

皖能电力 (000543.SZ)

立足安徽拓展新疆，参控并进火绿共舞

立足安徽，火电机组性能优越，省内较好供需格局支撑公司利用小时数维持高位。拓展新疆市场，有望为公司带来明显的利润增厚。参股布局煤电、风电、抽蓄、核电等多类电源，投资收益成为重要的业绩压舱石。首次覆盖，予以“增持”投资评级。

□ 公司为安徽火电龙头，控股在运火电装机居省内第一。截至 2024 年底，公司控股在运装机合计 1366 万千瓦，其中煤电/气电/新能源/垃圾焚烧发电/新型储能装机容量占比分别为 89%/7%/1%/2%/1%，参股权益装机容量达 798.12 万千瓦。公司营收从 2019 年的 160.92 亿元提升至 2024 年的 300.94 亿元，CAGR 达到 13.34%。2023-2024 年，煤炭供需格局逐渐宽松，煤价持续下跌，公司归母净利润继续修复，分别达到 14.30 和 20.64 亿元，同比增长 186.4%（追溯调整后）、44.4%。2025H1，公司实现营收 131.85 亿元，同比-5.83%，主要受到安徽省内电量及电价下滑双重影响；实现归母净利润 10.82 亿元，同比+1.05%，主要是由于新电厂投产提供业绩增量。

□ 安徽较好供需格局支撑公司利用小时数维持高位，新机组投运带来增量。在新兴产业蓬勃发展的带动下，安徽省用电量增速持续高于发电量增速，省内电力供需格局较好。2025-2026 年，安徽将迎来火电集中投产期，预计省内火电利用小时数和电价会有进一步下降，但降幅相对可控。公司 81%的火电机组位于安徽，19%的火电机组位于新疆，且为疆电送皖配套电源，消纳有保障。作为安徽火电龙头，公司有望受益省内较好的供需格局，火电利用小时数有望维持高位。2025 年一季度末，公司钱营孜二期电厂 100 万千瓦机组投产，有望为全年带来电量增量。当前公司在建机组为 160 万千瓦新能源，今年预计投产 110 万千瓦，另有 140 万千瓦抽蓄和 20 万千瓦风电核准待建，机组陆续投产有望持续贡献增长。

□ 战略性布局新疆，机组盈利水平优异。公司控股在运的江布电厂和英格玛电厂均位于新疆昌吉准东，邻近准东煤田，坑口成本较低。同时，两家电厂所需原料用煤均由廊道直接送入电厂，具备明显成本优势。2024 年江布电厂实现净利润 5.52 亿元，净利率达到 31%，测算度电净利润为 0.08 元/千瓦时，盈利能力显著高于公司安徽省内参控股火电。测算新疆两座电厂 2025 年将贡献归母净利润 5.94 亿元，占公司 2024 年整体业绩的 28.8%，有望成为公司 25 年业绩的新增长点。

□ 参股多类电源，投资收益成为业绩压舱石。公司通过参股布局多种电源类型，包括煤电、风光、抽水蓄能和核电。截至 2024 年底，公司参股权益装机 798.12 万千瓦，其中火电权益装机 720.86 万千瓦，占比 90.3%。其中，装机规模较大的国能神皖能源和中煤新集利辛为煤电一体化运营公司，拥有相对稳定的煤炭供给，盈利稳定性强，投资收益已成为公司业绩重要的压舱石。截至 2024 年底，公司参股在建项目权益装机 316.02 万千瓦。其中，火电项目权益装机 190.48 万千瓦。假设煤电项目建设周期为 2 年，则预计参股煤电在建项目将自 2026 年起贡献投资收益，进一步增厚公司业绩。公司深度布局核电产业链，间接持有聚变新能约 3.45%的股权，未来有望受益于聚变技术突破带来的颠

增持（首次）

周期/环保及公用事业

目标估值：NA

当前股价：8.09 元

基础数据

总股本（百万股）	2267
已上市流通股（百万股）	2267
总市值（十亿元）	18.3
流通市值（十亿元）	18.3
每股净资产（MRQ）	7.6
ROE（TTM）	13.9
资产负债率	63.0%
主要股东	安徽省能源集团有限公司
主要股东持股比例	54.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	13	8
相对表现	3	-4	-6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

覆性机遇。

- **盈利预测与估值。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.94、24.36、25.28 亿元，同比增长 11.2%、6.2%、3.8%；当前股价对应 PE 分别为 8.0x、7.5x、7.3x。首次覆盖，予以“增持”投资评级。
- **风险提示：**燃料价格上行风险、上网电价波动风险、新能源项目获取和开工进度不及预期、下游电力需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	27867	30094	30322	30923	30325
同比增长	15%	8%	1%	2%	-2%
营业利润(百万元)	1893	3519	3952	4194	4347
同比增长	1549%	86%	12%	6%	4%
归母净利润(百万元)	1430	2064	2294	2436	2528
同比增长	236%	44%	11%	6%	4%
每股收益(元)	0.63	0.91	1.01	1.07	1.12
PE	12.8	8.9	8.0	7.5	7.3
PB	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、安徽火电龙头，参控股并进，多电源协同发展.....	5
1、省属火电龙头，参控股并进扩大装机规模.....	5
2、营收规模稳步扩大，投资收益稳定业绩.....	7
二、立足安徽，战略性布局新疆，火电盈利水平优异.....	10
1、安徽省内供需格局相对较好，火电电价和利用小时数降幅可控.....	10
2、公司深耕安徽，战略性拓展省外市场打开业绩新增长点.....	12
三、能源转型加速，参股优质资产形成业绩压舱石.....	16
四、盈利预测.....	19
五、风险提示.....	21

图表目录

图 1：皖能电力发展历程.....	5
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司控股在运装机容量（万千瓦）及同比增速.....	6
图 4：公司控股在运装机结构（截至 2025 年 6 月底）.....	6
图 5：公司营业收入（亿元）及同比增速.....	7
图 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速.....	7
图 7：公司分业务营业收入（亿元）.....	8
图 8：公司分业务收入结构.....	8
图 9：神皖能源和新集利辛净利润（亿元）.....	8
图 10：公司对联营企业投资收益（亿元）及同比增速.....	8
图 11：公司期间费率.....	9
图 12：公司毛利率、净利率和 ROE.....	9
图 13：公司现金流情况（亿元）.....	9
图 14：公司每股股利（元）和分红比例.....	9
图 15：安徽省装机结构（万千瓦）.....	10
图 16：安徽省发电量结构（亿千瓦时）.....	10
图 17：安徽省内火电装机格局（截至 2023 年底）.....	10
图 18：安徽省用电量结构（亿千瓦时）.....	11

图 19: 安徽省用电量增速高于发电量增速.....11

图 20: 安徽省输入、输出电量 (亿千瓦时)11

图 21: 公司控股火电装机分布13

图 22: 公司发电量 (亿千瓦时) 及同比增速13

图 23: 公司火电利用小时数领先全国平均水平13

图 24: 新疆煤炭资源分布图.....14

图 25: 公司参控股电厂 2024 年净利率对比14

图 26: 公司控股电厂 2024 年度电净利 (元/千瓦时) 对比14

图 27: 公司投资收益和利润总额 (亿元)17

图 28: 皖能电力历史 PE Band21

图 29: 皖能电力历史 PB Band21

表 1: 公司控股在运机组梳理 (万千瓦, 截至 2025 年 6 月底)6

表 2: 公司参股在运机组梳理 (万千瓦, 截至 2024 年底)6

表 3: 安徽省主要在建煤电项目梳理 (截至 2024 年底)12

表 4: 部分省份 2025 年中长期交易情况 (元/千瓦时)12

表 5: 公司新疆电厂 2025 年盈利测算15

表 6: 公司拟建设项目投资计划 (截至 2024 年底)16

表 7: 公司参股在建项目情况.....17

表 8: 销售收入结构预测19

表 9: 盈利预测简表.....19

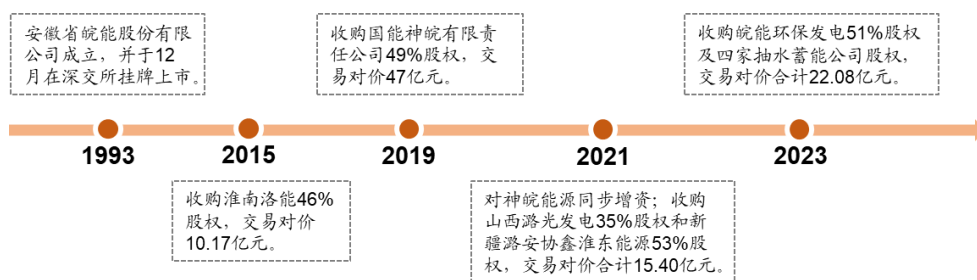
附: 财务预测表22

一、安徽火电龙头，参控股并进，多电源协同发展

1、省属火电龙头，参控股并进扩大装机规模

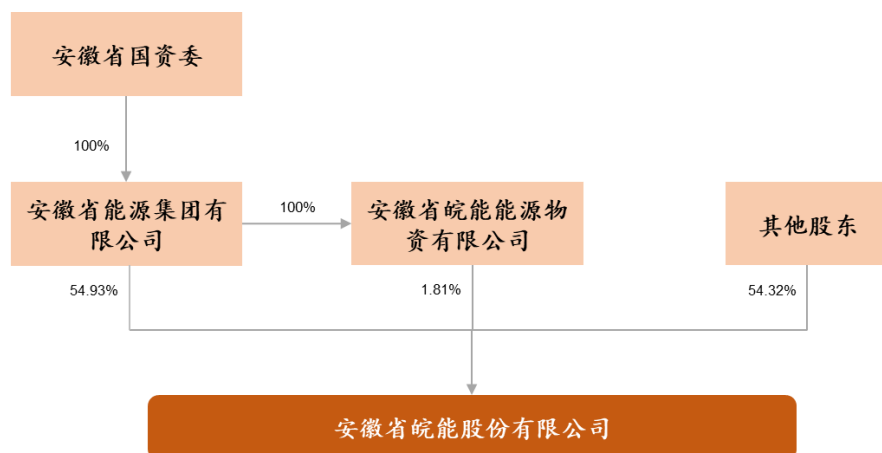
安徽省皖能股份有限公司是皖能集团电力主业资产的整体运营平台。公司是安徽省第一批规范化改制的上市公司，于 1993 年 12 月在深交所挂牌上市。公司成立以来，通过自建和收购不断扩大装机规模。公司于 2019 年收购了神皖能源 49% 股权，并于 2021 年对其进行同步增资；此外，公司还于 2021 年收购了山西潞光发电 35% 股权和新疆潞安协鑫准东能源 53% 股权，首次拓展省外市场。2023 年，公司收购皖能环保发电 51% 股权、安徽响水涧抽水蓄能公司 2.36% 股权、安徽响洪甸蓄能发电公司 45% 股权、华东琅琊山抽水蓄能公司 30% 股权和华东天荒坪抽水蓄能公司 5.56% 股权，进一步丰富参股电源种类。截至 2024 年底，公司控股在运发电装机容量为 1366 万千瓦（其中火电 1307 万千瓦），控股在建装机 210 万千瓦，参股在运火电装机为 1702 万千瓦。公司股权相对集中，截至 2025 年 6 月底，安徽省能源集团通过直接及间接方式合计持有公司 56.74% 股权，公司实控人为安徽省国资委。

图 1：皖能电力发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司股权结构

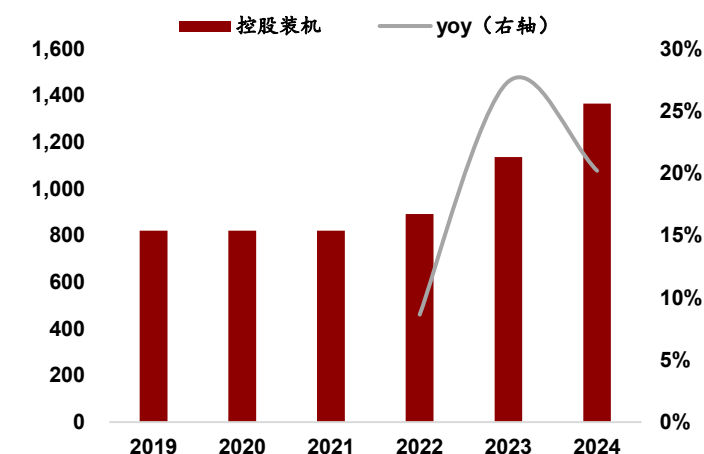


资料来源：公司公告、招商证券

公司为安徽火电龙头，控股在运火电装机居省内第一，参股多电源协同发展。公司电力装机以火电为主，自 2019 年起装机规模持续扩张。截至 2024 年底，公司控股在运装机合计 1366 万千瓦，其中煤电/气电/新能源/垃圾焚烧发电/新型储

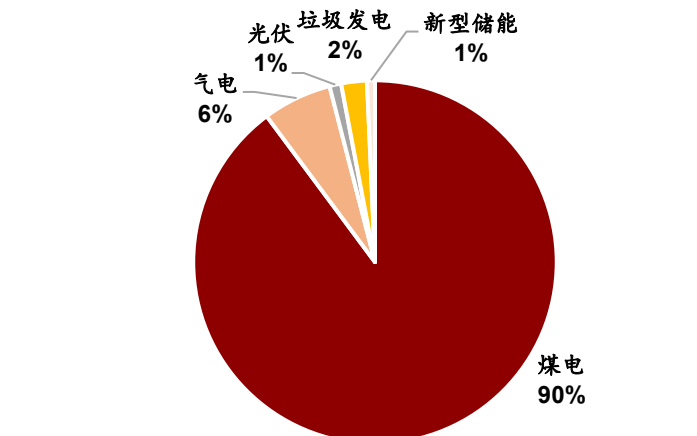
能装机容量占比分别为 89%/7%/1%/2%/1%。安徽省省调火电装机容量为 4399.6 万千瓦，公司控股在运省调火电机组装机容量占比达到 23.7%，位居省内第一。公司通过参股布局多种电源类型，包括煤电、风光、抽水蓄能和核电。截至 2024 年底，公司参股权益装机容量达到 798.12 万千瓦。2025 年一季度末，公司钱营孜二期 100 万千瓦煤电项目投产，控股在运装机容量提升至 1466 万千瓦，其中煤电占比达到 90%。

图 3：公司控股在运装机容量（万千瓦）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司控股在运装机结构（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司控股在运机组梳理（万千瓦，截至 2025 年 6 月底）

电源类型	公司名称	装机	持股比例	权益装机
煤电	皖能合肥	126	51.0%	64.26
	皖能马鞍山	132	51.0%	67.32
	皖能铜陵	237	51.0%	120.87
	淮北国安	64	40.0%	25.60
	临涣中利	64	51.0%	32.64
	钱营孜电厂	170	50.0%	85.00
	阜阳皖润	260	56.4%	145.60
	新疆皖能江布	132	53.0%	69.96
	新疆华电西黑山	132	70.0%	92.40
	合计	1466	/	834.88
气电	合肥皖能燃气	90	100.0%	90.00
光伏	阳原聚格光电	4.99	100.0%	4.99
	阜阳皖能颍东	6.3	100.0%	6.30
	分布式光伏	3.91	/	1.62
垃圾焚烧发电	安徽皖能环保	33.5	51.0%	17.09
新型储能	淮北皖能储能	10.3	100.0%	10.30

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司参股在运机组梳理（万千瓦，截至 2024 年底）

电源类型	公司名称	装机容量	持股比例	权益装机
煤电及风光	国能神皖能源	1107	44.1%	487.80
煤电	中煤新集利辛	332	45.0%	149.40
	淮北涣城	60	49.0%	29.40
	淮北申皖	132	24.5%	32.34

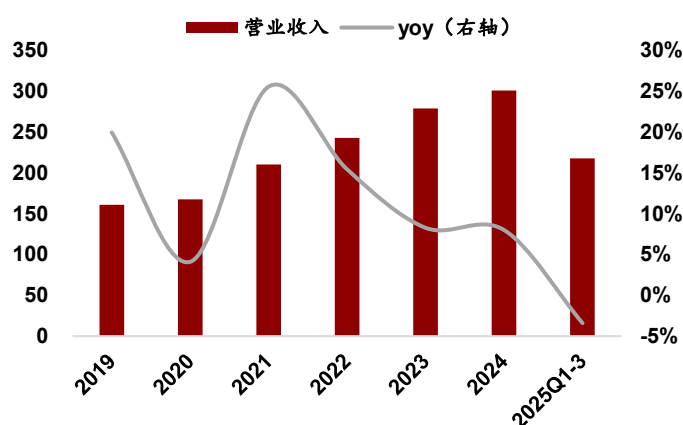
	山西路光	132	35.0%	46.20
风电	国电皖能望江风电	4.8	49.0%	2.35
	国电优能宿松发电	9.9	49.0%	4.85
	国电皖能太湖风电	4.6	49.0%	2.25
	国电皖能宿松风电	10	44.0%	4.36
抽水蓄能	安徽响洪甸蓄能发电	8	45.0%	3.60
	华东琅琊山抽水蓄能	60	30.0%	18.00
	安徽响水涧抽水蓄能	100	2.4%	2.36
	华东天荒坪抽水蓄能	180	5.6%	10.01
核电	核电泰山联营	260	2.0%	5.20
合计	/	2400.2	/	798.12

资料来源：公司公告、招商证券

2、营收规模稳步扩大，投资收益稳定业绩

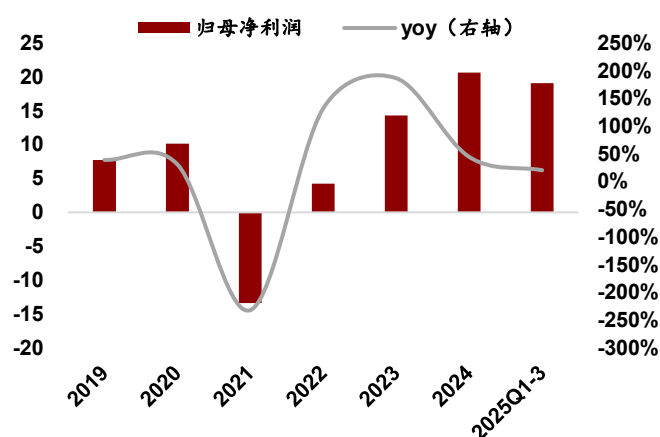
营收规模稳步扩大，发电主业收入占比持续提升。随着装机规模不断增长，公司营收规模稳步扩大，从 2019 年的 160.92 亿元提升至 2024 年的 300.94 亿元，CAGR 达到 13.34%。受到煤价高企的影响，公司 2021 年归母净利润同比下滑 231.9%至-13.37 亿元；2022 年，电价上涨缓解成本压力，公司归母净利润修复至 4.25 亿元，同比增长 132.0%；2023-2024 年，煤炭供需格局逐渐宽松，煤价持续下跌，公司归母净利润继续修复，分别达到 14.30 和 20.64 亿元，同比增长 186.4%（追溯调整后）、44.4%。2025 年前三季度，公司实现营收 217.73 亿元，同比-3.41%；归母净利润 19.06 亿元，同比+20.43%，三季度业绩大增主要受益于煤价下行带来成本下降、省内用电需求改善，以及投资收益增长。分业务来看，公司主营业务收入主要为发电收入、煤炭销售及运输服务收入。其中，发电收入占比自 2021 年起持续上升至 2024 年的 79%；煤炭业务占比则从 38%下降至 18%；运输服务收入占比相对稳定，在 1%-2%。

图 5：公司营业收入（亿元）及同比增速



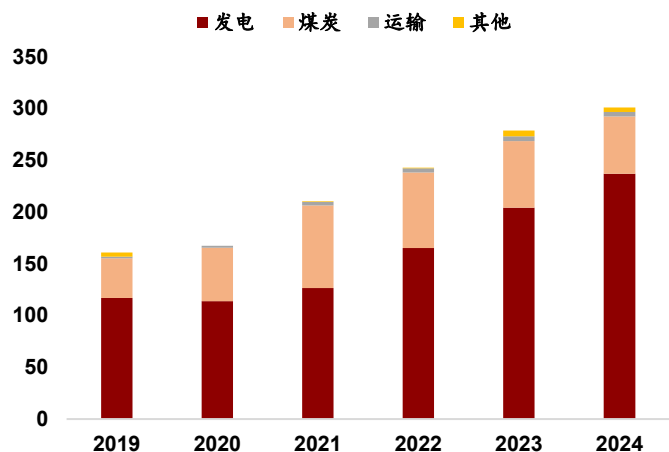
资料来源：iFinD、招商证券

图 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速



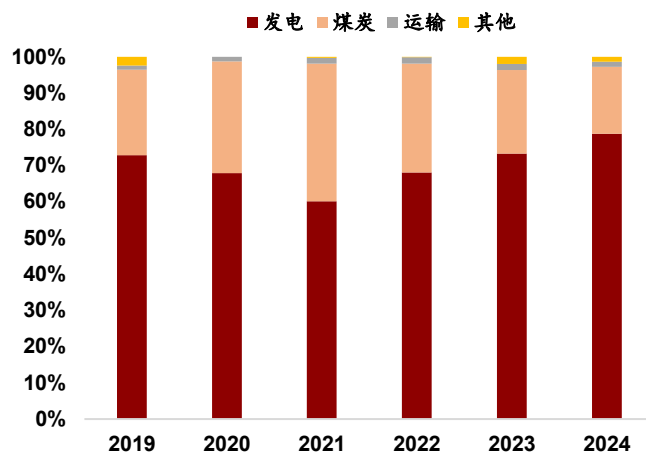
资料来源：iFinD、招商证券

图 7：公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

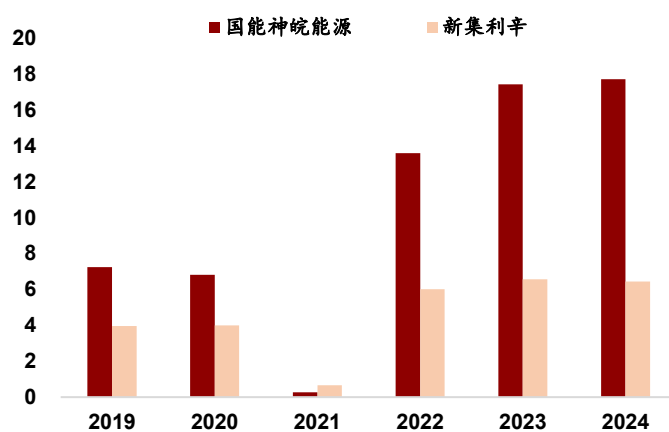
图 8：公司分业务收入结构



资料来源：iFinD、招商证券

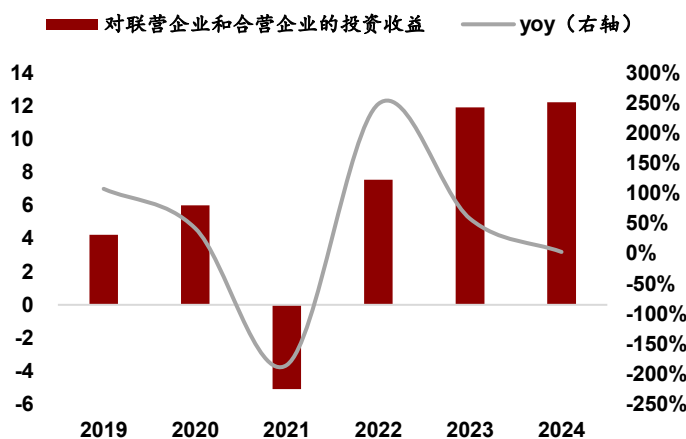
参股优质资产提高盈利稳定性。公司参股火电资产中，国能神皖能源享受国家能源集团的煤炭供应保障，中煤新集利辛电厂为坑口电厂，依靠自供煤发电。在煤电一体化的优势下，2021 年极端高煤价市场下，国能神皖能源和新集利辛分别实现净利润 6611.64 万元和 2743.63 万元，为公司带来正向利润贡献。此外，公司还参股了抽水蓄能、核电等优质、稳定的资产。2023 及 2024 年，公司分别实现对联营合营企业的投资收益 11.90、12.22 亿元，稳定的投资收益为公司业绩长期稳健增长提供保障。2025H1，公司实现对联营合营企业的投资收益 4.15 亿元，同比下滑 28.6%，主要系神皖能源和新集利辛净利润分别同比下滑 34.4%和 28.1%。

图 9：神皖能源和新集利辛净利润（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

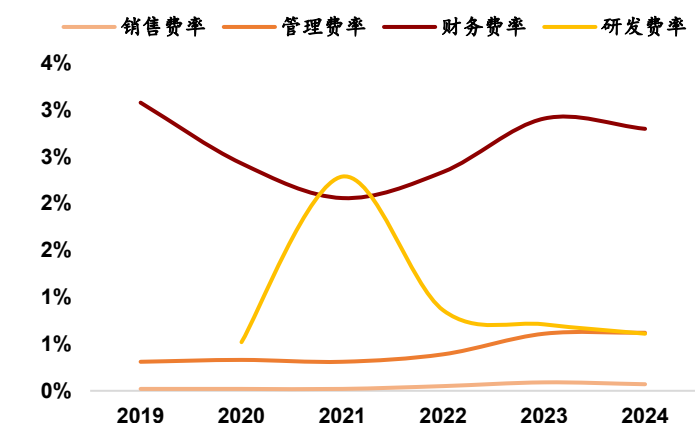
图 10：公司对联合营企业投资收益（亿元）及同比增速



资料来源：iFinD、招商证券

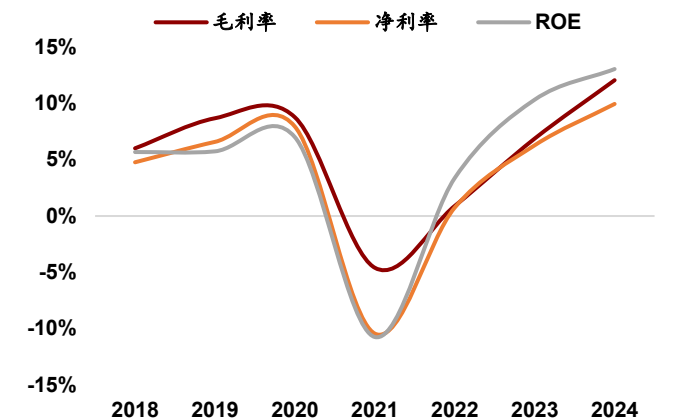
费用率整体稳定，盈利能力持续修复。公司期间费用率整体保持稳定，销售费率低于 1%，管理费率从 2019 年的 0.31% 增加至 2024 年的 0.62%，财务费率保持在 2%-3% 左右。研发费率在 2021 年出现明显提升，主要系公司增加机组灵活性调节、低碳节能技术等研究投入所致。2022 年起，随着成本端压力缓解以及电价上浮空间打开，公司盈利水平持续修复，2024 年公司实现毛利率 12.05%，同比+5.18pct；净利率 9.95%，同比+3.67pct；ROE 13.04%，同比+2.72pct。

图 11: 公司期间费率



资料来源: iFinD、招商证券

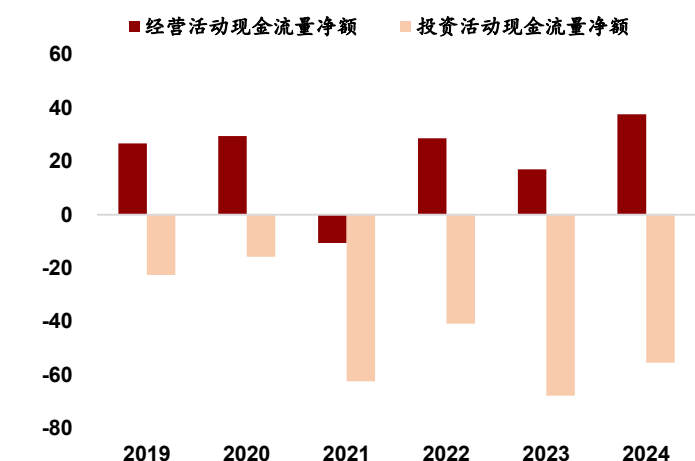
图 12: 公司毛利率、净利率和 ROE (摊薄)



资料来源: iFinD、招商证券

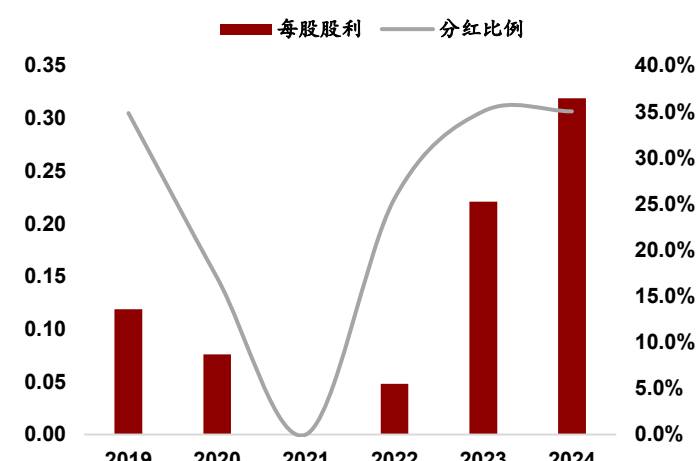
资本开支高峰后公司分红有望进一步提升。2021-2024 年间,由于参控股煤电项目处于开工高峰期,公司资本开支维持较高水平。2021 年公司因亏损未实施分红,2022 年,公司分红比例提升至 25.6%,较 2020 年增长 8.6pct,2023-2024 年,公司分红比例稳定在 35%左右。当前公司控股在建项目主要为新能源项目,装机容量约 160 万千瓦,另有核准待建的 140 万千瓦抽蓄项目以及 2 个 10 万千瓦风电项目,资本开支有望于今年达峰,后续分红比例仍有进一步提升的潜力。

图 13: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 14: 公司每股股利 (元) 和分红比例



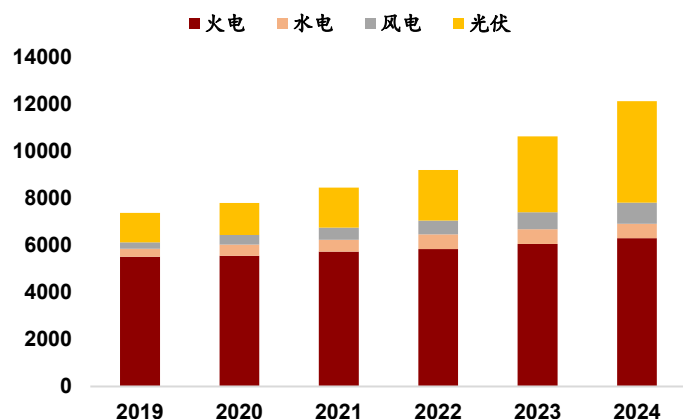
资料来源: iFinD、招商证券

二、立足安徽，战略性布局新疆，火电盈利水平优异

1、安徽省内供需格局相对较好，火电电价和利用小时数降幅可控

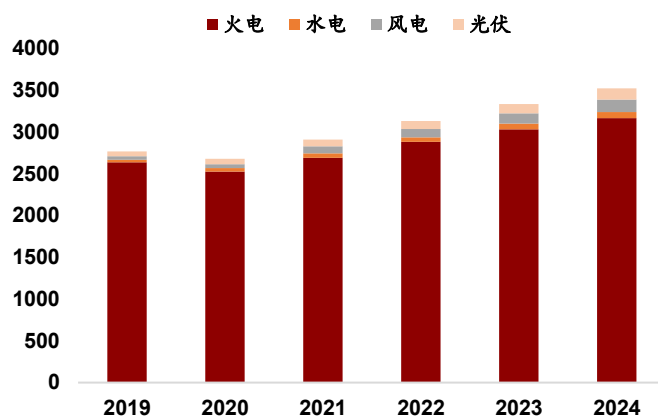
火电为安徽省主导电源，电量占比约 90%。尽管近年来安徽省新能源尤其是光伏装机容量快速增长，但火电依然占据主导地位。2019-2024 年，安徽省火电装机容量由 5521 万千瓦增至 6313 万千瓦，装机占比维持 50%以上。电量供给方面，火电发电量占比维持在 90%-92%，为安徽省主导电源。光伏装机容量快速增长，2019-2024 年间装机 CAGR 达到 28.02%，发电量 CAGR 达到 17.57%。2024 年，安徽省火电发电量 3168.4 亿千瓦时，占比 90%；水电发电量 73 亿千瓦时，占比 2%；风电发电量 148.4 亿千瓦时，占比 4%；光伏发电量 134.33 亿千瓦时，占比 4%。

图 15：安徽省装机结构（万千瓦）



资料来源：iFinD、招商证券

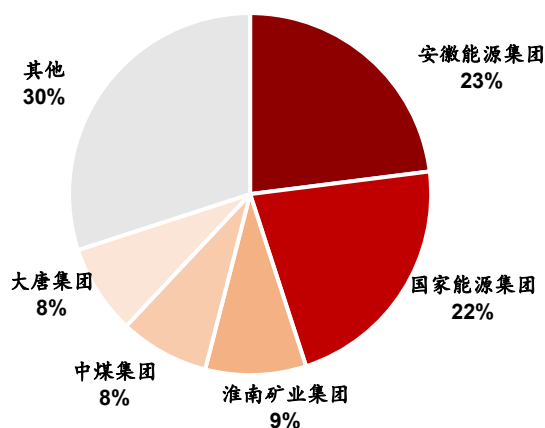
图 16：安徽省发电量结构（亿千瓦时）



资料来源：iFinD、招商证券

省内火电集中度较高，主要为国央企。安徽省内火电竞争格局较好，前五大火电装机主体分别为安徽能源集团、国家能源集团、淮南矿业集团、中煤集团和大唐集团，截至 2023 年底合计火电装机占比达到 70%。

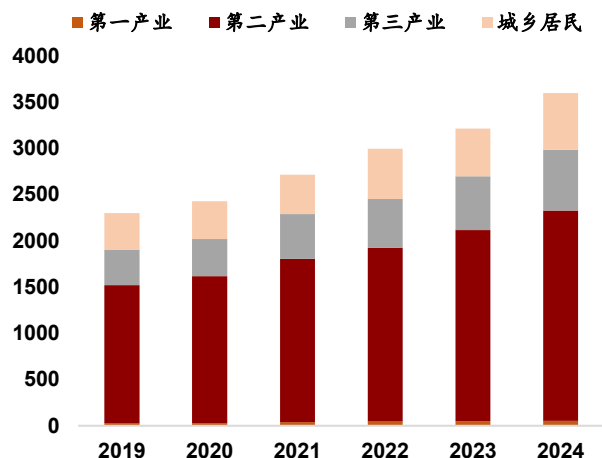
图 17：安徽省内火电装机格局（截至 2023 年底）



资料来源：各公司公告、招商证券

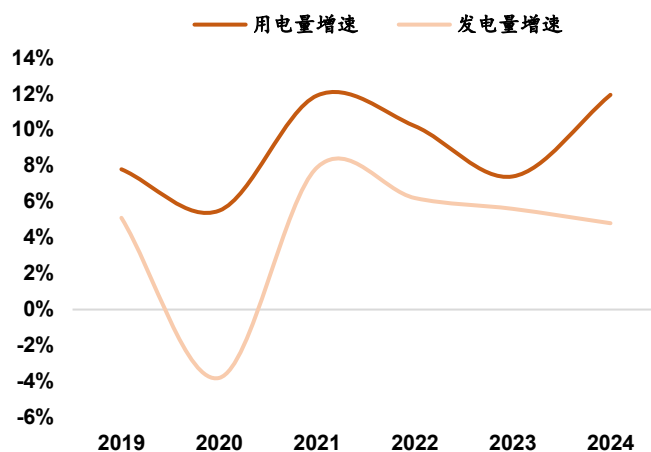
用电量增速维持高位，省内电力供需偏紧。安徽省把打造新兴产业聚集地，突出发展十大新兴产业作为“十四五”时期培育高质量发展新动能的重点任务，重点发展新能源汽车、人工智能、先进光伏和新型储能、智能家电（居）、新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生命健康、数字创意、绿色食品等产业。在新兴产业用电需求拉动下，安徽省用电量高速增长，增速持续高于发电量增速，发电用电差额逐渐由2019年的468.71亿千瓦时收窄至2024年的121.49亿千瓦时。2024年，安徽省用电量同比增长11.94%，较全国平均用电量增速高出5.1pct，较上海、江苏、浙江用电量增速分别高出4.6%、3.6%、2.4%。安徽省承担着“皖电东送”的保供责任，2010-2024年的十五年间，“皖电东送”发电机组累计向华东输送电量8369.02亿千瓦时。同时，由于省内电力需求迅猛增长，电力供需持续偏紧，近年来安徽省输入电量同样快速增长，占总用电量比重由2019年的5%增长至2024年的17%；全省净输出电量由2019年的512.84亿千瓦时下降至2024年的228.55亿千瓦时，降幅达到55.4%。

图 18：安徽省用电量结构（亿千瓦时）



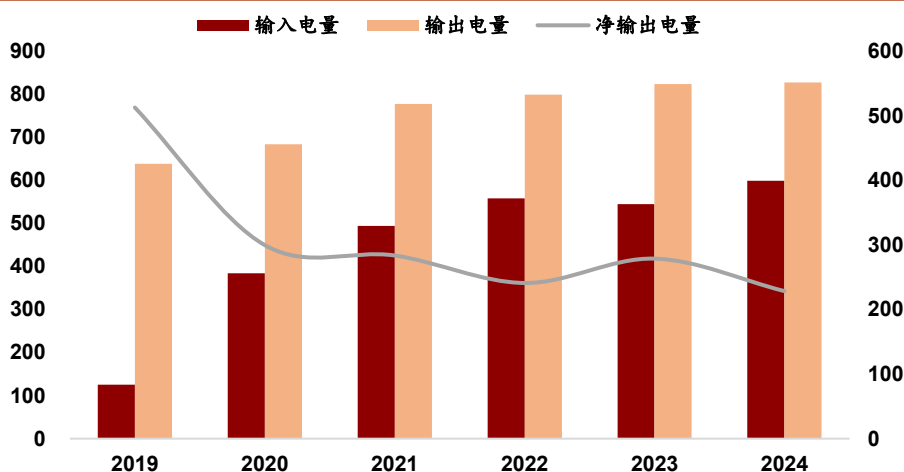
资料来源：iFinD、招商证券

图 19：安徽省用电量增速高于发电量增速



资料来源：iFinD、招商证券

图 20：安徽省输入、输出电量（亿千瓦时）



资料来源：wind、招商证券 注：数据统计周期为每年的1-11月

省内在建火电项目即将迎来投产高峰期。2022年起，安徽省经历了火电“核准潮”，据绿色和平统计，2022-2023年分别核准煤电容量828、664万千瓦，2024年上半年核准200万千瓦。截至2024年6月，安徽在“十四五”期间已审批通

过约 1918 万千瓦的煤电项目。按照 2 年的建设期计算，2025、2026 年安徽将分别投产近 500 万千瓦和 700 万千瓦煤电项目。

表 3：安徽省主要在建煤电项目梳理（截至 2024 年底）

所属公司	项目名称	装机容量（万千瓦）	预计投产时间
淮南矿业集团	潘集电厂二期	132	2025（目前已投产）
	谢桥电厂	132	2025（目前 1 号机组已投产）
安徽省能源集团	淮南洛河四期	200	两台机组分别于 2026、2027 年投产
	钱营孜电厂二期	100	2025（目前已投产）
中煤集团	六安电厂	132	2026
	滁州电厂	132	2026
国家能源集团	池州二期	132	2025（目前已投产）
	安庆三期	200	2026
淮北矿业集团	淮北国安电厂二期扩建	132	2026

资料来源：北极星电力网、各公司公告、招商证券

新兴产业蓬勃发展支撑较好电力供需格局，预计安徽火电电价和利用小时数降幅相对可控。2025 年，安徽省中长期电力交易均价为 0.413 元/千瓦时，同比下降 0.023 元/千瓦时，较当地燃煤基准价上浮 7%。相较华东、华南区域其他省份，安徽省 25 年长协电价降幅较小。利用小时数方面，2024 年安徽省煤电利用小时数为 4890 小时，较全国平均利用小时 4628 小时高出 262 小时。当前，安徽省产业升级的过程仍在持续，用电量增速有望维持高位。2025 年 1-5 月，安徽省发电量 1314.6 亿千瓦时，同比-5.3%；其中火电发电量 1135.2 亿千瓦时，同比下降 8.5%。随着后续火电集中投产，预计省内火电利用小时数会有进一步下降，但降幅相对可控。

表 4：部分省份 2025 年中长期交易情况（元/千瓦时）

	25 年长协电价	24 年长协电价	同比	燃煤基准价	25 年长协电价浮动比例
河北	0.4144	0.4181	-0.9%	0.3682	13%
山东	0.365	0.375	-2.7%	0.3949	-8%
山西	0.327	0.346	-5.5%	0.332	-2%
湖北	0.455	0.465	-2.2%	0.4161	9%
安徽	0.413	0.436	-5.3%	0.3844	7%
江苏	0.412	0.453	-9.1%	0.391	5%
浙江	0.412	0.464	-11.2%	0.4153	-1%
上海	0.465	0.473	-1.7%	0.4155	12%
福建	0.407	0.442	-7.9%	0.3932	4%
海南	0.45	0.495	-9.1%	0.4298	5%
广东	0.392	0.466	-15.9%	0.453	-13%
广西	0.341	0.448	-23.9%	0.4207	-19%

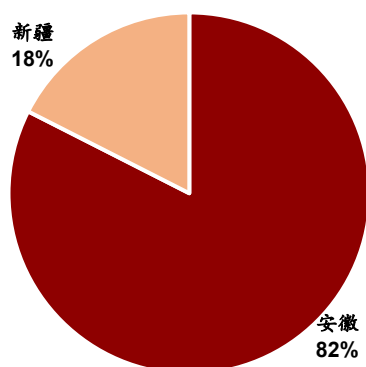
资料来源：各省电力交易平台、北极星电力网、招商证券

2、公司深耕安徽，战略性拓展省外市场打开业绩新增长点

公司大部分火电项目位于安徽，机组性能优越，发电量随机组规模扩大持续增长，

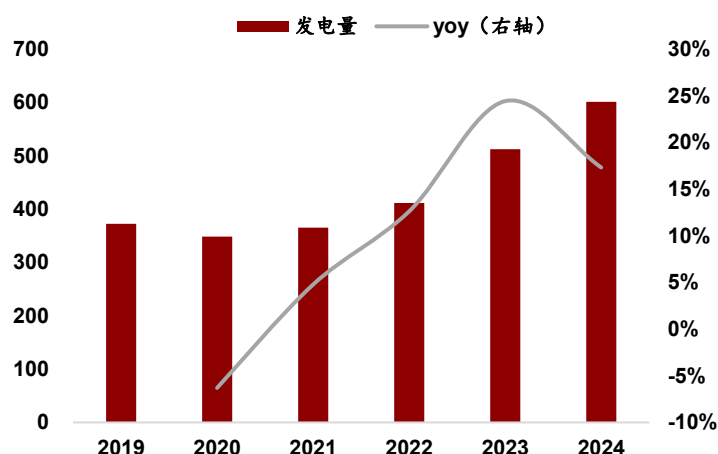
省内较好供需格局支撑公司利用小时数维持高位。截至 2025 年 6 月底，公司控股在运装机 1466 万千瓦，其中火电装机 1407 万千瓦，占总装机比重 96%；位于安徽的火电装机 1143 万千瓦，占火电装机比重 81%；其余 264 万千瓦机组位于新疆。公司发电机组多数投产于 2010 年后，为参数高、容量大、运行效率高、煤耗低、环保性能优越的煤电机组。其中，超超临界机组装机容量达到 701 万千瓦，占总装机比重 47.8%。2019-2024 年，公司发电量随装机规模扩大持续增长，从 372.43 亿千瓦时增长至 601.5 亿千瓦时，CAGR 达到 10.06%。受益于安徽省内较好的供需格局，公司火电利用小时数自 2022 年以来大幅领先于全国平均水平。

图 21：公司控股火电装机分布



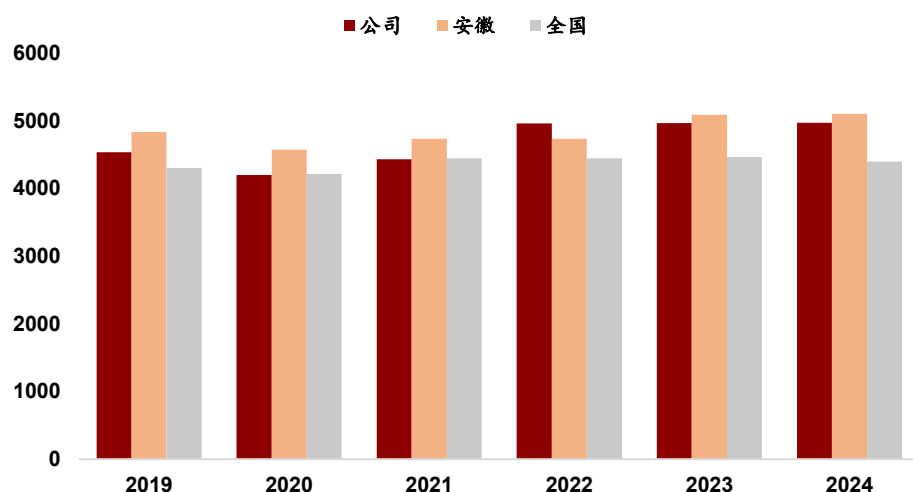
资料来源：iFinD、招商证券

图 22：公司发电量（亿千瓦时）及同比增速



资料来源：iFinD、招商证券

图 23：公司火电利用小时数领先全国平均水平



资料来源：公司公告、招商证券

新疆机组邻近准东煤田，成本优势显著，盈利能力优异。公司控股在运的江布电厂和英格玛电厂均位于新疆昌吉准东，邻近准东煤田。准东煤田是我国乃至世界最大的整装煤田，截至 2024 年，其预测资源量 3900 亿吨，占全国储量 7%、新疆储量 17.8%，以露天煤矿为主，开采条件优越，坑口成本较低。同时，两家电厂所需原料用煤均由廊道直接送入电厂，无需汽车运输，使得其具备明显成本优势。按照新疆煤炭交易中心公布的 CCI 指数 246 元/吨（5500KAL）推算，一吨标煤的价格约为 313 元，假设煤耗为 280 克/千瓦时，每度电的用煤成本不足

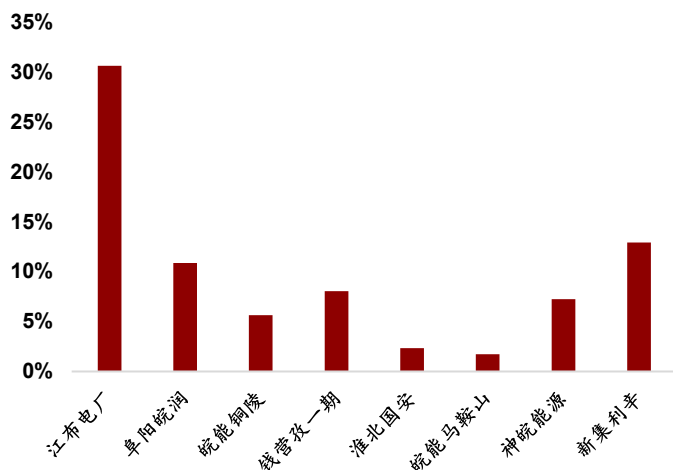
9 分钱。2024 年江布电厂实现净利润 5.52 亿元，净利率达到 31%，测算度电净利润为 0.08 元/千瓦时，盈利能力不仅高于公司在安徽省内的其他控股火电厂，也高于煤电一体化企业国能神皖能源和中煤新集利辛。

图 24：新疆煤炭资源分布图



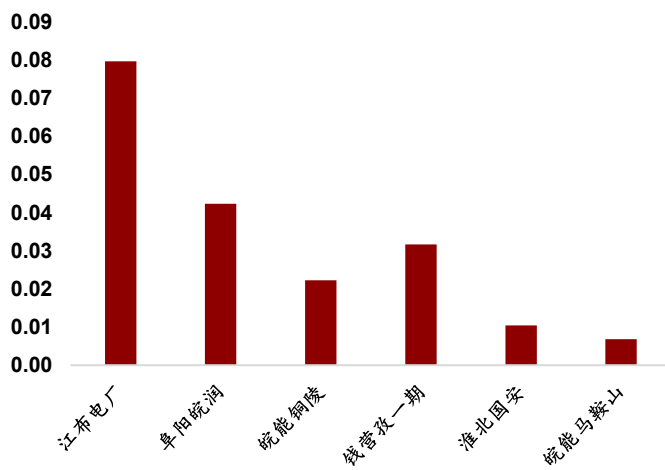
资料来源：公司公告、招商证券

图 25：公司参控股电厂 2024 年净利率对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 26：公司控股电厂 2024 年度电净利（元/千瓦时）对比



资料来源：公司公告、招商证券

新疆电厂为“疆电入皖”重点项目，有望成为公司业绩新增长点。两座新疆电厂是新疆运输电力至华东区域的特高压吉泉线的配套电源，电价执行“基准价+上下浮动”机制，其中基准价为新疆燃煤基准价 250 元/兆瓦时，浮动比例按照受端江浙皖三省的市场化电价平均涨幅确定。华东地区整体电力供需偏紧，即便考虑到未来火电和新能源投产一定程度上能够缓解供给紧张形势，预计江浙皖地区的电价和利用小时较其他地区也会有相对优势。2024 年 11 月和 12 月，英格玛电厂 1、2 号机组相继投产，将为 2025 年贡献电量增量。按照上网电价 0.26 元/千瓦时、入炉标煤单价 300 元/吨测算，公司新疆两座电厂 2025 年将贡献归母净利润 5.94 亿元，占公司 2024 年整体业绩的 28.8%，有望成为公司 25 年业绩

的新增长点。

表 5：公司新疆电厂 2025 年盈利测算

	江布电厂	英格玛电厂
控股装机容量（万千瓦）	132	132
利用小时	5200	5200
上网电量（亿千瓦时）	65.21	65.21
上网电价（元/千瓦时）	0.260	0.260
容量电价（元/千瓦·年）	100	100
入炉标煤单价（元/吨）	300	300
供电煤耗（克/千瓦时）	280	280
度电燃料成本（元/千瓦时）	0.084	0.084
度电其他成本（元/千瓦时）	0.090	0.090
净利润（亿元）	4.83	4.83
权益比例	53%	70%
归母净利润（亿元）	2.56	3.38

资料来源：公司公告、招商证券

“陕电入皖”蓄势待发。陕北—安徽特高压直流工程，是纳入国家“十四五”电力规划开工建设类项目，工程起点为陕西延安风、光、火、储综合能源基地，途经陕西、河南，送至安徽合肥，配套建设 4x100 万千瓦火电、1100 万千瓦新能源、220 万千瓦 2 小时电化学储能。工程建成后，年输送电量超过 360 亿千瓦时，可再生能源电量占比不低于 50%，将有力提高安徽电力供应保障能力和绿电供应比例。据安徽日报消息，2025 年 10 月，由皖能电力携手阳光新能源、国轩新能源共同成立的延安皖能电力有限公司顺利完成注册。该公司将作为“陕电入皖”的项目投资主体，参与推进电入皖一体化平台公司建设，保障安徽方面在“陕电入皖”配套电源项目中享有的新能源指标权益落地，并同步开展火电和电化学储能等项目的开发建设工作。

三、能源转型加速，参股优质资产形成业绩压舱石

自建机组有望于年内投产，新能源装机将大幅增长。截至 2024 年底，公司控股在运的新能源项目装机为 15.2 万千瓦，占总装机比重约 1%，均为光伏项目。当前公司在建新能源项目主要为新疆吐鲁番 50 万千瓦风电项目、皖能奇台 80 万千瓦光伏项目，以及宿州皖恒新能源 30 万千瓦风电项目。上述项目投产后，公司新能源装机将大幅提升 1052.6%。公司核准待建项目包括 140 万千瓦的抽蓄和 2 个 10 万千瓦的风电项目，力争年内开工建设。此外，公司控股股东皖能集团曾作出避免同业竞争的承诺，当前集团体内的主要新能源资产，安徽省新能创业投资有限责任公司（新能创投）尚未注入。截至 2023 年底，新能创投装机容量达到 223 万千瓦，若未来能够注入公司，将进一步扩大公司新能源装机规模。

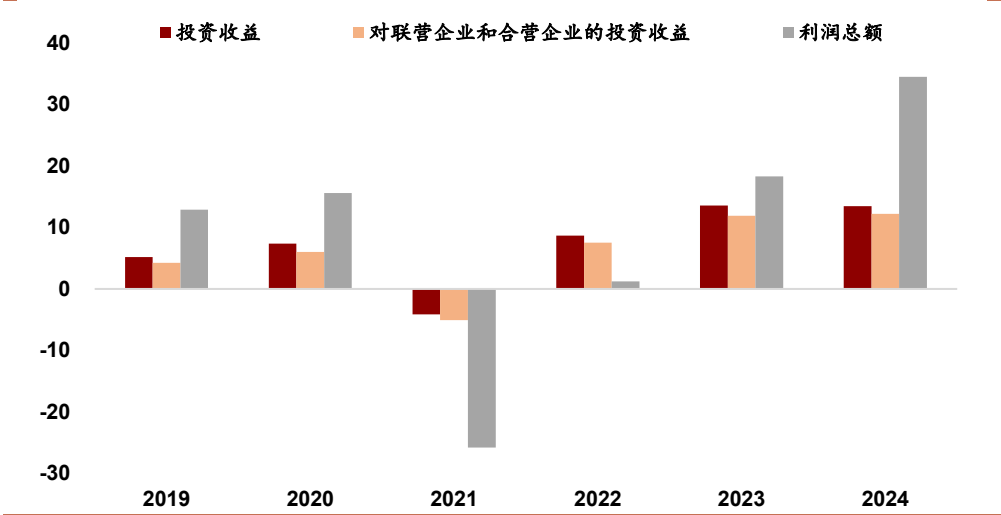
表 6：公司拟建设项目投资计划（亿元，截至 2024 年底）

工程名称	预算总投资	投资计划	
		2025 年	2026 年
安徽绩溪家朋抽水蓄能电站	83.98	9.56	0
滁州天长 300MW 风电项目（二期）	15.00	0.01	14.99
滁州乡风南谯大治 150MW 风电项目	9.15	0.01	9.14
黄山祁门古溪 50MW 风电项目	2.50	0.01	2.49
滁州乡风南谯周冲 150MW 风电项目	9.15	0.01	9.14
淮北储能电站项目二期	4.00	0.50	3.50
滁州天长 100MW 风电场项目（一期）	5.00	0.01	4.99
淮北烈山区古宋 100MW 风电项目	5.00	0.10	4.90
滁州明光市白米山 100MW 风电项目	6.36	2.00	4.36
六安 400MW 风电项目	22.90	0.01	22.89
合计	163.04	12.22	76.41

资料来源：公司公告、招商证券

公司参股大部分为火电机组，同时布局多类电源，投资收益成为业绩压舱石。截至 2024 年底，公司参股装机容量为 2400.2 万千瓦，权益装机 798.12 万千瓦，其中火电权益装机 720.86 万千瓦，占比 90.3%。除山西潞光外，其余参股火电机组均位于安徽。其中，装机规模较大的国能神皖能源和中煤新集利辛为煤电一体化运营公司，拥有相对稳定的煤炭供给。此外，公司还参股了望江、宿松、太湖等风电机组，响洪甸、响水涧、琅琊山、天荒坪等抽蓄项目，以及秦山核电公司，享受稳定投资收益。2022 年，公司实现利润总额 1.20 亿元，而投资收益达到 8.68 亿元，弥补了公司主业的亏损。2024 年，公司实现投资收益 13.48 亿元，其中对联营合营企业的投资收益 12.22 亿元，占公司利润总额的 35.5%，已成为公司业绩重要的压舱石。

图 27：公司投资收益和利润总额（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

参股在建项目总装机超 10GW，有望支撑投资收益进一步增长。截至 2024 年底，公司参股在建项目总装机达到 1084 万千瓦，权益装机 316.02 万千瓦。其中，火电项目装机达到 596 万千瓦，权益装机 190.48 万千瓦，抽蓄装机 488 万千瓦，权益装机 125.54 万千瓦。假设煤电项目建设周期为 2 年，则预计参股煤电在建项目将自 2026 年起贡献投资收益，进一步增厚公司业绩。

表 7：公司参股在建项目情况

	机组构成	装机容量 (万千瓦)	持股比例	权益容量 (万千瓦)	电源类型	预计投产时间
国能神皖池州二期	2×66	132	49%	64.68	煤电	2025 年（已投产）
淮北国安二期	2×66	132	20%	26.4	煤电	2025 年底
国能安庆三期	2×100	200	20%	40	煤电	2026 年
中煤新集六安电厂	2×66	132	45%	59.4	煤电	2026 年
国能霍山抽水蓄能	4×30	120	49%	58.8	抽水蓄能	2030 年
安徽桐城抽水蓄能	4×32	128	20%	25.6	抽水蓄能	2027 年首台机组投产发电, 2028 年全部机组投产发电
安徽石台抽水蓄能	4×30	120	20%	24	抽水蓄能	2027 年首台机组投产发电, 2028 年全部机组投产发电
安徽宁国抽水蓄能	4×30	120	14%	17.14	抽水蓄能	2030 年首台机组投产发电, 2031 年全部机组投产发电
合计	/	1084	/	316.02	/	/

资料来源：公司公告、招商证券

深度参与核电产业链，有望享受技术变革带来的颠覆性机遇。公司持有秦山核电 2% 股份，获取稳定投资收益。同时，公司通过持有安徽皖能丰禾聚变科技合伙企业 16.82% 的股份，间接持有聚变新能约 3.45% 的股权。聚变新能是中科院合肥物质院等离子体物理研究所磁约束核聚变领域的唯一成果转化平台，主导建设合肥市庐阳区的紧凑型聚变能实验装置（BEST）。据公司披露，该项目总装工作已于 2025 年 5 月 1 日启动，预计 2027 年底完成。核聚变被视为“终极能源”，今年 7 月聚变工业协会（FIA）发布的《2025 年全球聚变行业》报告显示，过去 5 年全球聚变行业呈爆发式增长，总投资额从 2021 年的 19 亿美元飙升至 97 亿

美元。聚变新能是我国核聚变商业化的重要实施平台之一，未来公司有望受益于相关技术突破带来的颠覆性机遇。

四、盈利预测

立足安徽拓展新疆，参控并进火绿共舞。公司为皖能集团旗下发电资产核心上市平台，装机以火电为主。截至 2025 年 6 月底，公司在运控股装机 1466 万千瓦，其中煤电/气电/光伏/垃圾发电/新型储能装机占比分别为 90%/6%1%/2%/1%。公司营收规模稳步扩大，2019-2024 年 CAGR 达到 13.34%。受到煤价高企的影响，公司 2021 年归母净利润同比下滑 231.9%至-13.37 亿元；2022 年，电价上涨缓解成本压力，公司归母净利润修复至 4.25 亿元，同比增长 132.0%；2023-2024 年，煤炭供需格局逐渐宽松，煤价持续下跌，公司归母净利润继续修复。公司大部分火电项目位于安徽，机组性能优越，发电量随机组规模扩大持续增长，省内较好供需格局支撑公司利用小时数维持高位。在深耕安徽市场的基础上，公司进一步拓展省外市场。控股在运的江布电厂和英格玛电厂均位于新疆昌吉准东，邻近准东煤田，燃料具备明显成本优势。同时，两座新疆电厂是新疆运输电力至华东区域的特高压吉泉线的配套电源，电价具有相对优势，有望为公司带来明显的利润增厚。此外，公司也在积极参与“陕电入皖”、“蒙电入皖”，长期成长趋势明确。公司参股大部分为火电机组，同时布局风电、抽蓄、核电等多类电源，投资收益成为重要的业绩压舱石。预计公司 2025-2027 年实现营业收入 303.22、309.23、303.25 亿元，同比+0.8%、+2.0%、-1.9%；归母净利润分别为 22.94、24.36、25.28 亿元，同比增长 11.2%、6.2%、3.8%；当前股价对应 PE 分别为 8.0x、7.5x、7.3x。首次覆盖，予以“增持”投资评级。

表 8：销售收入结构预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	278.67	300.94	303.22	309.23	303.25
yoy	14.8%	8.0%	0.8%	2.0%	-1.9%
（一）发电收入	204.17	237.10	242.79	247.84	240.87
yoy	23.6%	16.1%	2.4%	2.1%	-2.8%
火电装机量（万千瓦）	1085.00	1307.00	1407.00	1407.00	1407.00
其他能源装机量（万千瓦）		59.00	189.00	219.00	319.00
利用小时数	4970	4973	4873	4723	4573
发电量（亿千瓦时）	512.6	601.5	693.67	757.33	758.81
上网电价（元/千瓦时，含税）	0.4556	0.45	0.42	0.39	0.38
（二）煤炭业务收入	64.32	55.41	51.58	52.10	52.62
yoy	-11.8%	-13.9%	-6.9%	1.0%	1.0%
贸易采购量（万吨）	906.00	893.00	900.00	900.00	900.00
采购均价（元/吨，不含税）	654.69	568.09	522.64	527.87	525.00
销售量（万吨）	906.00	893.00	900.00	900.00	900.00
销售价格（元/吨）	799.37	622.96	573.12	578.85	584.64
其他业务收入	10.18	8.43	8.85	9.29	9.75

资料来源：公司数据、招商证券

表 9：盈利预测简表

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	278.67	300.94	303.22	309.23	303.25
营业成本	259.52	264.67	264.27	268.49	261.56
营业税金及附加	1.46	1.74	1.76	1.79	1.76

营业费用	0.24	0.20	0.20	0.20	0.20
管理费用	1.70	1.86	1.82	1.86	1.82
研发费用	1.97	1.82	1.84	1.87	1.84
财务费用	8.12	8.44	7.88	8.04	7.88
资产减值损失	-1.21	-1.28	-1.29	-1.31	-1.29
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.91	0.79	0.79	0.81	0.79
投资收益	13.58	13.48	14.55	15.46	15.77
营业利润	18.93	35.19	39.52	41.94	43.47
营业外收入	0.24	0.61	0.61	0.62	0.61
营业外支出	0.88	1.34	1.35	1.38	1.35
利润总额	18.29	34.46	38.77	41.18	42.73
所得税	0.81	4.52	5.04	5.35	5.55
少数股东损益	3.19	9.30	10.79	11.46	11.90
归属于母公司净利润	14.30	20.64	22.94	24.36	25.28
EPS (元)	0.63	0.91	1.01	1.07	1.12

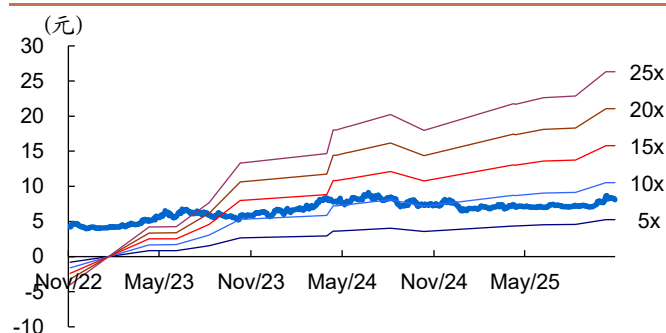
资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

我们认为未来公司主要的风险因素在于燃料价格上行风险、上网电价波动风险、新能源项目获取和开工进度不及预期、下游电力需求不及预期四个方面。

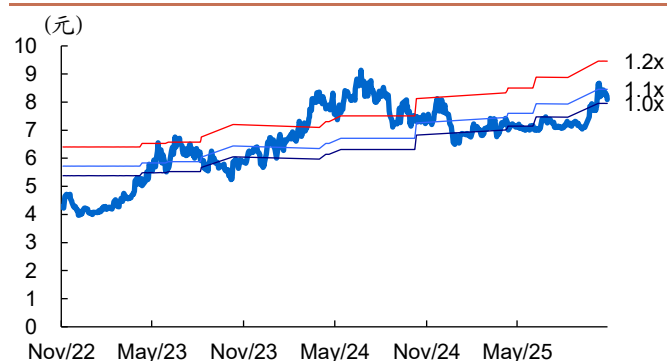
- 1) 燃料价格上行风险:** 公司主要参控股在运机组为火电, 煤价和燃气价格波动对于火电成本的影响较大。若燃料价格大幅上行, 可能会导致公司营业成本增长, 对公司盈利能力产生负面影响。
- 2) 上网电价波动风险:** 由于现行上网电价受到政府的严格监管, 如果电力企业发电成本上涨得不到及时疏导, 将导致公司未来电价水平存在不确定性, 给企业经营业绩带来负面影响。
- 3) 新能源项目获取和开工进度不及预期:** 面对其他综合发电企业在清洁能源领域日益激烈的竞争, 若公司新能源项目投产进度不及预期, 则会对公司业绩增长产生负面影响。
- 4) 下游电力需求不及预期:** 公司机组主要分布在安徽地区, 2025-2026 年安徽将迎来火电集中投产期, 全省电力供需紧张的局面有望得到缓解, 若后续需求增长不及预期, 则可能对省内火电机组利用小时带来不利影响。

图 28: 皖能电力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 29: 皖能电力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8024	9454	9793	9440	9750
现金	1998	2477	2778	2292	2751
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	135	134	135	138	136
应收款项	3505	4067	4098	4179	4098
其它应收款	168	157	158	161	158
存货	697	999	998	1014	987
其他	1521	1619	1626	1656	1621
非流动资产	52562	57148	61630	65776	69612
长期股权投资	13188	14029	14029	14029	14029
固定资产	24800	30107	35005	39525	43697
无形资产商誉	4107	4132	3719	3347	3012
其他	10467	8880	8877	8875	8874
资产总计	60586	66602	71423	75217	79362
流动负债	14986	15132	16721	17620	18779
短期借款	807	2892	11326	12167	13422
应付账款	4462	2911	2907	2953	2877
预收账款	146	106	106	108	105
其他	9572	9223	2382	2392	2375
长期负债	25218	28163	28163	28163	28163
长期借款	24134	23857	23857	23857	23857
其他	1085	4306	4306	4306	4306
负债合计	40205	43296	44884	45784	46942
股本	2267	2267	2267	2267	2267
资本公积金	3782	3782	3782	3782	3782
留存收益	7800	9774	11927	13675	15472
少数股东权益	6533	7484	8563	9709	10899
归属于母公司所有者权益	13849	15822	17975	19723	21520
负债及权益合计	60586	66602	71423	75217	79362

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1696	3757	5321	5759	6286
净利润	1749	2994	3373	3583	3717
折旧摊销	1709	2074	2738	3074	3385
财务费用	835	862	788	804	788
投资收益	(1358)	(1348)	(1535)	(1627)	(1656)
营运资金变动	(1205)	(923)	(44)	(74)	52
其它	(34)	98	0	0	0
投资活动现金流	(6775)	(5539)	(5686)	(5593)	(5564)
资本支出	(6545)	(5597)	(7220)	(7220)	(7220)
其他投资	(231)	58	1535	1627	1656
筹资活动现金流	4698	2268	665	(651)	(264)
借款变动	6922	13	1594	841	1255
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(36)	0	0	0	0
股利分配	(66)	(17)	(141)	(688)	(731)
其他	(2122)	2272	(788)	(804)	(788)
现金净增加额	(382)	486	300	(486)	458

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27867	30094	30322	30923	30325
营业成本	25952	26467	26427	26849	26156
营业税金及附加	146	174	176	179	176
营业费用	24	20	20	20	20
管理费用	170	186	182	186	182
研发费用	197	182	184	187	184
财务费用	812	844	788	804	788
资产减值损失	(121)	(128)	(129)	(131)	(129)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	91	79	79	81	79
投资收益	1358	1348	1455	1546	1577
营业利润	1893	3519	3952	4194	4347
营业外收入	24	61	61	62	61
营业外支出	88	134	135	138	135
利润总额	1829	3446	3877	4118	4273
所得税	81	452	504	535	555
少数股东损益	319	930	1079	1146	1190
归属于母公司净利润	1430	2064	2294	2436	2528

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	8%	1%	2%	-2%
营业利润	1549%	86%	12%	6%	4%
归母净利润	236%	44%	11%	6%	4%
获利能力					
毛利率	6.9%	12.1%	12.8%	13.2%	13.7%
净利率	5.1%	6.9%	7.6%	7.9%	8.3%
ROE	10.8%	13.9%	13.6%	12.9%	12.3%
ROIC	5.0%	6.3%	7.0%	6.8%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	65.0%	62.8%	60.9%	59.1%
净负债比率	53.0%	50.4%	49.3%	47.9%	47.0%
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	36.6	31.2	26.5	26.7	26.1
应收账款周转率	9.4	7.7	7.2	7.2	7.1
应付账款周转率	5.2	7.2	9.1	9.2	9.0
每股资料(元)					
EPS	0.63	0.91	1.01	1.07	1.12
每股经营净现金	0.75	1.66	2.35	2.54	2.77
每股净资产	6.11	6.98	7.93	8.70	9.49
每股股利	0.01	0.06	0.30	0.32	0.33
估值比率					
PE	12.8	8.9	8.0	7.5	7.3
PB	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	16.5	11.2	9.4	8.7	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。