

皖能电力 (000543.SZ)

买入 (首次评级)

火电参控并进，水光风帆同扬

投资要点:

► **安徽火电龙头，参控齐驱并进：**公司是皖能集团旗下电力核心平台，近年得益于控股股东支持，权益装机规模稳增。公司营收主要来自发电板块，2024年电力及相关产品营收占比近80%。除电力外还布局了煤炭业务，积极发展储能和抽蓄等。据我们整理统计，截至1Q25，公司控股在运煤电装机容量13.17GW、气电0.9GW、新能源约0.15GW、垃圾焚烧0.335GW、新型储能0.103GW，合计控股在运装机14.66GW。公司是安徽火电龙头，2024年底安徽省省调火电装机容量为4399.6万千瓦，公司控股在运省调火电机组装机容量占比23.7%，位居省内第一。公司参控齐驱并进。公司参股在建煤电5.96GW（权益装机1.91GW），此外还参股了抽蓄项目等，预计公司投资收益将进一步增长，增厚公司业绩。

► **火电根基稳固，战略布局新疆：**截至1Q2025末，公司控股在运火电14.07GW（煤13.17+气0.9），主要分布在安徽和新疆（皖11.43+疆2.64）。公司深耕安徽同时战略布局新疆，借助“疆电入皖”通道受端企业优势，在吉泉线上布局的新疆江布电厂、英格玛电厂均为坑口电厂，机组具备较强盈利能力。公司火电机组主要布局安徽省内，我们测算25-26年火电利用小时5264和4695h，25年安徽火电利用小时仍有增长。针对夏季顶峰（8月底前）的电力供需，我们测算25-26年不考虑备用率缺口为983、739万千瓦。安徽用电需求旺盛，保障机组利用小时数。预计25年钱营孜煤电二期（1GW）投产后，公司上网电量有望创新高。结合25年度长协电价（双边协商度电下降2分3）和煤炭均价（若按照200元标煤降幅和300g/kWh供电煤耗测算度电成本降幅6分）降幅水平，我们看好25年公司火电度电盈利水平。

► **绿能风帆正扬，加速能源转型：**公司以传统火电为基础，加快能源结构调整步伐，积极发展新能源发电、储能和抽蓄业务等。1）新能源：24年控股在运约15万千瓦，预计25年将达到125万千瓦，同比增长724%。此外控股股东承诺考虑将风光等新能源资产注入公司。母公司旗下新能创业在运在建待建总装机233万千瓦。未来或将注入上市公司，进一步推动公司新能源业务的发展。2）储能：23年公司建成淮北10.3万千瓦化学储能。3）抽蓄：公司控股核准待建140万千瓦，权益装机99.4万千瓦；参股在运总装机348万千瓦，权益装机34.0万千瓦；参股在建国能霍山、安徽桐城、安徽石台和安徽宁国等项目总装机488万千瓦，权益装机126万千瓦。

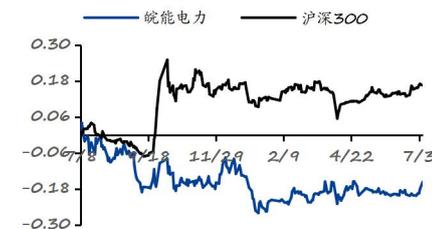
► **盈利预测与投资建议：**我们预测2025-2027年公司营收分别为320.86、307.22和302.87亿元，归母净利润分别为21.75、23.37和24.36亿元，对应PE分别为7.7/7.2/6.9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

► **风险提示：**项目建设不及预期风险；煤价上涨风险；电价下跌风险；政策风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

基本数据

日期	2025-07-07
收盘价:	7.41元
总股本/流通股本(百万股)	2,266.86/2,266.86
流通A股市值(百万元)	16,797.46
每股净资产(元)	7.12
资产负债率(%)	64.43
一年内最高/最低价(元)	9.68/6.65

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	严家源(S0210524050013)
	yjy30561@hfzq.com.cn
研究助理:	闫燕燕(S0210123070115)
	yyy30238@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,867	30,094	32,086	30,722	30,287
增长率	15%	8%	7%	-4%	-1%
净利润(百万元)	1,430	2,064	2,175	2,337	2,436
增长率	236%	44%	5%	7%	4%
EPS(元/股)	0.63	0.91	0.96	1.03	1.07
市盈率(P/E)	11.8	8.1	7.7	7.2	6.9
市净率(P/B)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 安徽火电龙头，参控齐驱并进.....	3
2 火电根基稳固，战略布局新疆.....	8
2.1 疆电入皖深耕，电量稳步提升.....	8
2.2 区位优势稳电价，煤价跌降成本.....	12
3 绿能风帆正扬，加速能源转型.....	14
4 盈利预测与投资建议.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议.....	16
5 风险提示.....	17

图表目录

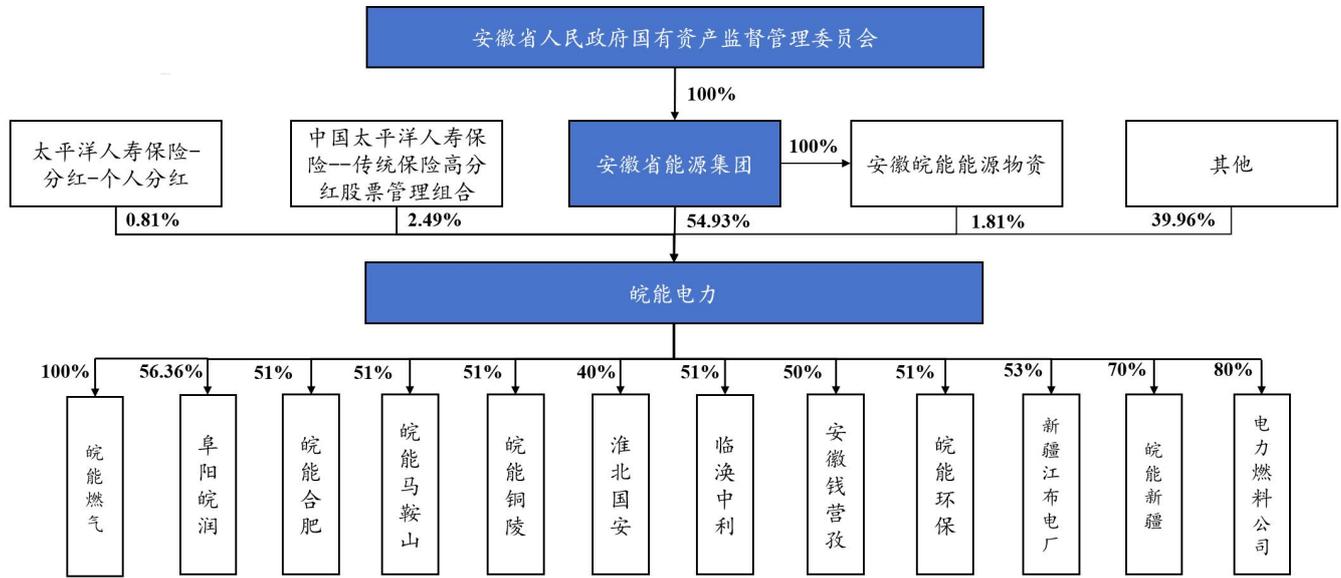
图表 1: 公司控股股东为皖能集团（截至 1Q2025）.....	3
图表 2: 2024 年电力及相关产品营收占比近 80%.....	4
图表 3: 2024 年电力及相关产品毛利率有所修复.....	4
图表 4: 公司主要的在运在建参控股装机明细（截至 1Q2025）.....	4
图表 5: 控股在运装机结构.....	6
图表 6: 参控股核准在建权益装机结构.....	6
图表 7: 2024 年公司投资收益达 13.48 亿元.....	7
图表 8: 1Q2025 营业收入同比下降 8.1%.....	7
图表 9: 1Q2025 归母净利润同比下降 1.98%.....	7
图表 10: 近年财务费用率有所增加.....	8
图表 11: 公司盈利能力整体向好.....	8
图表 12: 2025 年投产 1 台百万机组.....	9
图表 13: 截至 1Q25 控股在运火电装机种类布局.....	9
图表 14: 截至 1Q25 控股在运火电装机区域布局.....	9
图表 15: 安徽电量供需平衡测算-电量.....	10
图表 16: 安徽电量供需平衡测算-利用小时数.....	10
图表 17: 安徽电力供需平衡测算（夏季高峰时段）.....	11
图表 18: 安徽用电需求旺盛.....	11
图表 19: 2024 年公司利用小时数为 4973h.....	11
图表 20: 2024 年发电量 601.5 亿千瓦时.....	12
图表 21: 2024 年上网电量 567 亿千瓦时.....	12
图表 22: 2019-2024 年公司售电价水平.....	13
图表 23: 2025 年安徽双边协商电价下降 5.35%.....	13
图表 24: 秦皇岛 5500 大卡现货煤价走势.....	14
图表 25: 2019-2024 年公司燃料成本.....	14
图表 26: 2025 年公司控股新能源装机预计同比增长 724%.....	15
图表 27: 公司业绩拆分预测表.....	16
图表 28: 可比公司估值表.....	17
图表 29: 财务预测摘要.....	18



