

证券研究报告

公司研究

点评报告

皖能电力(000543.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

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
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

成本控制有效对冲收入下降，参股煤电一体投资收益有所下滑

2025年08月25日

事件: 2025年8月25日晚，皖能电力发布2025年半年报。2025H1公司实现营业收入131.85亿元，同比-5.83%；实现归母净利润10.82亿元，同比+1.05%；扣非后归母净利润10.70亿元，同比+1.00%。经营活动现金流量净额31.02亿元，同比+20.40%。其中，单Q2公司实现营业收入67.66亿元，同比-3.57%，环比+5.39%；实现归母净利润6.38亿元，同比+3.26%，环比+43.86%；单Q2扣非后归母净利润6.33亿元，同比+3.89%，环比+44.97%。

点评:

- **整体业绩情况: 成本控制有效对冲收入下降，增量电厂贡献业绩增长。** 2025年上半年，受益于公司成功的成本管控效果，公司整体业绩稳健增长。营收与成本方面，公司营业收入同比-5.83%，主要系安徽火电发电量与上网电价均下行（1-5月省调火电发电量同比-8.31%，年度交易电价同比-2.4分/千瓦时）；但公司同样实现营业成本同比-8.51%，主要系其主要构成燃料成本部分有所下行。成本端的控制对收入端的下滑实现有效对冲。此外，**2024年底投运的新疆英格玛电厂和2025年3月投运的钱营孜二期电厂均在上半年贡献同比增量利润（净利润同比+2.47亿元/+0.24亿元），同步贡献业绩增长。**
- **业绩贡献拆分: 新疆机组业绩稳健，省内大部机组盈利水平改善，煤电一体参股受成本端弹性限制有所下滑。** 2025H1，公司新疆机组盈利水平较为稳健，是公司业绩基石。其中，新疆机组皖能江布电厂实现综合收益2.38亿元（同比仅-0.24亿元）；英格玛电厂实现综合收益2.47亿元，盈利水平与江布电厂相当。**省内大部机组利润改善**，其中皖能合肥电厂实现综合收益0.13亿元，同比-0.22亿元；皖能马鞍山电厂实现综合收益0.60亿元，同比+0.04亿元；皖能铜陵电厂实现综合收益1.46亿元，同比+0.03亿元；阜阳华润电厂实现综合收益1.70亿元，同比-0.66亿元；临涣中利电厂实现综合收益0.42亿元，同比+0.16亿元；淮北国安电厂实现综合收益0.51亿元，同比+0.39亿元；合肥燃气电厂实现综合收益0.11亿元，较去年-0.42亿元大幅扭亏；环保公司实现综合收益1.26亿元，同比+0.16亿元。而**煤电一体参股由于成本端弹性有限，整体业绩有所下滑。**公司2025H1实现投资收益4.98亿元，同比-27.31%。重要参股公司中，国能神皖能源实现综合收益5.60亿元，同比-2.93亿元；中煤新集利辛发电实现综合收益1.82亿元，同比-0.72亿元。
- **业绩成长空间: 参控股装机持续投产，未来增长有望持续。** 装机成长方面，2025-2026年公司参控股装机均有望高速增长。其中，在建30万

千瓦皖恒风电项目、80 万千瓦皖能奇台光伏项目有望于 2025 年年内投产。参股装机中，国能池州二期 132 万千瓦、中煤新集六安电厂 132 万千瓦、国能安庆三期 200 万千瓦、淮北国安二期 132 万千瓦均有望于 2025-2026 年投产。参控股机组持续投产助力业绩持续增长。此外，公司股东安徽省能源集团仍在积极开拓包括“陕电入皖”配套电源项目，以及新疆和田、陕西延川火电等项目收购。我们预计项目最终有望注入公司，实现未来增长的持续。

- **盈利预测与投资评级：**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，且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，调整公司 2025-2027 年归母净利润的预测 21.46/21.91/22.71 亿元，对应 2025 年 8 月 25 日收盘价的 PE 分别为 7.69/7.53/7.27 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**电价超预期下行；项目建设进度不及预期，电力市场化改革推进不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27,867	30,094	28,353	27,972	27,820
同比(%)	8.3%	8.0%	-5.8%	-1.3%	-0.5%
归属母公司净利润（百万元）	1,430	2,064	2,146	2,191	2,271
同比(%)	186.4%	44.4%	4.0%	2.1%	3.6%
毛利率(%)	6.9%	12.1%	12.4%	12.9%	13.0%
ROE(%)	10.3%	13.0%	12.5%	11.4%	10.7%
EPS（摊薄）（元）	0.63	0.91	0.95	0.97	1.00
P/E	11.54	8.00	7.69	7.53	7.27
P/B	1.19	1.04	0.96	0.86	0.78
EV/EBITDA	13.95	10.01	7.98	7.38	6.98

