

增持 (维持)

皖能电力 (000543)

交叉股权赋能煤电经营，看好成本下行趋势下的利润弹性

2023年6月4日

市场数据

日期	2023/6/2
收盘价(元)	6.66
总股本(百万股)	2,267
流通股本(百万股)	2,267
净资产(百万元)	12,825
总资产(百万元)	47,728
每股净资产(元)	5.66

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

投资要点

- 皖能电力为安徽省能源集团下属的火电企业,表内资产包含8家省内煤电企业,且均为与本地煤炭或电力央企进行合资联营的方式经营,尽管并未形成实质上的煤电联营,但股权方面的深度融合保障了资产经营的灵活性、煤炭采购路径的多样性与稳定性。此外,参股公司以国能神皖、中煤新集利辛等电站为主,其中国能神皖电厂为国电电力旗下煤电联营企业,2022年实现度电净利0.043元,贡献投资收益约合6.66亿元,成为公司利润的重要安全垫。
- 有望充分受益于煤价下降趋势,看好2023Q2起的业绩弹性。当前公司表内电力资产均位于负荷稳定的安徽省,作为国内煤炭老产区之一,具备相对稳定成熟的省内煤炭供销路径。截至2022年底,公司在运控股装机容量9.53GW,表内权益装机容量4.92GW,2022年上网电量388.4亿度,测算权益上网电量约为200.5亿度(权益装机比例*实际上网电量)。2022年受煤炭长协履约进程较慢与市场价格分别于二、四季度出现大幅波动影响,公司实际实现毛利润2.17亿元,考虑期间费用,当年表内资产总体或处于亏损状态。而在煤炭市场价格快速回落的2023Q2,我们认为公司煤炭长协实际履约率同比将大幅提升,入炉标煤单价有望迅速收敛至盈亏平衡线之下,叠加国能神皖等参股电厂的利润同样小幅增厚,预计年内有望实现大幅盈利上行。此外,公司具备较大的十四五开发规划,其中预计新能源机组新增约4GW,省内气电于2023年内新增0.9GW,新疆煤电于年内与2024年合计新增2.64GW。
- 投资建议:维持“增持”评级。基于当下基本面,公司或正处于火电经营业绩持续向上的时期,叠加装机增长规划,我们认为公司有望迎来“戴维斯双击”。我们上调了公司2023-2025年归母净利润,分别为15.55、16.44、17.22亿元,分别同比+265.9%、+5.7%、+4.8%,对应6月2日收盘价PE估值分别为9.7x、9.2x、8.8x。
- 风险提示:动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24276	25627	27330	29258
同比增长	15.4%	5.6%	6.6%	7.1%
归母净利润(百万元)	425	1555	1644	1722
同比增长	132.0%	265.9%	5.7%	4.8%
毛利率	0.9%	11.6%	12.6%	13.4%
ROE	3.4%	10.8%	10.5%	10.1%
每股收益(元)	0.19	0.69	0.73	0.76
市盈率	35.5	9.7	9.2	8.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

公司概况

皖能电力（全称“安徽省皖能股份有限公司”）为主体资产位于安徽省的地方性火电运营商，公司第一大股东为皖能集团，持股比例为 54.93%，实控人为安徽省国资委。公司成立于 1993 年，并于同年登陆 A 股上市。当前公司以省内控股与参股煤电为主体资产架构，其中合并报表资产包含皖能合肥、铜陵、钱营孜等 8 座电厂，表外资产以国能神皖、中煤新集利辛电厂、为主，此外，公司下属安徽电力燃料公司（上市公司控股 80%）负责部分子公司的煤炭燃料采购工作。公司全部控股电站资产均以同其他煤炭或电力企业进行合资联营的方式持有，合作联营股东包括淮河能源（非上市煤炭企业）、淮北矿业（上市煤炭企业）、恒源煤电（上市煤炭企业）、华润电力（上市火电企业）、国电电力（上市火电企业）等，股权方面的深度融合保障了公司资产经营的灵活性、煤炭采购路径的多样性与稳定性。

表 1、公司控股在运及在建电站概况

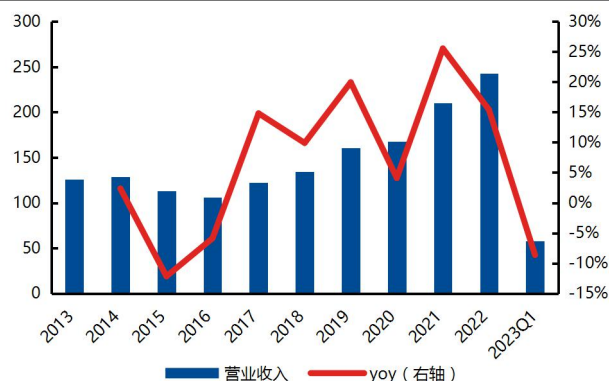
电厂	区位	公司持股比例	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	装机结构 (万千瓦)	其他股东	2022 年净利润 (亿元)
在运资产概况							
皖能合肥发电	安徽合肥	51%	126	64	2*63	淮河能源	-1.74
皖能铜陵发电	安徽铜陵	51%	237	121	32+105+100	淮河能源	-4.81
皖能马鞍山发电	安徽马鞍山	51%	132	67	2*66	淮河能源	-0.14
临涣中利发电	安徽淮北	51%	64	33	32*2	淮北矿业	0.20
钱营孜发电	安徽宿州	50%	70	35	2*35	恒源煤电	0.75
阜阳华润一期	安徽阜阳	56%	128	72	2*64	华润电力	0.55
阜阳华润二期	安徽阜阳	56%	132	26	2*66	华润电力	-
淮北国安电力	安徽淮北	40%	64	74	2*32	中煤电力	-0.63
合计			953	492			
在建资产概况							
新疆奇安电厂	新疆准东	53%	264	140	4*66	-	-
合肥皖能燃气发电	安徽合肥	100%	90	90	2*45	-	-
合计							

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理与测算

备注：1、资料截至 2023 年一季度末；2、合肥皖能燃气发电 2 台机组预计将于 2023 年年底投产，新疆奇安电厂 2 台机组预计将于 2023 年 7、8 月分别投产，另外 2 台机组预计于 2024 年年底投产。

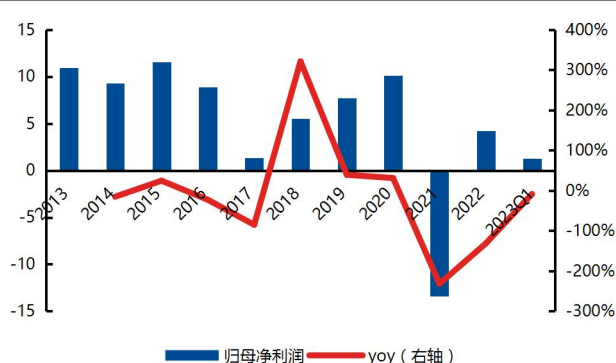
复盘公司过往业绩走势，我们发现公司业绩于 2015 年左右因煤炭价格走低且电价调整幅度较小，公司利润达到历史顶峰。此后，伴随着成本中枢上行与电价的大幅调整，公司业绩大幅下滑并于 2017 年触底。2018 年公司完成国能神皖公司的股权注入计划，公司当前主体资产架构形成。与火电行业所表现出的盈利变化特征相类似，公司煤价成本弹性对于利润影响较大，故 2021 年因煤价大幅上行导致当年度电燃料成本同比+51.9%。

图 1、公司 2013 年以来营业总收入及其变化 (亿元)



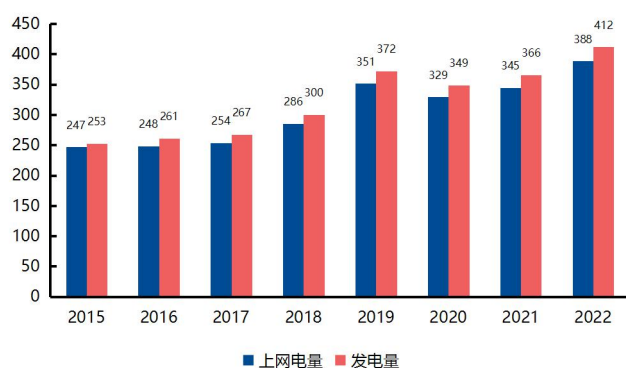
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司 2013 年以来归母净利润及其变化 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、皖能电力发电量与上网电量 (亿度)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司历年发电利用小时数测算 (h)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司表内电力资产历年电价、成本数据梳理

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
电力业务总体 (单位: 亿元)											
火电收入	75.11	106.78	103.02	89.60	75.79	82.25	95.99	117.17	109.54	126.47	165.19
yoy		42.2%	-3.5%	-13.0%	-15.4%	8.5%	16.7%	22.1%	-6.5%	15.5%	30.6%
火电成本	68.56	84.35	80.12	65.47	65.00	79.94	90.62	106.92	99.63	137.64	157.23
yoy		23.0%	-5.0%	-18.3%	-0.7%	23.0%	13.4%	18.0%	-6.8%	38.2%	14.2%
燃料成本	60.90	64.93	56.04	42.04	41.64	58.08	66.94	76.53	72.55	115.26	138.01
yoy		6.6%	-13.7%	-25.0%	-1.0%	39.5%	15.3%	14.3%	-5.2%	58.9%	19.7%
其他成本	7.65	19.42	24.08	23.43	23.36	21.86	23.68	30.39	27.08	22.38	19.22
yoy		153.7%	24.0%	-2.7%	-0.3%	-6.4%	8.3%	28.3%	-10.9%	-17.3%	-14.1%
火电毛利润	6.55	22.42	22.90	24.13	10.79	2.31	5.37	10.26	9.91	-11.17	7.96
yoy		242.2%	2.1%	5.4%	-55.3%	-78.6%	132.9%	91.0%	-3.4%	-212.8%	171.2%
毛利率	8.7%	21.0%	22.2%	26.9%	14.2%	2.8%	5.6%	8.8%	9.0%	-8.8%	4.8%
度电分拆 (单位: 元/度)											
度电收入	0.380	0.374	0.366	0.363	0.305	0.324	0.336	0.333	0.333	0.367	0.425
yoy		-1.6%	-2.2%	-0.8%	-15.9%	6.1%	3.7%	-0.8%	-0.3%	10.4%	15.9%
度电成本	0.347	0.296	0.285	0.265	0.262	0.315	0.317	0.304	0.302	0.400	0.405
yoy		-14.8%	-3.7%	-6.8%	-1.3%	20.2%	0.7%	-4.1%	-0.6%	32.1%	1.3%
度电燃料成本	0.308	0.228	0.199	0.170	0.168	0.229	0.234	0.218	0.220	0.335	0.355
yoy		-26.2%	-12.5%	-14.4%	-1.5%	36.3%	2.4%	-7.1%	1.1%	51.9%	6.2%

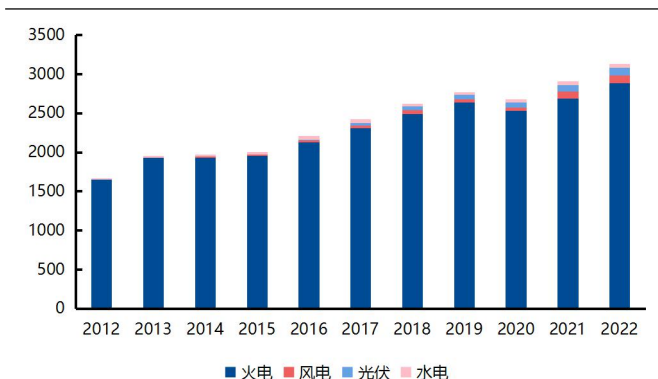
度电煤耗假设 (g/度)	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
入炉标煤成本测算 (元/吨)	1028	759	664	568	559	763	781	726	734	1115	1184
度电其他成本	0.039	0.068	0.086	0.095	0.094	0.086	0.083	0.086	0.082	0.065	0.049
yoy		75.6%	25.7%	11.0%	-0.9%	-8.5%	-3.8%	4.3%	-5.0%	-21.0%	-23.8%
度电毛利	0.033	0.079	0.081	0.098	0.044	0.009	0.019	0.029	0.030	-0.032	0.020

数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理与测算

备注: 1、度电煤耗假设采用行业相对平均水平; 2、入炉标煤成本为公司所采购煤折算至 7000 大卡后扣除增值税所得价格。

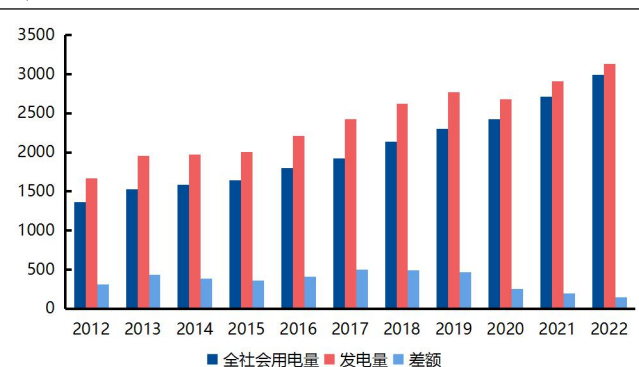
安徽省电力供应以火电为主, 供电紧平衡态势预计仍将维持。截至 2022 年底, 全省统调电源装机容量 92.19GW, 火电装机容量为 58.53GW, 光伏装机容量为 21.54GW, 而发电量供应方面, 2022 年全省火电发电量 2883 亿度, 占比为 92%, 对省内供电稳定起到支撑性作用。边际上, 依据安徽省十四五能源发展规划, 至 2025 年全省风电、光伏将分别较 2020 年新增约 3.88、14.30GW, 按照省内风电、光伏平均利用小时分别为 2200h 和 1200h 假定, 预计该部分增量将分别提供 85、172 亿度电能量供给, 相较于 2022 年全省 2993.2 亿度的总用电量而言边际影响较低, 因此火电预计仍将在十四五时期内作为省内核心电力供应方式。而省内发电量尽管连年高于全社会用电量, 但其差额正逐步收敛, 因此供电紧平衡态势预计仍将维持。

图 5、安徽省历年电力供应: 火电占巨大部分供应(亿度)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

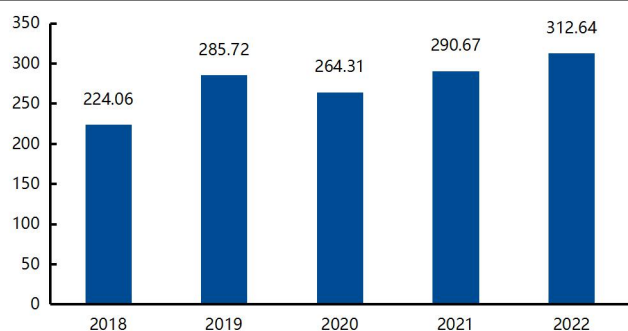
图 6、安徽省历年发电量与全社会供应量及两者差额对比(亿度)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

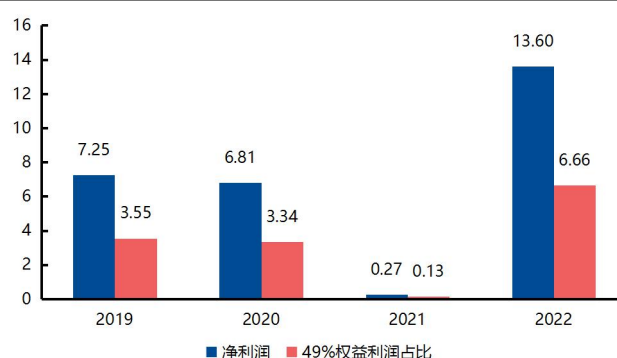
国能神皖电厂成为公司利润的重要补充, 国能旗下火电企业形成利润安全垫。国能神皖为公司主要的表外资产, 同时为国电电力旗下并表资产, 公司持有该公司 49% 的股权, 其火电装机容量 5.92GW, 2022 年完成发电量 312.64 亿度, 同时实现利润水平的大幅上升, 由 2021 年的 0.27 亿元提升至 2022 年的 13.60 亿元, 度电净利润达到 0.043 元/度。该公司包含安庆皖江、马鞍山万能达、池州九华、合肥庐江发电等四大电厂, 资产均位于安徽省内, 同时为国能集团旗下电厂, 因此长协煤覆盖力度较高, 成本优势强, 2022 年底净资产 160.79 亿元。

图 7、国能神皖公司历年火电上网电量（亿度）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、国能神皖历年净利润（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：维持“增持”评级。基于当下基本面，公司或正处于火电经营业绩持续向上的时期，叠加装机增长规划，我们认为公司有望迎来“戴维斯双击”。我们上调了公司 2023-2025 年归母净利润，分别为 15.55、16.44、17.22 亿元，分别同比+265.9%、+5.7%、+4.8%，对应 6 月 2 日收盘价 PE 估值分别为 9.7x、9.2x、8.8x。

风险提示：动力煤价格大幅上行、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易导致电价波动风险、宏观经济风险

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5666	5484	5748	6061
货币资金	1582	1364	1410	1424
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2274	2354	2491	2688
预付款项	568	467	499	539
存货	720	722	788	822
其他	521	577	560	589
非流动资产	39525	48765	59590	71577
长期股权投资	11229	13475	14822	16304
固定资产	15880	24001	33494	43605
在建工程	6145	4733	4766	5183
无形资产	752	752	752	752
商誉	536	536	536	536
长期待摊费用	13	13	13	13
其他	4970	5256	5207	5184
资产总计	45191	54249	65338	77638
流动负债	9363	15483	24557	34676
短期借款	603	6857	15667	25534
应付票据及应付账款	5527	4658	5009	5366
其他	3233	3968	3881	3776
非流动负债	18852	19330	19267	19212
长期借款	16505	16505	16505	16505
其他	2347	2825	2762	2707
负债合计	28215	34813	43824	53887
股本	2267	2267	2267	2267
资本公积	3818	3818	3818	3818
未分配利润	4009	5271	6464	7683
少数股东权益	4376	5092	5849	6642
股东权益合计	16975	19435	21514	23751
负债及权益合计	45191	54249	65338	77638

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	425	1555	1644	1722
折旧和摊销	1197	1625	2473	3472
资产减值准备	42	-87	0	0
资产处置损失	4	0	0	0
公允价值变动损失	2	-2	-2	-1
财务费用	583	771	1079	1451
投资损失	-868	-955	-1003	-1053
少数股东损益	-243	716	757	793
营运资金的变动	1828	48	47	-48
经营活动产生现金流量	2869	3736	4922	6334
投资活动产生现金流量	-4075	-10028	-12248	-14408
融资活动产生现金流量	1605	6074	7373	8087
现金净变动	398	-219	47	13
现金的期初余额	1171	1582	1364	1410
现金的期末余额	1569	1364	1410	1424

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24276	25627	27330	29258
营业成本	24058	22642	23895	25349
税金及附加	101	121	122	132
销售费用	13	9	11	12
管理费用	95	91	98	106
研发费用	208	327	357	357
财务费用	568	771	1079	1451
其他收益	61	45	47	48
投资收益	868	955	1003	1053
公允价值变动收益	-2	2	2	1
信用减值损失	-8	0	0	0
资产减值损失	-34	0	0	0
资产处置收益	-4	0	0	0
营业利润	115	2667	2819	2954
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	120	2673	2825	2959
所得税	-62	401	424	444
净利润	182	2272	2401	2515
少数股东损益	-243	716	757	793
归属母公司净利润	425	1555	1644	1722
EPS (元)	0.19	0.69	0.73	0.76

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	15.4%	5.6%	6.6%	7.1%
营业利润增长率	104.6%	2223.6%	5.7%	4.8%
归母净利润增长率	132.0%	265.9%	5.7%	4.8%
盈利能力				
毛利率	0.9%	11.6%	12.6%	13.4%
归母净利率	1.8%	6.1%	6.0%	5.9%
ROE	3.4%	10.8%	10.5%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	62.4%	64.2%	67.1%	69.4%
流动比率	0.61	0.35	0.23	0.17
速动比率	0.53	0.31	0.20	0.15
营运能力				
资产周转率	56.6%	51.5%	45.7%	40.9%
应收帐款周转率	12.1	11.1	11.3	11.3
存货周转率	29.8	30.5	31.6	31.5
每股资料(元)				
每股收益	0.19	0.69	0.73	0.76
每股经营现金	1.27	1.65	2.17	2.79
每股净资产	5.56	6.33	6.91	7.55
估值比率(倍)				
PE	35.5	9.7	9.2	8.8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn