

装机逐步放量，火电成本下行稳定业绩增长

2025 年 04 月 28 日

► **事件。**4 月 25 日和 27 日，公司分别发布 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年营业收入为 300.9 亿元，同比+8.0%；归母净利润 20.6 亿元，同比+44.4%；24Q4 公司营收 75.5 亿元，同比-1.3%；归母净利润 4.81 亿元，同比+285.7%。公司 25Q1 营收 64.20 亿元，同比下-8.10%，环比-15.01%；归母净利润 4.44 亿元，同比-1.98%，环比-7.76%。

► **新投运贡献增量，明后年装机规模增长确定。**截至 2024 年年底，公司控股发电装机容量为 1736 万千瓦，其中经营期装机 1366 万千瓦，建设期装机 210 万千瓦，核准待建装机 160 万千瓦；控股机组发电量 601.5 亿千瓦时，同比+17.34%。1) 控股方面，新疆英格玛 2 台 66 万千瓦机组已分别于 2024 年 11 月 17 日和 2024 年 12 月 31 日投运，钱营孜二期 100 万千瓦项目于 2025 年 3 月投产；皖能合肥天然气调峰电厂项目 2 台 45 万千瓦机组已分别于 2024 年 2 月 8 日和 4 月 19 日投运。参股方面，中煤新集板集二期项目已于 2024 年实现“双机双投”，在运装机容量达到 332 万千瓦，国能神皖池州二期预计今年中投产，淮北聚能国安电厂拟于 2025 年底投产，中煤新集六安电厂、国能安徽安庆三期拟在 2026 年投产。2) 在建新能源机组中，新疆英格玛电厂配套 80 万千瓦光伏项目、安徽宿州 30 万千瓦风电项目均已开工，分别计划 25Q3 和今年内投运。

► **煤电省内电价下行幅度可控+煤炭成本端降低增厚利润，气电两部制电价+成本端有望下调能够增厚气电盈利。**1) 煤电：2024 年含税平均上网电价 0.4491 元/千瓦时，下滑 6 厘/千瓦时，主要由于相对低电价的新疆电网上网电量占比提升导致综合电价降低。安徽 2025 年度双边协商交易成交电量达到 1067.04 亿千瓦时，成交加权均价为 412.97 元/兆瓦时，2025 年电价下降略降 2 分/千瓦时。25 年以来，煤价维持弱势运行，北方港口动力煤价格 25Q1 同比下降 172 元/吨，降幅高达 19%。公司长协煤占比约 75%，剩余为市场协议煤和现货煤，点火差进一步拉大为公司煤电盈利带来弹性。2) 气电：合肥气电于 2024H1 投产，调峰机组执行两部制电价，受益于全年执行容量电价，今年有望贡献稳定收益。

► **安徽省 24 年用电量增速 12%，电力供应偏紧。**2024 年，安徽全社会用电量达 3598 亿千瓦时，同比+12%，增速位居长三角和中部地区第一，2024 年全省发电总装机约 1.23 亿千瓦，同比增长约 14%。国网安徽电力预计安徽 2025 年全省电力缺口将超过 2000 万千瓦，电力供应仍偏紧。

► **投资建议：**新增机组逐步投运进一步贡献装机增量，叠加煤价位于低位，公司盈利能力持续强劲。我们对公司进行盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 21.61/22.02/23.25 亿元，EPS 分别为 0.95/0.97/1.03 元，对应 2025 年 04 月 28 日收盘价 PE 分别 8/8/7 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**用电需求下降；煤价波动影响火电盈利；上网电价竞争激烈。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	30,094	31,615	32,509	33,237
增长率 (%)	8.0	5.1	2.8	2.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,064	2,161	2,202	2,325
增长率 (%)	44.4	4.7	1.9	5.6
每股收益 (元)	0.91	0.95	0.97	1.03
PE	8	8	8	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

7.76 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书：S0100525030004

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1. 皖能电力 (000543.SZ) 2024 年业绩预告点评：业绩高增，新投产机组贡献增量-2025/01/23

2. 皖能电力 (000543.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 业绩波动，新投产机组贡献增量-2024/10/28

3. 皖能电力 (000543.SZ) 2024 年半年报点评：业绩稳步增长，新投产机组贡献投资收益-2024/08/22

4. 皖能电力 (000543.SZ) 2024 年一季报点评：控、参火电向好，业绩兑现高增-2024/04/30

5. 皖能电力 (000543.SZ) 2023 年年报点评：煤价下降与新增装机演绎 24 年业绩弹性二重奏-2024/04/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,094	31,615	32,509	33,237
营业成本	26,467	27,557	28,166	28,771
营业税金及附加	174	190	195	199
销售费用	20	21	21	22
管理费用	186	190	195	199
研发费用	182	190	195	199
EBIT	3,133	3,597	3,870	3,982
财务费用	844	1,197	1,456	1,626
资产减值损失	-120	-170	-183	-218
投资收益	1,348	1,375	1,416	1,571
营业利润	3,519	3,606	3,648	3,710
营业外收支	-74	15	15	15
利润总额	3,446	3,621	3,663	3,725
所得税	452	561	562	539
净利润	2,994	3,060	3,101	3,187
归属于母公司净利润	2,064	2,161	2,202	2,325
EBITDA	5,214	5,826	6,257	6,405

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,477	7,033	2,997	4,901
应收账款及票据	4,202	4,143	4,260	4,355
预付款项	553	689	704	719
存货	999	705	722	738
其他流动资产	1,222	1,332	1,337	1,341
流动资产合计	9,454	13,901	10,020	12,054
长期股权投资	14,029	15,404	16,820	18,391
固定资产	30,107	33,134	41,921	42,547
无形资产	3,596	3,596	3,596	3,596
非流动资产合计	57,148	62,368	72,613	74,913
资产合计	66,602	76,270	82,633	86,968
短期借款	2,892	3,192	3,392	3,192
应付账款及票据	2,911	4,756	4,862	4,966
其他流动负债	9,329	9,700	2,435	2,471
流动负债合计	15,132	17,648	10,688	10,629
长期借款	23,857	28,857	39,857	41,857
其他长期负债	4,306	4,270	4,270	4,270
非流动负债合计	28,163	33,127	44,127	46,127
负债合计	43,296	50,775	54,815	56,756
股本	2,267	2,267	2,267	2,267
少数股东权益	7,484	8,382	9,281	10,142
股东权益合计	23,306	25,495	27,818	30,212
负债和股东权益合计	66,602	76,270	82,633	86,968

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.99	5.05	2.83	2.24
EBIT 增长率	114.68	14.82	7.58	2.90
净利润增长率	44.36	4.74	1.89	5.59
盈利能力 (%)				
毛利率	12.05	12.83	13.36	13.44
净利润率	6.86	6.84	6.77	7.00
总资产收益率 ROA	3.10	2.83	2.67	2.67
净资产收益率 ROE	13.04	12.63	11.88	11.59
偿债能力				
流动比率	0.62	0.79	0.94	1.13
速动比率	0.45	0.64	0.70	0.89
现金比率	0.16	0.40	0.28	0.46
资产负债率 (%)	65.01	66.57	66.34	65.26
经营效率				
应收账款周转天数	49.33	46.00	46.00	46.00
存货周转天数	13.78	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.47	0.44	0.41	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	0.95	0.97	1.03
每股净资产	6.98	7.55	8.18	8.85
每股经营现金流	1.66	3.12	2.53	2.66
每股股利	0.32	0.34	0.35	0.37
估值分析				
PE	8	8	8	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.68	8.66	8.07	7.88
股息收益率 (%)	4.19	4.51	4.60	4.85

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,994	3,060	3,101	3,187
折旧和摊销	2,081	2,229	2,387	2,423
营运资金变动	-1,060	1,813	-59	-38
经营活动现金流	3,757	7,081	5,739	6,021
资本开支	-5,582	-6,032	-11,326	-3,297
投资	-818	0	0	0
投资活动现金流	-5,539	-6,177	-11,326	-3,297
股权募资	453	0	0	0
债务募资	3,641	5,763	3,897	1,800
筹资活动现金流	2,268	3,651	1,551	-821
现金净流量	486	4,555	-4,036	1,904

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048