



Research and
Development Center

新疆机组效能释放，参股资产贡献增长

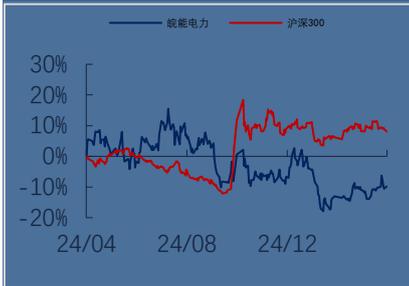
—皖能电力(000543)公司首次覆盖报告

2025年04月01日

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
皖能电力(000543)

投资评级 买入

上次评级 -



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.46
52周内股价波动区间(元)	9.55-6.79
最近一月涨跌幅(%)	1.22
总股本(亿股)	22.67
总市值(亿元)	169.11
流通A股比例(%)	45.26

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号：S1500522070001

联系电话：010-83326723

邮箱：lichunchi@cindasc.com

邢秦浩 电力公用分析师

执业编号：S1500524080001

联系电话：010-83326712

邮箱：xingqinhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

新疆机组效能释放，参股资产贡献增长

2025年04月01日

报告内容摘要：

- ◆**安徽国资旗下核心电力平台，控参股优质火电资产。**皖能电力是安徽省能源集团旗下唯一发电资产主业的核心上市平台，旗下装机以火电为主。截至2024年底，公司在运控股装机体量为1368.70万千瓦（对应权益量780.55万千瓦），参股在运装机1702万千瓦（对应权益量720.86万千瓦）；在建项目方面，公司控股在建装机210万千瓦（对应权益量147万千瓦），主要参股在建项目包括596万千瓦火电（对应权益量190万千瓦）以及3座抽水蓄能电站（装机容量368万千瓦，公司对应权益量67万千瓦）。
- ◆**受益于装机增长及电价高位运行，公司近年来营收保持稳步上升。**控股装机方面，2023年省内阜阳华润二期、新疆准东江布电厂投产，2024年合肥燃气发电、新疆准东英格玛电厂投产，2025年2月钱营孜二期首次并网，实现控股装机规模的持续增长。参股装机方面，公司重点参股的国能神皖能源旗下池州二期将于2025年中投运，重点参股的中煤新集旗下利辛二期于2024年投产，仍有六安电厂等其他项目我们预计将于2026年中陆续投运，贡献权益装机规模的持续增长。电价方面，“1439”号文发布后电能量价格上浮空间打开，叠加容量电价收益，公司综合电价维持高位运行。在装机持续增长和电价高位运行双重驱动下，公司营收保持增长，2024年前三季度实现收入225亿元，同比增长11.52%。公司所参股的主要为优质煤电一体化资产，投资收益的稳定性较高。在2021-2023年期间点火价差波动剧烈，公司控股电厂业绩大幅波动，而参股的煤电一体化机组则业绩相对稳健，其投资收益大幅提升了公司整体盈利的稳定性。此外，公司目前正处于资本开支高峰期，待2026年在建项目陆续投产完成后，自由现金流将显著改善，逐渐具备提升股息的高分红潜力。
- ◆**公司核心优势：省内格局优，新疆机组盈利可观，参股资产驱动业绩稳健增长。**安徽电力供需格局优势突出，电价和小时数具有较强支撑性。需求端，安徽省高技术产能后续扩张可期，我们认为可支撑其用电需求增长的持续性。供给端由于省内火电集中度较高，央企地企、煤企电企之间互相大比例参股，可保障相对稳定的煤炭供应并避免电力市场中的过度竞争。结合电力和电量平衡分析，我们认为安徽省2025年仍缺电、2026年趋于平衡，未来2-3年电价和小时数仍有较强支撑。安徽省年度双边交易电价2024年上浮至456.3元/兆瓦时（叠加容量电价），2025年较2024年下降约度电2.3分，依然处于基准价的上浮区间。公司新疆机组盈利可观，省内机组盈利分化。新疆准东的江布电厂和英格玛电厂均毗邻露天煤矿，燃料成本优势突出，且均为特高压直流输电工程“吉泉线”的配套火电项目，电价执行“新疆基准价+华东浮动比例”机制。我们预计2025年两座新疆电厂全年运行后年发电量有望达到约140亿千瓦时，我们预计贡献净利润约11亿元，按权

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编：100031

益比例对公司归母净利润的贡献约 6.9 亿元，有望成为 2025 年公司盈利的重要增长点。省内机组方面，历年自用长协煤比例保持在 60-70%，由于各机组效率差异及煤源成本差异，机组盈利水平有所分化。**参股优质煤电一体化及抽蓄资产，投资收益未来保持稳健增长。**公司在建的主要参股资产包括国能、中煤新集、淮北矿业等旗下的煤电一体化资产，以及国网新源旗下桐城、石台、宁国三座抽水蓄能电站，我们预计 2025-2026 年参股火电分别增长权益装机 65 万千瓦、126 万千瓦，我们预计参股在建火电 2025-2027 年将贡献投资收益 0.32、1.28、1.90 亿元。中长期看，安徽省内用电需求的高增长有望带动省内及外来电装机的规划建设，公司作为安徽省电力龙头，“十五五”期间有望进一步获取控参股省内外的电源项目，且 2027-2031 年还有抽蓄机组陆续投运，投资收益有望保持长期稳健增长。

- ◆**盈利预测与投资评级：**作为安徽省属国资旗下的核心电力龙头，皖能受益于安徽省良好的电力供需格局，近年新投建的新疆机组盈利可观，同时大比例参股优质的煤电一体化及抽蓄资产，投资收益未来保持稳健增长。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.67/22.28/23.80 亿元，EPS 分别为 0.91/0.98/1.05 元，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 分别为 8.18/7.59/7.11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**煤电利用小时数大幅下滑及电价大幅下降的风险；在建及规划项目进展不及预期风险；煤价再度超预期大幅上行的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	25,740	27,867	29,286	30,207	31,050
增长率 YoY %	22.4%	8.3%	5.1%	3.1%	2.8%
归属母公司净利润 (百万元)	499	1,430	2,067	2,228	2,380
增长率 YoY%	137.6%	186.4%	44.6%	7.8%	6.8%
毛利率%	2.4%	6.9%	11.1%	12.8%	13.4%
净资产收益率ROE%	3.5%	10.3%	13.0%	12.4%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.63	0.91	0.98	1.05
市盈率 P/E(倍)	33.88	11.83	8.18	7.59	7.11
市净率 P/B(倍)	1.18	1.22	1.06	0.94	0.85

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 03 月 31 日收盘价

目录

投资聚焦	5
一、安徽国资旗下核心电力平台，控参股优质火电资产	6
1.1 皖能电力以火电装机为主，为省属龙头电力平台	6
1.2 营业收入稳步扩张，参股优质资产提升盈利稳定性	6
二、省内格局优，新疆机组盈利可观，参股资产驱动业绩持续增长	8
2.1 安徽电力供需格局优势突出，电价和小时数具有较强支撑性	8
2.2 公司控股省内机组盈利分化，新疆机组利润可观	9
2.3 大比例参股煤电一体化资产，投资收益未来增长可观	15
三、盈利预测与估值	17
3.1 盈利预测	17
3.2 公司估值	18
风险因素	19

表目录

表 1: 安徽 2023-2027 年电力供需平衡分析表 (万千瓦)	8
表 2: 安徽 2023-2027 年电量供需平衡分析表 (万千瓦)	9
表 3: 皖能电力控股在运在建装机情况 (截止至 2024 年底, 万千瓦)	10
表 4: 公司长协煤比例理论值计算	11
表 5: 皖能电力新疆电厂 2025 年预计盈利情况	14
表 6: 皖能电力在运火电参股装机情况 (截止至 2024 年底, 万千瓦)	15
表 7: 皖能电力在建火电参股装机情况 (截止至 2024 年底, 万千瓦)	15
表 8: 皖能电力在建参股火电预计业绩贡献情况	17
表 9: 电力业务关键量价本假设	17
表 10: 皖能电力主要财务指标预测	18
表 11: 可比公司估值	18

图目录

图 1: 公司股权结构	6
图 2: 2017-2024 年公司控参股装机情况 (万千瓦)	6
图 3: 2019-2024Q3 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 4: 2019-2024 Q3 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 6: 2019-2024Q3 公司净利润及现金流情况 (亿元)	8
图 7: 2019-2023 年公司分红及股息率情况	8
图 8: 2019-2023 年公司发电量情况 (万千瓦)	11
图 9: 2019-2024 年全国、安徽、公司火电利用小时数情况 (小时)	11
图 10: 皖能电力电力板块成本情况	12
图 11: 皖能电力电力板块营业成本结构 (2023 年)	12
图 12: 2020-2023 年主要电力企业度电营业成本情况对比 (元/兆瓦时)	12
图 13: 2020-2025.03 疆煤与秦港及安徽省内动力煤价对比 (元/吨)	12
图 14: 2024 年上半年公司新疆电厂与主要参控股公司营业利润率对比	12
图 15: 2019-2023 年皖能电力电力板块营收情况	13
图 16: 2020-2023 年安徽省年度电力双边交易情况及皖能电力平均上网电价情况 (元/兆瓦时)	13
图 17: 2019-2025 年江浙皖三省年度交易电价上浮情况	14
图 18: 公司火电参控股权益装机情况 (万千瓦, 截至 2024 年)	16
图 19: 典型煤电一体化公司 2020-2023 年火电板块度电毛利 (分/千瓦时)	16
图 20: 2019-2023 皖能电力主要参股火电贡献归母净利润情况 (亿元)	16

投资聚焦

- 1) 安徽电力供需格局优势突出，电价和小时数具有较强支撑性：**正如我们 2024 年 12 月发布的《安徽省电力供需分析与展望》报告中所述：电力需求端，受益于安徽经济长期保持高速发展，省内产业升级落地见成效、高技术产能后续扩张可期，有望支撑省内用电需求增长的持续性。供给端由于省内火电集中度较高，央企地企、煤企电企之间互相关比例参股，可保障相对稳定的煤炭供应并避免电力市场中的过度竞争。结合电力平衡分析和电量平衡分析的结论，我们认为安徽省 2025 年仍缺电、2026 年趋于平衡。需求端的持续增长和有利的供给格局对安徽火电电价和小时数可提供较强支撑。
- 2) 公司新疆机组盈利可观，省内机组盈利分化：**新疆准东的江布电厂和英格玛电厂均毗邻露天煤矿，燃料成本优势突出，且均为特高压直流输电工程“吉泉线”的配套火电项目，电价执行“新疆基准价+华东浮动比例”机制。我们预计 2025 年两座新疆电厂全年运行后年发电量有望达到约 140 亿千瓦时，我们预计贡献净利润约 11 亿元，按权益比例对公司归母净利润的贡献约 6.9 亿元，有望成为 2025 年公司盈利的重要增长点。省内机组方面，历年自用长协煤比例保持在 60-70%，由于各机组效率差异及煤源成本差异，机组盈利水平有所分化。
- 3) 参股优质煤电一体化及抽蓄资产，投资收益未来保持稳健增长：**公司在建的主要参股资产包括国能、中煤新集、淮北矿业等旗下的煤电一体化资产，以及国网新源旗下桐城、石台、宁国三座抽水蓄能电站，我们预计 2025-2026 年参股火电分别增长权益装机 65 万千瓦、126 万千瓦，我们预计参股在建火电 2025-2027 年将贡献投资收益 0.32、1.28、1.90 亿元。中长期看，安徽省内用电需求的高增长有望带动省内及外来电装机的规划建设，公司作为安徽省电力龙头，“十五五”期间有望进一步获取控参股省内外的电源项目，且 2027-2031 年还有抽蓄机组陆续投运，投资收益有望保持长期稳健增长。

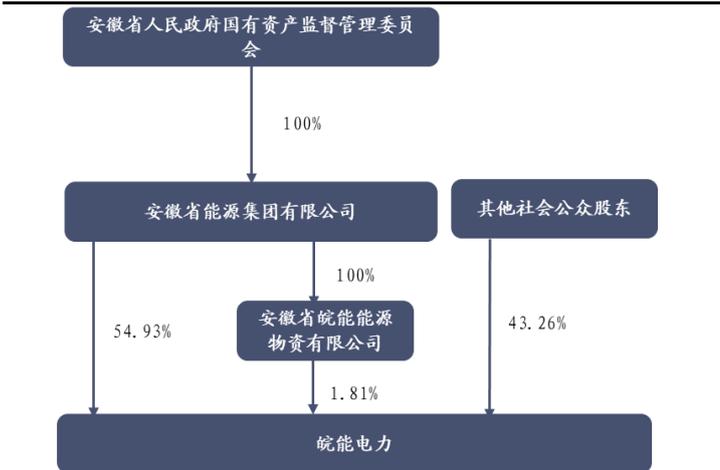
一、安徽国资旗下核心电力平台，控参股优质火电资产

1.1 皖能电力以火电装机为主，为省属龙头电力平台

皖能电力是控股股东安徽省能源集团旗下唯一发电资产主业的核心上市平台，旗下装机以火电为主，公司于 1993 年 12 月在深交所挂牌上市。除依靠自身装机投建实现成长外，公司还持续进行资本运作：2019 年收购神皖能源 49% 股权，自此神皖能源成为公司重要参股子公司；2021 年收购山西潞光发电 35% 股权与新疆潞安协鑫准东能源 53% 股权，开启省外扩张步伐；2021 年同步增资神皖能源，借助国电电力安徽资产重组实现参股规模增长；2023 年收购皖能环保发电 51% 股权及四家抽水蓄能公司股权，参控股电源种类进一步丰富。截至 2024 年三季度末，安徽省能源集团为公司控股股东，通过直接及间接方式合计持有公司 56.74% 的股权，公司实际控制人为安徽省国资委。

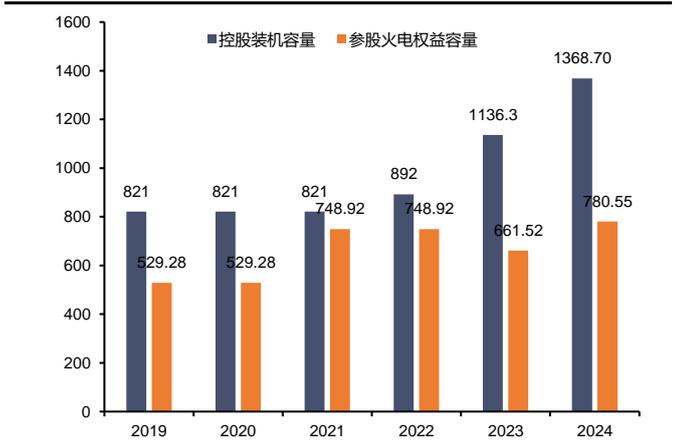
截至 2024 年底，公司在运控股装机容量为 1368.70 万千瓦，控股权益装机 780.55 万千瓦（其中火电控股装机量 1348.70 万千瓦，火电控股权益装机 760.55 万千瓦）；在运参股火电装机容量为 1702 万千瓦，参股权益装机 720.86 万千瓦。公司参股权益装机规模超过控股权益装机规模，因此历年相对稳健的投资收益对公司实现归母净利润的稳健增长有较大贡献。

图 1：公司股权结构



资料来源：iFind，信达证券研发中心。注：股权结构日期截至 2024 年 9 月 30 日。

图 2：2017-2024 年公司控参股装机情况（万千瓦）



资料来源：公司债券募集说明书，信达证券研发中心（注：统计数字截止至当年年末）

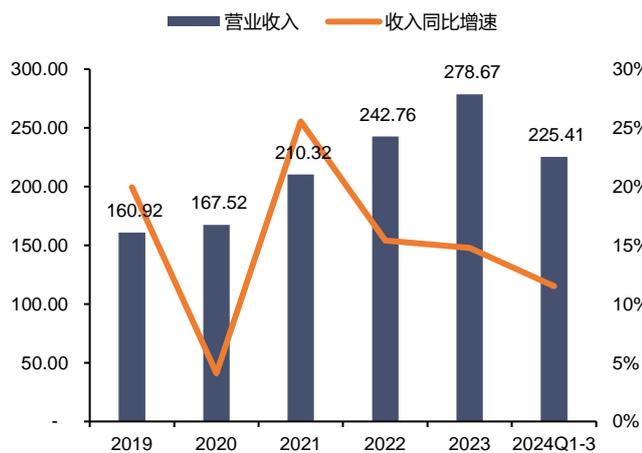
1.2 营业收入稳步扩张，参股优质资产提升盈利稳定性

受益于装机持续增长及电价高位运行，公司近年来营收保持稳步上升。控股装机方面，2023-2025 年，公司省内阜阳华润二期电厂及合肥天然气调峰电厂，省外新疆江布电厂及英格玛电厂接续投产；此外公司现金收购皖能环保发电公司控股权，实现控股装机的持续增长。参股装机方面，2021-2024 年公司参股潞光电厂和中煤新集利辛板集二期电厂投产；此外 2020 年公司重要参股公司国能神皖能源完成国能集团安徽区域资产重组，公司通过增资维持对神皖能源 49% 的持股比例，实现权益装机大幅增长。同时，随着电改政策推进，2022 年煤电电价浮动空间打开后，安徽电价持续高位运行，公司收入持续大幅上行。近五年来，公司营收从 2019 年的 160.92 亿元提高至 2023 年的 278.67 亿元，CAGR 为 14.71%。2024

年前三季度，公司实现营收 225.41 亿元，同比增长 11.52%。

参股优质煤电一体化资产，公司盈利稳定性有所提升。2021-2023 年由于点火价差波动剧烈，公司的控股电厂业绩波动明显，而参股的煤电一体机组则业绩稳健。公司主要参股机组为国能神皖能源及中煤新集利辛发电，其中前者背靠国家能源集团煤炭供应保障，而后者为煤炭可实现完全自供的坑口电厂，因而在煤价高企的 2022 年公司参股煤电一体机组为主力的联营合营企业贡献了投资收益 7.54 亿元，在核心利润亏损的情况下实现营业利润为正。公司的优质参股资产（煤电一体化机组、抽蓄等）有望长期为公司贡献稳健的投资收益，有助于提升公司长期盈利的稳定性。

图 3：2019-2024Q3 公司营业收入情况（亿元）



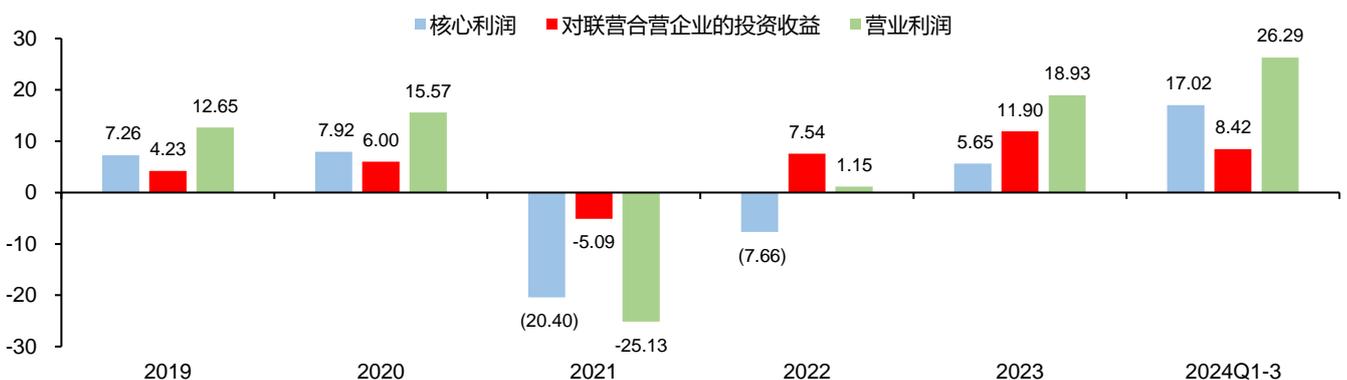
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 4：2019-2024 Q3 公司归母净利润情况（亿元）



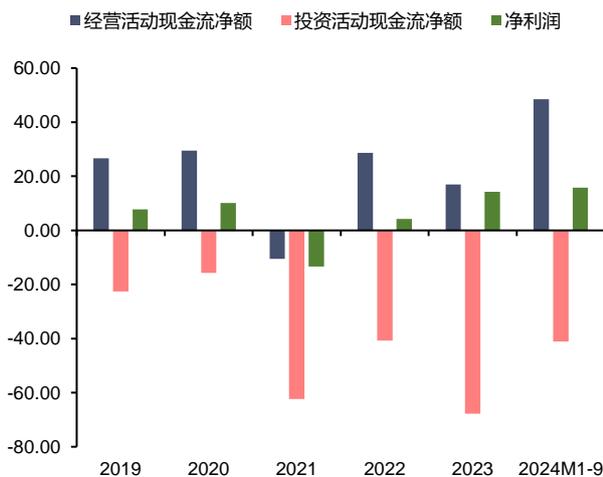
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2019-2024Q3 皖能电力核心利润与投资收益对比情况（亿元）

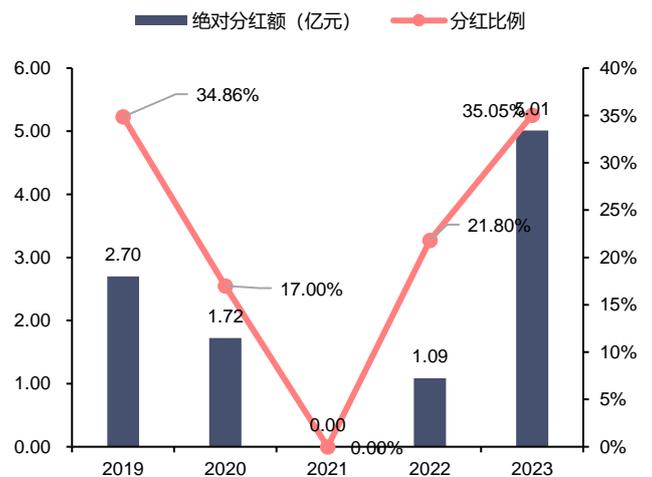


资料来源：IFind，信达证券研发中心（注：核心利润=毛利-税金及附加-研发费用-销售费用-管理费用-财务等费用）

在建项目陆续投产，资本开支高峰过后具备提升股息潜力。2021-2023 年期间公司参控股煤电项目处于开工高峰期，投资性净现金流持续高位。除 2021 年因亏损未进行分红外，2019-2023 年公司分红比例大致维持在 17%~35% 之间，股息率大致维持在 1%~3.5% 左右。2023 年公司分红比例与股息率均创近五年新高。据公司业绩预告，2024 年归母净利润预计在 20~22.5 亿之间。我们预计 2025 年公司资本开支有望达峰，自由现金流有望大幅提升，逐渐具备提升股息的高分红潜力。

图 6: 2019-2024Q3 公司净利润及现金流情况 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 7: 2019-2023 年公司分红及股息率情况


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、省内格局优，新疆机组盈利可观，参股资产驱动业绩持续增长

2.1 安徽电力供需格局优势突出，电价和小时数具有较强支撑性

正如我们 2024 年 12 月发布的《安徽省电力供需分析与展望》报告中所述：电力需求端，受益于安徽经济长期保持高速发展，近年来用能用电需求高增长韧性凸显，其中计算机、电气、汽车制造业拉动效果显著。由于安徽省产业升级落地见成效、高技术产能后续扩张可期，我们认为可支撑其用电需求增长的持续性。而供给端，由于安徽省电力装机以火电为主、且省内火电集中度较高，央企地企、煤企电企之间互相关比例参股机组可保障相对稳定的煤炭供应及较平稳的点火价差，且能够避免电力市场中的过度竞争，一定程度上保障了火电机组的盈利稳定性。

结合电力平衡分析和电量平衡分析的结论，我们认为安徽省 2025 年仍缺电、2026 年趋于平衡，未来 2-3 年火电利用小时数仍有较强支撑。1) 电力平衡分析：假设 2025-2027 年尖峰负荷增速回落到分别为 8%/6%/5%，在 12% 的旋转备用率要求下安徽省电力供需缺口将在 2025 年保持 1000 万千瓦左右，直到 2026 年下半年约 800 万千瓦的火电机组集中投产叠加“陕电入皖”特高压直流建成投运，安徽电力供需紧张的局面才有望缓解，从“存在硬缺口”转为“基本平衡”。同时，在尖峰负荷持续增长背景下安徽仍需后续火电项目的新增核准建设，才能在 2027 年后继续保持电力供需平衡，否则 2027 年后仍可能出现缺电局面。2) 电量平衡分析：受益于安徽高端制造业产能的扩张持续，我们预计安徽用电量增速仍将维持高位，进而长期支撑安徽火电利用小时数及中长期市场交易电价。即便考虑省内 2024-2026 年合计新增火电装机增长达 1700 万千瓦左右，安徽火电利用小时数仍将维持在 4900 小时以上。需求端的持续增长和有利的供给格局对安徽火电电价和小时数可提供较强支撑。

表 1: 安徽 2023-2027 年电力供需平衡分析表 (万千瓦)

2023	2024 夏	2024 冬	2025 夏 E	2025 冬 E	2026 夏 E	2026 冬 E	2027E
------	--------	--------	----------	----------	----------	----------	-------

供给									
火电	4178	4294	4426	4658	4790	5276	5676	5808	
水电（小水电及抽蓄）	624	624	624	624	624	624	624	624	624
外来电	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1900	1900	
顶峰容量合计	5902	6058	6190	6462	6594	7120	8320	8248	
需求									
尖峰负荷	5605	6354	6300	6862	6804	7274	7212	7638	
增速		13%	12%	8%	8%	6%	6%	5%	
旋转备用	673	762	756	823	816	873	865	917	
合计	6278	7116	7056	7686	7620	8147	8078	8554	
供需缺口（不考虑备用）	297	-296	-110	-400	-210	-154	1108	610	
供需缺口（考虑备用）	-376	-1058	-866	-1224	-1026	-1027	242	-306	

资料来源：中电联、皖能电力年报、安徽省人民政府网、铜陵市郊区人民政府，信达证券研发中心（注：1. 旋转备用系数取自《安徽2022—2024年电力需求与供应计划平衡表》，为尖峰负荷的12%；2. 2025-2027年火电投产时间、尖峰负荷增速、水电装机容量为预计值。）

表 2：安徽 2023-2027 年电量供需平衡分析表（万千瓦时）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全社会用电量（亿千瓦时）	2715	2993	3214	3598	3922	4157	4365
yoy	11.9%	10.2%	7.4%	11.9%	9.0%	6.0%	5.0%
发电量（亿千瓦时）							
水电	56	72	87	94	90	92	91
火电	2690	2875	3024	3158	3419	3567	3677
风电	671	671	671	671	671	671	671
光伏	86	117	140	164	201	222	242
皖电东送	80	206	270	422	506	585	674
发电装机容量（万千瓦）							
水电	507	622	624	619	619	619	619
火电	5740	5853	6017	6313	6682	7582	7882
风电	511	590	722	899	999	1099	1199
光伏	1707	2154	3223	4311	5111	5911	6711
利用小时（小时）							
水电	1598	1359	1381	1519	1450	1485	1467
火电	4735	4894	5090	5105	5262	5002	4755
风电	2259	2142	2139	2084	2122	2115	2107
光伏	1054	1235	1159	1187	1194	1180	1187

资料来源：中电联、信达证券研发中心（注：1. 假设风电装机每年增加 100 万千瓦，光伏装机每年增加 800 万千瓦；2. 假设皖电东送体量与 2021 年数值基本相等。）

2.2 公司控股省内机组盈利分化，新疆机组利润可观

截至 2024 年底，公司在安徽省内在运控股装机体量为 1368.70 万千瓦，权益装机 780.55 万千瓦。除 2024 年 4 月新增投产的皖能合肥天然气调峰电厂外，公司省内其余火电机组均为煤电机组。公司各电厂自身机组效率差异以及距离煤源远近不一，导致公司省内机组的盈利水平也有所差别。此外，公司目前控股在运新疆机组 264 万千瓦，两座电厂均位于新疆昌吉准东，且均为“昌吉-古泉”±1100 千伏特高压直流输电工程上的电源点，电量通过古泉直流直接通过宣城古泉换流站送至华东电网，有效支撑江浙沪皖四省市的用电需求。除火电外，公司其余控股电源还包含环保公司的垃圾焚烧发电 41.7 万千瓦，以及光伏及新型储能

装机约 20 万千瓦。从煤电机组质量来看，公司大部分机组投产于 2010 年后，机组技术较为先进，质量较优。其中，亚临界及以下机组合计装机容量仅 160 万千瓦，占控股装机容量仅为 15.34%；超超临界机组装机容量 601 万千瓦，占控股装机容量 57.62%。2020 年后，公司新增投建机组均为超超临界机组。

在建项目方面，目前公司在建火电项目为钱营孜二期 1×100 万千瓦。据电厂建设承包商中国能建，2025 年 2 月 25 日，钱营孜二期电厂实现首次并网一次成功，后续再经过 168 小时试运行后即可实现正式商业投运。我们预计钱营孜二期电厂有望于 2025 年上半年投产运营，在 2025 年即可为公司贡献业绩。此外，公司还有宿州皖恒新能源 30 万千瓦省内风电，皖能奇台 80 万千瓦大基地光伏在建，均有望于年内投产。

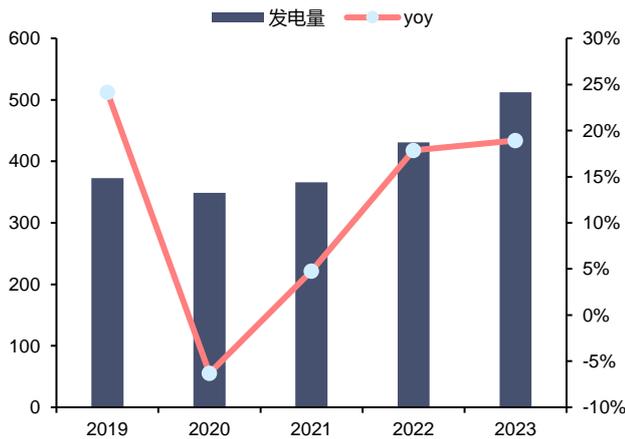
表 3：皖能电力控股在运在建装机情况（截止至 2024 年底，万千瓦）

控股在运装机	控股装机容量	权益比例	权益装机容量	电源类型	其他主要参 股股东	机组类型	电厂投产时 间	电厂区位
皖能合肥发电	2×63	51%	64.26	煤电	淮河能源电 力集团 (49%)	超临界	2009/2013	合肥
皖能马鞍山发电	2×66	51%	67.32	煤电	淮河能源电 力集团 (49%)	超临界	2012	马鞍山市花山 区
皖能铜陵发电	32+105+100	51%	120.87	煤电	淮河能源电 力集团 (40%)	超超临界+亚 临界	2011/2017	铜陵市郊区
临涣中利发电	2×32	51%	32.64	煤电	淮北矿业 (49%)	亚临界	2009	淮北
淮北国安电力	2×32	40%	25.60	煤电	中煤电力 (35%)	亚临界	2000	淮北
阜阳华润一期	128	56.36%	72.14	煤电	华润电力 (40%)	超临界	2006	阜阳
阜阳华润二期	132	56.36%	74.40	煤电	华润电力 (40%)	超超临界	2023	阜阳
钱营孜一期	2×35	50%	35.00	煤电	恒源煤电 (50%)	超临界	2018	宿州
合肥燃气发电	2×45	100%	90.00	气电	-	-	2024	合肥
皖能环保公司	41.7	51%	15.96	垃圾焚烧	安徽省能源 集团 (49%)	-	-	-
江布发电	2×66	53%	69.96	煤电	陕西能源 (46%)	-	2023	新疆昌吉准东
英格玛电厂	2×66	70%	92.40	煤电	中国华电集 团(30%)	-	2024	新疆昌吉准东
阳光聚格光电科技	5	100%	5	光伏	-	-	-	-
阜阳颍东新能源	4.7	100%	4.7	光伏	-	-	-	-
淮北皖能储能科技	10.3	100%	10.3	储能	-	-	-	-
在运合计	1358.3		780.55					
控股在建装机	控股装机容量	权益比 例	权益装机容量	电源类型	主要参股 东	预计投产时 间	机组类型	
钱营孜二期	1×100	50%	50	煤电	恒源煤电 (50%)	2025 年	超超临界	
宿州皖恒新能源	30	46%	36.8	风电	-	2025 年	-	
皖能奇台	80	100%	80	光伏	-	2025 年	-	
在建合计	210		146.8					

资料来源：公司债券募集说明书，北极星火力发电网、皖能集团官网，公司官网，安徽精工电缆桥架有限公司，安徽智能采购云平台，淮北市公共资源交易中心，四维动力，阜阳华润电力有限公司官网，企查查，皖能合肥公司、淮北日报、淮北市人民政府、北极星电力网，信达证券研发中心

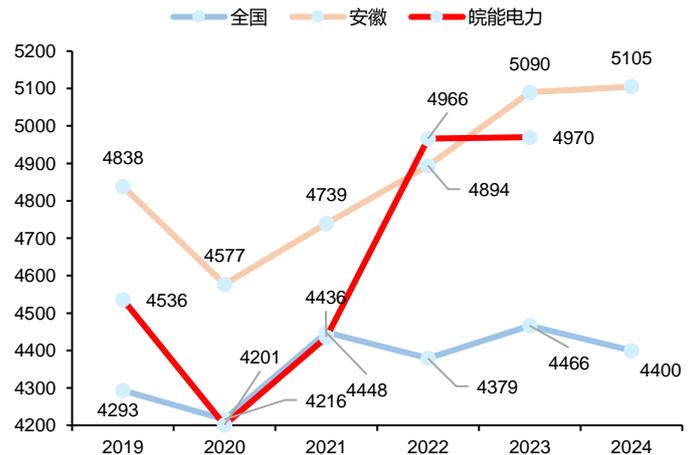
公司发电量随机组投产持续增长，安徽需求旺盛支撑公司火电利用率维持高位。从发电量来看，得益于公司控股机组持续投建，公司 2019-2023 年发电量持续攀升。且 2019 年以来安徽用电增速长期高于全国水平，2024 年更是达 11.94%，创近六年来增速新高。高用电量增速支撑安徽区域火电利用小时数持续高位。2024 年安徽火电利用小时数更是达 5105 小时，创近六年来增速新高。公司绝大部分装机均为火电机组，利用小时数 2022 年以来大幅高于全国平均水平。我们认为随着安徽省内产业规划逐步落地，高新技术制造产能持续扩张，公司火电小时数有望长期维持高位。

图 8：2019-2023 年公司发电量情况（万千瓦）



资料来源：公司债券募集说明书，信达证券研发中心

图 9：2019-2024 年全国、安徽、公司火电利用小时数情况（小时）



资料来源：公司债券募集说明书，中电联，信达证券研发中心

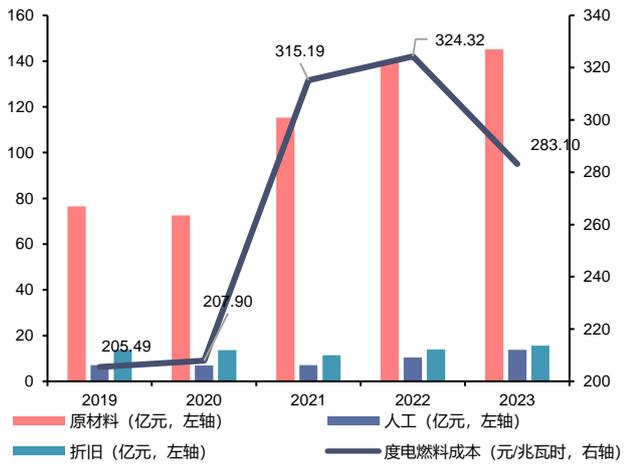
省内煤炭采购：长协比例过半，采购渠道多元。由于公司体内及股东旗下并未控股省内煤矿资产，公司发电业务的燃料供应主要通过煤炭采购业务满足。2023 年公司煤炭主要供应商包括省内四大煤炭企业（淮南矿业、淮北矿业、中煤新集、皖北煤电），以及省外的央企（国家能源集团、晋能控股集团）等。由公司公布的煤炭采购量与长协占比可计算得出公司自用煤中长协比例的大概情况，2021-2023 年煤价高企时段，公司自用长协煤比例约在 60~70% 之间。

表 4：公司长协煤比例理论值计算

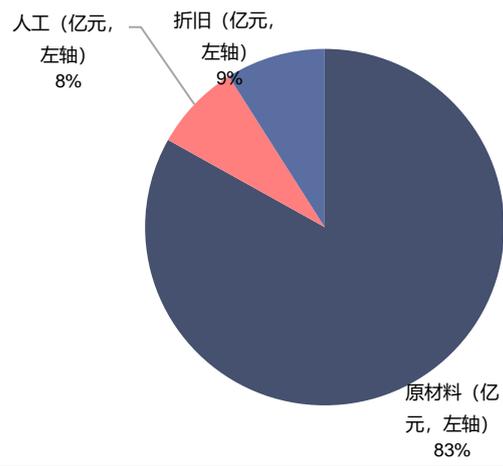
	2020	2021	2022	2023
煤炭采购总量 (万吨)	2578.30	2858.03	2849.00	3258.00
自用采购量 (万吨)	1493.72	1696.03	1975.76	2352.00
长协煤占比 (%)	43.68	42.39	47.29	48.35
理论长协比例上限 (%)	75.40	71.43	68.19	66.97

资料来源：公司债券募集说明书，信达证券研发中心

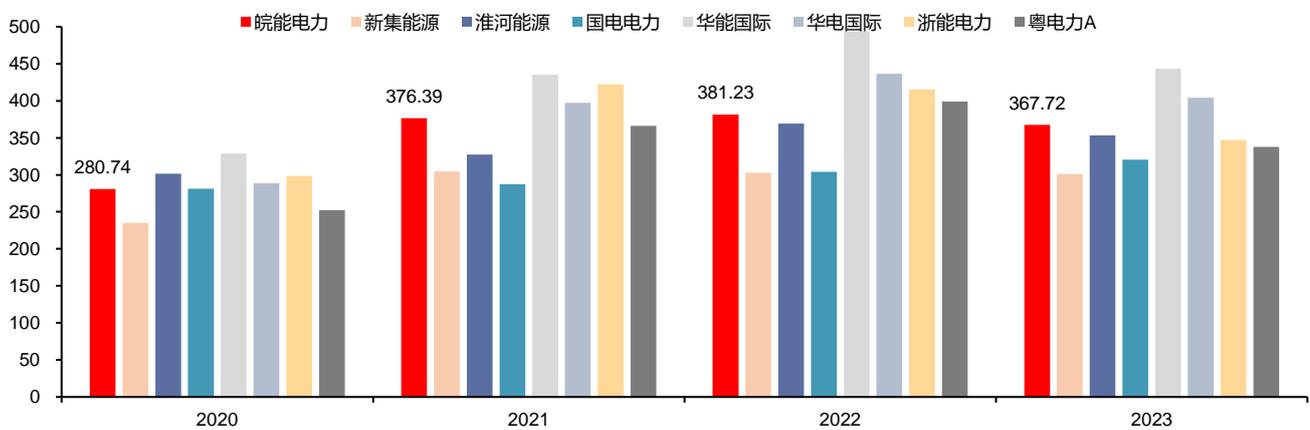
省内发电成本：受益于煤价下行，燃料成本有所改善。从成本结构上看，2023 年公司发电业务中原材料成本占总成本达 83%。如前所述，公司入炉煤炭长协占比约六至七成，并未实现长协煤完全覆盖，导致公司燃料成本在 2021-2023 年期间持续高企阶段上行明显，度电燃料成本由 2020 年的 207.90 元/兆瓦时上行至 2022 年的 324.32 元/兆瓦时。但随着 2023 年后煤价进入下行区间，公司入炉标煤单价持续下行，现货煤炭占比助力公司享受煤价弹性的成本红利。

图 10: 皖能电力电力板块成本情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 皖能电力电力板块营业成本结构 (2023 年)


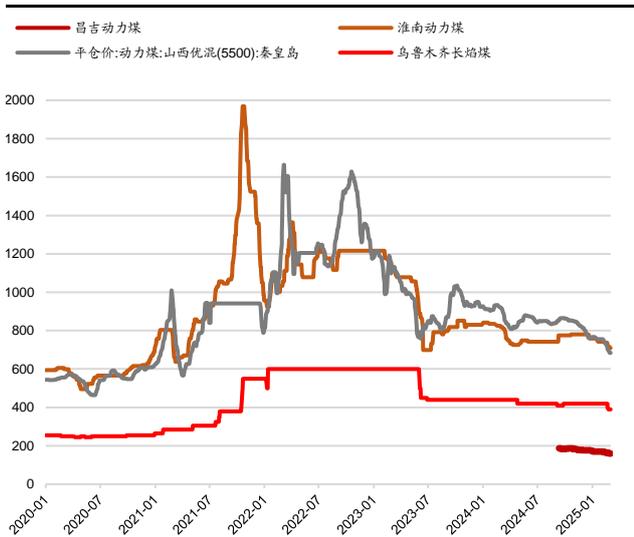
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 2020-2023 年主要电力企业度电营业成本情况对比 (元/兆瓦时)


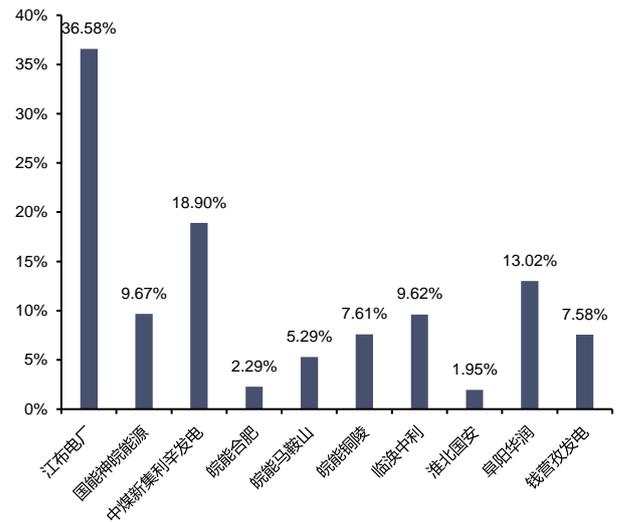
资料来源: iFind, 各公司公告, 信达证券研发中心

新疆机组煤炭成本情况: 毗邻准东煤田, 低价优势凸显。公司在疆的两个火电厂均位于新疆昌吉准东, 毗邻国内最大的整装煤田-准东煤田, 其露天煤矿开采成本与坑口价格均较低。即便是在煤价高企的 2021-2023 年, 乌鲁木齐长焰煤价 (折算至 5500K) 未能突破 600 元/吨, 价格绝对值与波动幅度较秦皇岛港口价与安徽省内坑口价均低。叠加电厂与煤矿的区位相邻优势, 公司新疆电厂入炉标煤价格较低。以 2024 年上半年情况来看, 江布电厂实现营业利润率高达 36.58%, 不仅远远超过公司省内其他电厂, 较省内典型煤电一体公司国能神皖能源与中煤新集利辛发电也有相当优势。由于火电厂为单纯生产经营单位, 其税金及附加与四费 (销售、管理、研发、财务) 占营收比例大致理应相等, 因而营业利润率的差距基本等同于毛利率差距, 即差距主要为燃料成本部分。综合来看, 公司新疆机组区位较佳, 疆煤低成本优势凸显。

图 13: 2020-2025.03 疆煤与秦港及安徽省内动力煤价对比 (元/吨)
图 14: 2024 年上半年公司新疆电厂与主要参控股公司营业利润率对比



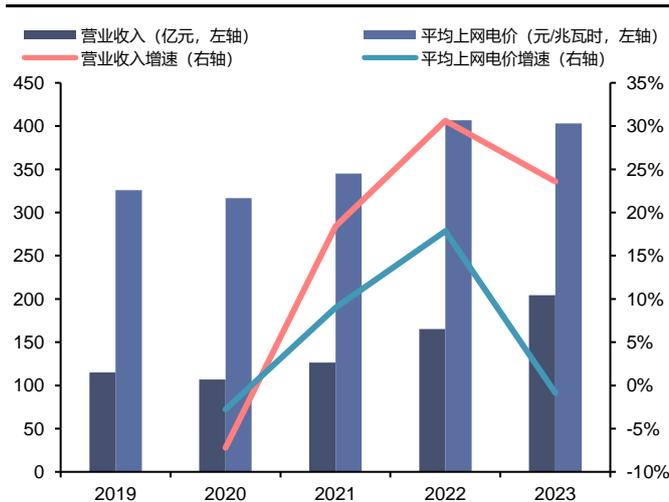
资料来源: iFind, CCTD, 信达证券研发中心 (注: 热值均已折算至 5500K)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

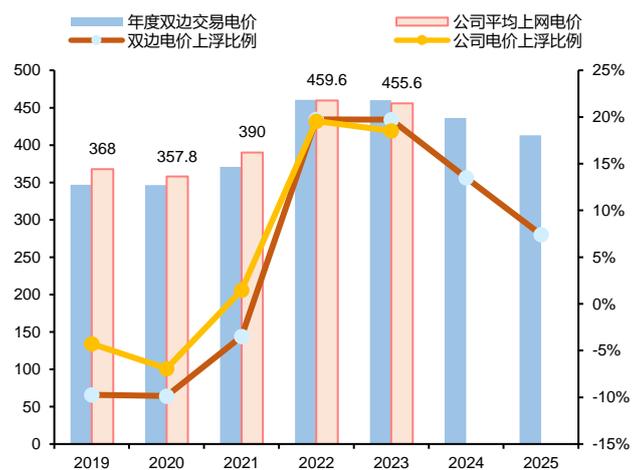
省内火电电价情况: 市场化改革推进提升电价上浮空间, 安徽电价长期高位浮动。得益于电力市场化改革推进, 安徽省年度双边交易电价由 2019 年的 346.97 元/兆瓦时上浮至 2023 年的 459.6 元/兆瓦时; 2024 年双边电价 436.30 元/兆瓦时叠加约 20 元/兆瓦时的容量电价后, 综合电价依旧实现高位浮动。公司平均电价也由 2019 年的 368 元/兆瓦时上浮至 2023 年的 455.60 元/兆瓦时。公司发电业务收入同时受益于电改带来的电价上行和电厂投产带来的电量增长, 2023 年公司实现电力营业收入 204.17 亿元。此外, 公司受益于电价同步上升和 2023 年以来煤价持续下行, 度电毛利由 2021 年的 -30.55 元/兆瓦时 (不含税) 提升至 2023 年的 30.63 元/兆瓦时 (不含税), 实现扭亏为盈。虽然 2025 年的安徽交易电价较 2024 年下降约度电 2.3 分, 但依然处于基准价上浮区间。

图 15: 2019-2023 年皖能电力电力板块营收情况



资料来源: 公司债券募集说明书, 信达证券研发中心

图 16: 2020-2023 年安徽省年度电力双边交易情况及皖能电力平均上网电价情况 (元/兆瓦时)

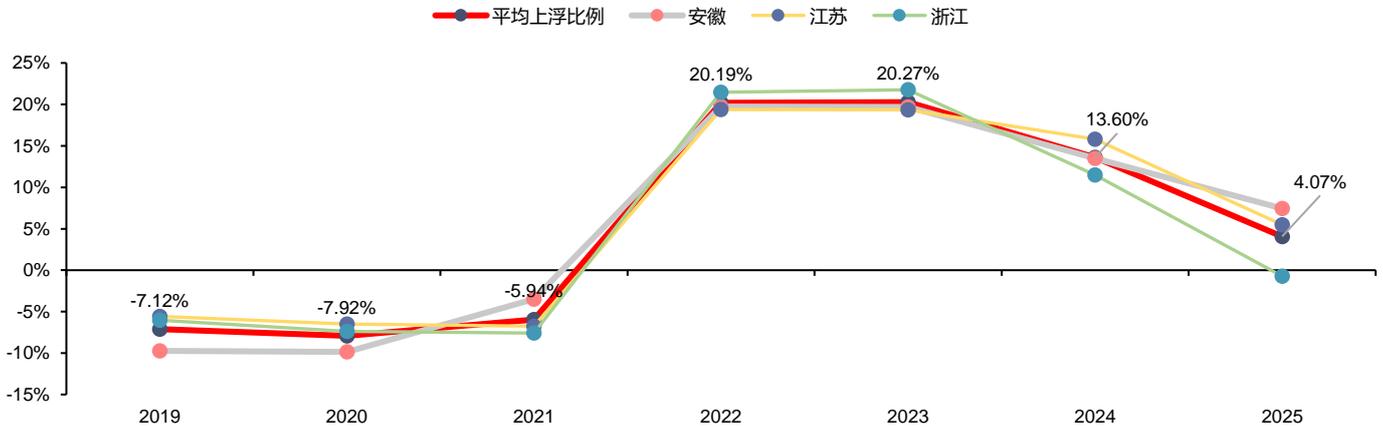


资料来源: 北极星售电网, 国家能源集团, 安徽省能源局, 安徽电力交易中心, 信达证券研发中心 (注: 2024 年起煤电容量电价正式落实, 度电电价约 2 分)

新疆火电电价情况: 电量外送华东, 浮动比例可观。如前所述, 公司两座新疆电厂均为特高压
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

压直流输电工程“吉泉线”的配套火电项目，电量直接外送至华东电网。根据公司投关活动记录，两座“疆电入皖”电厂的电价均执行“基准价+上下浮动”机制，其中基准价参照新疆基准电价水平（即含税 250 元/兆瓦时），而浮动比例按照吉泉线受端的江浙皖三省份的市场电价平均涨幅确定。华东地区作为我国经济最为发达的地区之一，本地电价上浮情况可观。即便在 2024 年煤价下行后年度交易电价有所下滑，2025 年江浙皖三省的平均浮动涨幅依旧为正，公司新疆电厂电价有望长期保持上浮。

图 17: 2019-2025 年江浙皖三省年度交易电价上浮情况



资料来源：北极星售电网，国家能源集团，浙能电力公司公告，碳索储能，信达证券研发中心（注：2023、2024 年浙江电价采用浙能电力省内煤电机组上网电价代替）

新疆机组量价本优势突出，有望成为业绩的重要支撑点。综合来看，公司新疆机组在火电量价本三因素上优势极为突出。**成本方面**，公司新疆机组临近准东煤田，疆煤较秦港及安徽省内煤炭价格低约 500 元/吨以上（5500K 含税），燃料成本具有明显优势；**电价方面**，新疆机组外送华东地区，采用华东地区电价上浮比例平均，华东电力供需紧张情况对新疆机组度电收入有较强支撑；**电量方面**，外送机组利用率相当可观。据皖能集团，公司江布电厂首年商业运营实现累计发电 70 多亿千瓦时，折合机组利用小时数在 5300 小时以上。2024 年上半年，江布电厂已贡献净利 2.62 亿元，我们预计江布电厂年贡献净利润应在 5 亿元以上。考虑到 2023-2024 年江布与英格玛电厂接续投产，且英格玛电厂生产经营情况与盈利水平应与江布电厂相当，则我们预计公司 2025 年两座电厂全年运行后年增发电量有望达到 140 亿千瓦时左右，年新增净利润贡献约 11 亿元左右。按持股比例 2024 年和 2025 年有望分别贡献归母净利润约 5 亿和 7 亿元。对比 2023 年上市公司整体发电量 512.54 亿千瓦时和归母净利润 14.3 亿元，新疆电厂有望成为公司 2025-2026 年重要业绩增长点与支撑点。

表 5: 皖能电力新疆电厂 2025 年预计盈利情况

	江布电厂	英格玛电厂	合计
控股装机容量（万千瓦）	132	132	264
小时数（小时）	5300	5300	
预计上网电量（亿千瓦时）	69.96	69.96	139.92
电量电价（元/千瓦时，不含税）	0.228	0.228	
容量电价（元/千瓦时·年，含税）	100	100	
入炉标煤单价（元/吨，不含税）	230	230	
度电总成本（元/千瓦时，不含税）	0.153	0.153	
预计净利润（亿元）	5.61	5.61	11.23

权益比例	53%	70%	
预计归母净利润(亿元)	2.98	3.93	6.90

资料来源：信达证券研发中心整理（注：假设两座电厂煤耗均为280g/千瓦时，2025年电价上浮比例均为3%，容量电价获取率100%，利用小时数维持5300h左右，度电其他含税成本为0.1元）。

2.3 大比例参股煤电一体化资产，投资收益未来增长可观

公司重点参股煤电一体化优质机组：截至2024年底，公司在运参股火电装机体量为1702万千瓦，权益装机720.86万千瓦。从参股机组经营模式及盈利情况来看，公司主要参股机组为省内外优质煤电，且属“煤电一体”经营模式，业绩稳健抗波动。其中，国能神皖能源在2020年由原属神华的神皖能源和原属国电的国电安徽重组整合而来，背靠股东国家能源集团的煤炭供应优势；中煤新集利辛发电为配套新集公司板集煤矿的坑口电厂，其煤炭需求全部通过板集煤矿满足。除此之外，公司参股装机还包含望江、宿松、太湖等风电机组，响水涧、琅琊山、天荒坪等抽水蓄能机组，以及秦山核电站等。

表6：皖能电力在运火电参股装机情况（截止至2024年底，万千瓦）

电厂名称	装机容量	控股股东	公司持股比例	公司权益装机	投建时间	机组类型	电厂区位	电量销售地
国能蚌埠一期	126	国能神皖能源	39.20%	49.39	2008-2009	超临界	安徽	华东电网
国能蚌埠二期	132	国能神皖能源	39.20%	51.74	2018	超超临界	安徽	安徽
国能宿州	70	国能神皖能源	36.26%	25.38	2012	超临界	安徽	安徽
国能铜陵	126	国能神皖能源	37.24%	46.92	2008	超临界	安徽	安徽
国能安庆	264	国能神皖能源	49%	129.36	2005/2015	亚临界/超超临界	安徽	安徽
国能马鞍山二期	132	国能神皖能源	49%	64.68	1996/2006	亚临界	安徽	安徽
国能池州	64	国能神皖能源	49%	31.36	2005	超临界	安徽	安徽
国能合肥庐江	132	国能神皖能源	49%	64.68	2018	超超临界	安徽	安徽
神皖能源合计	1046			463.52				
中煤新集利辛发电	332	中煤新集	45%	149.40	2016/2024	超超临界	安徽	安徽
中能神皖平山	132	中能股份	24.5%	32.34	2015-2016	超超临界	安徽	华东电网
淮北涣城	60	淮北矿业	49%	29.40	2013	亚临界	安徽	安徽
山西潞光	132	格盟国际能源	35%	46.20	2021	超超临界	山西	华中电网
合计	1702			720.86				-

资料来源：中安在线，国家能源集团，北极星火力发电网，国能e招，沈阳工业学院，国际电力网，中国电力报，新浪财经，上海中能电力科技有限公司，淮北市人民政府，长沙理工大学，长治日报，国电电力公司公告，公司债券募集说明书，国电集团公司，中电新闻网，国际能源网，中国新闻网，信达证券研发中心

参股火电在建：目前公司在建参股机组主要为火电机组，合计装机容量596万千瓦，其中公司参股部分权益装机190.48万千瓦。公司在建参股火电的控股股东仍为国家能源集团、中煤新集公司及淮北矿业集团等省内外煤炭央国企。公司坚定参股煤电一体装机方向不动摇。除火电外，公司还有参股机组桐城、石台、宁国三座抽水蓄能电站在建。参控股清洁能源装机有望于“十五五”期间逐步投产。

表7：皖能电力在建主要参股装机情况（截止至2024年底，万千瓦）

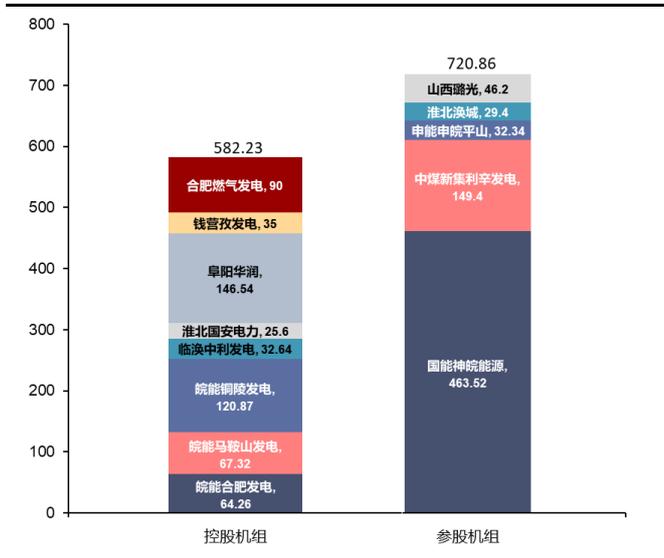
电厂名称	装机容量	控股股东	公司持股比例	公司权益装机	电源类型	预计投产时间
国能神皖池州二期	132	国能神皖能源	49%	64.68	煤电	2025年年中
中煤新集六安电厂	132	中煤新集能源	45%	59.4	煤电	2026年年中
国能安庆三期	200	国能集团安徽能源有限公司	20%	40	煤电	2026年年中

淮北国安二期	132	淮北矿业集团	20%	26.4	煤电	2026年年中
桐城抽蓄	128	国网新源	20%	25.6	抽水蓄能	2027年
石台抽蓄	120	国网新源	20%	24	抽水蓄能	2028年
宁国抽蓄	120	国网新源	14.28%	17.14	抽水蓄能	2031年
合计	964			257.72		

资料来源：安徽电建二公司，六安市裕安区人民政府，北极星火力发电网，网易，石台县文明网，宁国市人民政府，企查查，新集能源公司公告，淮北矿业官网，裕安新闻网，中国电建、中国能建、文都桐网、中安在线，信达证券研发中心

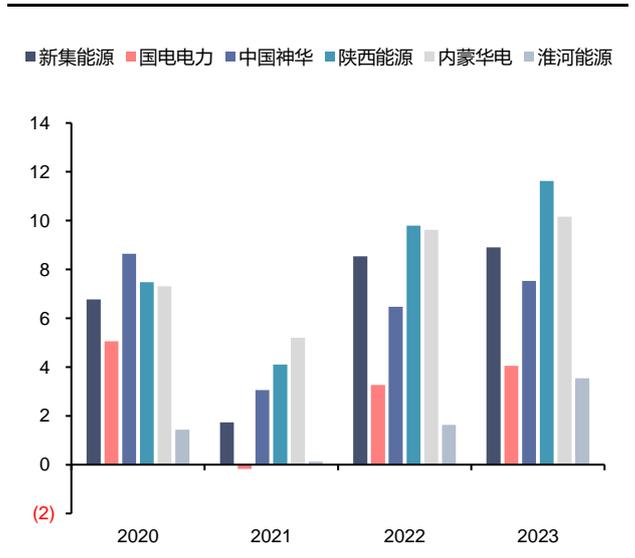
参股装机已成业绩基石，业绩低波稳定有保障。就公司目前火电装机情况而言，其参股权益装机已达 720.86 万千瓦，超过控股权益装机 582.23 万千瓦，参股机组对归母净利润影响较大。其中，参股煤电一体公司国能神皖能源与中煤新集利辛发电合计权益装机 612.92 万千瓦，同样超过控股权益装机，因而低波稳健的煤电一体已经成为公司业绩的压舱石。从度电盈利角度来看，煤电一体公司的静态与动态优势均得以体现：**相同电价下，煤电一体公司的度电盈利水平明显高于传统纯火电公司；煤价变动时，煤电一体公司的度电盈利水平相对而言更为稳定。**

图 18：公司火电参控股权益装机情况（万千瓦，截至 2024 年）



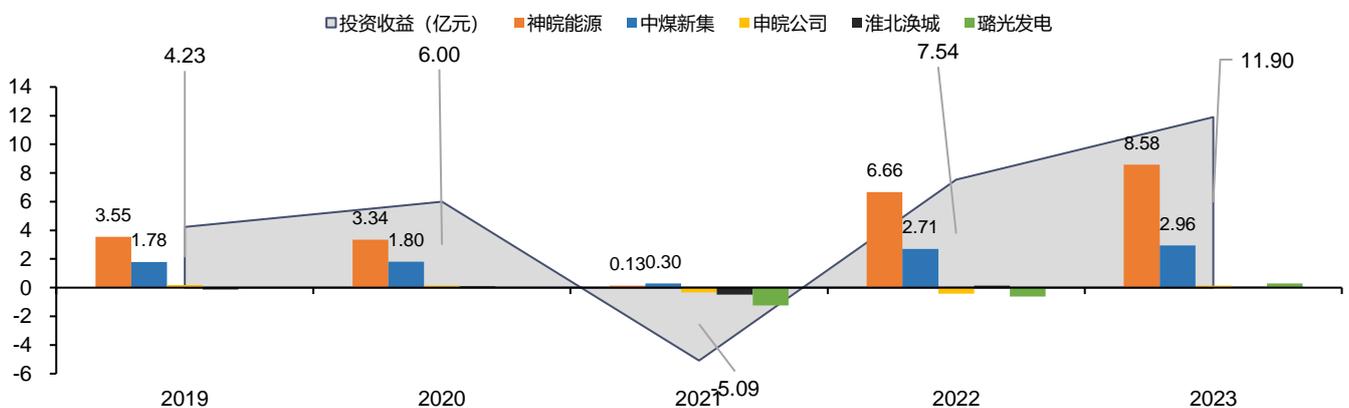
资料来源：公司债券募集说明书，信达证券研发中心

图 19：典型煤电一体化公司 2020-2023 年火电板块度电毛利（分/千瓦时）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 20：2019-2023 皖能电力主要参股火电贡献归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在手参股的火电及抽蓄项目投建贯穿整个“十五五”，参股项目有望支撑公司投资收益保持增长。中远期来看，安徽省内用电需求高增长有望持续，带动省内及外来电装机规划建设。以现有在建参股火电来看，我们预计公司在手参股在建火电 2025/2026/2027 年有望贡献投资收益 0.32/1.28/1.90 亿元，有望长期支撑公司业绩。我们认为，作为安徽省内电力龙头企业，“十五五”期间公司有望持续在省内取得煤电项目，或有望在省外以“外电入皖”的形式争取“陕电入皖”、“蒙电入皖”等特高压电源点。综合来看，公司远期省内外装机有望实现协同成长。

表 8: 皖能电力在建参股火电预计业绩贡献情况

电厂名称	装机容量	预计投产时间	度电盈利假设	利用小时数假设	公司持股比例	2025 年投资收益贡献 (亿元)	2026 年投资收益贡献 (亿元)	2027 年投资收益贡献 (亿元)
国能神皖池州二期	132	2025 年年中	0.02	5000	49%	0.32	0.65	0.65
中煤新集六安电厂	132	2026 年年中	0.02	5000	45%		0.30	0.59
国能安庆三期	200	2026 年年中	0.02	5000	20%		0.20	0.40
淮北国安二期	132	2026 年年中	0.02	5000	20%		0.13	0.26
合计	964					0.32	1.28	1.90

资料来源：安徽电建二公司，六安市裕安区人民政府，裕安新闻网，中国电建、中国能建、北极星火力发电网，信达证券研发中心整理

三、盈利预测与估值

3.1 盈利预测

核心假设:

电力产销量: 我们预计 2024-2026 年，公司机组利用小时数分别为 4126/4337/4261 小时，发电量分别为 565/685/673 亿千瓦时，上网电量分别为 531/644/632 亿千瓦时。

电价和成本: 我们预计 2024-2026 年电价下行空间有限。安徽省内电价（不含税）分别为 386.11/364.60/353.78 元/兆瓦时；新疆电厂上网电价（不含税）分别为 261.06/227.88/227.88 元/兆瓦时。考虑到煤炭供需矛盾逐渐缓解，煤炭价格有所下行，我们预计公司入炉标煤单价分别为 749.69/572.19/553.88 元/吨。

表 9: 电力业务关键量价本假设

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
装机容量 (万千瓦)	821.00	821.00	892.00	1,136.30	1,368.70	1,578.70	1,578.70
利用小时数 (小时)	4201	4436	4966	4970	4126	4337	4261
发电量 (亿千瓦时)	349	366	431	513	565	685	673
yoy	-6.30%	4.79%	17.86%	18.92%	10.17%	21.24%	-1.74%
上网电量 (亿千瓦时)	329.42	344.50	404.80	482.20	531	644	632
yoy	-6.24%	4.58%	17.50%	19.12%	10.08%	21.24%	-1.74%
安徽省内煤电电价 (元/兆瓦时, 不含税)	306.65	328.33	407.35	407.22	386.11	364.60	353.78
新疆机组电价 (元/兆瓦时, 不含税)				221.24	261.06	227.88	227.88
入炉标煤单价 (元/吨, 不含税)	684.73	1028.63	1064.81	947.65	749.69	572.19	553.88
度电燃料成本 (元/兆瓦时, 不含税)	0.208	0.315	0.320	0.283	0.263	0.203	0.206
售电业务收入 (亿元)	106.81	126.47	165.19	204.17	222.94	230.74	233.45

yoy	-7.21%	18.41%	30.62%	23.60%	9.20%	3.50%	1.17%
电力业务成本(亿元)	97.97	137.64	164.31	188.47	194.11	195.48	195.44
yoy	-7.07%	40.49%	19.38%	14.70%	2.99%	0.71%	-0.02%

资料来源：公司债券募集说明书，信达证券研发中心整理

皖能电力作为安徽省能源集团控股的安徽省内电力运营龙头，省内电力供需格局较好，大比例参股优质煤电一体机组，叠加未来参控股机组持续落地，稳健经营的同时又具有高增长潜力。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.67/22.28/23.80 亿元；EPS 分别为 0.91/0.98/1.05 元/股；对应 3 月 31 日收盘价的 PE 分别为 8.18/7.59/7.11 倍。

表 10：皖能电力主要财务指标预测

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	25,740	27,867	29,286	30,207	31,050
增长率 YoY %	22.4%	8.3%	5.1%	3.1%	2.8%
归属母公司净利润(百万元)	499	1,430	2,067	2,228	2,380
增长率 YoY%	137.6%	186.4%	44.6%	7.8%	6.8%
毛利率%	2.4%	6.9%	11.1%	12.8%	13.4%
净资产收益率 ROE%	3.5%	10.3%	13.0%	12.4%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.63	0.91	0.98	1.05
市盈率 P/E(倍)	33.88	11.83	8.18	7.59	7.11
市净率 P/B(倍)	1.18	1.22	1.06	0.94	0.85

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 3 月 31 收盘价

3.2 公司估值

公司兼具稳定与成长，目前仍处低估状态。综合来看，公司虽自身并不具备煤炭资产，控股机组点火价差理论上易受到煤价波动冲击，但细究装机结构即可发现，其参股煤电一体资产体量实际于公司权益装机占比较高。因而公司低波稳健的生产经营久期有望持续，**作为安徽省内电力龙头，以参股形式发展煤电一体，兼顾业绩稳定性和成长确定性，未来价值修复空间较大。**我们看好安徽区域电力供需长期偏紧的情况和公司参控股装机带来的业绩成长性，综合考虑公司当前估值仍然相对偏低，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 11：可比公司估值

公司	收盘价 (元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
华能国际	6.92	121.17	131.61	129.54	7.89	7.27	7.39
华电国际	5.75	66.79	73.91	76.85	8.40	7.59	7.30
国电电力	4.44	70.90	80.77	94.20	11.17	9.80	8.41
浙能电力	5.7	77.27	84.26	91.94	9.89	9.07	8.31
申能股份	8.91	39.94	42.17	44.81	10.92	10.34	9.73
新集能源	6.84	23.90	22.84	27.06	7.41	7.76	6.55
平均值					9.28	8.64	7.95
皖能电力	7.46	20.67	22.28	23.80	8.18	7.59	7.11

资料来源：iFind，信达证券研发中心。注：(1)新集能源与国电电力为信达能源预测，其余公司均为同花顺一致预期；(2)收盘价截止时间为 2025 年 3 月 31 日

风险因素

（1）煤电利用小时数大幅下滑及电价大幅下降的风险：公司发电业务均为煤电发电售电业务。若煤电利用小时数出现大幅下滑，则售电量将会出现下滑。售电电量和电价的大幅下行均会对公司售电业务收入端产生较大影响。

（2）在建及规划项目进展不及预期风险：公司业绩增长依赖在建参控股及规划项目按期开工、投产、运营。若项目建设进展不及预期，公司营收及利润增速将会受到影响。

（3）煤价再度超预期大幅上行的风险：虽然公司参股煤电一体项目一定程度上稳定公司业绩，但公司控股机组部分长协煤合同未能实现全面覆盖煤炭采购需求。若煤价再度超预期大幅上行，公司控股机组点火价差将会收窄，进而影响公司成本及利润。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	7,944	8,024	10,822	12,656	13,495	
货币资金	2,369	1,998	4,530	6,245	6,930	
应收票据	3	135	96	115	113	
应收账款	3,378	3,505	3,737	3,836	3,950	
预付账款	576	629	620	631	643	
存货	763	697	730	727	747	
其他	855	1,060	1,109	1,102	1,112	
非流动资产	47,775	52,562	58,173	63,136	66,860	
长期股权投资	11,229	13,188	14,808	16,568	18,281	
固定资产(合计)	20,207	24,800	26,741	28,331	35,032	
无形资产	3,645	3,571	5,450	7,643	9,731	
其他	12,693	11,003	11,173	10,595	3,816	
资产总计	55,719	60,586	68,995	75,792	80,354	
流动负债	11,848	14,986	16,748	17,047	16,991	
短期借款	834	807	1,807	2,307	2,007	
应付票据	2,877	1,832	2,221	2,116	2,206	
应付账款	3,288	2,629	2,897	2,841	2,932	
其他	4,848	9,718	9,823	9,784	9,846	
非流动负债	23,386	25,218	29,360	33,360	35,360	
长期借款	20,660	24,134	28,134	32,134	34,134	
其他	2,725	1,085	1,226	1,226	1,226	
负债合计	35,233	40,205	46,108	50,407	52,351	
少数股东权益	6,171	6,533	6,986	7,478	8,003	
归属母公司股东权益	14,314	13,849	15,901	17,906	20,000	
负债和股东权益	55,719	60,586	68,995	75,792	80,354	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	25,740	27,867	29,286	30,207	31,050	
同比(%)	22.4%	8.3%	5.1%	3.1%	2.8%	
归属母公司净利润	499	1,430	2,067	2,228	2,380	
同比(%)	137.6%	186.4%	44.6%	7.8%	6.8%	
毛利率(%)	2.4%	6.9%	11.1%	12.8%	13.4%	
ROE%	3.5%	10.3%	13.0%	12.4%	11.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.22	0.63	0.91	0.98	1.05	
P/E	33.88	11.83	8.18	7.59	7.11	
P/B	1.18	1.22	1.06	0.94	0.85	
EV/EBITDA	19.73	13.95	8.05	7.81	7.27	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	25,740	27,867	29,286	30,207	31,050	
营业成本	25,111	25,952	26,050	26,327	26,903	
营业税金及附加	118	146	147	154	158	
销售费用	13	24	22	24	24	
管理费用	132	170	169	178	182	
研发费用	259	197	236	233	243	
财务费用	758	812	815	945	1,029	
减值损失合计	-40	-122	-140	-45	-42	
投资净收益	869	1,358	1,259	992	1,097	
其他	100	92	108	107	111	
营业利润	277	1,893	3,075	3,400	3,676	
营业外收支	5	-64	0	0	0	
利润总额	282	1,829	3,075	3,400	3,676	
所得税	-46	81	553	680	772	
净利润	328	1,749	2,521	2,720	2,904	
少数股东损益	-171	319	454	492	524	
归属母公司净利润	499	1,430	2,067	2,228	2,380	
EBITDA	1,709	3,176	6,132	6,684	7,320	
EPS(当年)(元)	0.22	0.63	0.91	0.98	1.05	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,624	1,696	5,309	4,760	5,615	
净利润	328	1,749	2,521	2,720	2,904	
折旧摊销	1,530	1,717	2,243	2,339	2,615	
财务费用	779	835	825	967	1,060	
投资损失	-869	-1,358	-1,259	-992	-1,097	
营运资金变动	1,901	-1,340	609	-319	90	
其它	-43	92	371	45	42	
投资活动现金流	-5,079	-6,775	-6,824	-6,356	-5,284	
资本支出	-5,619	-6,526	-6,831	-5,593	-4,672	
长期投资	-13	-1,061	-1,536	-1,675	-1,629	
其他	554	812	1,543	912	1,017	
筹资活动现金流	2,028	4,698	4,048	3,310	354	
吸收投资	434	388	0	0	0	
借款	9,486	3,446	5,000	4,500	1,700	
支付利息或股息	-1,233	-1,340	-1,326	-1,190	-1,346	
现金流净增加额	573	-382	2,533	1,714	685	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业及上下游研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。