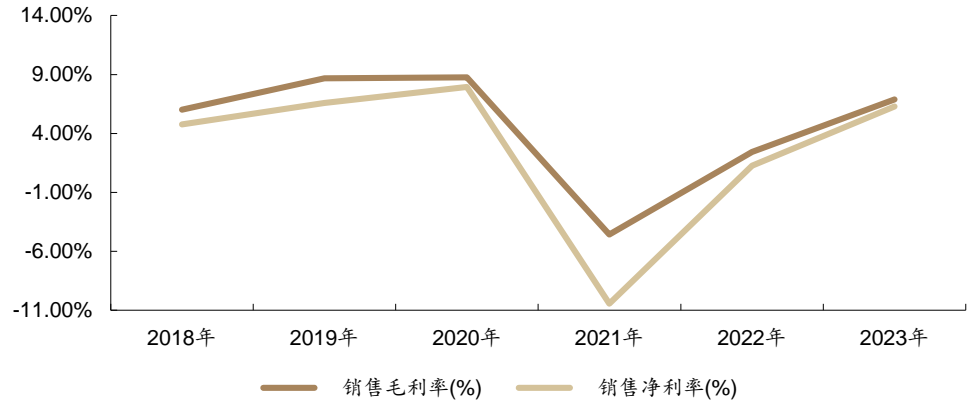
图 5：2018-2023 归母净利润（亿元）及增速（右轴）



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

煤价下行成本改善，毛利率、净利率稳步提高。2021、2022年，由于煤炭价格大幅上涨，导致公司毛利率、净利率均显著低于正常年份，2023年得益于煤炭价格下跌，公司毛利率、净利率修复明显，分别为6.87%、6.28%，分别同比+4.43pct、+5.01pct。

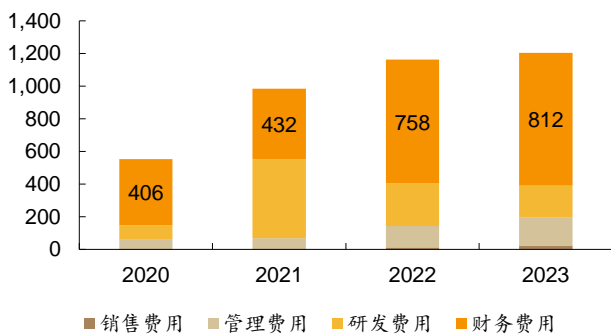
图6：公司近年销售毛利率与销售净利率



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

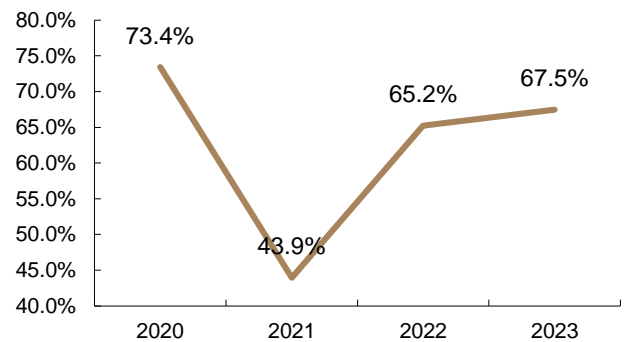
利息费用占大头，期间费用率近三年持续下降。2020-2023年公司期间费用分别为5.53亿元、9.84亿元、11.62亿元、12.03亿元，期间费用率分别为3.3%、4.7%、4.5%、4.3%，近三年公司期间费用率不断下降；其中财务费用占费用大头，2023年财务费用占期间费用的67.5%，主要来自于利息支出。

图7：2020-2023年公司各项费用以及总费用变化（百万元）



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

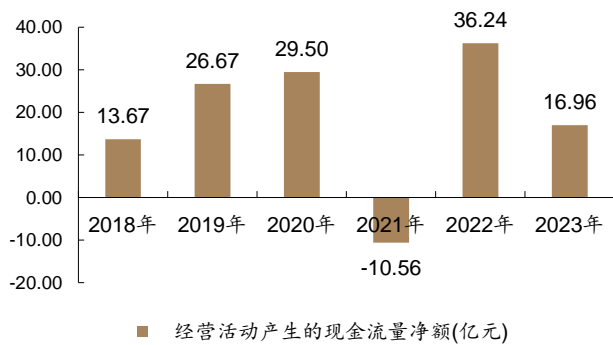
图8：2020-2023年公司财务费用占期间费用比例变化



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

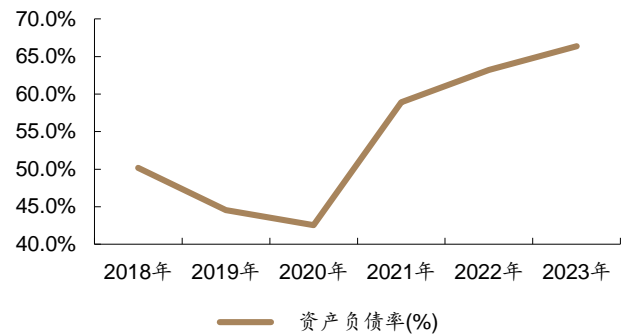
经营活动现金流保持充沛，资产负债率上升。2020-2023年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为29.50亿元、-10.56亿元、36.24亿元、16.96亿元。整体看，除2021年因燃煤成本大幅上涨导致公司现金支出大幅增加致现金流大幅下降以外，公司经营现金流始终保持充裕。资产负债率方面，近年来随着公司装机规模的不断提升，公司的资产负债率由2018年的50.2%提升至2023年的66.4%。

图 9：2018-2023 年经营现金流量净额（亿元）



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

图 10：2018-2023 年资产负债率



资料来源：IFinD，公司公告，德邦研究所

2. 量、价、成本齐向好，驱动业绩再上台阶

2.1. 量：存量机组优质，新建机组盈利能力强

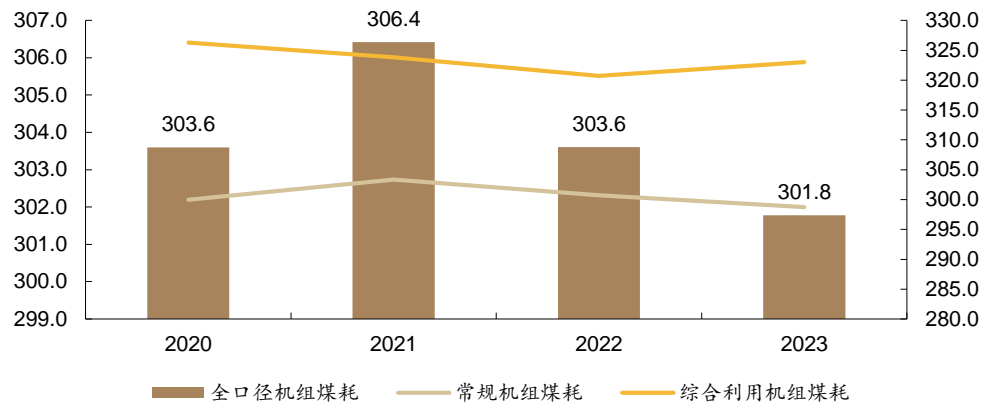
在运火电权益装机 1311 万千瓦，机组煤耗持续降低。截至 2023 年底，公司控股发电装机容量为 1494 万千瓦，其中经营期装机 1138 万千瓦，建设期装机 356 万千瓦；根据我们统计，公司在运火电控股装机达 1085 万千瓦，权益装机达 1311 万千瓦。公司煤电机组参数高、容量大、运行效率高、煤耗低，近三年来公司供电煤耗持续下降，2023 年公司机组平均供电煤耗为 301.8 克/千瓦时，较 21 年下降 4.6 克/千瓦时。

图 11: 公司火电装机明细 (截至 2023 年底)

项目名称	机组构成 (万千瓦)	总装机容量 (万千瓦)	公司持股比例	权益容量 (万千瓦)	控股容量 (万千瓦)	
在运机组						
控股 电厂	皖能合肥发电有限公司	63+63	126	51.0%	64.26	126
	皖能马鞍山发电有限公司	2×66	132	51.0%	67.32	132
	皖能铜陵发电有限公司	105+100+32	237	51.0%	120.87	237
	淮北国安电力有限公司	2×32	64	40.0%	25.60	64
	阜阳华润一期	2×64	128	56.4%	72.14	194
	阜阳华润二期	2×66	132	56.4%	74.40	195
	临涣中利发电有限公司	2×32	64	51.0%	32.64	64
	钱营孜电厂	2×35	70	50.0%	35.00	70
	新疆江布电厂	2×66	132	53.0%	69.96	132
	合计		1085		562	
参股 电厂	淮北涣城发电公司	2×32	60	49.0%	29.40	/
	淮南洛能发电公司	2×32+2×63	190	46.0%	87.40	/
	中煤新集利辛有限公司	2×100	200	45.0%	90.00	/
	淮北申皖发电有限公司	2×66	132	24.5%	32.34	/
	安庆皖江发电有限公司	2×32+2×100	264	49.0%	129.36	/
	池州九华发电有限公司	2×32	64	49.0%	31.36	/
	马鞍山万能达发电有限公司	4×33	132	49.0%	64.68	/
	神皖庐江电厂	2×66	132	49.0%	64.68	/
	国能蚌埠发电有限公司	2×63+2×66	258	39.2%	101.14	/
	国能铜陵发电有限公司	2×63	126	37.2%	46.92	/
	国电宿州发电有限公司	2×35	70	36.3%	25.38	/
	山西潞光发电有限公司	2×66	132	35.0%	46.20	/
	合计		1760		748.9	
	在建机组					
控股	新疆华电西黑山发电有限责任公司	2×66	132	70.0%	92.4	132
控股	合肥皖能燃气发电有限责任公司	2×45	90	100.0%	90	90
参股	板集电厂二期	2×66	132	45.0%	59.4	/
参股	钱营孜电厂二期	1×100	100	50.0%	50	/
合计		454		291.8		

资料来源: 公司 2024 年度第一期超短期融资券募集说明书, 北极星火力发电网等, 德邦研究所

图 12: 近年公司供电煤耗水平 (单位: 克/千瓦时, 左轴为全口径机组煤耗, 右轴为常规机组、综合利用机组煤耗)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

布局新疆, 江布、英格玛电厂投运有望提升公司整体盈利水平。公司于 2020 年开始在“吉-泉线”上布局了新疆皖能江布电厂 (2×66 万千瓦) 和英格玛电厂 (2×66 万千瓦), 总装机容量 264 万千瓦, 预计每年向安徽输送电量 140 亿千瓦时。其中, 江布电厂两台机组已于 2023 年投产, 英格玛电厂或将于 2024 年 12 月实现双机投产, 通过准东—皖南特高压输电通道东送入皖, 两家电厂均可利用新疆当地优质、低廉的煤炭资源, 盈利情况均有望呈现出较好水平。

图 13: 准东—皖南±1100 千伏特高压直流输电工程路线图

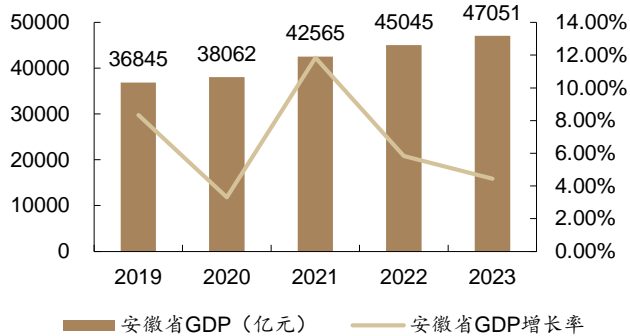


资料来源: 凤凰网, 德邦研究所

2.2. 价：安徽电力供需偏紧，看好电价保持高位

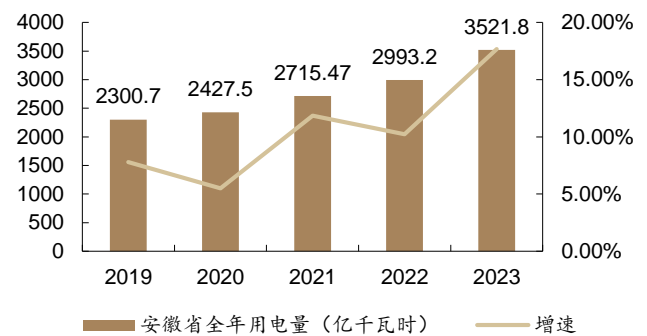
安徽省经济高速发展，电力需求强劲。安徽省近年来保持高速发展，2023年GDP达47050.6亿元，同比增长4.5%。随着经济的快速增长，安徽省用电量增速始终保持在高位，由2019年的2301亿千瓦时增长至2023年的3522亿千瓦时，年均增长率高达11.2%。

图 14：2018-2023 年安徽省 GDP 及增长率（右轴）



资料来源：IFinD, 德邦研究所

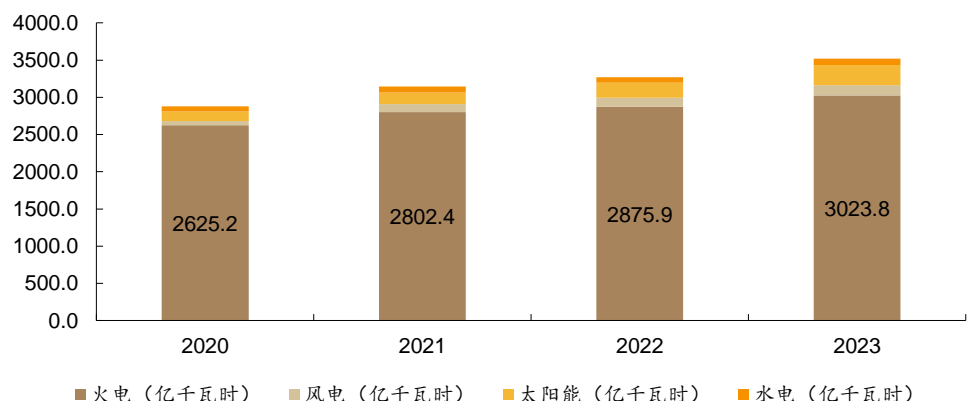
图 15：安徽省 2019-2023 年用电量及增速（右轴）



资料来源：北极星电力网，安徽省统计局等，德邦研究所

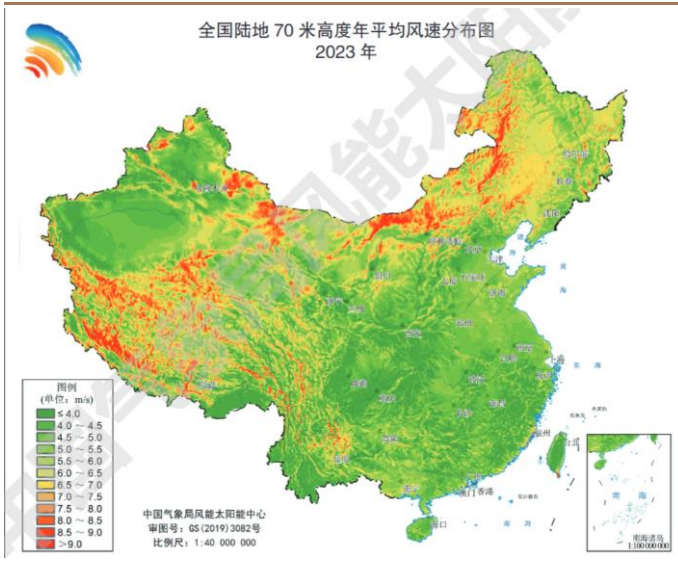
安徽省发电结构以火电为主，风光禀赋较为一般。2020-2023年，安徽省火力发电占比分别为91%、89%、88%、86%，火力发电持续贡献90%左右的省内发电量，占据绝对主导地位。从风光资源来看，安徽风能、太阳能资源较三北、西南地区存在较大差距，参考安徽省规划，十四五期间预新增风电388万千瓦、光伏1430万千瓦，按照风电2200h、光伏1000h的利用小时数计算，风电+光伏的发电量增量为228亿千瓦时，而2023年安徽用电量就较2020年高出1094亿千瓦时，因此火电未来预计仍将是安徽的电力供应的压舱石。

图 16：安徽省近年各发电类型发电量情况



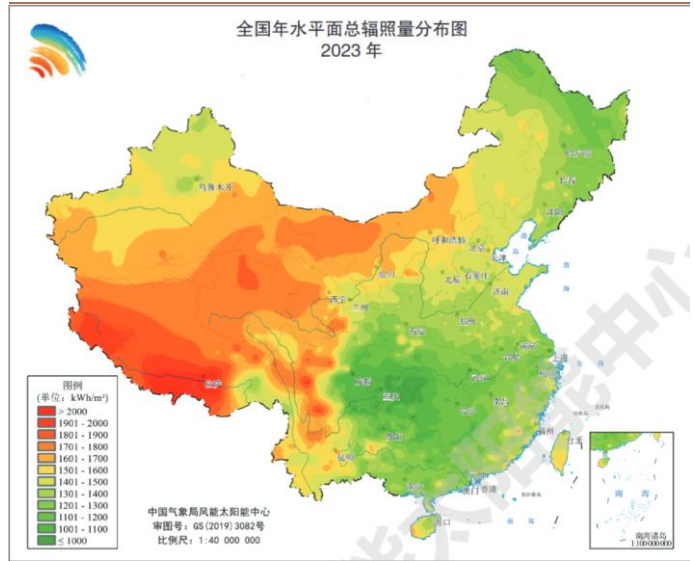
资料来源：安徽统计局，北极星售电网，安徽能源局，德邦研究所

图 17: 2023 年全国陆地 70 米高度年平均风速分布



资料来源:《2023 年中国风能太阳能资源年景公报》, 德邦研究所

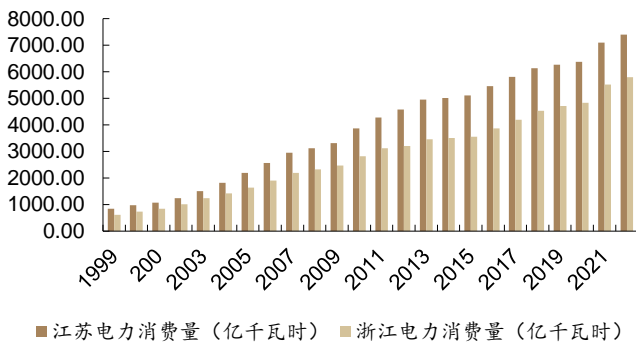
图 18: 2023 年全国年水平面太阳总辐照量分布



资料来源:《2023 年中国风能太阳能资源年景公报》, 德邦研究所

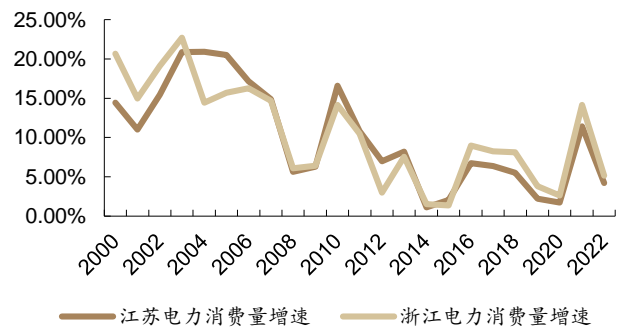
华东地区电力供应偏紧, 皖电东送消纳有保障。安徽地处长三角地区, 毗邻江浙等沿海发达省份, 为解决江苏、浙江、上海的电力缺口问题, 淮南至上海特高压交流输电示范工程于 2013 年竣工, 2021-2022 年皖电东送发电企业送电量分别为 480.34 亿千瓦时、445 亿千瓦时。参考中电联《2023-2024 年度全国电力供需形势分析预测报告》, 预计 24 年全国电力供需形势总体紧平衡, 其中迎峰度夏和迎峰度冬期间, 华北、华东、华中、西南、南方等区域中将有一部分省级电网电力供应偏紧。

图 19: 江苏省、浙江省电力消费量 (亿千瓦时)



资料来源: 中经网统计数据库、德邦研究所

图 20: 江苏省、浙江省电力消费量增速

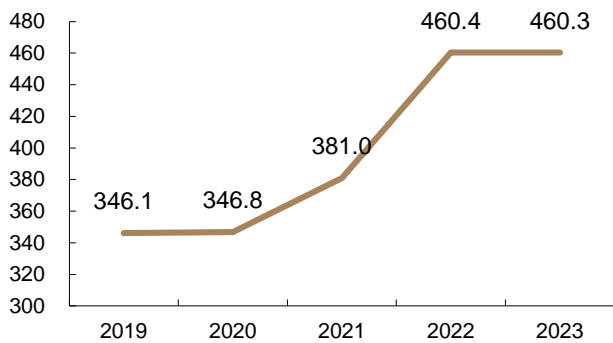


资料来源: 中经网统计数据库、德邦研究所

受益电价市场化改革, 公司上网电价持续提升。2019 年 9 月, 国务院常务会议决定, 从 2020 年 1 月 1 日起, 取消煤电价格联动机制, 将现行标杆上网电价机制, 改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。2021 年 10 月, 国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》(即 1439 号文), 提高了电价的上浮空间和市场化电价的作用半径, 我们认为改革集中于两大方面:

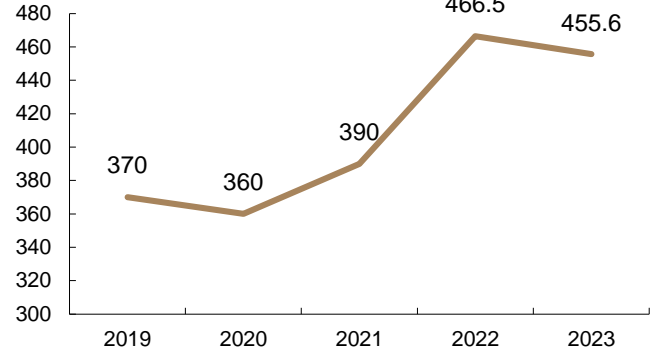
(1) **加大煤电价格浮动力度**：将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制，电力现货价格不受上述幅度限制。(2) **推动煤电、工商业用户全部进入市场**：煤电方面，要求燃煤电量全部进入电力市场（原先为 70%市场电），解决了煤电成本长期有效回收的问题，同时也推动了电力市场化进程；对工商业用户而言，推动工商业用户都进入市场（原先为 44%进入市场），取消工商业目录销售电价。受益市场化改革，2021-2023 年安徽省电价上调明显，直接交易电量成交均价由 2020 年的 346.8 元/MWh 上涨至 2023 年的 460.3 元/MWh；公司上网电价也上调明显，2023 年公司平均上网电价达到 455.6 元/兆瓦时，同比-2.3%（新疆江布电厂投产拉低了整体的电价水平），较安徽省燃煤发电基准价上浮 18.5%。

图 21：安徽省历年直接交易电量成交均价（单位：元/MWh）



资料来源：安徽省 2019-2023 年电力市场年报，北极星售电网，德邦研究所

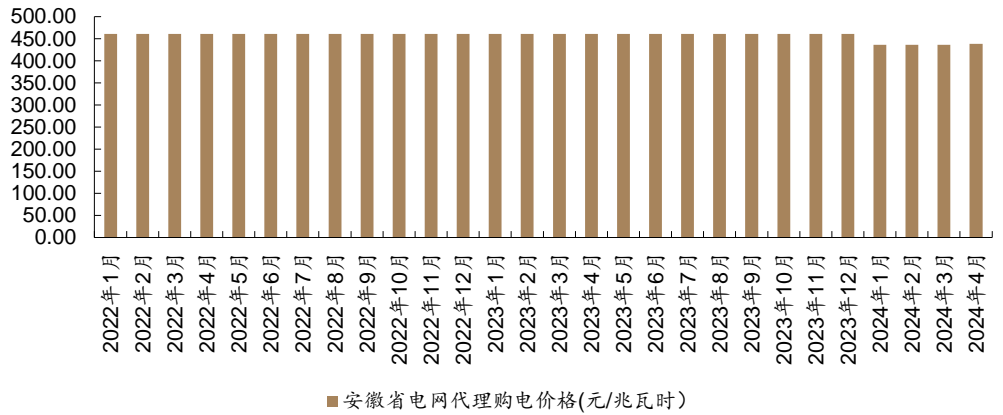
图 22：公司上网电价情况（单位：元/MWh）



资料来源：公司公告，德邦研究所

容量电价落实，预计安徽 24 年电价与 23 年基本持平。为更好的发挥煤电基础性支撑调节作用，促进新能源进一步加快发展，国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，决定自 2024 年 1 月 1 日起建立煤电容量电价机制。根据安徽发改委，2024-2025 年安徽省煤电机组容量电价标准为每年每千瓦 100 元（含税），参考公司 2023 年的利用小时数 4845 小时，对应容量电价为 20.64 元/MWh。从 24 年电价情况来看，安徽省电价整体保持稳定，截至到 2024 年 4 月，安徽省电网代理购电价格为 438.48 元/MWh，考虑到 20.64 元/MWh 的容量电价，2024 年前四个月安徽省整体电价基本保持在 2023 年的水平。

图 23: 安徽省电网代理购电价格 (单位: 元/MWh)



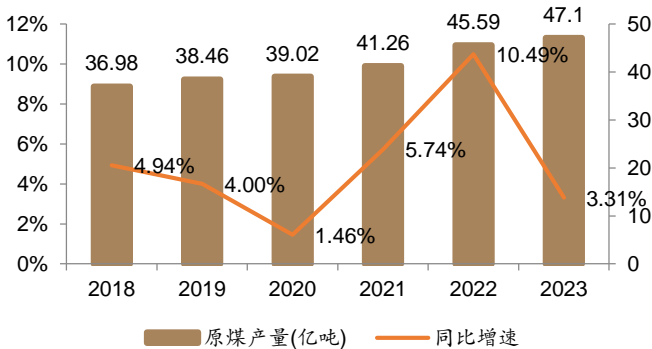
资料来源: 安徽省发改委, 北极星售电网, 德邦研究所

2.3. 成本: 用煤成本下降, 公司盈利能力有望提升

供给端: 国内产能提升叠加进口动力煤量增价减, 煤炭供应改善。国内方面, 2023 年我国原煤、动力煤产量均维持高位, 全国全年共生产原煤 47.1 亿吨, 同比增长 3.31%, 其中动力煤产量 37.7 亿吨, 较 2022 年增产 6928 万吨。

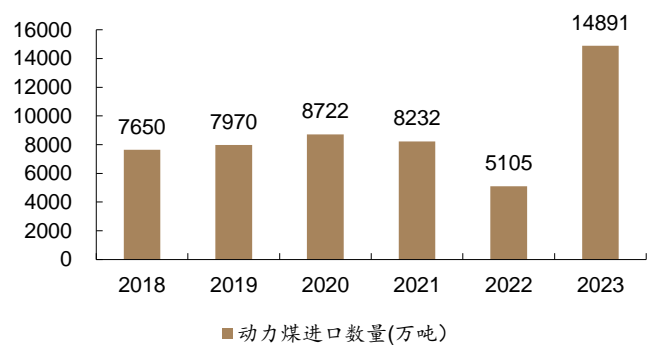
进口方面, 受到贸易政策的影响, 21、22 年中国对澳煤的进口量骤减, 2021、2022 年对澳大利亚动力煤的进口量分别占中国动力煤总进口量的 6.7%和 1.3%, 远低于 2020 年的 48.6%。2023 年 1 月发改委在电力和钢铁企业会议上, 对放宽进口澳煤限制做出评估和讨论, 澳煤进口重启; 根据海关总署, 2023 年中国从澳大利亚进口动力煤达 4918.9 万吨, 同比增加 7072.0%。

图 24: 2018-2023 年中国原煤产量 (单位: 亿吨)



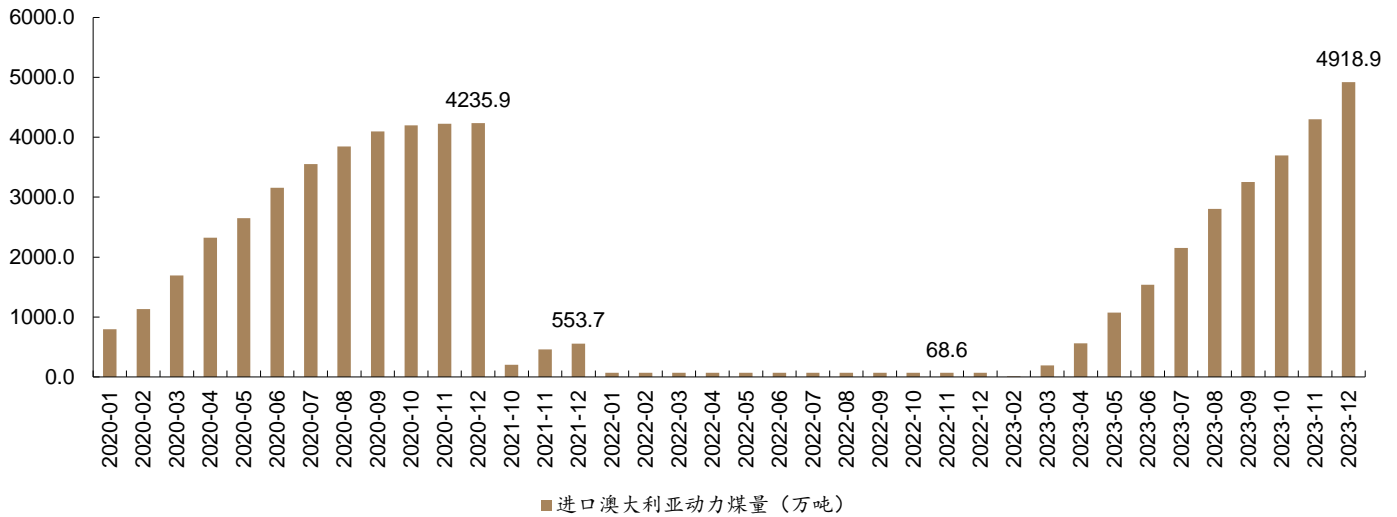
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 25: 2018-2023 年中国动力煤进口情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

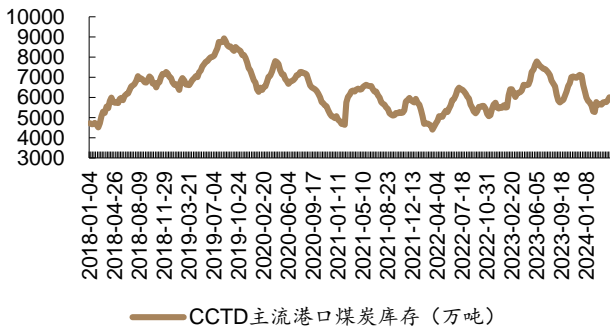
图 26: 澳大利亚动力煤进口量累计值 (单位: 万吨)



资料来源: iFind, 德邦研究所

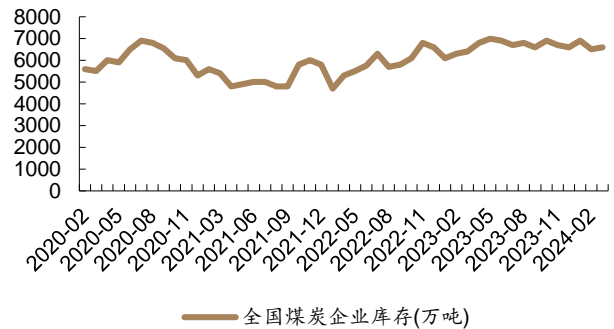
库存量: 煤企库存均保持高位, 港口去库趋势明显。截至 2024 年 3 月, 全国煤炭企业库存达 6600 万吨, 较 22 年同期增加 1900 万吨; 港口库存方面, 2023 年底以来港口库存降幅明显, 由 2023 年 12 月初的 7052.9 万吨降至 2024 年 4 月中旬的 5871.7 万吨, 煤炭库存减少 1181.2 万吨。

图 27: 2018-2023 CCTD 主流港口煤炭库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 煤炭市场网, 德邦研究所

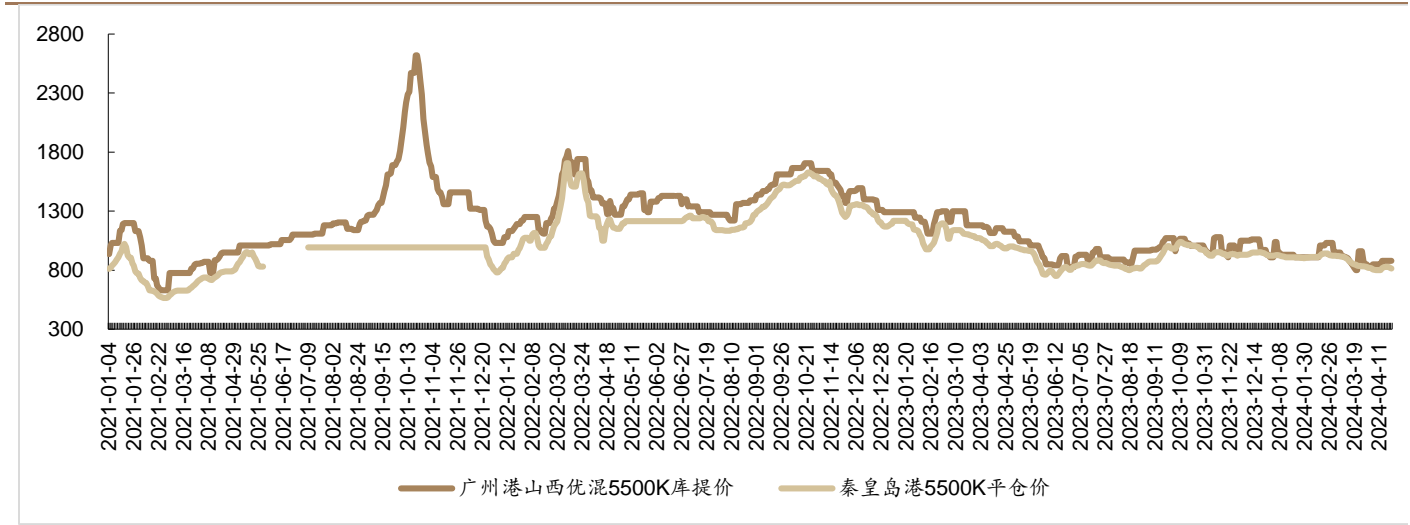
图 28: 全国煤炭企业月度库存 (单位: 万吨)



资料来源: 煤炭市场网, 德邦研究所

价格方面: 动力煤价格下降明显, 年后动力煤加速下跌。2022 年 10 月煤价达到高位之后, 煤炭价格迅速下降, 广州港 5500K 优混、秦皇岛港 5500K 动力煤价格由 22 年 10 月均价 1666.4 元/吨、1579.4 元/吨, 下降至 2023 年 12 月均价 1012.9 元/吨、937.3 元/吨, 价格分别下降 653.5 元/吨、642.2 元/吨。龙年春节假期之后, 煤价步入快速下行区间, 24 年 2 月广州港 5500K 优混、秦皇岛港 5500K 动力煤均价分别为 967.8 元/吨、921.9 元/吨, 至 24 年 4 月中旬已跌至 880 元/吨、816 元/吨, 分别下降 87.8 元/吨、105.9 元/吨。

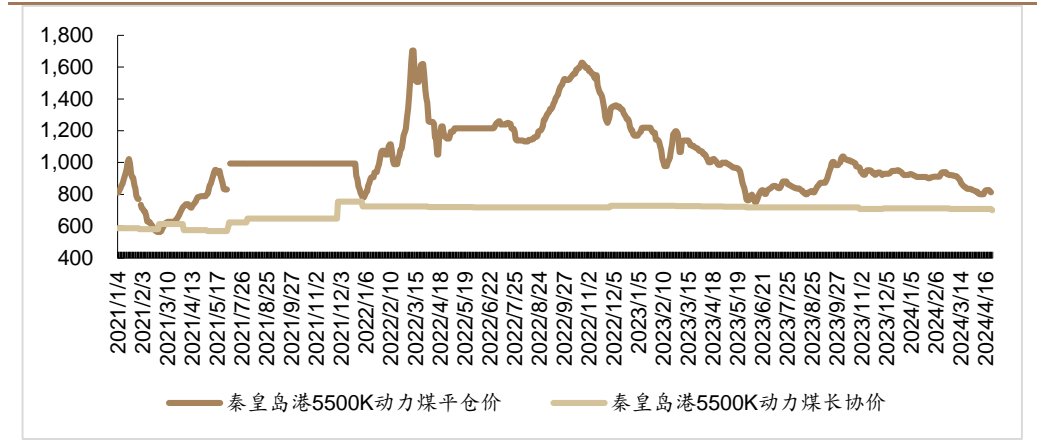
图 29：国内主要港口动力煤价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

长协占比快速提高，煤电企业业绩稳定性增强。2022 年 2 月发改委 303 号文件落地执行，将秦皇岛港下水煤 5500K 中长期交易价格定在 570~770 元/吨的区间内，但由于 2022 年长协价格与现货价格差距较大，因此煤炭企业长协落实积极性较低。2022 年 11 月，发改委印发《关于 2023 年电煤中长期合同签订履约工作方案》，要求煤炭企业确保 26 亿吨电煤的任务分解，明确每个煤炭企业的任务量不应低于自有资源量的 80%，不低于动力煤资源量的 75%；并且对履约要求加严，要求季度、年度履约量必须达到 100%，且不得以未配置铁路运力、停产减产为由拒绝履约。2023 年 11 月，发改委发布《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，继续明确煤炭企业长协任务量不低于自有资源量的 80%，同时对履约率要求有所放松，要求月度履约不低于 80%、季度履约不低于 90%。参考公司投资者关系活动记录表，2023 年公司长协煤（原煤口径）合同覆盖面预计达到 80%左右，同比升高超 10%，此外从 24 年的签约情况来看，预计公司 2024 年长协煤增量较大。

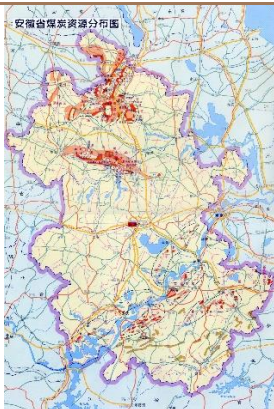
图 30：长协煤价格较现货价格低且稳定（单位：元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

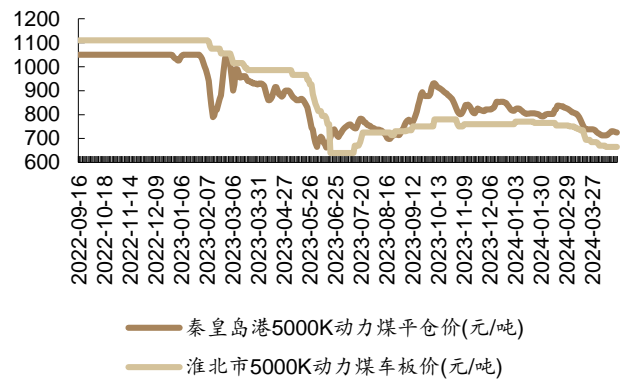
皖北煤炭资源丰富，公司火电具有成本优势。安徽省煤炭资源丰富，根据《安徽省煤炭工业发展“十四五”规划》，截至2020年底，全省保有煤炭资源储量341.3亿吨，2025年安徽省煤炭年产量目标为1.1亿吨。从价格上看，淮北5000K动力煤价格（车板价）降幅较同热值的秦皇岛港动力煤（平仓价）更大，从2023年年初至2024年4月中旬，淮北5000K动力煤价格下降445元/吨，秦皇岛港5000K动力煤价格下降306元/吨。考虑到公司控股、参股电厂多分布于安徽煤炭资源丰富区域，我们认为公司的煤炭成本降幅或比港口电厂更大。

图 31：安徽省煤炭资源分布情况



资料来源：掌上煤焦公众号，德邦研究所

图 32：安徽坑口动力煤价降幅快于港口



资料来源：煤炭市场网，德邦研究所

3. 集团优质资产注入，加速新能源发展

3.1. 注入抽蓄与环保电厂，转型综合能源运营商

收购皖能环保及四家抽蓄电厂，优化产业布局。2023年3月，公司通过临时股东大会审议通过了以现金方式购买控股股东皖能集团持有的皖能环保发电51%的股权，评估价为16.5亿元，同时以现金方式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部分股权，评估价为5.8亿元。我们认为本次收购有助于公司在多种发电领域及蓄能产业的布局，优化产业结构布局，向综合能源运营商转变。

表 2：公司收购皖能环保及四家抽蓄电厂的具体情况

项目	股东全部权益评估价值 (亿元)	股权转让比例	资产评估值 (亿元)
安徽皖能环保发电有限公司	32.42	51%	16.53
安徽省响洪甸蓄能发电有限责任公司	1.97	45%	0.89
华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司	10.90	30%	3.27
华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	23.21	5.56%	1.29
安徽响水涧抽水蓄能有限公司	14.94	2.36%	0.35
合计	83.43		22.33

资料来源：《安徽省皖能股份有限公司关于支付现金购买资产的通知》，德邦研究所

公司收购的响水涧抽水蓄能电站、响洪甸抽水蓄能电站、琅琊山抽水蓄能电站、天荒坪抽水蓄能电站，合计装机 348 万千瓦，公司权益装机 34.0 万千瓦。此外，公司已中标绩溪家朋抽蓄项目控股开发主体资格，绩溪家朋抽水蓄能电站已纳入《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》“十四五”重点实施项目，装机容量为 1400 MW（4×350 MW），建成后主要承担华东电网调峰、填谷、储能、调频、调相和紧急事故备用等任务。

表 3：公司收购的四家抽蓄电站装机情况

项目名称	装机规模 (万千瓦)	公司股权	权益装机 (万千瓦)	地点
响水涧抽水蓄能电站	100	2.36%	2	芜湖市三山区
琅琊山抽水蓄能电站	60	30%	18	滁州市琅琊区
响洪甸抽水蓄能电站	8	45%	4	六安市金寨区
天荒坪抽水蓄能电站	180	5.56%	10	湖州安吉县
合计	348		34.0	

资料来源：安徽能源局，中国新能源网，抽水蓄能行业分会微信公众号，德邦研究所

皖能环保市占率高，为皖能电力贡献利润增长点。参考皖能环保官网，皖能环保主营生活垃圾焚烧发电等固废处理业务，拥有全资和控股公司 15 家，代管公司 3 家，截至 2022 年 7 月底已投产机组发电装机容量 367MW，额定生活垃圾处理规模 14600 吨/日、秸秆处理规模 1400 吨/日；年处理固废能力 690 万吨，其中垃圾发电项目占安徽省市场份额约 46%。

3.2. 十四五新能源规划新增 400 万千瓦

十四五规划新能源新增装机 400 万千瓦，公司后发优势明显。公司“十四五”期间计划新增 400 万千瓦可再生能源装机，截至 2022 年底公司全资控股的新能源项目包括阳源聚格 50MW 光伏电站以及阜阳正午 100MW 光伏电站（建设期），参股项目包括国电优能宿松发电、国电皖能太湖风电、国电皖能望江风电、国电皖能宿松四大风电项目，持股比例分别为 49%、49%、49%、44%，新能源合计权益装机容量达 29 万千瓦，距离十四五目标仍有较大空间。2023 年公司宿州褚兰 30 万千瓦风电顺利开工建设并取得新疆奇台 80 万光伏项目建设指标，有望加速新能源装机建设。

表 4：公司控股、参股新能源项目（截至 2022 年底）

项目名称	总装机容量 (万千瓦)	公司 持股比例	权益容量 (万千瓦)	控股容量 (万千瓦)	类型
阳源聚格	5	100%	5	5	光伏
阜阳正午 100MW 光伏发电（建设 期）	10.0	100%	10.00	10	光伏
国电优能宿松风电	9.9	49.00%	4.85	/	风电
国电皖能太湖风电	4.6	49.00%	2.25	/	风电
国电皖能望江风电	4.8	49.00%	2.35	/	风电
国电皖能宿松	10.00	44.00%	4.40	/	风电
合计	45		29		

资料来源：公司 2024 年度第一期超短期融资券募集说明书，德邦研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设:

1) 安徽煤电: 预计 2024-2026 年, 公司安徽省内煤电装机保持为 953 万千瓦; 利用小时数分别为 4850h、4840h、4830h; 考虑容量电价之后, 煤电度电收入分别为 0.458 元/千瓦时、0.455 元/千瓦时、0.450 元/千瓦时。

2) 新疆煤电: 预计 2024-2026 年, 公司新疆境内煤电装机分别为 132 万千瓦、264 万千瓦、264 万千瓦; 利用小时数分别为 5000h、4800h、4800h; 考虑容量电价之后, 煤电度电收入保持在 0.275 元/千瓦时。

3) 煤价: 我们预计 2024-2026 年安徽境内电厂入炉标煤价格 (不含税) 为 983.2 元/吨、959.6 元/吨、931.6 元/吨, 新疆境内电厂入炉标煤价格 (不含税) 为 255 元/吨、250 元/吨、250 元/吨。

表 5: 公司营收预测 (单位: 百万元)

业务类别	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电力	营业收入	16518.70	20416.96	22281.71	24028.82	24138.65
	营收增速	30.6%	23.6%	9.1%	7.8%	0.5%
	营业成本	16431.42	18846.76	19712.63	20565.74	20360.83
	毛利率	0.5%	7.7%	11.5%	14.4%	15.7%
煤炭	营业收入	7295.01	6431.84	6231.41	6252.45	6296.90
	营收增速	-8.8%	-11.8%	-3.1%	0.3%	0.7%
	营业成本	7240.22	6389.48	6187.45	6209.76	6253.20
	毛利率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他	营业收入	1926.09	1017.97	1066.16	1119.17	1177.48
	营收增速	392.8%	-47.1%	4.7%	5.0%	5.2%
	营业成本	1439.84	715.72	760.58	802.99	849.64
	毛利率	25.2%	29.7%	28.7%	28.3%	27.8%
合计	营业收入	25739.80	27866.77	29579.29	31400.44	31613.04
	营收增速	22.4%	8.3%	6.1%	6.2%	0.7%
	营业成本	25111.48	25951.96	26660.66	27578.49	27463.66
	毛利率	2.4%	6.9%	9.9%	12.2%	13.1%

资料来源: 公司公告, 北极星火力发电网等, 德邦研究所测算

4.2. 投资建议

公司作为安徽煤电龙头，装机规模持续扩张，在电价维持高位的情况下，随着长协煤比例提升叠加坑口煤价下降公司的盈利能力有望不断提升。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 295.79 亿元、314.00 亿元、316.13 亿元，增速分别为 6.1%、6.2%、0.7%；归母净利润分别为 20.25 亿元、22.79 亿元、24.58 亿元，增速分别为 41.7%、12.5%、7.8%。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

表 6：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600023.SH	浙能电力	6.39	0.49	0.59	0.64	0.71	16.81	10.76	9.96	9.04
600027.SH	华电国际	7.1	0.35	0.64	0.73	0.83	23.13	11.17	9.70	8.54
601991.SH	大唐发电	3.17	-0.02	0.22	0.27	0.32	26.96	14.23	11.54	9.94
可比公司平均估值							22.30	12.06	10.40	9.17
000543.SZ	皖能电力	8.78	0.63	0.89	1.01	1.08	9.94	9.83	8.73	8.10

资料来源：Wind，德邦研究所测算（股价为 5 月 13 日股价，注：除皖能电力外，所有公司盈利预测采用 Wind 一致预测）

5. 风险提示

1) 煤炭价格波动风险

公司火电业务盈利能力与煤价水平挂钩，若煤价持续高位运行，不利于公司长协煤的兑现，将加大公司煤炭采购成本，预计将对公司业绩造成不利影响。

2) 电价大幅下调风险：

公司的电力业务与上网电价呈正相关性，若电力供应由紧变松，则可能导致上网电价大幅下调，对公司整体的营收与利润均带来不利影响。

3) 装机速度不及预期：

公司装机规划与建设进度受制于前期手续、项目资源协商、政府协同安排等因素，某一环节出问题可能导致电源装机进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.89	1.01	1.08
每股净资产	6.11	6.67	7.32	8.03
每股经营现金流	0.75	2.98	3.02	2.85
每股股利	0.22	0.31	0.35	0.38
价值评估(倍)				
P/E	9.94	9.83	8.73	8.10
P/B	1.02	1.32	1.20	1.09
P/S	0.71	0.67	0.63	0.63
EV/EBITDA	13.95	7.97	7.22	6.94
股息率%	3.5%	3.6%	4.0%	4.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	6.9%	9.9%	12.2%	13.1%
净利润率	6.3%	8.8%	9.7%	10.6%
净资产收益率	10.3%	13.4%	13.7%	13.5%
资产回报率	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%
投资回报率	2.7%	5.4%	5.6%	5.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.3%	6.1%	6.2%	0.7%
EBIT 增长率	714.4%	161.1%	20.6%	8.2%
净利润增长率	186.4%	41.7%	12.5%	7.8%
偿债能力指标				
资产负债率	66.4%	68.4%	68.5%	67.9%
流动比率	0.5	0.7	0.7	0.6
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.5
现金比率	0.1	0.4	0.4	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	44.5	35.3	25.2	23.9
存货周转天数	10.1	10.2	10.7	10.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,430	2,025	2,279	2,458
少数股东损益	319	571	760	909
非现金支出	1,848	2,902	3,412	4,204
非经营收益	-561	-569	-500	-559
营运资金变动	-1,340	1,821	887	-545
经营活动现金流	1,696	6,752	6,838	6,468
资产	-6,526	-8,019	-9,342	-10,233
投资	-1,061	-1,673	-1,443	-1,689
其他	812	1,444	1,539	1,581
投资活动现金流	-6,775	-8,248	-9,246	-10,342
债权募资	7,721	7,148	4,500	4,300
股权募资	388	0	0	0
其他	-3,412	-1,630	-1,838	-1,886
融资活动现金流	4,698	5,518	2,662	2,414
现金净流量	-382	4,022	255	-1,460

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 13 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,867	29,579	31,400	31,613
营业成本	25,952	26,661	27,578	27,464
毛利率%	6.9%	9.9%	12.2%	13.1%
营业税金及附加	146	118	145	146
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	24	15	28	24
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	170	148	188	158
管理费用率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
研发费用	197	296	471	474
研发费用率%	0.7%	1.0%	1.5%	1.5%
EBIT	1,459	3,809	4,593	4,969
财务费用	812	825	932	913
财务费用率%	2.9%	2.8%	3.0%	2.9%
资产减值损失	-122	-40	-50	-66
投资收益	1,358	1,420	1,539	1,581
营业利润	1,893	2,985	3,662	4,056
营业外收支	-64	0	0	0
利润总额	1,829	2,985	3,662	4,056
EBITDA	3,176	6,671	7,955	9,107
所得税	81	388	622	690
有效所得税率%	4.4%	13.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	319	571	760	909
归属母公司所有者净利润	1,430	2,025	2,279	2,458

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,998	6,020	6,274	4,814
应收账款及应收票据	3,641	2,406	2,183	2,226
存货	697	815	827	800
其它流动资产	1,690	1,751	1,793	1,777
流动资产合计	8,024	10,991	11,078	9,617
长期股权投资	13,188	14,863	16,308	18,001
固定资产	24,800	26,916	29,889	33,387
在建工程	5,774	7,623	9,218	9,948
无形资产	3,571	4,505	5,756	7,425
非流动资产合计	52,562	59,306	66,680	74,402
资产总计	60,586	70,297	77,758	84,019
短期借款	807	807	1,007	1,007
应付票据及应付账款	4,462	5,003	5,563	5,138
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	9,718	9,790	9,950	9,829
流动负债合计	14,986	15,601	16,520	15,974
长期借款	24,134	31,134	35,134	39,134
其它长期负债	1,085	1,346	1,646	1,946
非流动负债合计	25,218	32,480	36,780	41,080
负债总计	40,205	48,081	53,300	57,054
实收资本	2,267	2,267	2,267	2,267
普通股股东权益	13,849	15,113	16,595	18,192
少数股东权益	6,533	7,104	7,864	8,773
负债和所有者权益合计	60,586	70,297	77,758	84,019

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。