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 25 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,024	9,454	8,811	11,157	13,691
货币资金	1,998	2,477	2,323	4,704	7,283
应收票据	135	134	130	127	127
应收账款	3,505	4,067	3,744	3,722	3,692
预付账款	629	553	547	527	527
存货	697	999	847	861	846
其他	1,060	1,222	1,221	1,216	1,216
非流动资产	52,562	57,148	60,097	60,507	60,996
长期股权投资	13,188	14,029	15,322	16,491	17,701
固定资产(合计)	24,800	30,107	31,776	31,147	30,663
无形资产	3,571	3,596	3,521	3,479	3,426
其他	11,003	9,416	9,479	9,390	9,206
资产总计	60,586	66,602	68,909	71,664	74,688
流动负债	14,986	15,132	15,129	14,782	14,707
短期借款	807	2,892	2,592	2,492	2,392
应付票据	1,832	345	800	629	677
应付账款	2,629	2,567	2,444	2,386	2,375
其他	9,718	9,329	9,293	9,275	9,263
非流动负债	25,218	28,163	28,639	29,139	29,639
长期借款	24,134	23,857	24,357	24,857	25,357
其他	1,085	4,306	4,282	4,282	4,282
负债合计	40,205	43,296	43,768	43,921	44,346
少数股东权益	6,533	7,484	7,955	8,585	9,186
归属母公司股东权益	13,849	15,822	17,187	19,158	21,156
负债和股东权益	60,586	66,602	68,909	71,664	74,688

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,867	30,094	28,353	27,972	27,820
同比(%)	8.3%	8.0%	-5.8%	-1.3%	-0.5%
归属母公司净利润	1,430	2,064	2,146	2,191	2,271
同比(%)	186.4%	44.4%	4.0%	2.1%	3.6%
毛利率(%)	6.9%	12.1%	12.4%	12.9%	13.0%
ROE%	10.3%	13.0%	12.5%	11.4%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.91	0.95	0.97	1.00
P/E	11.54	8.00	7.69	7.53	7.27
P/B	1.19	1.04	0.96	0.86	0.78
EV/EBITDA	13.95	10.01	7.98	7.38	6.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,867	30,094	28,353	27,972	27,820
营业成本	25,952	26,467	24,828	24,359	24,212
营业税金及附加	146	174	159	159	157
销售费用	24	20	21	20	20
管理费用	170	186	175	173	172
研发费用	197	182	181	176	176
财务费用	812	844	767	779	780
减值损失合计	-122	-120	-140	-100	-100
投资净收益	1,358	1,348	1,030	1,243	1,353
其他	92	71	80	77	77
营业利润	1,893	3,519	3,192	3,527	3,634
营业外收支	-64	-74	0	0	0
利润总额	1,829	3,446	3,192	3,527	3,634
所得税	81	452	575	705	763
净利润	1,749	2,994	2,617	2,822	2,871
少数股东损益	319	930	471	631	600
归属母公司净利润	1,430	2,064	2,146	2,191	2,271
EBITDA	3,176	5,214	6,419	6,670	6,744
EPS(当年)(元)	0.63	0.91	0.95	0.97	1.00

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,696	3,757	5,669	4,621	4,822
净利润	1,749	2,994	2,617	2,822	2,871
折旧摊销	1,717	2,081	2,460	2,364	2,330
财务费用	835	862	780	791	804
投资损失	-1,358	-1,348	-1,030	-1,243	-1,353
营运资金变动	-1,340	-1,060	689	-212	70
其它	92	228	153	100	100
投资活动现金流	-6,775	-5,539	-4,556	-1,631	-1,566
资本支出	-6,526	-5,582	-4,215	-1,705	-1,708
长期投资	-1,061	-818	-1,215	-1,089	-1,131
其他	812	861	875	1,163	1,273
筹资活动现金流	4,698	2,268	-1,268	-610	-676
吸收投资	388	453	0	0	0
借款	3,446	1,809	200	400	400
支付利息或股息	-1,340	-1,773	-1,503	-1,010	-1,076
现金流净增加额	-382	486	-154	2,381	2,579

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，现任信达证券研发中心负责人，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。