1 安徽火电龙头，参控齐驱并进

皖能集团旗下电力核心平台，受控股股东支持权益装机稳步提升，公司是安徽省第一批规范化改制的上市公司，1993年在深交所挂牌上市，是国内最早的A股电力行业上市公司之一。公司控股股东为安徽省能源集团，直接持有公司54.93%的股份；通过安徽皖能能源物资间接持有1.81%的股份。公司直接控制人为安徽国资委。控股股东皖能集团把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，承诺在符合条件的前提下，合理的逐步注入火电、新能源资产等。2019年，公司向皖能集团收购神皖能源49%的股权。2023年，收购安徽皖能环保发电有限公司（皖能环保）51%的股权、安徽响水涧抽水蓄能有限公司（响水涧）2.36%的股权、安徽省响洪甸蓄能发电有限责任公司（响洪甸）45%股权、华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司（琅琊山）30%的股权和华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司（天荒坪）5.56%的股权。近年来，得益于控股股东的支持，持续进行资源整合，公司权益装机规模稳步提升，力争打造一流电力上市公司。

图表 1: 公司控股股东为皖能集团（截至 1Q2025）

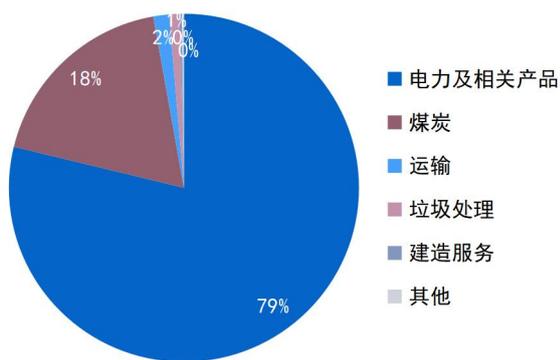


数据来源：公司公告，wnid，华福证券研究所

公司主营电力生产，2024年电力毛利率持续修复。公司营收主要来自发电板块，2024年电力及相关产品营收占比近80%。2021年，公司电力及相关产品的毛利率下降，主要是因为煤价高企，燃料成本上升等。近年，公司电力及相关产品的毛利率逐渐回暖，持续修复。2024年，公司电力及相关产品毛利率为13.90%。除电力板块以外，公司还布局了煤炭业务，积极发展储能和抽蓄业务等。

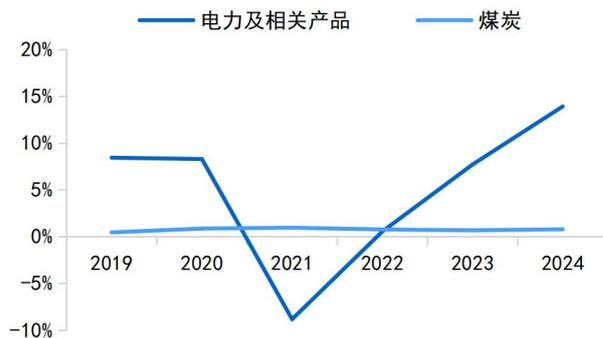


图表 2: 2024 年电力及相关产品营收占比近 80%



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 2024 年电力及相关产品毛利率有所修复



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

安徽火电龙头, 参控火电超 31GW。据我们整理统计, 截至 1Q25, 公司控股在运煤电装机容量 13.17GW、气电 0.9GW、新能源约 0.15GW、垃圾焚烧 0.335GW、新型储能 0.103GW, 合计控股在运装机 14.66GW。公司控股在运装机结构以火电为主, 占比高达约 96%。公司合计参控股火电在运装机口径超 31GW, 主要布局在安徽, 其次是新疆, 最后是山西。

公司是安徽火电龙头企业, 2024 年底, 安徽省省调火电装机容量为 4399.6 万千瓦, 公司控股在运省调火电机组装机容量占比 23.7%, 位居省内第一。除了深耕安徽以外, 公司还布局新疆。2023-2024 年, 公司先后投产了江布电厂和英格玛电厂, 合计控股在运装机 2.64GW。此外, 公司还有参股在建 (596 万千瓦) 煤电项目, 参控齐驱并进, 在火电领域保持领先同时还积极布局新能源、天然气调峰电厂、环保发电等领域。预计未来公司的权益装机容量将稳步增长。

图表 4: 公司主要的在运在建参控股装机明细 (截至 1Q2025)

类型	公司	持股比例	总装机 (万千瓦)	机组构成 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)
控股在运					
煤电	皖能合肥	51%	126	2*63	64
	皖能马鞍山	51%	132	2*66	67
	皖能铜陵	51%	237	32+105+100	121
	淮北国安	40%	64	2*32	26
	临涣中利	51%	64	2*32	33
	安徽钱营孜	50%	170	2*35+100	85
	阜阳皖润	56%	260	2*64+2*66	147
	新疆皖能江布	53%	132	2*66	70
	新疆华电西黑山	70%	132	2*66	92



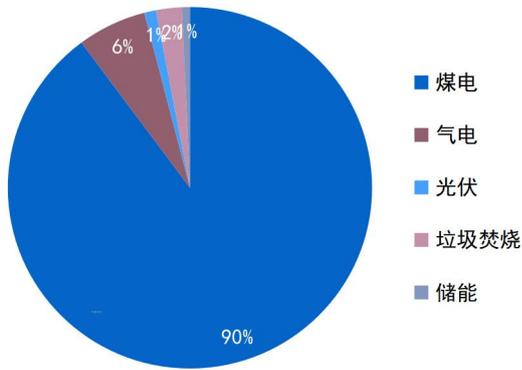
气电	合肥皖能燃气	100%	90	2*45	90
光伏	阳原聚格光电	100%	4.99	4.99	5
	阜阳皖能颍东	100%	6.3	6.3	6
	分布式光伏	/	3.91	3.91	2
垃圾焚烧	安徽皖能环保	51%	33.5	33.5	17
新型储能	淮北皖能储能	100%	10.3	10.3	10
控股在运合计		/	1466	1466	835
控股在建&核准					
风电	宿州皖恒	46%	30	30	14
风电	明光皖能白米山	40%	10	10	4
风电	皖能淮北储能	100%	10	10	10
光伏	昌吉古尔班通古特沙漠基地 新能源开发有限公司奇台皖 能分公司	100%	80	80	80
抽水蓄能	绩溪抽蓄	71%	140	140	99
控股在建合计		/	270	270	207
参股在运					
煤风光	国能神皖能源	44%	1107	1046火+61风光	488
煤电	中煤新集利辛	45%	332	2*100+2*66	149
	淮北涣城	49%	60	2*30	29
	淮北申皖	25%	132	2*66	32
	山西潞光	35%	132	2*66	46
风电	国电皖能望江	49%	4.8	4.8	2
	国电优能宿松	49%	9.9	9.9	5
	国电皖能太湖	49%	4.6	4.6	2
	国电皖能宿松	44%	10	10	4
抽水蓄能	安徽响洪甸	45%	8	8	4
	华东琅琊山	30%	60	60	18
	安徽响水涧	2%	100	100	2
	华东天荒坪	6%	180	180	10
核电	核电泰山联营	2%	260	260	5
参股在运合计		/	2400	2400	799
参股在建					
煤电	中煤新集六安	45%	132	2*66	59
	淮北聚能	20%	132	2*66	26



	国能安庆能源	20%	200	2*100	40
	国能神皖池州	49%	132	2*66	65
抽水蓄能	国能霍山	49%	120	4*30	59
	安徽桐城	20%	128	4*32	26
	安徽石台	20%	120	4*30	24
	安徽宁国	14%	120	4*30	17
参股在建合计		/	1084	1084	316
控股、参股合计		/	5220	5220	2157

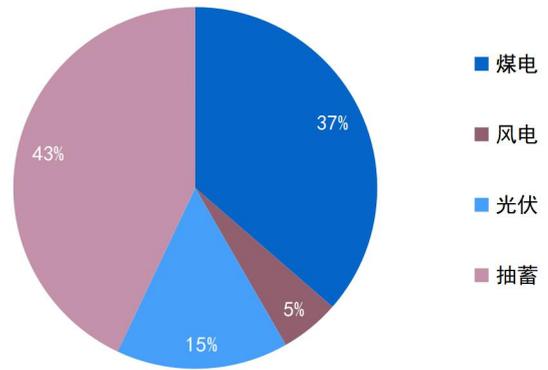
来源: wind, 公司公告, 安徽合肥公共资源交易中心, 淮北市生态环境局, 华福证券研究所 (公开信息手工整理, 数据仅供参考, 其中绩溪抽蓄、明光皖能白米山、皖能淮北储能已核准暂未开工)

图表 5: 控股在运装机结构



数据来源: wind, 公司公告, 安徽合肥公共资源交易中心, 淮北市生态环境局, 华福证券研究所 (公开信息手工整理, 数据仅供参考)

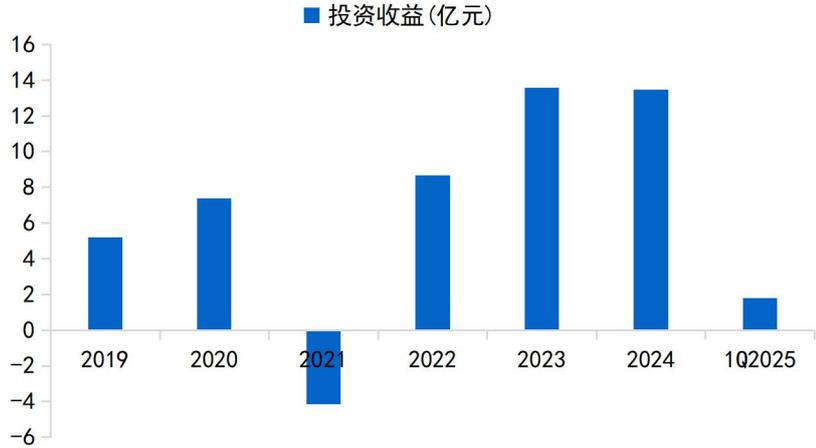
图表 6: 参控股核准在建权益装机结构



数据来源: wind, 公司公告, 安徽合肥公共资源交易中心, 淮北市生态环境局, 华福证券研究所 (公开信息手工整理, 数据仅供参考, 其中绩溪抽蓄、明光皖能白米山、皖能淮北储能已核准暂未开工)

参股 596 万千瓦煤机项目逐步投产, 贡献投资收益新增量。2019 年公司投资收益为 5.20 亿元, 2024 年投资收益增长至 13.48 亿元, 增长超过 8 亿元。2024 年公司实现投资收益较上年同期下降了 0.78%。考虑到 2023 年单三季度出售淮南洛能股权, 或系高基数效应和机组盈利波动等所致。1Q2025 公司投资收益同比下降 42.1%, 主要系参股公司收益降低所致。公司参股的在建项目池州二期预计 2025 年年中投产, 国安二期、安庆三期、中煤六安预计 2026 年投产, 合计 596 万千瓦 (权益装机 190.5 万千瓦), 此外还参股了抽蓄项目。随着项目的投产, 将贡献新的增量投资收益, 增厚公司业绩。

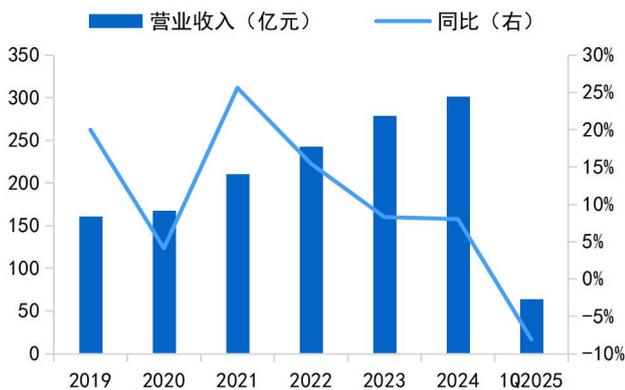
图表 7: 2024 年公司投资收益达 13.48 亿元



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

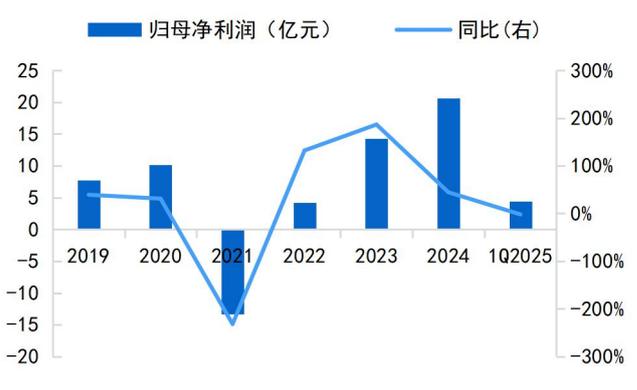
营业收入稳步增长, 24 年归母净利润同比增长 44.36%。2021 年, 公司营业收入同比增长 25.55%, 然而受煤价成本高企等影响, 归母净利润同比下降 231.91%。2022 年, 结算电价上涨一定程度缓解成本压力, 叠加公司发电量增加等影响, 公司归母净利润扭亏为盈。2023 年, 受益于煤价下降以及公司有效执行煤炭长协等, 公司归母净利润持续修复。2024 年公司归母净利润约 20.64 亿元, 同比增长 44.36%, 创 2019 年以来历史新高, 业绩持续改善。1Q2025, 公司营收下降 8.1%, 主要系受长协电价以及发电量下降影响; 归母净利润同比降幅 1.98%, 低于营收降幅, 主要系公司煤炭成本同比下降 14%。

图表 8: 1Q2025 营业收入同比下降 8.1%



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

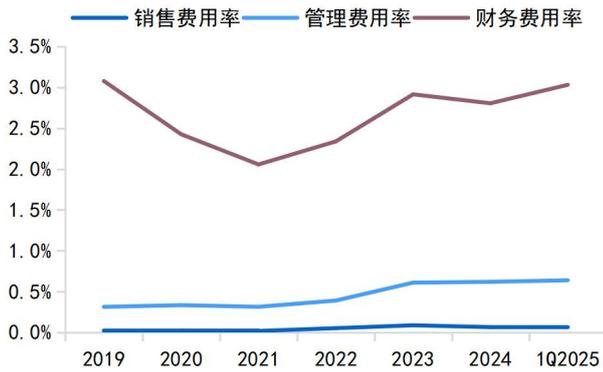
图表 9: 1Q2025 归母净利润同比下降 1.98%



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

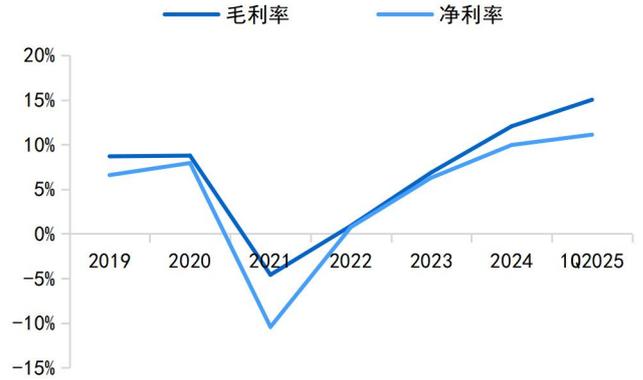
近年财务费用率有所增加, 公司盈利能力整体向好。近几年公司销售费用率均保持在 0.1% 以下; 管理费用率保持在 0.3%-0.65% 区间; 2021 年开始公司财务费用率有所增加, 1Q2025 财务费用率为 3.03%, 或系近几年公司投资强度较大所致。2022 年开始公司毛利率和净利率持续修复, 盈利能力整体向好。1Q2025 公司毛利率为 15.02%, 同比增加 4.13pct; 净利率为 11.11%, 同比增加 1.61pct。

图表 10: 近年财务费用率有所增加



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 公司盈利能力整体向好



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

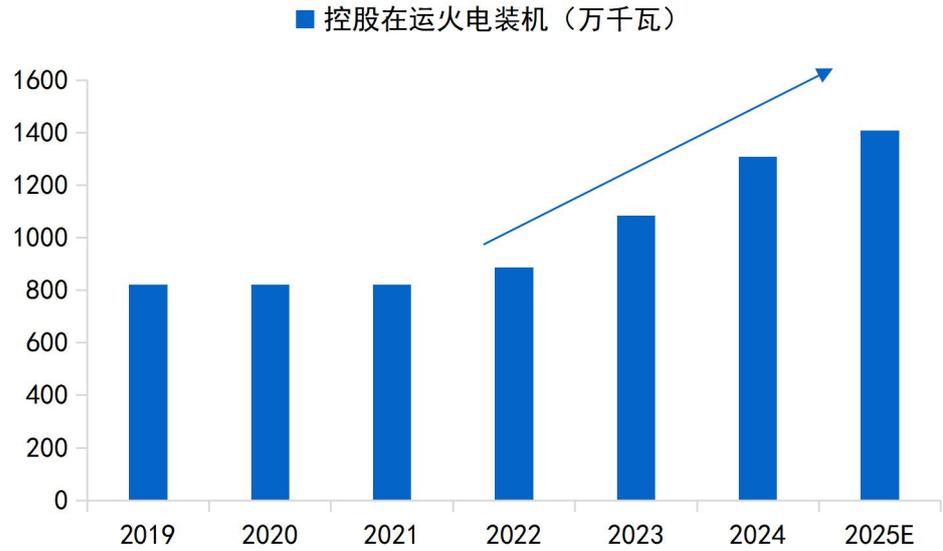
2 火电根基稳固，战略布局新疆

2.1 疆电入皖深耕，电量稳步提升

截至 1Q25 控股在运火电 14.07GW，深耕安徽同时战略布局新疆。2025 年一季度末，安徽钱营孜煤电二期 100 万千瓦项目投产。截至 1Q2025 末，公司控股在运火电机组 14.07GW，其中煤电机组 13.17GW，气电机组 0.9GW，火电以煤电为主。在运火电机组主要分布在安徽和新疆，其中安徽 11.43GW，新疆 2.64GW，分别占比 81%和 19%。公司发电机组性能先进，多数为参数高、容量大、运行效率高、煤耗低、环保性能优越的煤电机组。此外积极开展掺氨实验，铜陵发电公司的 300 兆瓦燃煤机组实现了最高掺氨 35%的平稳运行，最大掺氨量大于每小时 21 吨，铜陵发电公司成为全国第一批掺氨示范电厂。

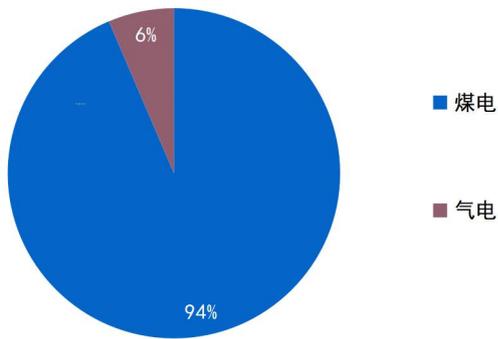
公司深耕安徽同时战略布局新疆，根据安徽与新疆签订的关于通道配套电源送电协议，公司获得两省(区)明确支持。借助“疆电入皖”通道受端企业优势，公司在吉泉线上布局了新疆江布电厂（2*66 万千瓦）、英格玛电厂（2*66 万千瓦），总装机 264 万千瓦。目前公司布局在新疆的电厂均为坑口电厂，可利用当地优质、低廉的煤炭资源，机组具备较强盈利能力，2023 年江布电厂双投，当年净利润 1.09 亿元；2024 年全年净利润 5.52 亿元。

图表 12: 2025 年投产 1 台百万机组



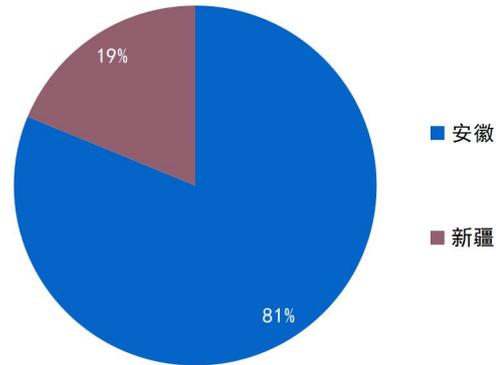
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所 (公开信息手工整理, 数据仅供参考)

图表 13: 截至 1Q25 控股在运火电装机种类布局



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所 (公开信息手工整理, 数据仅供参考)

图表 14: 截至 1Q25 控股在运火电装机区域布局



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所 (公开信息手工整理, 数据仅供参考)

安徽用电需求旺盛, 保障机组利用小时数。2019-2023 年, 安徽省的用电量同比增速均高于发电量增速, 用电需求旺盛, 近年的火电利用小时数持续增加。预计随着高技术制造业、大数据、新能源汽车、机器人等新兴产业的高速发展, 安徽省未来用电量增长动力仍较为强劲。我们假设 2025 年和 2026 年安徽省的用电增速为 7%、6%。此外, 假设 2025-2026 年火电新增投产 696、886 万千瓦, 风电新增 150、100 万千瓦, 光伏新增 1000、800 万千瓦。结合吉泉直流、陕电入皖和皖电东送的情况, 我们测算出 2025-2026 年火电机组利用小时数为 5264 和 4695h。2025 年安徽省的火电利用小时数仍有所增长, 随着火电机组的投产以及陕电入皖工程的建成, 2026 年利用小时数有所回落。

针对夏季顶峰时期（8月底前）的电力供需情况，我们也进行了测算。假设2025-2026年的前8个月，火电投产496、486万千瓦，风电投产60、40万千瓦；火电受阻系数10%、风电受阻系数为95%；年新增负荷700万千瓦；备用率为12%。测算2025-2026年，不考虑备用率的缺口分别为983、739万千瓦；考虑备用率的缺口分别为1829、1670万千瓦。

2025年安徽电量、电力供需偏紧，随着机组的投产以及陕电入皖工程的建成，2026年供需偏紧的情况预计得到明显的缓解。

公司火电机组主要布局在安徽省内，区位优势明显。受益于省内旺盛的电力需求，公司机组可以保持较高的利用小时数，2023-2024年公司利用小时数为分别为4970、4973小时。

图表 15: 安徽电量供需平衡测算-电量

	2023	2024	2025E	2026E
全省用电量 (亿 kWh)	3214	3598	3850	4081
YOY	7.4%	11.9%	7.0%	6.0%
火电电量 (亿 kWh)	3033	3168	3495	3486
YOY	5.1%	4.1%	10.3%	-0.2%
水电电量 (亿 kWh)	68	73	74	74
YOY	21.0%	7.4%	1.8%	0.0%
风电电量 (亿 kWh)	123	148	172	194
YOY	15.7%	8.7%	16.1%	12.8%
光伏电量 (亿 kWh)	111	134	266	299
YOY	2.4%	17.5%	97.8%	12.5%
外来电 (亿 kWh)			325	505
YOY				55.4%
东送电 (亿 kWh)			558	558
YOY				0.0%

来源: wind, Ifind, 国家统计局, 华福证券研究所

图表 16: 安徽电量供需平衡测算-利用小时数

	2023	2024	2025E	2026E
火电利用小时数 (h)	5090	5106	5264	4695



水电利用小时数 (h)	1381	1520	1500	1500
风电利用小时数 (h)	2139	2085	2065	2045
光伏利用小时数 (h)			1205	1175

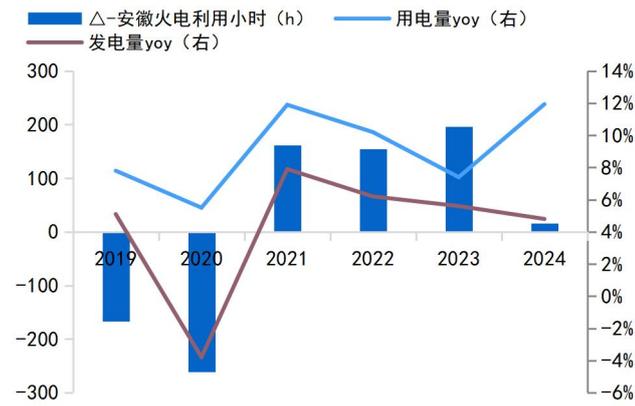
来源: Ifind, 中国电力统计年鉴, 华福证券研究所

图表 17: 安徽电力供需平衡测算 (夏季高峰时段)

	2023	2024	2025E	2026E
火电 (万 kw)	6071	6313	6809	7495
水电 (万 kw)	624	619	619	619
风电 (万 kw)	722	899	959	1089
外来电 (万 kw)			550	905
东送电 (万 kw)			1354	1354
用电最高负荷 (万 kw)	5605	6354	7054	7754
考虑受阻未考虑备用的差额 (万 kw)			-983	-739
考虑受阻、备用后的差额 (万 kw)			-1829	-1670

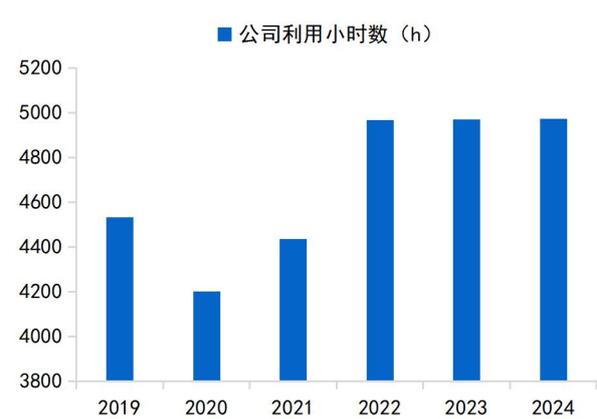
来源: Ifind, 中电联, 国家能源局, 江淮观察, 皖电动态, 华福证券研究所

图表 18: 安徽用电需求旺盛



数据来源: 公司公告, wind, 国家统计局, 华福证券研究所

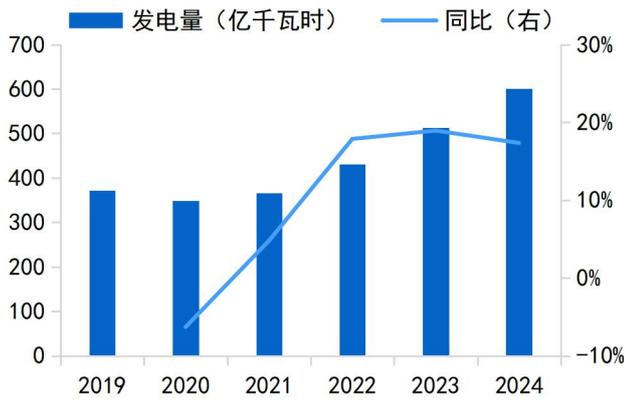
图表 19: 2024 年公司利用小时数为 4973h



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

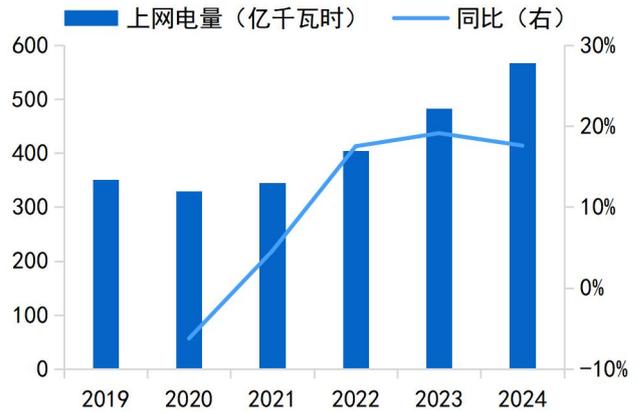
近年电量持续增长, 预计 2025 年进一步提高。2022-2024 年, 受益于公司新增装机的投产以及高水平的利用小时数, 公司发电量和上网电量稳步增长, 2024 年公司发电量为 601.5 亿千瓦时, 同比增长 17.34%; 上网电量为 567 亿千瓦时, 同比增长 17.59%。预计 2025 年安徽钱营孜煤电二期项目 (1GW) 投产后, 公司上网电量有望创新高。

图表 20: 2024 年发电量 601.5 亿千瓦时



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (22 年为追溯环保发电的电量)

图表 21: 2024 年上网电量 567 亿千瓦时

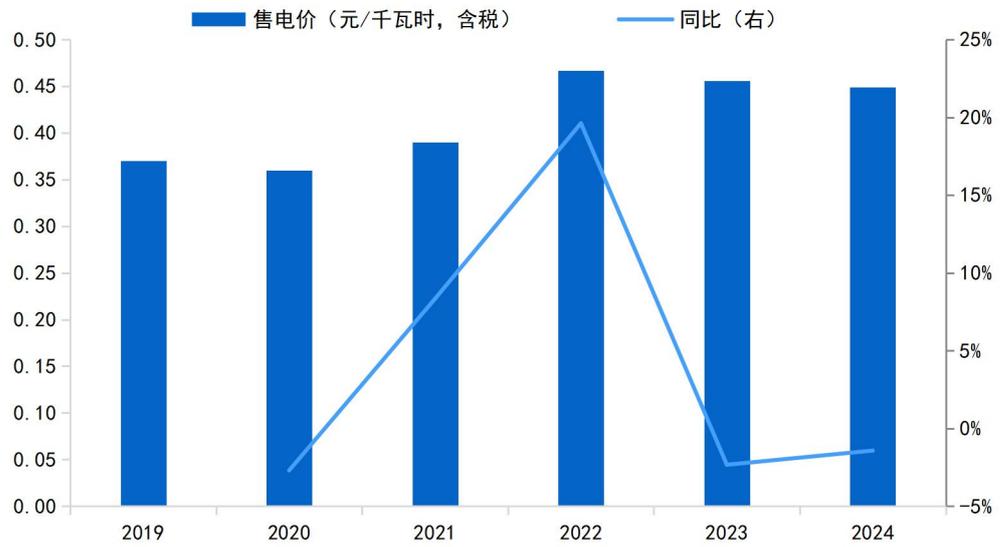


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (22 年为追溯环保发电的电量)

2.2 区位优势电价, 煤价跌降成本

区位优势支撑电价, 25 年双边协商下降 2 分 3。2022-2023 年公司售电价均价水平在 0.46 元/千瓦时左右, 较燃煤基准价上浮 20%左右。2023 年底, 首次出台煤电容量电价机制。2024 年煤电实行两部制电价政策 (容量+电量), 2024 年安徽省双边协商电量电价 436.3 元/兆瓦时, 考虑容量电价以后综合电价约 456.3 元/兆瓦时, 同比 23 年略降 3.86 厘/千瓦时。2024 年公司售电价同比下降 6.5 厘/千瓦时, 达到 0.45 元/千瓦时。2025 年安徽省双边协商电量电价 412.97 元/兆瓦时, 考虑容量电价的综合电价约 432.97 元/兆瓦时, 同比 24 年下降 2.3 分/千瓦时。参考 25 年华东区域年度电价的谈判水平, 25 年安徽省电价降幅相对可控。安徽区位优势突出, 用电需求旺盛, 一定程度上支撑电价水平。

图表 22: 2019-2024 年公司售电价水平



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 23: 2025 年安徽双边协商电价下降 5.35%

	2023	2024	2025	2025 年同比变化	2025 年同比增速
电量 (亿千瓦时)					
双边协商	1352.71	1322	1067	-255	-19.27%
集中竞价	0.08	1	43	42	3919.66%
代理购电	445.65	358	450	92	25.72%
电价 (元/兆瓦时)					
双边协商	460.16	436.3	412.97	-23	-5.35%
集中竞价	461.28	436.38	408.8	-28	-6.32%
代理购电	460.5	436.3	412.74	-24	-5.40%

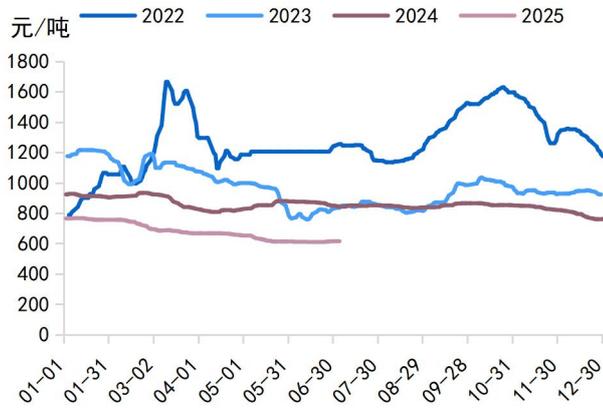
来源: 北极星售电网, 国家能源集团, 鑫泰能源, 安徽电力交易中心, 华福证券研究所

25 年燃料成本有望进一步下降, 利好火电度电盈利水平。2023-2024 年, 秦皇岛 5500 大卡现货煤价均价为 965.95 元/吨和 855.23 元/吨, 分别同比下降 23.85%和 11.46%。截至 7 月 4 日, 2025 年现货煤价均价为 675.55 元/吨, 较 2024 年现货煤价均价同比下降 179.68 元/吨, 对应降幅为 21.01%; 较同期水平下降 198.11 元/吨, 对应降幅为 22.68%。预计 2025 年煤炭供需较为宽松, 公司度电燃料成本有望进一步下降。结合 2025 年年度长协电价 (双边协商下降 2 分 3) 和煤炭均价 (若按照 200 元



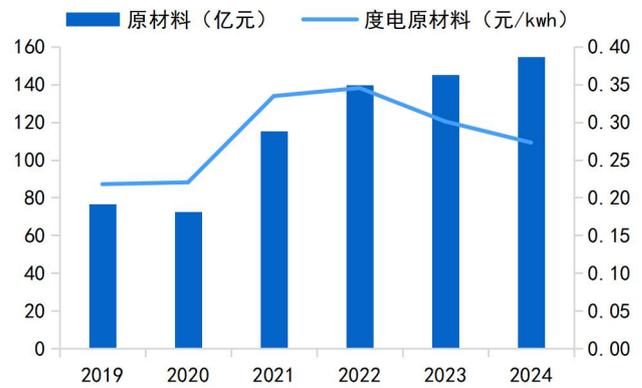
标煤降幅和 300g/kWh 供电煤耗测算度电成本降幅 6 分) 降幅水平, 我们看好 2025 年公司火电度电盈利水平。

图表 24: 秦皇岛 5500 大卡现货煤价走势



数据来源: iFIND, 华福证券研究所

图表 25: 2019-2024 年公司燃料成本



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 绿能风帆正扬, 加速能源转型

公司以传统火电为基础, 加快能源结构调整步伐, 积极发展新能源发电、储能和抽蓄业务等, 增强整体抗风险能力, 提升市场竞争力。

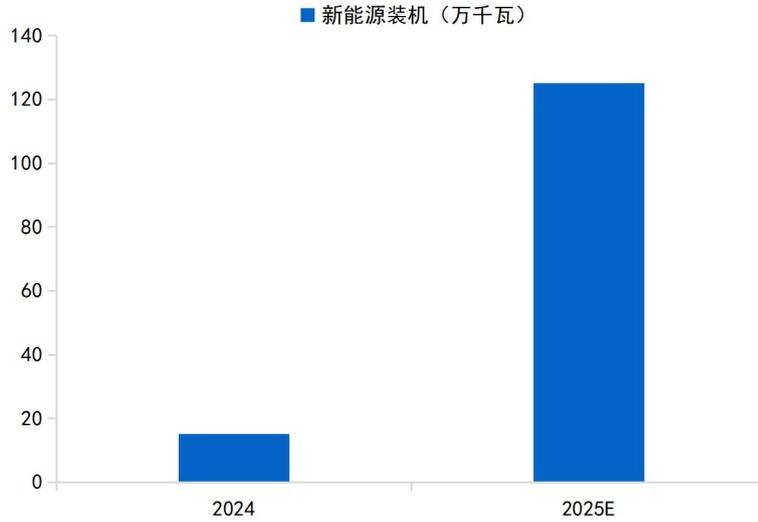
新能源方面: 截至 2024 年底, 公司控股在运新能源装机约 15 万千瓦, 在建新疆 80 万千瓦大基地光伏项目力争今年三季度全容量并网; 省内 30 万千瓦宿州褚兰风电项目力争今年年内全容量并网。预计 2025 年公司控股新能源装机将达到 125 万千瓦, 同比增长 724%。此外, 公司在发展过程中一直得到控股股东的大力支持, 控股股东承诺考虑将风电、光伏等新能源资产注入公司。母公司旗下新能创业在运在建待建电站项目共计 45 个, 遍布安徽、湖南、海南、新疆等 10 个省 30 多个城市, 总装机容量 233 万千瓦。未来或将注入上市公司, 进一步推动公司新能源业务的发展。

储能方面: 2023 年, 公司建成淮北 10.3 万千瓦化学储能项目。

抽蓄方面: 2023 年, 公司中标绩溪家朋抽蓄项目投资主体 (140 万千瓦), 以及收购了安徽响水涧抽水蓄能有限公司 2.36% 的股权、安徽省响洪甸蓄能发电有限责任公司 45% 的股权、华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司 30% 的股权和华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司 5.56% 的股权。目前, 公司控股核准待建抽蓄 140 万千瓦, 权益装机 99.4 万千瓦; 参股在运抽蓄合计总装机 348 万千瓦, 权益装机 34.0 万千瓦; 参

股在建项目国能霍山、安徽桐城、安徽石台和安徽宁国等抽蓄项目总装机 488 万千瓦，权益装机 126 万千瓦。

图表 26：2025 年公司控股新能源装机预计同比增长 724%



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

(1) 基于前文对公司装机的分析，根据公司目前已经核准开工的装机量，假设 25/26/27 年新增投产火电装机 100/0/0 万千瓦；25/26/27 年新增投产风电装机 30/20/0 万千瓦；25/26/27 年新增投产光伏装机 80/0/0 万千瓦。

(2) 结合项目投产节点、用电需求、自然条件等因素，假设 25/26/27 年火电机组的年利用小时数为 4903/4527/4434h；风电机组 25/26/27 年平均利用小时数为 1000/1500/2000h；光伏机组 25/26/27 年平均利用小时数为 655/1136/1136h。

(3) 考虑容量电价的出台，24 年、25 年长协电价同比均有所下降，假设 25/26/27 年火电平均不含税电价为 0.347/0.338/0.334 元/kWh；风电为 0.34 元/kWh；光伏为 0.23 元/kWh。

(4) 考虑到机组的投产节奏和电量增速预期等，假设 25/26/27 年燃料增速为 6.62%、-9.12%和-3.54%；折旧成本增速为 19.03%、8.26%和 0.73%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 7%、-4%、-1%，归母净利润增速分别为 5%、7%、4%，对应 EPS 分别为 0.96 元、1.03 元、1.07 元。


图表 27: 公司业绩拆分预测表

		2024A	2025E	2026E	2027E
电力 (亿元)	收入	237.10	265.42	253.18	248.23
	YoY	16.13%	11.94%	-4.61%	-1.95%
	成本	204.15	228.82	213.83	208.50
	毛利率	13.90%	13.79%	15.54%	16.00%
煤炭贸易 (亿元)	收入	55.41	47.10	45.69	46.14
	YoY	-13.85%	-15.00%	-3.00%	1.00%
	成本	54.98	46.86	45.46	45.91
	毛利率	0.77%	0.50%	0.50%	0.50%
运输 (亿元)	收入	4.35	4.14	4.01	4.01
	YoY	-9.67%	-5.00%	-3.00%	0.00%
	成本	3.62	3.31	3.21	3.21
	毛利率	16.92%	20.00%	20.00%	20.00%
垃圾处理 (亿元)	收入	2.83	2.91	3.00	3.09
	YoY	17.80%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	0.76	0.93	0.96	0.99
	毛利率	73.12%	68.00%	68.00%	68.00%
其他 (亿元)	收入	0.60	0.63	0.66	0.69
	YoY	8.49%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.50	0.60	0.63	0.66
	毛利率	15.68%	5.00%	5.00%	5.00%
合计 (亿元)	收入	300.94	320.86	307.22	302.87
	YoY	7.99%	6.62%	-4.25%	-1.42%
	成本	264.67	281.18	264.76	259.97
	毛利率	12.05%	12.37%	13.82%	14.16%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取了同样布局在高用电需求的区域龙头火电申能股份、上海电力、浙能电力、江苏国信这 4 家可比上市公司, 25 年可比公司平均 PE 为 9.92 倍。

公司是安徽火电龙头企业, 深耕安徽同时战略布局新疆, 25 年预计新增投产超 2GW 装机, 将显著提高公司的电量水平。我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 320.86、307.22 和 302.87 亿元, 归母净利润分别为 21.75、23.37 和 24.36 亿元, 对应 PE 分别为 7.7/7.2/6.9 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。



图表 28: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600642.SH	申能股份	8.95	0.81	0.85	0.89	0.92	11.78	10.57	10.10	9.70
600021.SH	上海电力	9.20	0.73	0.93	1.04	1.14	12.62	9.60	8.56	7.80
600023.SH	浙能电力	5.62	0.58	0.52	0.56	0.58	9.79	10.78	10.06	9.64
002608.SZ	江苏国信	7.63	0.86	0.88	0.91	0.86	8.95	8.72	8.39	8.90
平均值							10.78	9.92	9.28	9.01
000543.SZ	皖能电力	7.41	0.91	0.96	1.03	1.07	8.69	7.72	7.19	6.90

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (截至 2025 年 7 月 7 日数据, 数据参考同花顺一致预期)

5 风险提示

项目建设不及预期风险: 若新建机组建设规模不及预期, 则可能影响业务扩张节奏。

煤价上涨风险: 火电板块受煤价影响较大, 若煤价上升, 火电板块燃料成本上涨将会影响板块盈利能力。

电价下行风险: 随着我国电力体制改革持续推进, 绿电绿证、辅助服务等交易品种日趋完善。市场化交易电量比例持续提高, 电力市场竞争程度将愈发激烈, 电价下行压力加大。

政策风险: 国家政策是新能源项目持续扩张的重要驱动力, 若未来政策执行力度不及预期, 则可能会对项目的推进造成一定影响。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险: 报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理, 可能存在信息滞后或更新不及时的情况, 难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。



图表 29: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,477	2,567	3,617	4,013	营业收入	30,094	32,086	30,722	30,287
应收票据及账款	4,202	4,353	4,013	3,803	营业成本	26,467	28,118	26,476	25,997
预付账款	553	597	596	578	税金及附加	174	163	156	160
存货	999	941	844	836	销售费用	20	18	20	21
合同资产	0	0	0	0	管理费用	186	197	189	186
其他流动资产	1,222	1,102	1,024	1,107	研发费用	182	194	186	183
流动资产合计	9,454	9,560	10,095	10,337	财务费用	844	1,020	988	867
长期股权投资	14,029	14,029	14,029	14,029	信用减值损失	-1	-6	-6	-6
固定资产	30,098	35,978	34,894	33,393	资产减值损失	-120	-100	-50	-50
在建工程	3,801	2,101	3,601	5,601	公允价值变动收益	0	-1	0	0
无形资产	3,596	3,516	3,440	3,368	投资收益	1,348	1,271	1,156	1,154
商誉	536	536	536	536	其他收益	79	79	79	79
其他非流动资产	5,088	5,091	5,094	5,095	营业利润	3,519	3,620	3,886	4,048
非流动资产合计	57,148	61,252	61,594	62,023	营业外收入	61	32	31	32
资产合计	66,602	70,811	71,689	72,360	营业外支出	134	80	80	80
短期借款	2,892	3,269	800	800	利润总额	3,446	3,572	3,837	4,000
应付票据及账款	2,911	4,831	4,628	4,623	所得税	452	465	499	520
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,994	3,107	3,338	3,480
合同负债	106	217	208	169	少数股东损益	930	932	1,002	1,044
其他应付款	1,108	1,108	1,108	1,108	归属母公司净利润	2,064	2,175	2,336	2,436
其他流动负债	8,115	8,171	8,117	8,101	EPS (按最新股本摊薄)	0.91	0.96	1.03	1.07
流动负债合计	15,132	17,596	14,861	14,800					
长期借款	23,857	24,857	25,857	23,857					
应付债券	3,100	3,100	3,100	3,100					
其他非流动负债	1,206	1,206	1,206	1,206					
非流动负债合计	28,163	29,163	30,163	28,163					
负债合计	43,296	46,759	45,024	42,963					
归属母公司所有者权益	15,822	15,636	17,248	18,936					
少数股东权益	7,484	8,416	9,417	10,461					
所有者权益合计	23,306	24,052	26,665	29,397					
负债和股东权益	66,602	70,811	71,689	72,360					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,757	5,910	6,123	6,083
现金收益	5,912	6,726	7,033	7,150
存货影响	-302	58	97	8
经营性应收影响	-365	-95	391	278
经营性应付影响	-1,521	1,919	-203	-6
其他影响	34	-2,699	-1,196	-1,348
投资活动现金流	-5,539	-5,456	-1,890	-2,072
资本支出	-5,423	-6,700	-3,047	-3,229
股权投资	-841	0	0	0
其他长期资产变化	725	1,244	1,157	1,157
融资活动现金流	2,268	-365	-3,183	-3,615
借款增加	4,608	1,378	-1,469	-2,000
股利及利息支付	-1,773	-2,116	-2,125	-2,110
股东融资	453	0	0	0
其他影响	-1,020	373	411	495

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	8.0%	6.6%	-4.3%	-1.4%
EBIT 增长率	62.4%	7.0%	5.1%	0.9%
归母公司净利润增长率	44.4%	5.4%	7.4%	4.2%
获利能力				
毛利率	12.1%	12.4%	13.8%	14.2%
净利率	9.9%	9.7%	10.9%	11.5%
ROE	8.9%	9.0%	8.8%	8.3%
ROIC	10.5%	10.6%	10.9%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	65.0%	66.0%	62.8%	59.4%
流动比率	0.6	0.5	0.7	0.7
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	45	46	47	45
存货周转天数	12	12	12	12
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	0.96	1.03	1.07
每股经营现金流	1.66	2.61	2.70	2.68
每股净资产	6.98	6.90	7.61	8.35
估值比率				
P/E	8	8	7	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	12	11	10	10

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn