

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

## 背靠长三角区位优势明显，火绿大储多轮驱动

### 报告摘要:

**皖能集团核心电力平台，装机规模有望快速增长。**公司为安徽省能源集团（皖能集团）发展电力业务的核心企业，22Q3 末控股火电运营装机容量 821 万千瓦、权益运营装机容量约 1200 万千瓦、在建控股火电 486 万千瓦，其中安徽阜阳华润二期电厂预计年内实现双投、新疆奇安电厂预计年内及明年上半年分别投产一台机组、新疆英格玛电厂预计 2024 年实现双投、合肥天然气调峰电厂预计 2024 年 2 月投产。除大量在建项目外，控股股东皖能集团承诺将其持有的各类电力资产注入公司，公司计划“十四五”末在役在建火电装机规模达到 1500 万千瓦、实现燃气发电装机容量不少于 180 万千瓦、新增可再生能源装机规模 400 万千瓦，公司装机规模有望实现快速增长。

**背靠长三角及煤炭基地，收入成本两端优势明显。**电规总院及安徽能源局预计 2022-2024 年包括安徽在内的长三角地区电力供需处于紧平衡状态，其中安徽省电力供需持续处于“紧张”状态，“十四五”年均用电增速为 6%~6.6%、全社会用电量年均增速 6.6%~7.8%、全社会最大负荷年均增速 8.5%，公司火电交易电价有望受益于长三角经济快速发展维持高位。此外，安徽省两淮地区是国家 14 个大型煤炭生产基地之一（华东唯一），2021 年安徽煤炭产量 1.1 亿吨，位居全国第 6，单矿井产量 290 万吨，高居全国第 1。依托安徽特别是两淮煤炭基地，公司燃煤电厂燃料供应渠道及采购价格预计具备优势。

**投资建设电化学储能，积极参股抽水蓄能。**公司全资建设淮北皖能储能电站，总规模 1000MWh，建成后将成为国内单体容量最大的电网侧磷酸铁锂储能电站之一，其中一期项目装机规模 103MW/206MWh，预计年底前具备并网运行条件。此外，公司受托管理皖能集团所持 4 家抽蓄电站股权，另参股 4 家抽蓄电站，公司计划 2025 年实现储能电站规模 30 万千瓦，公司有望从传统煤电企业转型发展成为综合能源上市公司。

**盈利预测：**预计 2022-2024 年公司营业收入 253.85/283.57/287.30 亿元，归母净利润 5.21/8.10/9.63 亿元，EPS 0.23/0.36/0.42 元，对应 PE 分别为 22.02/14.16/11.91 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**燃料成本回落不及预期，在建项目进展不及预期

| 财务摘要(百万元) | 2020A  | 2021A    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入      | 16,752 | 21,032   | 25,385  | 28,357 | 28,730 |
| (+/-)%    | 4.10%  | 25.55%   | 20.69%  | 11.71% | 1.31%  |
| 归属母公司净利润  | 1,014  | -1,337   | 521     | 810    | 963    |
| (+/-)%    | 30.97% | -231.91% | 138.96% | 55.52% | 18.89% |
| 每股收益(元)   | 0.45   | -0.59    | 0.23    | 0.36   | 0.42   |
| 市盈率       | 9.29   | —        | 22.02   | 14.16  | 11.91  |
| 市净率       | 0.65   | 1.01     | 0.91    | 0.87   | 0.83   |
| 净资产收益率(%) | 6.99%  | -10.74%  | 4.15%   | 6.14%  | 6.93%  |
| 股息收益率(%)  | 1.50%  | 0.00%    | 0.00%   | 1.50%  | 2.25%  |
| 总股本(百万股)  | 2,267  | 2,267    | 2,267   | 2,267  | 2,267  |

### 股票数据

2022/12/01

|             |           |
|-------------|-----------|
| 6个月目标价(元)   | --        |
| 收盘价(元)      | 5.06      |
| 12个月股价区间(元) | 3.45~5.83 |
| 总市值(百万元)    | 11,470.33 |
| 总股本(百万股)    | 2,267     |
| A股(百万股)     | 2,267     |
| B股/H股(百万股)  | 0/0       |
| 日均成交量(百万股)  | 29        |

### 历史收益率曲线



| 涨跌幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|----|----|-----|
| 绝对收益   | 8% | 3% | 31% |
| 相对收益   | 1% | 7% | 51% |

### 相关报告

《京能电力(600578)深度报告:深耕华北区位优势显著,依托火电绿色转型可期》

--20221108

《粤电力A(000539.SZ)深度报告:广东综合电力龙头,火力纾困绿电启航》

--20220909

《华能国际(600011)深度报告:电力龙头厚积薄发,绿色转型行稳致远》

--20220711

《内蒙华电(600863)深度报告:煤电联营优势明显,绿电转型乘风而上》

--20210418

证券分析师: 岳挺

执业证书编号: S0550522120001

0755-33975865 yueting@nesc.cn

## 目 录

|           |                                 |           |
|-----------|---------------------------------|-----------|
| <b>1.</b> | <b>安徽省属电力平台，火绿一体优势明显</b> .....  | <b>5</b>  |
| 1.1.      | 扎根安徽历史悠久，围绕煤电多元发展 .....         | 5         |
| 1.2.      | 皖能集团综合电力上市平台，承诺资产注入规模增长可期 ..... | 7         |
| 1.3.      | 电价上涨缓解成本压力，营收增长业绩触底反转 .....     | 9         |
| <b>2.</b> | <b>机组先进区位优势，装机增长业绩可期</b> .....  | <b>13</b> |
| 2.1.      | 在役机组深耕安徽，权益装机持续增长 .....         | 13        |
| 2.2.      | 在建机组规模可观，两地布局多点开花 .....         | 17        |
| 2.3.      | 储能项目有序推进，绿电发展前景广阔 .....         | 21        |
| <b>3.</b> | <b>背靠长三角需求旺盛，有望受益电价提升</b> ..... | <b>24</b> |
| 3.1.      | 安徽电力供需紧张，特高压外送江浙沪 .....         | 24        |
| 3.2.      | 供需紧张电价高位，现货市场增厚收益 .....         | 27        |
| <b>4.</b> | <b>背靠两淮煤炭基地，火电盈利有望修复</b> .....  | <b>29</b> |
| 4.1.      | 集中采购叠加背靠两淮，燃料成本有望回落 .....       | 29        |
| 4.2.      | 煤电业务盈利预测 .....                  | 34        |
| <b>5.</b> | <b>风险提示</b> .....               | <b>37</b> |

## 图表目录

|       |                            |    |
|-------|----------------------------|----|
| 图 1:  | 公司控股在运煤电装机量变化情况 .....      | 5  |
| 图 2:  | 公司权益煤电装机量变化情况 .....        | 5  |
| 图 3:  | 公司各报告期末在建火电装机容量变化情况 .....  | 6  |
| 图 4:  | 公司上网电价变化情况（不含税） .....      | 6  |
| 图 5:  | 公司发电量变化情况 .....            | 6  |
| 图 6:  | 公司上网电量变化情况 .....           | 6  |
| 图 7:  | 公司营收构成变化情况 .....           | 7  |
| 图 8:  | 公司煤炭业务毛利率变化情况 .....        | 7  |
| 图 9:  | 公司股权结构图 .....              | 7  |
| 图 10: | 公司营业收入变化情况 .....           | 9  |
| 图 11: | 公司发电及煤炭行业营收变化情况 .....      | 9  |
| 图 12: | 公司归母净利润变化情况 .....          | 9  |
| 图 13: | 公司扣非归母净利润变化情况 .....        | 9  |
| 图 14: | 公司毛利率、净利率变化情况 .....        | 10 |
| 图 15: | 公司 ROE、ROA、ROIC 变化情况 ..... | 10 |
| 图 16: | 公司单季度营业收入变化情况 .....        | 10 |
| 图 17: | 公司单季度营业成本变化情况 .....        | 10 |
| 图 18: | 公司单季度毛利变化情况 .....          | 10 |
| 图 19: | 公司单季度毛利率变化情况 .....         | 10 |
| 图 20: | 公司单季度净利润变化情况 .....         | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图 21: 公司单季度净利率变化情况 .....                        | 11 |
| 图 22: 公司资产负债率变化情况 .....                         | 11 |
| 图 23: 公司借款变化情况 (亿元) .....                       | 11 |
| 图 24: 公司期间费用率变化情况 .....                         | 12 |
| 图 25: 公司经营性现金流净额变化情况 .....                      | 12 |
| 图 26: 公司现金流变化情况 .....                           | 12 |
| 图 27: 公司资本开支变化情况 .....                          | 12 |
| 图 28: 公司股利支付率变化情况 .....                         | 12 |
| 图 29: 公司股息率变化情况 .....                           | 12 |
| 图 30: 同业公司股利支付率对比 .....                         | 13 |
| 图 31: 同业公司股息率对比 .....                           | 13 |
| 图 32: 公司并表电厂装机容量分布情况 .....                      | 13 |
| 图 33: 公司并表装机容量分布情况 .....                        | 13 |
| 图 34: 参股公司神皖能源股权结构图 .....                       | 14 |
| 图 35: 参股公司神皖能源与安徽公司重组前股权结构图 .....               | 15 |
| 图 36: 参股公司神皖能源与安徽公司重组后股权结构图 .....               | 15 |
| 图 37: 公司控股参股电厂权益装机分布情况 .....                    | 16 |
| 图 38: 神皖能源权益装机占公司火电权益装机比例 .....                 | 16 |
| 图 39: 神皖能源营收及净利润 (亿元) .....                     | 17 |
| 图 40: 公司投资收益变化情况 (亿元) .....                     | 17 |
| 图 41: 公司合肥天然气调峰电厂项目现场图 .....                    | 18 |
| 图 42: 公司合肥天然气调峰电厂工程规划图 .....                    | 18 |
| 图 43: 新疆准东煤电煤化工产业带功能布局总体规划 .....                | 18 |
| 图 44: 公司新疆奇安电厂 (原潞安准东电厂) 地理位置图 .....            | 19 |
| 图 45: 公司英格玛煤电一体化坑口电厂 11 月 3 日起全面进入施工阶段 .....    | 19 |
| 图 46: 准东-华东±1100kV 特高压直流输电工程 (绿线) .....         | 20 |
| 图 47: 淮北国安电力有限公司二期扩建项目 .....                    | 21 |
| 图 48: 安徽钱营孜发电有限公司二期扩建项目 .....                   | 21 |
| 图 49: 公司淮北皖能储能电站现场图 .....                       | 21 |
| 图 50: 响洪甸抽水蓄能电站 .....                           | 22 |
| 图 51: 琅琊山抽水蓄能电站 .....                           | 22 |
| 图 52: 天荒坪抽水蓄能电站 .....                           | 23 |
| 图 53: 响水涧抽水蓄能电站 .....                           | 23 |
| 图 54: 公司首个集中式新能源项目 .....                        | 24 |
| 图 55: 国产多晶硅料现货价 (美元/千克) .....                   | 24 |
| 图 56: 2023 年全国电力供需形势 .....                      | 25 |
| 图 57: 2024 年全国电力供需形势 .....                      | 25 |
| 图 58: 全国主要电网送受电及输电通道情况 .....                    | 25 |
| 图 59: 2021 年全国发电量前 5 省份 (亿千瓦时) .....            | 25 |
| 图 60: 华东电网月最高用电负荷 (万千瓦) .....                   | 26 |
| 图 61: 华东电网年最高用电负荷及增速 .....                      | 26 |
| 图 62: 安徽电力供需情况 (亿千瓦时) .....                     | 26 |
| 图 63: 安徽火电利用小时数变化情况 (小时) .....                  | 26 |
| 图 64: 以安徽为起点的两条 1000 千伏交流特高压分别经江苏、浙江至上海 .....   | 27 |
| 图 65: 2022 年全国各电网代理购电价格相较当地基准电价上浮比例中值及平均值 ..... | 27 |

|   |    |
|---|----|
| 图 66: 长三角地区电网代理购电价格相对于当地基准电价涨幅变化情况 .....            | 28 |
| 图 67: 安徽电网代理购电价格表 (执行时间 2022 年 12 月) .....          | 28 |
| 图 68: 2022 年 8 月山西省内与省间现货市场日均日前出清价格比较 (元/MWh) ..... | 29 |
| 图 69: 2021 年公司电力行业成本构成 .....                        | 29 |
| 图 70: 2020 年公司电力行业成本构成 .....                        | 29 |
| 图 71: 公司电力营收变化情况 .....                              | 30 |
| 图 72: 公司电力成本变化情况 .....                              | 30 |
| 图 73: 公司电力毛利变化情况 .....                              | 30 |
| 图 74: 公司电力毛利率变化情况 .....                             | 30 |
| 图 75: 公司煤电营业成本及占比变化情况 .....                         | 31 |
| 图 76: 公司煤电营业成本变化情况 .....                            | 31 |
| 图 77: 公司煤电业务毛利 (亿元) 变化情况 .....                      | 31 |
| 图 78: 公司煤电业务毛利率变化情况 .....                           | 31 |
| 图 79: 我国 14 个大型煤炭基地分布图 .....                        | 32 |
| 图 80: 安徽省煤炭资源分布图 .....                              | 32 |
| 图 81: 我国原煤产量累计同比增速 .....                            | 33 |
| 图 82: 我国煤炭固定资产投资完成额累计同比增速 .....                     | 33 |
| 图 83: 秦皇岛 5500 大卡下水煤年度单月长协价及单月同比涨幅变化情况 (元/吨) .....  | 34 |
| 图 84: 秦皇岛 5500 大卡下水煤年度长协均价及累计同比涨幅变化情况 (元/吨) .....   | 34 |
| 图 85: 京唐港及上海港 5500 大卡动力末煤变化情况 (元/吨) .....           | 34 |
| 图 86: CCI 5500 大卡动力煤进口价格指数 (元/吨) .....              | 34 |
| 图 87: 公司煤电机组等效装机容量预测 (万千瓦) .....                    | 35 |
| 图 88: 公司与全国平均煤电机组利用小时数对比 .....                      | 35 |
| <br>  |    |
| 表 1: 公司大事记 .....                                    | 5  |
| 表 2: 截至 2022 年 9 月 30 日公司前十大股东持股情况 .....            | 8  |
| 表 3: 皖能集团大事记 .....                                  | 8  |
| 表 4: 22Q3 末公司并表火电厂基本情况 .....                        | 13 |
| 表 5: 公司参股火电厂基本情况 .....                              | 16 |
| 表 6: 22Q3 末公司在建火电项目基本情况 .....                       | 17 |
| 表 7: 公司受托管理控股股东参股抽蓄公司 .....                         | 22 |
| 表 8: 安徽省抽水蓄能电站项目情况表 .....                           | 23 |
| 表 9: 安徽省抽水蓄能中长期规划储备项目表 .....                        | 23 |
| 表 10: 落地安徽的 3 条特高压输电通道概况 .....                      | 27 |
| 表 11: 公司燃料采购情况 .....                                | 31 |
| 表 12: 秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价年度变化情况 (元/吨) .....         | 33 |
| 表 13: 公司煤电业务盈利预测 .....                              | 36 |
| 表 14: 2023 年公司煤电业务归母净利润敏感性分析 (1) .....              | 36 |
| 表 15: 2023 年公司煤电业务归母净利润敏感性分析 (2) .....              | 36 |
| 表 16: 2023 年公司煤电业务归母净利润敏感性分析 (3) .....              | 37 |

## 1. 安徽省属电力平台，火绿一体优势明显

### 1.1. 扎根安徽历史悠久，围绕煤电多元发展

安徽省属大型发电公司，多元化发展前景广阔。公司全称安徽省皖能股份有限公司，是安徽省第一批规范化改制的上市公司，于1993年12月20日在深圳证券交易所挂牌上市。经过近30年发展，公司22Q3末火电装机在役821万千瓦、在建486万千瓦。此外，公司控股电力燃料公司、售电公司、能源交易公司、皖能燃气发电公司、淮北储能公司各1家，除能源交易公司下属阳原聚格光电科技有限公司为光伏发电机组外（光伏装机4.985万千瓦），其余均为燃煤发电机组；燃煤发电机组中，除奇安电厂和英格玛电厂位于新疆外，其余均位于安徽。到2025年末，公司计划实现新能源装机容量不少于400万千瓦，燃气发电装机容量不少于180万千瓦、低碳园区6个、储能电站规模争取达到30万千瓦。

表 1: 公司大事记

| 年份   | 主要事件   |
|------|--|
| 1993 | 安徽省电力开发总公司（已改制为皖能集团）以其拥有的合肥发电厂3号发电机组、铜陵发电厂1号、2号发电机组出资折为32,500万股筹建安徽省皖能股份有限公司。经安徽省人民政府及中国证监会批准，公司向社会公开发行人民币普通股23,000万股（其中社会法人股16,000万股、社会公众股7,000万股（含公司职工股700万股）），每股面值1.00元，每股发行价格2.50元 |
| 2013 | 非公开发行280,165,289股，股本总额增至1,053,174,105股   |
| 2019 | 向安徽省能源集团有限公司发行472,553,864股股份购买皖能集团持有的神皖能源24%的股权，本次收购资产不构成重大资产重组。前述股份发行发成后，发行人的股本总额增至2,266,863,331股   |
| 2021 | 收购新疆路光协鑫准东能源有限公司53%股权和山西路光发电有限公司35%股权，投资设立皖能能源交易有限公司，年底收购4.985万千瓦光伏项目  |

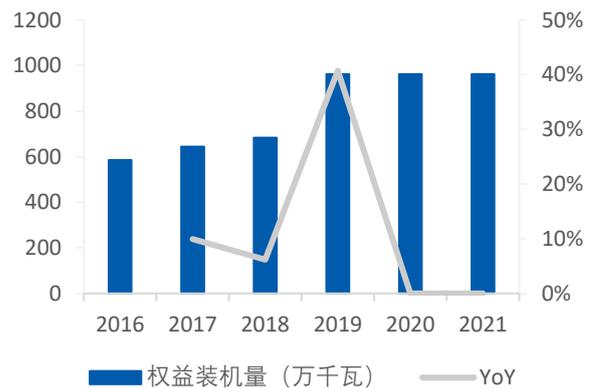
数据来源：公司公告，东北证券

图 1: 公司控股在运煤电装机量变化情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 2: 公司权益煤电装机量变化情况

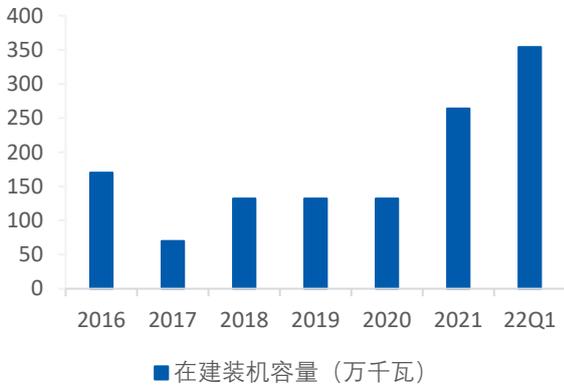


数据来源：公司公告，东北证券

上网电价相对基准价上浮近20%，在建火电装机占比近43%。主要受益于电力市场化改革，公司上网电价大幅提升，2021年平均上网电价为389.7元/兆瓦时（含税），同比增长8.92%，22Q1平均上网电价达460.3元/兆瓦时（含税），同比增长21.84%，相较于安徽燃煤机组基准电价384.4元/兆瓦时（含税）上浮19.75%。目前公司在建火电机组装机容量达354万千瓦，其中燃煤机组264万千瓦、燃气机组90万千瓦，

占公司目前建成投产机组装机规模的 42.86%，部分机组临近预计投产时点，在建机组陆续投产后将大幅提升公司装机规模，公司业绩有望实现较快增长。

图 3: 公司各报告期末在建火电装机容量变化情况



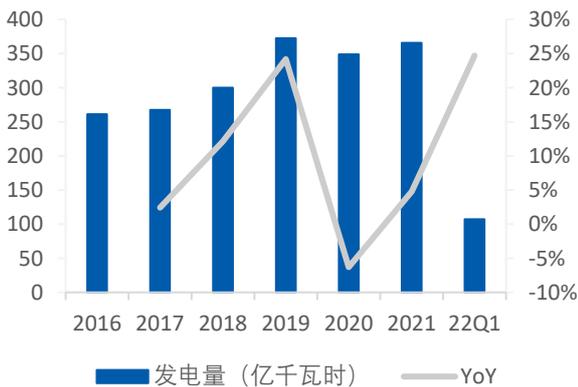
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 4: 公司上网电价变化情况 (不含税)



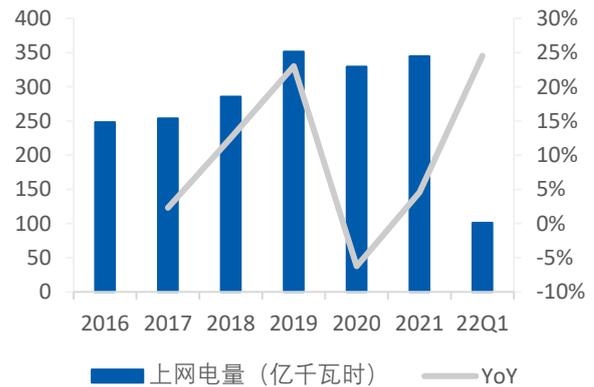
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 5: 公司发电量变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

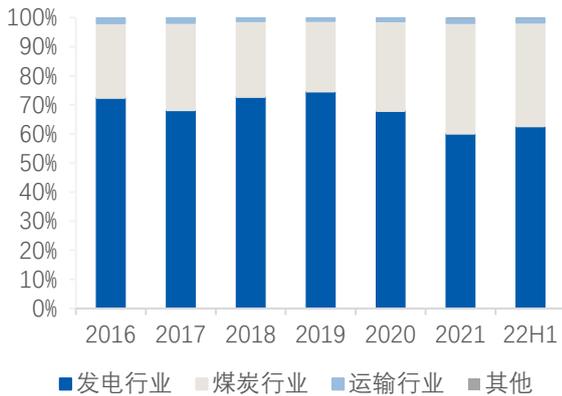
图 6: 公司上网电量变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

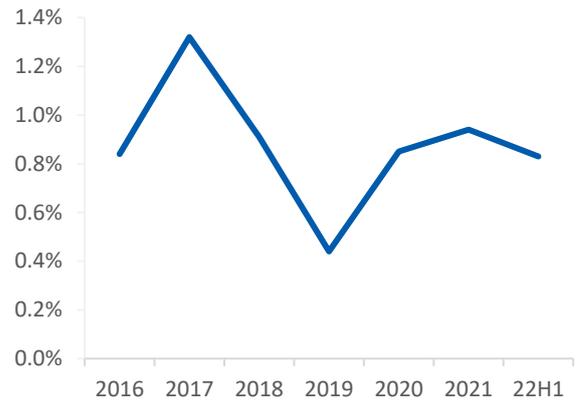
**煤炭贸易业务营收占比超 1/3，毛利率基本保持稳定。**除个别电厂主要自行采购煤炭外，公司其余电厂均通过子公司安徽电力燃料有限责任公司（安徽电燃）进行统一采购，安徽电燃在燃料采购的同时还开展对外煤炭贸易业务，安徽电燃自用煤的采购和贸易煤业务由不同的部门负责经营，业务没有交叉。2021 年，安徽电燃采购煤炭 2341 万吨，其中自用采购量 1179 万吨、贸易采购量 1162 万吨，公司煤炭业务收入 42.6 亿元，占总收入比例 38.01%，毛利 0.75 亿元，毛利率 0.94%，基本保持稳定。

图 7: 公司营收构成变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 公司煤炭业务毛利率变化情况

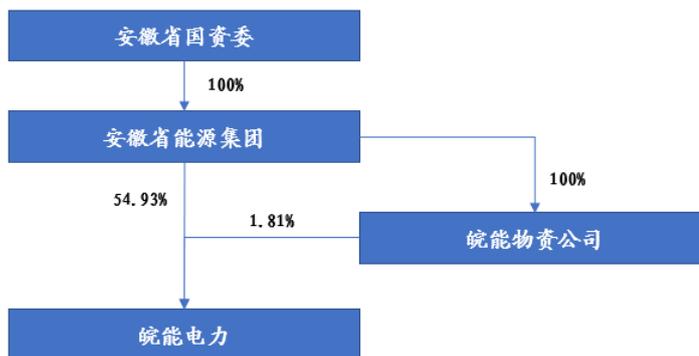


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 1.2. 皖能集团综合电力上市平台, 承诺资产注入规模增长可期

**皖能集团绝对控股, 实控人安徽国资委。**公司直接控股股东为安徽省能源集团有限公司(皖能集团), 直接持股比例 54.93%, 并通过全资子公司安徽省皖能能源物资有限公司(皖能物资公司)间接持股 1.81%, 合计持股比例达 56.74%。皖能集团负责省级电力、天然气及其它能源建设的资金筹集、投资管理等工作, 并对建设项目进行资产经营和资本运作, 拥有全资和控股二级子公司 19 家, 包括公司和皖天然气(603689.SH)两家上市公司, 三级控股公司 98 家。安徽省国资委全资控股皖能集团, 为公司实际控制人。2018 年, 公司通过支付现金及发行股份完成购买皖能集团持有的神皖能源 25%、24% 股权, 获得神皖能源 49% 股权, 公司权益装机大幅增长 40.73%, 规模实现快速扩张。

图 9: 公司股权结构图



数据来源: Wind, 东北证券

**表 2: 截至 2022 年 9 月 30 日公司前十大股东持股情况**

| 排名 | 股东名称                | 持股数量(股)       | 占总股本比例(%) |
|----|---------------------|---------------|-----------|
| 1  | 安徽省能源集团有限公司         | 1,245,208,342 | 54.93     |
| 2  | 安徽省皖能能源物资有限公司       | 41,021,000    | 1.81      |
| 3  | 香港中央结算有限公司          | 37,790,488    | 1.67      |
| 4  | 财通价值动量混合型证券投资基金     | 25,437,708    | 1.12      |
| 5  | 华安安信消费服务混合型证券投资基金   | 24,049,424    | 1.06      |
| 6  | 财通成长优选混合型证券投资基金     | 19,930,500    | 0.88      |
| 7  | 交银施罗德趋势优先混合型证券投资基金  | 19,043,917    | 0.84      |
| 8  | 玲珑集团有限公司            | 17,598,700    | 0.78      |
| 9  | 华泰柏瑞富利灵活配置混合型证券投资基金 | 9,675,400     | 0.43      |
| 10 | 华安精致生活混合型证券投资基金     | 8,931,300     | 0.39      |
|    | 合计                  | 1,448,686,779 | 63.91     |

数据来源: Wind, 东北证券

**控股股东承诺资产注入, 公司规模有望快速增长。**22Q3 末, 公司控股股东皖能集团控股火电装机容量 1307 万千瓦(省内煤电在役 821 万千瓦、在建 132 万千瓦, 气电在建 90 万千瓦, 新疆煤电在建 264 万千瓦); 环保发电板块已形成运营项目 16 个、装机 35.2 万千瓦的规模, 年处理固废 600 万吨, 约占全省的 50%; 大力发展光伏发电和风电等新能源, 建成、在建及取得指标新能源项目合计达到 176 万千瓦; 积极推进实施抽水蓄能电站、综合能源港、生物天然气、绿色智慧园区、能源工业互联网、氢氨能利用等一批新项目。皖能集团承诺将公司作为旗下发电类资产整合的唯一上市平台和资本运作平台, 并承诺在符合条件的前提下, 通过合理方式将其持有的火电、水电、环保发电等发电业务类资产逐步注入公司, 同时进一步考虑将风电、光伏等新能源资产注入公司。控股股东电力资产注入公司后, 公司规模有望实现快速增长。

**表 3: 皖能集团大事记**

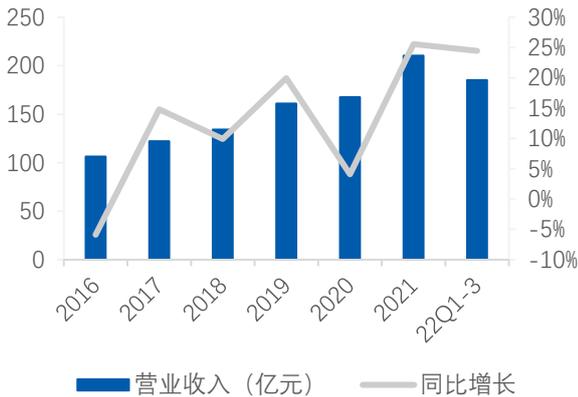
|           | 主要事件   |
|-----------|--|
| 1947      | 皖南电厂筹备处(皖能马鞍山发电公司前身)成立   |
| 1951      | 铜官山发电厂(皖能铜陵发电公司前身)成立   |
| 1958      | 合肥火电站工程建设部(皖能合肥发电公司前身)成立   |
| 1985-1992 | 上世纪八十年代初, 全国电力投资体制改革拉开帷幕, 集资办电政策出台。1985 年 11 月, 安徽省电力开发总公司成立, 经安徽省政府授权, 作为安徽省地方电力产业权益代表, 负责筹集地方电力建设资金, 投资建设燃煤发电机组。截至 1992 年底, 公司发电装机权益容量 90 万千瓦, 总资产 18 亿元, 初步具备一定的实力和规模 |
| 1993-2002 | 1993 年 12 月 13 日, 安徽省皖能股份有限公司成立, 随即在深圳交易所挂牌上市(股票简称“皖能电力”), 是安徽省第一批规范化改制的三家上市公司之一。1999 年, 皖能集团正式组建, 通过向社会募集资金, 加快电力项目的投资步伐, 基本形成了以电力为主业的发展格局                              |
| 2003-2011 | 皖能集团于 2003 年接管合肥发电厂、马鞍山发电厂、铜陵发电厂等发电企业。2008 年, 面对第二次电力行业低潮, 皖能集团通过“上大压小”、资产重组等举措, 实现了结构调整和产业升级, 发展成为以电力为主, 涵盖天然气、金融、煤炭物流、环保能源、电力服务业等产业的大型企业集团                             |
| 2021      | 营业收入 278.53 亿元, 同比增长 20.92%  |
| 22Q3 末    | 总资产 880.98 亿元, 净资产 426.18 亿元   |

数据来源: 皖能集团官网, Wind, 东北证券

### 1.3. 电价上涨缓解成本压力，营收增长业绩触底反转

受益电价及煤价提升，公司营收快速增长。主要受益于国家发改委 1439 号文上调市场化交易电价相对基准价涨幅至 20%，以及煤炭业务收入随煤炭销售价格提升，公司 2021/22H1/22Q1-3 实现营收 210.32/119.42/185.16 亿元，同比上升 25.55%/31.22%/24.44%，其中 22H1 电力业务实现营收 74.80 亿元，同比上升 27.06%，煤炭业务实现营收 42.60 亿元，同比上升 40.33%。

图 10: 公司营业收入变化情况



数据来源：公司公告，东北证券

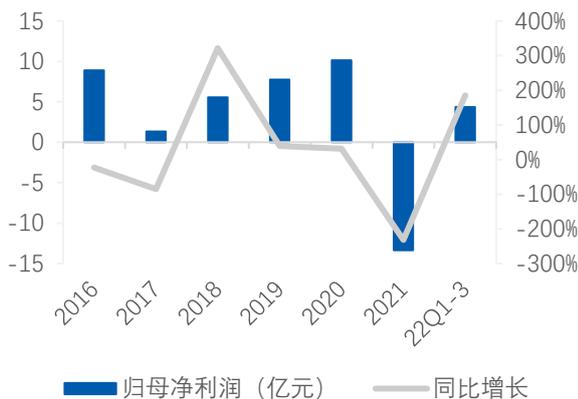
图 11: 公司发电及煤炭行业营收变化情况



数据来源：公司公告，东北证券

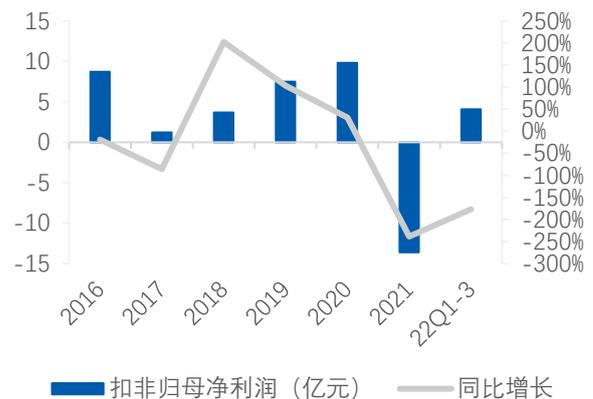
22 年业绩持续改善，盈利能力快速回升。主要受益于营收较快增长，公司 2022 年前三季度实现归母净利润 4.34 亿元，同比大幅增长 184.98%，毛利率、净利率、ROE 等盈利指标均大幅回升。单季度来看，预计主要由于发电量环比较快增长，公司 Q3 营收、毛利、毛利率、净利率均环比提升。未来随着电煤中长期合同执行力度加强、煤炭产能逐步释放，公司燃料成本有望持续改善，盈利能力有望持续逐季回升。

图 12: 公司归母净利润变化情况



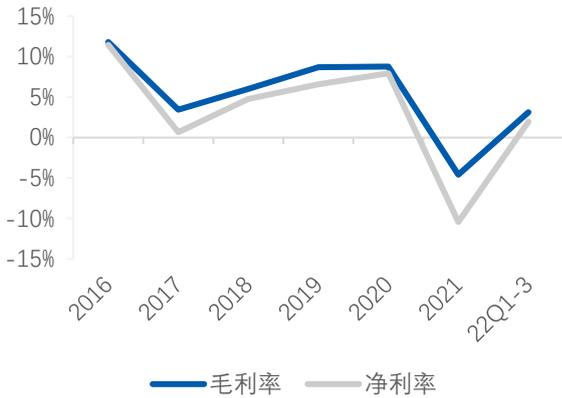
数据来源：公司公告，东北证券

图 13: 公司扣非归母净利润变化情况



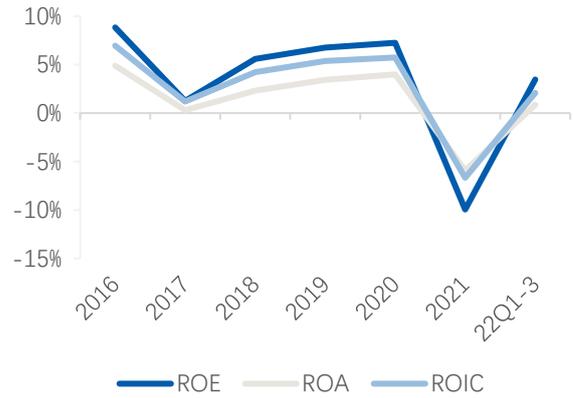
数据来源：公司公告，东北证券

图 14: 公司毛利率、净利率变化情况



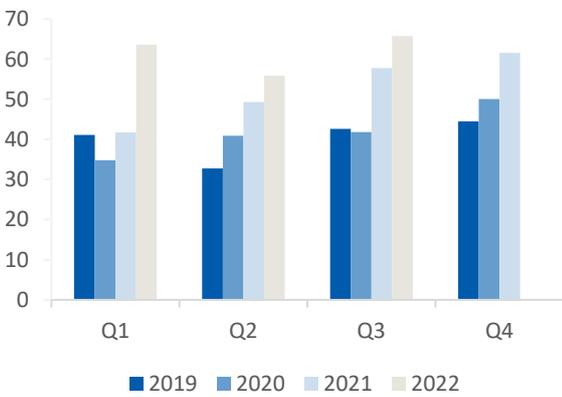
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 公司 ROE、ROA、ROIC 变化情况



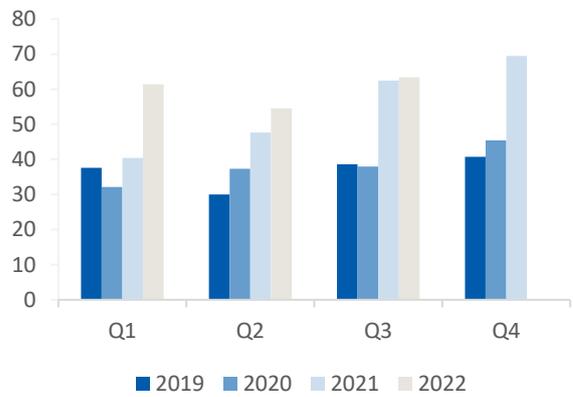
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 公司单季度营业收入变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 17: 公司单季度营业成本变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 18: 公司单季度毛利变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 19: 公司单季度毛利率变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 20: 公司单季度净利润变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

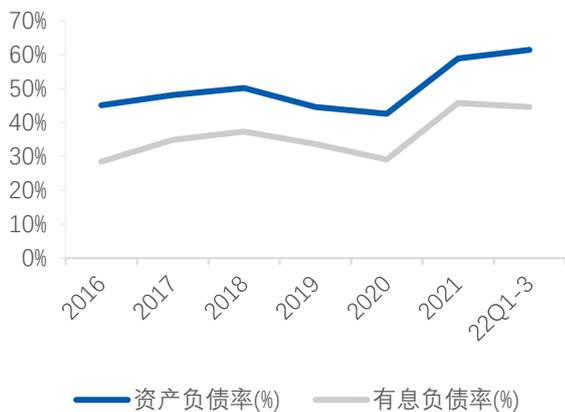
图 21: 公司单季度净利率变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

**资产负债率降低, 现金流同比增加。**公司资产负债率自 2018 年以来缓慢下降, 但 2021 年由于燃料采购成本及资本开支大幅增长, 公司借款总额及资产负债率均有较大增加, 22Q3 末资产负债率 61.42%, 有息负债率 44.59%。现金流方面, 公司 2020 年经营性现金流净额 CFO 达 29.5 亿元, 然而主要由于 2021 年燃料采购价格大幅上涨, 公司 CFO 下降至-10.56 亿元, 2022 年随公司盈利能力回升, 前三季度快速回升至 22.31 亿元, 同比增长 98.46%。主要由于在建项目投入, 2021 年公司资本开支 26.89 亿元, 同比大幅增长 152.73%, 随新项目陆续投产, 公司业绩有望实现较快增长。自上市以来, 公司累计现金分红 32.85 亿元, 累计分红率 39.29%, 平均股息率 1.77%, 低于五大发电集团旗舰上市公司。

图 22: 公司资产负债率变化情况



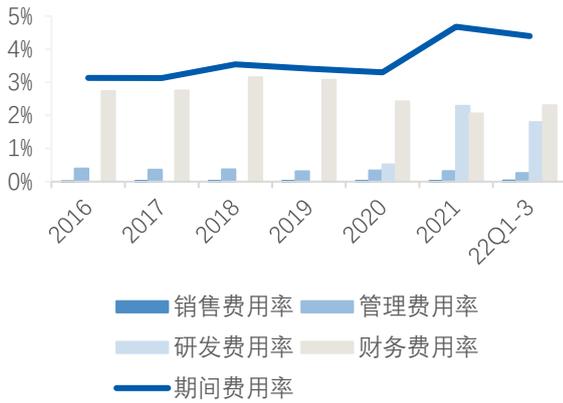
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 23: 公司借款变化情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 24: 公司期间费用率变化情况



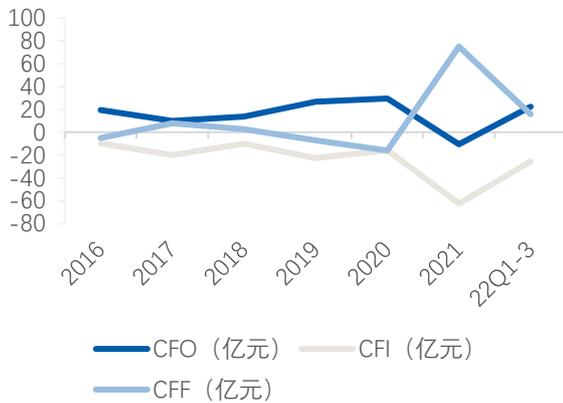
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 25: 公司经营性现金流净额变化情况



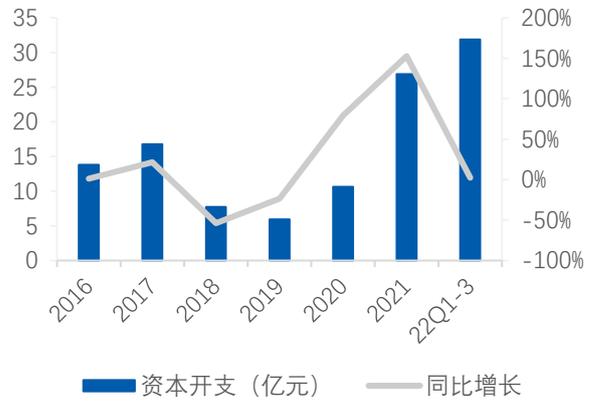
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 26: 公司现金流变化情况



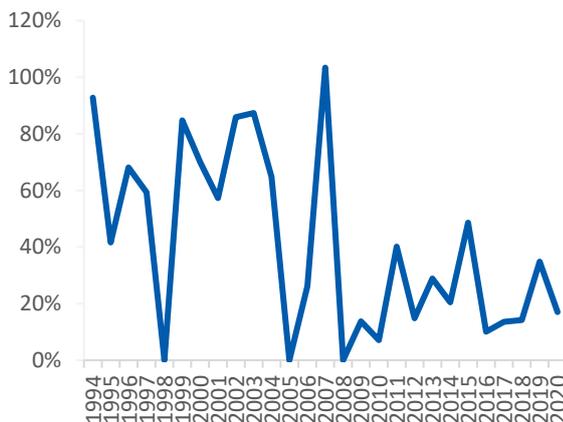
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 27: 公司资本开支变化情况



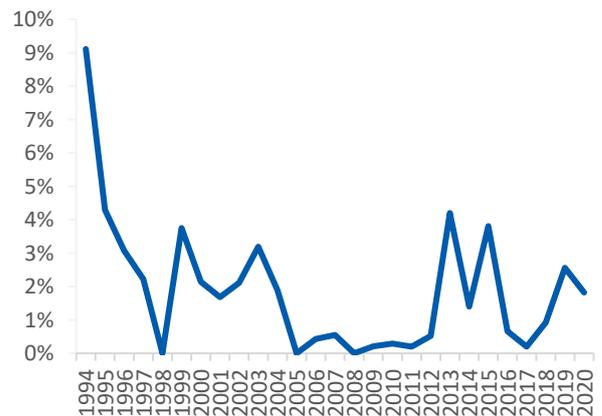
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 28: 公司股利支付率变化情况



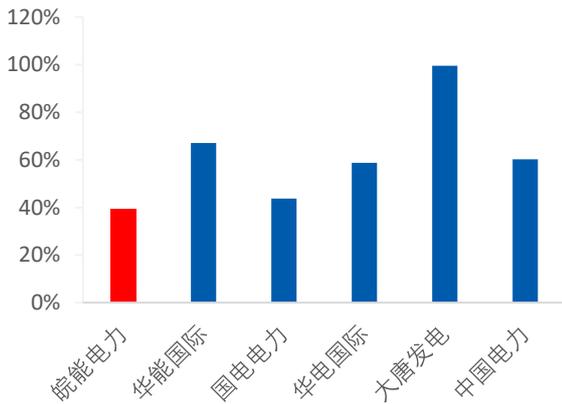
数据来源: Wind, 东北证券

图 29: 公司股息率变化情况



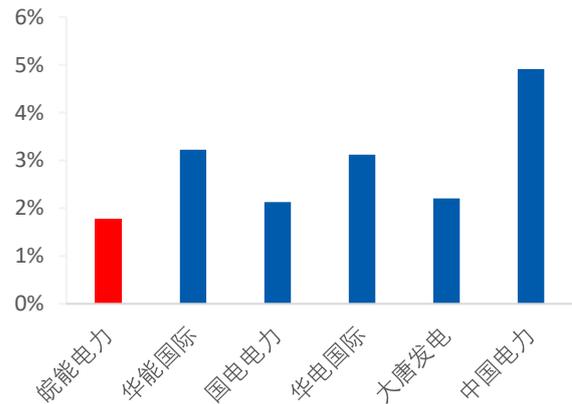
数据来源: Wind, 东北证券

图 30: 同业公司股利支付率对比



数据来源: Wind, 东北证券

图 31: 同业公司股息率对比



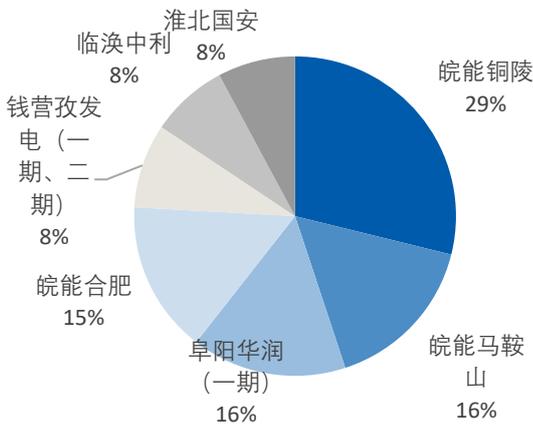
数据来源: Wind, 东北证券

## 2. 机组先进区位优势, 装机增长业绩可期

### 2.1. 在役机组深耕安徽, 权益装机持续增长

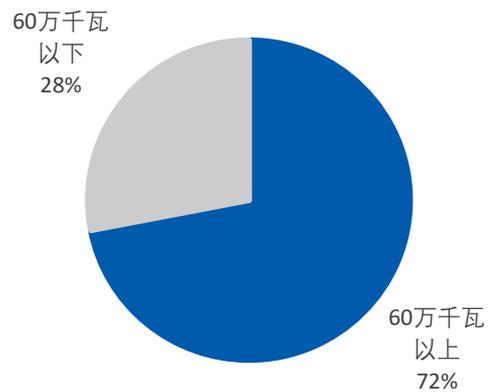
在运并表火电机组均位于安徽, 60 万千瓦以上机组装机容量占比 72%。公司 22Q3 末在运火电装机 821 万千瓦, 权益持股比例 50.89%, 均为燃煤发电机组, 且均位于安徽省。其中, 总装机量最大的电厂为皖能铜陵电厂, 达 237 万千瓦, 拥有两台百万千瓦级燃煤发电机组, 皖能马鞍山、皖能合肥、阜阳华润电厂目前总装机均超 100 万千瓦, 合计拥有 6 台 60 万千瓦级燃煤发电机组, 此外公司还拥有 7 台 30 万千瓦级燃煤发电机组, 公司 60 万千瓦及以上发电机组装机容量占比达 72%。

图 32: 公司并表电厂装机容量分布情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 33: 公司并表装机容量分布情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

表 4: 22Q3 末公司并表火电厂基本情况

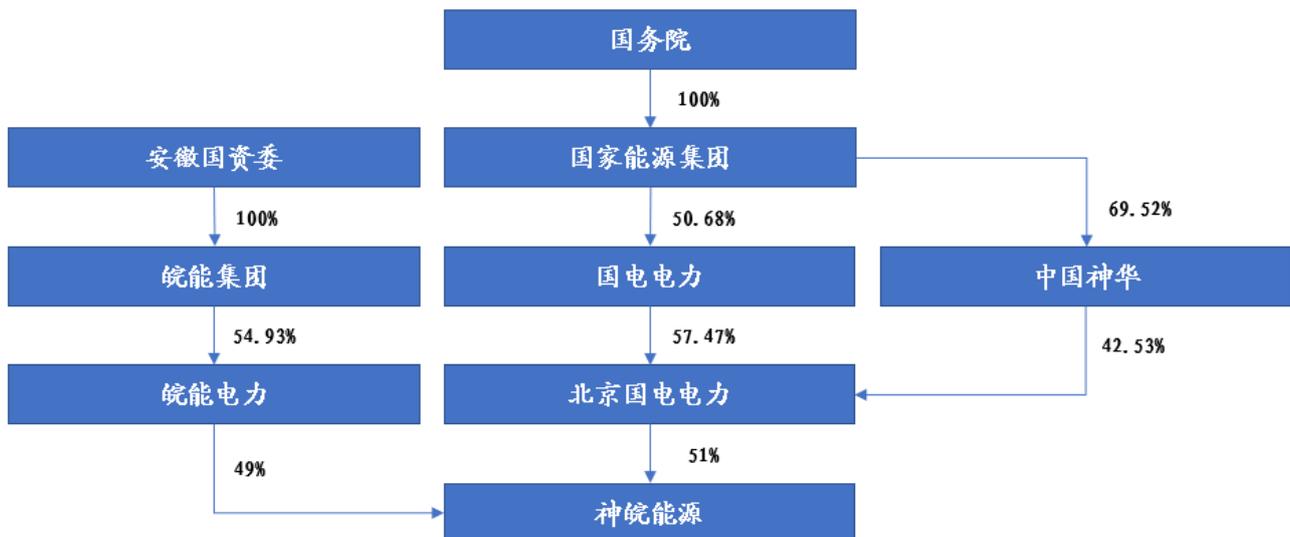
| 控股火电厂    | 总装机 (万千瓦) | 机组结构 (万千瓦) | 权益比例 (%) | 权益装机 (万千瓦) |
|----------|-----------|------------|----------|------------|
| 皖能铜陵     | 237.00    | 32+105+100 | 51.00    | 120.87     |
| 皖能马鞍山    | 132.00    | 2*66       | 51.00    | 67.32      |
| 阜阳华润(一期) | 128.00    | 2*64       | 56.36    | 72.15      |
| 皖能合肥     | 126.00    | 2*63       | 51.00    | 64.26      |

|           |               |      |              |               |
|-----------|---------------|------|--------------|---------------|
| 钱营孜发电（一期） | 70.00         | 2*35 | 50.00        | 35.00         |
| 临涣中利      | 64.00         | 2*32 | 51.00        | 32.64         |
| 淮北国安      | 64.00         | 2*32 | 40.00        | 25.60         |
| <b>总计</b> | <b>821.00</b> |      | <b>50.89</b> | <b>417.84</b> |

数据来源：公司公告，东北证券

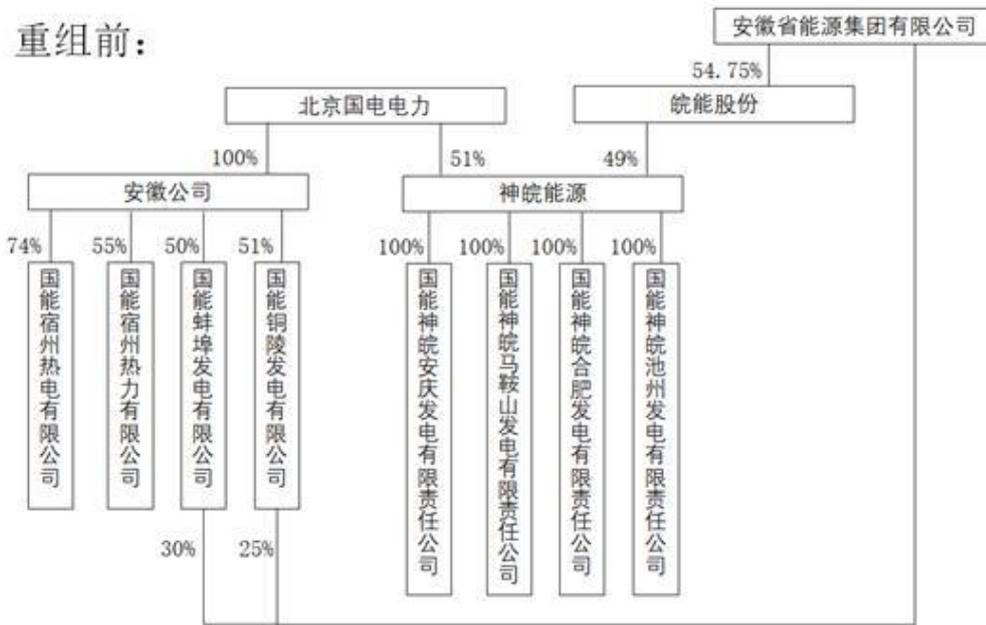
**持有神皖能源 49%股权，权益装机快速提升。**公司控股股东皖能集团积极推进将优质资产注入公司，2019年5月29日，公司通过发行股份加现金方式完成收购皖能集团持有的神皖能源49%股权，权益装机量大增，2019年底公司权益装机达961.72万千瓦，同比增加278.32万千瓦，涨幅40.73%，2019年6-12月份实现对应投资收益2.28亿元。神皖能源实控人为世界最大煤炭生产销售企业国家能源集团，公司与国家能源集团通过神皖能源建立产权纽带，公司电煤长协率履约率有望具备一定优势。2022年，神皖能源与国家能源集团间接控股公司国电安徽电力有限公司（安徽公司）实施资产重组，国家能源集团下属公司北京国电电力所属安徽区域全部电力资产（控股装机容量454万千瓦，其中蚌埠发电、铜陵发电火电装机容量分别为258、126万千瓦）进入神皖能源，公司和神皖能源的火电装机容量合计占比超过安徽省省调火电机组总容量的50%。

图 34：参股公司神皖能源股权结构图



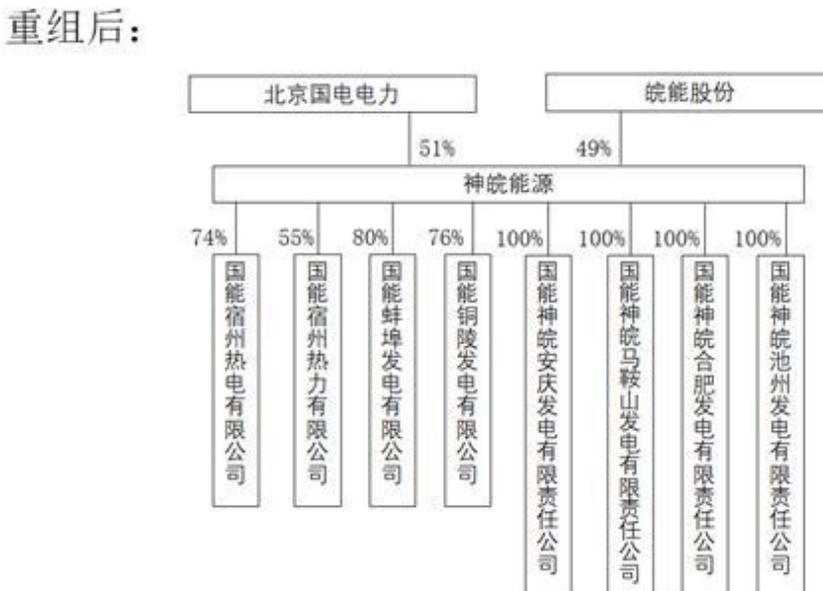
数据来源：Wind，东北证券

图 35: 参股公司神皖能源与安徽公司重组前股权结构图



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 36: 参股公司神皖能源与安徽公司重组后股权结构图



数据来源: 公司公告, 东北证券

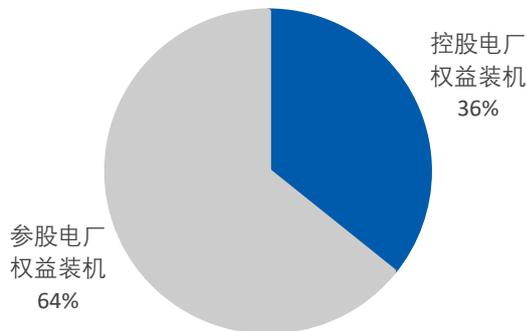
据统计, 公司参股火电厂权益装机容量 748.86 万千瓦, 火电总权益装机达 1166.7 万千瓦, 其中神皖能源权益装机占比达 40%。由于神皖能源间接控股股东为国家能源集团并由中国神华参股, 预计神皖能源的电煤长协签订率及履约率均高于行业平均水平, 有望稳定持续为公司供需投资收益, 2022 年前三季度公司投资净收益 6.48 亿元, 已接近 2020 年水平。

表 5: 公司参股火电厂基本情况

| 参股火电厂     | 总装机<br>(万千瓦)   | 机组结构<br>(万千瓦) | 权益比例<br>(%)  | 权益装机<br>(万千瓦) | 控股情况                   |
|-----------|----------------|---------------|--------------|---------------|------------------------|
| 淮北涣城      | 60             | 2*30          | 49           | 29.4          | 淮北矿业持股 51%             |
| 淮南洛能      | 190            | 2*32+2*63     | 46           | 87.4          | 大唐安徽(大唐发电全资持股)持股 52.8% |
| 新集利辛      | 200            | 2*100         | 45           | 90            | 新集能源(控股股东中煤能源)持股 55%   |
| 淮北申皖      | 132            | 2*66          | 24.5         | 32.34         | 申能股份持股 51%             |
| 神皖合肥      | 132            | 2*66          | 49           | 64.68         | 神皖能源全资持股               |
| 神皖马鞍山     | 132            | 4*33          | 49           | 64.68         | 神皖能源全资持股               |
| 神皖安庆      | 264            | 2*100+2*32    | 49           | 129.36        | 神皖能源全资持股               |
| 神皖池州      | 64             | 2*32          | 49           | 31.36         | 神皖能源全资持股               |
| 国能蚌埠      | 258            | 2*63+2*66     | 39.2         | 101.136       | 神皖能源持股 80%             |
| 国能铜陵      | 126            | 2*63          | 37.24        | 46.9224       | 神皖能源持股 76%             |
| 国能宿州热电    | 70             | 2*35          | 36.26        | 25.382        | 神皖能源持股 74%             |
| 山西潞光      | 132            | 2*66          | 35           | 46.2          | --                     |
| <b>总计</b> | <b>1760.00</b> |               | <b>42.55</b> | <b>748.86</b> |                        |

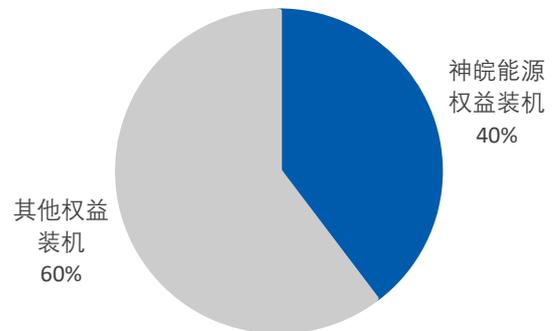
数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

图 37: 公司控股参股电厂权益装机分布情况



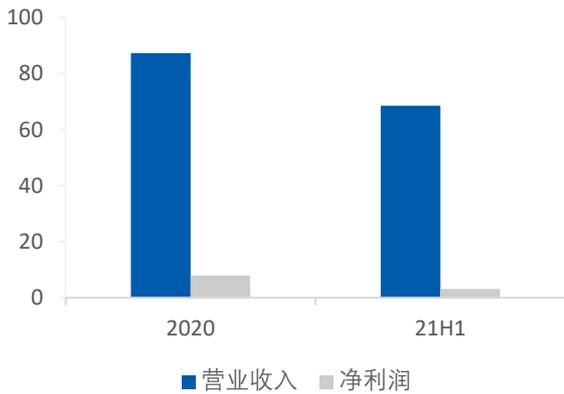
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 38: 神皖能源权益装机占公司火电权益装机比例



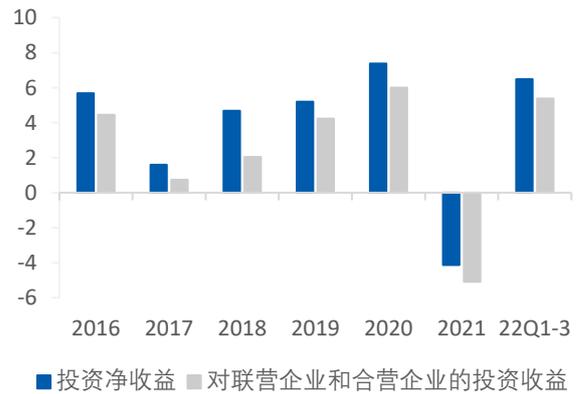
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 39: 神皖能源营收及净利润 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 40: 公司投资收益变化情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

## 2.2. 在建机组规模可观, 两地布局多点开花

**22Q3 末公司在建火电装机 486 万千瓦, 占在役控股装机比例过半。**公司火电机组在建规模较大, 22Q3 末在建燃煤机组 396 万千瓦、燃气机组 90 万千瓦, 合计占在役火电控股装机比例 59.2%, 陆续投产后有望大幅提升公司控股装机容量。其中, 位于安徽省的阜阳华润在运一期项目总装机 128 万千瓦, 在建二期项目总装机 132 万千瓦, 预计今年内实现双投; 位于新疆昌吉准东的奇安电厂预计于今年内投产 1 台机组, 明年 6 月底前投产第二台机组; 新疆英格玛电厂预计于 2024 年底实现双投。据公司规划, 到“十四五”末, 公司计划在役在建火电装机规模达到 1500 万千瓦, 其中实现燃气装机不少于 180 万千瓦, 公司火电装机有望持续增长。

表 6: 22Q3 末公司在建火电项目基本情况

| 在建火电厂     | 总装机 (万千瓦)  | 机组结构 (万千瓦) | 权益比例 (%)     | 权益装机 (万千瓦)    | 所在地  |
|-----------|------------|------------|--------------|---------------|------|
| 阜阳华润二期电厂  | 132        | 2*66       | 56.36        | 74.40         | 安徽阜阳 |
| 新疆奇安电厂    | 132        | 2*66       | 53.00        | 69.96         | 新疆昌吉 |
| 新疆英格玛电厂   | 132        | 2*66       | 70.00        | 92.40         | 新疆昌吉 |
| 合肥天然气调峰电厂 | 90         | 2*45       | 100.00       | 90.00         | 安徽合肥 |
| <b>合计</b> | <b>486</b> |            | <b>67.23</b> | <b>326.76</b> |      |

数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

**公司第一家燃气电厂预计后年投产, 装机结构将进一步丰富。**皖能合肥天然气调峰电厂位于安徽省合肥市长丰县陶楼镇, 建设 2 台 450 兆瓦 F 级燃气-蒸汽联合循环调峰机组, 是安徽省第一批、皖能集团及公司第一家天然气调峰电厂项目, 是安徽省“十四五”电力保障供应的重点项目。截至 10 月末, 项目现场 1 号机余热锅炉钢架正在吊装, 计划 11 月中下旬开始 2 号机余热锅炉钢架吊装, 年底前完成化学水处理车间结顶, 计划于 2024 年 2 月夏季用电高峰出现之前投产。目前合肥市没有燃气发电厂, 公司燃气电厂投产后有望缓解合肥乃至安徽用电紧张形势, 取得良好经济效益。

图 41: 公司合肥天然气调峰电厂项目现场图



数据来源: 皖能集团公众号, 东北证券

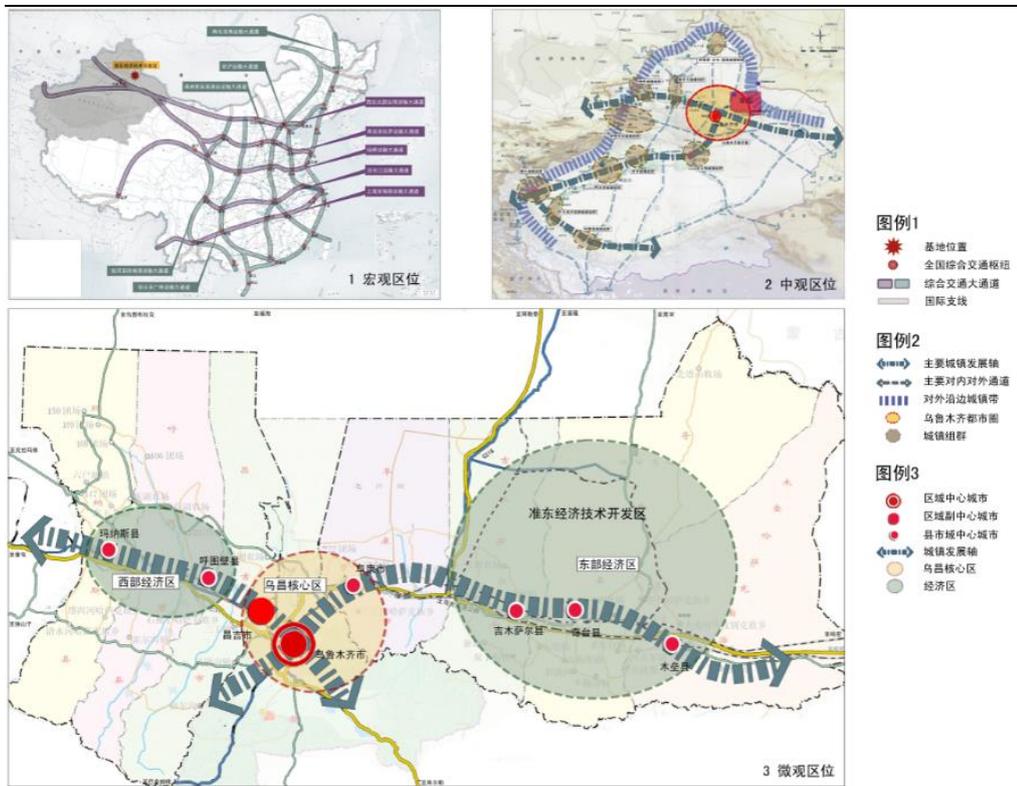
图 42: 公司合肥天然气调峰电厂工程规划图



数据来源: 幸福长丰公众号, 东北证券

新疆在建火电达 264 万千瓦，背靠我国最大整装煤田。公司在新疆在建 4 台煤电机组，其中奇安电厂 2 台 66 万千瓦机组位于新疆维吾尔自治区昌吉回族自治州准东经济技术开发区，英格玛煤电一体化坑口电厂 2 台 66 万千瓦机组位于新疆昌吉奇台县境内的西黑山工业园区。准东属国家级经济技术开发区，横跨昌吉州吉木萨尔、奇台、木垒县，其所属煤田是我国目前发现最大的整装煤田，也是国家十四个煤炭基地的重要组成部分，煤田包括五彩湾、大井、将军庙、西黑山、老君庙 5 个矿区，预测煤炭资源储量 3900 亿吨，占全疆储量的 17.8%、全国储量的 7%，已探明储量 2531 亿吨，公司在疆电厂有望受益，具备一定的燃料采购成本及渠道优势。

图 43: 新疆准东煤电煤化工产业带功能布局总体规划



数据来源: 《新疆准东经济技术开发区总体规划(2012-2030)》，东北证券

图 44: 公司新疆奇安电厂（原潞安准东电厂）地理位置图



数据来源：潞安准东电厂工程环境影响报告书，东北证券

图 45: 公司英格玛煤电一体化坑口电厂 11 月 3 日起全面进入施工阶段



数据来源：中国能建官网，东北证券

依托特高压外送华东，电力消纳具备优势。公司在疆新建电厂均为国家电网公司准东-华东（皖南）±1100kV 特高压直流输电工程配套电源之一，该工程起于新疆昌吉换流站，止于安徽宣城古泉换流站，是目前世界上电压等级最高、输电容量最大、送电距离最远、技术水平最先进的特高压直流工程。2016 年 7 月工程开工，2019 年 9 月竣工投产，总投资 373.5 亿元。华东地区电力需求增长较为强劲，为电力净输入地区，依托特高压线路，公司新疆电厂未来电力消纳水平有望得到保障。

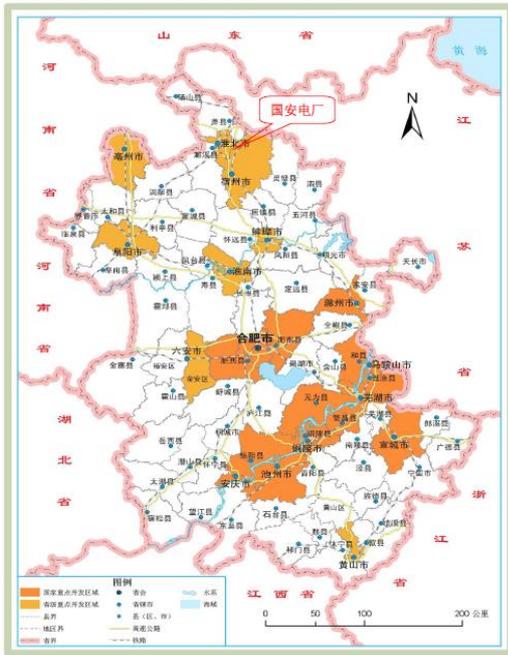
图 46: 准东-华东 ±1100kV 特高压直流输电工程（绿线）



数据来源：《国家电网有限公司服务新能源发展报告（2021）》，东北证券

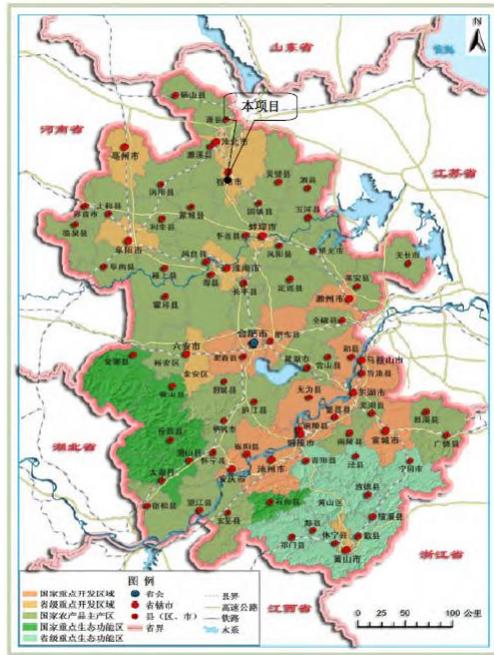
**储备项目有序推进，装机量有望持续增长。**除在建项目外，公司有若干参控股火电机组已获得核准。2022 年 9 月，公司控股安徽钱营孜发电有限公司二期扩建项目获核准，项目被列入安徽省“十四五”重点电源项目，拟新建 1 台超超临界二次再热 1000MW 燃煤发电机组，并已于 11 月发布招标公告。2022 年 9 月 16 日，公司控股淮北国安电力有限公司二期扩建项目获安徽省发改委核准，项目拟扩建 2 台 66 万千瓦超超临界燃煤发电机组，最小技术出力达到额定装机的 20%，纯凝工况下供电煤耗仅为 266.20g/kWh；二期工程投产后，一期工程 2×320MW 机组转为应急备用机组。除控股项目外，公司今年 8 月 31 日发布公告增资 4.158 亿元用于建设参股公司中煤新集利辛电厂二期项目（公司持股 45%），项目已取得安徽发改委核准批复，拟建 2\*660MW 超超临界二次再热燃煤发电机组，预计项目资本金内部收益率为 23.55%，项目盈利能力较强。

图 47: 淮北国安电力有限公司二期扩建项目



数据来源:《淮北国安电力有限公司二期2×660MW超超临界机组项目环境影响报告书》，东北证券

图 48: 安徽钱营孜发电有限公司二期扩建项目



数据来源:《安徽钱营孜发电有限公司二期扩建项目环境影响报告书》，东北证券

### 2.3. 储能项目有序推进，绿电发展前景广阔

**投建安徽最大电化学储能电站，一期项目有望年内并网。**2022年1月，公司全资设立淮北皖能储能科技有限公司，投资建设淮北皖能储能电站，总规模1000MWh，全部建成后将成为国内单体容量最大的电网侧磷酸铁锂储能电站之一，电站定位为电网侧大容量独立共享储能电站，可接收电网统一调度，参与电网调峰、调频、有/无功动态响应、黑启动、应急备用电源等多项辅助服务。其中一期项目装机规模103MW/206MWh，占地面积约40亩，技术路线为磷酸铁锂电池，利用公司淮北国安电厂一期原有线路送出，项目总投资约53454万元，为安徽省规模最大的电化学储能项目，于4月开工，计划12月20日前具备并网运行投运条件。到2025年末，公司计划实现储能电站规模30万千瓦。

图 49: 公司淮北皖能储能电站现场图



数据来源: 皖能集团公众号，东北证券

受托管理抽蓄电站未来有望实现资产注入，积极参股省内抽蓄电站建设。由于暂不符合资产注入条件，公司控股股东皖能集团为避免同业竞争，将旗下所持4家抽水蓄能公司股权委托给公司，公司为唯一受托人，4家抽蓄公司每家负责运营一座抽蓄电站，总装机容量达348万千瓦，控股股东均为全球最大抽蓄公司国网新源。除受托管理运营外，公司积极参股抽蓄电站，目前持有桐城抽水蓄能电站(在建,装机容量1200MW)20%股权。此外，2022年7月，安徽宁国抽水蓄能电站项目获安徽发改委核准，装机容量1200MW，公司控股子公司持有该项目公司28%股权，为第二大股东；2022年11月，安徽石台抽水蓄能电站项目获安徽发改委核准，装机容量1200MW，公司直接持股20%，为第二大股东；2022年10月，安徽霍山抽水蓄能电站项目获安徽发改委核准，装机容量1200MW，公司参股公司神皖能源全资投建。除前述4个抽蓄项目外，安徽还有6个抽蓄项目被列入国家《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》“十四五”重点实施项目清单中，预计未来将陆续获得核准，公司凭借安徽唯一省属电力资产整合平台优势，有望参股抽蓄项目，获得较为稳定的投资收益。

表 7: 公司受托管理控股股东参股抽蓄公司

| 抽水蓄能公司               | 公司股权占比 | 控股股东<br>(股权占比)   | 在运抽蓄电站    | 装机容量   | 所在地    |
|----------------------|--------|------------------|-----------|--------|--------|
| 安徽省响洪甸蓄能发电<br>有限责任公司 | 45%    | 国网新源<br>(55%)    | 响洪甸抽水蓄能电站 | 80MW   | 安徽省六安市 |
| 华东琅琊山抽水蓄能<br>有限责任公司  | 30%    | 国网新源<br>(35%)    | 琅琊山抽水蓄能电站 | 600MW  | 安徽省滁州市 |
| 华东天荒坪抽水蓄能<br>有限责任公司  | 5.56%  | 国网新源<br>(41.67%) | 天荒坪抽水蓄能电站 | 1800MW | 浙江省杭州市 |
| 安徽响水涧抽水蓄能<br>有限公司    | 2.36%  | 国网新源<br>(45.56%) | 响水涧抽水蓄能电站 | 1000MW | 安徽省芜湖市 |

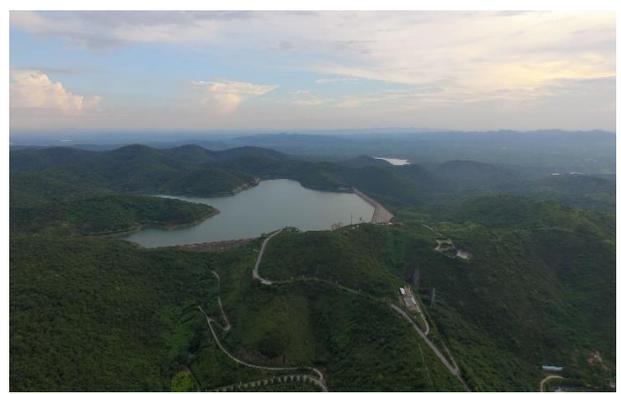
数据来源：公司公告，Wind，东北证券

图 50: 响洪甸抽水蓄能电站



数据来源：中国摄影报，东北证券

图 51: 琅琊山抽水蓄能电站



数据来源：新华社，东北证券

图 52: 天荒坪抽水蓄能电站



数据来源: 中国电力新闻网, 东北证券

图 53: 响水涧抽水蓄能电站



数据来源: 新华社, 东北证券

表 8: 安徽省抽水蓄能电站项目情况表

| 序号 | 项目名称        | 装机规模(万千瓦)   | 建设地点   | 进度   |
|----|-------------|-------------|--------|------|
| 1  | 响水涧抽水蓄能电站   | 100         | 芜湖市三山区 | 建成投运 |
| 2  | 琅琊山抽水蓄能电站   | 60          | 滁州市琅琊区 | 建成投运 |
| 3  | 响洪甸抽水蓄能电站   | 8           | 六安市金寨县 | 建成投运 |
| 4  | 绩溪抽水蓄能电站    | 180         | 宣城市绩溪县 | 建成投运 |
|    | 建成投运小计      | <b>348</b>  |        |      |
| 5  | 金寨抽水蓄能电站    | 120         | 六安市金寨县 | 在建   |
| 6  | 桐城抽水蓄能电站    | 128         | 安庆市桐城市 | 在建   |
|    | 在建小计        | <b>248</b>  |        |      |
| 6  | 宁国抽水蓄能电站    | 120         | 宣城市宁国市 | 重点实施 |
| 7  | 岳西抽水蓄能电站    | 120         | 安庆市岳西县 | 重点实施 |
| 8  | 石台抽水蓄能电站    | 120         | 池州市石台县 | 重点实施 |
| 9  | 霍山抽水蓄能电站    | 120         | 六安市霍山县 | 重点实施 |
| 10 | 太湖天光抽水蓄能电站  | 120         | 安庆市太湖县 | 重点实施 |
| 11 | 芜湖西形冲抽水蓄能电站 | 100         | 芜湖市三山区 | 重点实施 |
| 12 | 宁国龙潭抽水蓄能电站  | 120         | 宣城市宁国市 | 重点实施 |
| 13 | 休宁里庄抽水蓄能电站  | 120         | 黄山市休宁县 | 重点实施 |
| 14 | 绩溪家朋抽水蓄能电站  | 140         | 宣城市绩溪县 | 重点实施 |
|    | 重点实施小计      | <b>1080</b> |        |      |
|    | 合计          | <b>1676</b> |        |      |

数据来源: 《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)安徽省实施方案》, 东北证券

表 9: 安徽省抽水蓄能中长期规划储备项目表

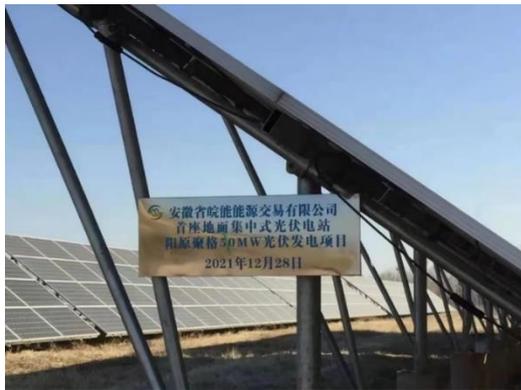
| 序号 | 项目名称       | 装机规模(万千瓦) |
|----|------------|-----------|
| 1  | 舒城晓天抽水蓄能电站 | 180       |
| 2  | 贵池棠溪抽水蓄能电站 | 180       |
| 3  | 桐城唐湾抽水蓄能电站 | 120       |
| 4  | 蚌埠禹会抽水蓄能电站 | 100       |
| 5  | 泾县抽水蓄能电站   | 100       |
| 6  | 广德抽水蓄能电站   | 240       |

|    |             |      |
|----|-------------|------|
| 7  | 滁州龙华抽水蓄能电站  | 60   |
| 8  | 金寨果子园抽水蓄能电站 | 120  |
| 合计 |             | 1100 |

数据来源：《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）安徽省实施方案》，东北证券

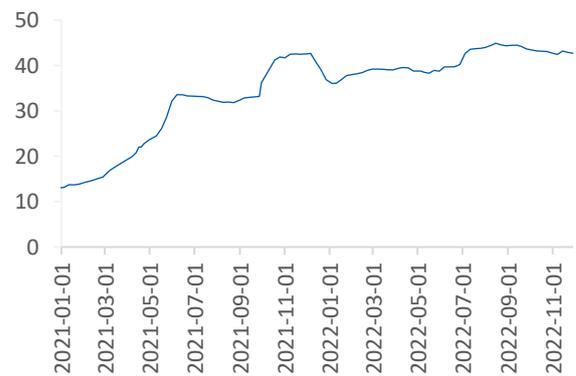
**400万千瓦新能源发展规划，绿电发展前景可期。**2021年7月，公司设立能源交易公司作为电力交易、碳交易专业化平台公司，并作为综合能源领域的投资平台投资开发新能源、综合能源服务项目，正式进入新能源发电领域，拟通过风光火储一体化、网源荷储一体化等方式开发新能源项目，依托公司新疆、安徽火电机组，公司新能源装机规模有望快速扩张。2021年底公司成功收购光伏项目4.985万千瓦，计划2025年实现新能源装机400万千瓦，随着近期硅料硅片价格松动拐点有望显现，新能源电站收益率有望提升，公司作为新能源建设新军具备一定优势。此外，公司控股股东承诺将其持有的新能源发电资产注入公司，截至2021年底共有136万千瓦装机，截至22H1末共有在运在建及取得指标项目176万千瓦，截至2022年10月底在运在建项目超过150万千瓦、储备项目规模约2GW。根据安徽省规划，2025年新能源装机预计达到3600万千瓦以上，公司作为安徽省属电力资产唯一整合平台，省内开发新能源具备一定优势，此外公司在新疆新建264万千瓦煤机，有望获取配套新能源指标，新能源装机规模有望快速提升。

图 54：公司首个集中式新能源项目



数据来源：皖能集团公众号，东北证券

图 55：国产多晶硅料现货价（美元/千克）



数据来源：Wind，东北证券

### 3. 背靠长三角需求旺盛，有望受益电价提升

#### 3.1. 安徽电力供需紧张，特高压外送江浙沪

**安徽预计电力供需紧张，有望受益于电力市场建设。**据电规总院预测，2022-2024年包括安徽在内的长三角地区电力供需处于紧平衡状态，其中安徽省电力供需持续处于“紧张”状态。具体来看，据安徽省能源局2022年5月发布的《安徽省电力发展“十四五”规划》，安徽省“十四五”年均用电增速为6%~6.6%、全社会用电量年均增速6.6%~7.8%、全社会最大负荷年均增速8.5%。另据安徽省能源局2022年3月发布的《关于印发抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）安徽省实施方案的通知》，安徽省2025年全社会用电量和最大负荷将分别达到3460亿千瓦时和7100万千瓦，最大峰谷差达到2200万千瓦，且2030年、2035年安徽省全社会用电量将分别达到4500亿千瓦时、5180亿千瓦时，最大负荷将分别达到9500万千瓦、10650万千瓦，电力系统峰谷差将达到2850万千瓦、3300万千瓦。在电力供需紧张的背景下，随

随着电力市场化改革不断深化，电力逐步回归商品属性，公司平均销售电价有望维持高位，甚至有望进一步提升。

图 56: 2023 年全国电力供需形势



数据来源：电规总院，东北证券

图 57: 2024 年全国电力供需形势



数据来源：电规总院，东北证券

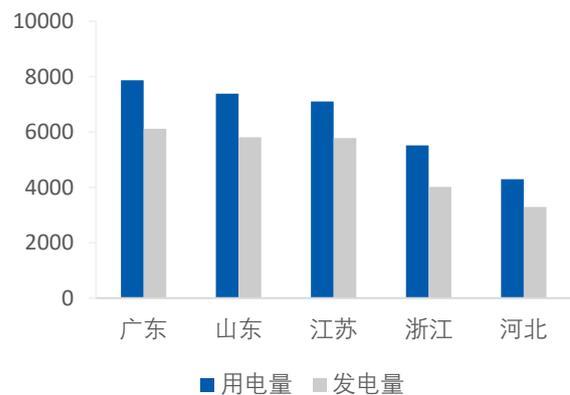
面向长三角，安徽电力保供能力要求较高。长三角地区用电需求旺盛，江苏、浙江两省去年用电量高居全国第 3、4 位，华东电网需要大量外来电以满足本地用电需求，属于典型的受端电网，且随着经济持续快速发展，华东电网最高用电负荷近年来增速较快（今年 7.7%）且波动明显加大，电力保供需求较大。两淮地区是长三角地区唯一的国家级亿吨煤炭基地，安徽省作为煤炭基地和长三角电力应急保障基地，支撑长三角地区电力供应责任重大。近年来随着安徽本地用电量较快增长以及受煤价高企、新增装机不足等因素影响发电量同步增长，安徽电力对外保障压力较大。2022 年安徽火电机组利用小时数整体上高于 2020 及 2021 年，特别是 2022 年 7、8、9 月火电利用小时数同比提升 135、250、255 小时，凸显安徽省电力供需趋紧态势。

图 58: 全国主要电网送受电及输电通道情况



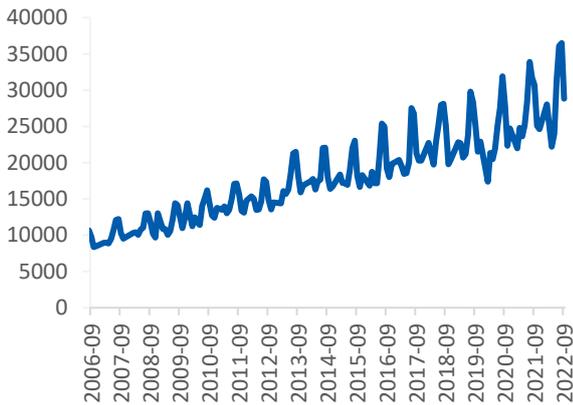
数据来源：电规总院，东北证券

图 59: 2021 年全国发电量前 5 省份（亿千瓦时）



数据来源：Wind，东北证券

图 60: 华东电网月最高用电负荷 (万千瓦)



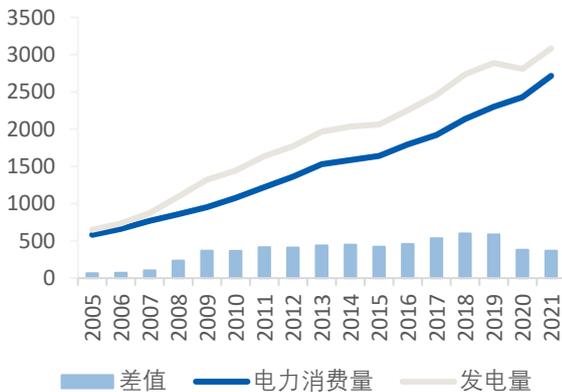
数据来源: Wind, 东北证券

图 61: 华东电网年最高用电负荷及增速



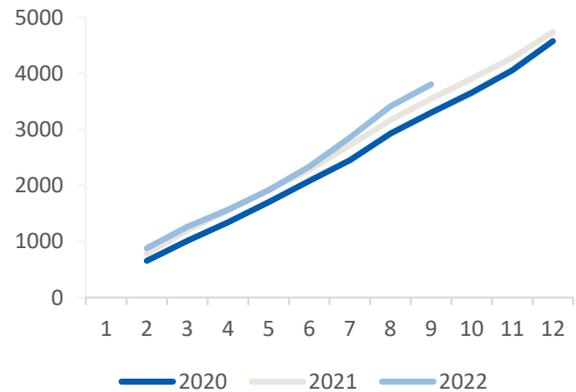
数据来源: Wind, 东北证券

图 62: 安徽电力供需情况 (亿千瓦时)



数据来源: Wind, 东北证券

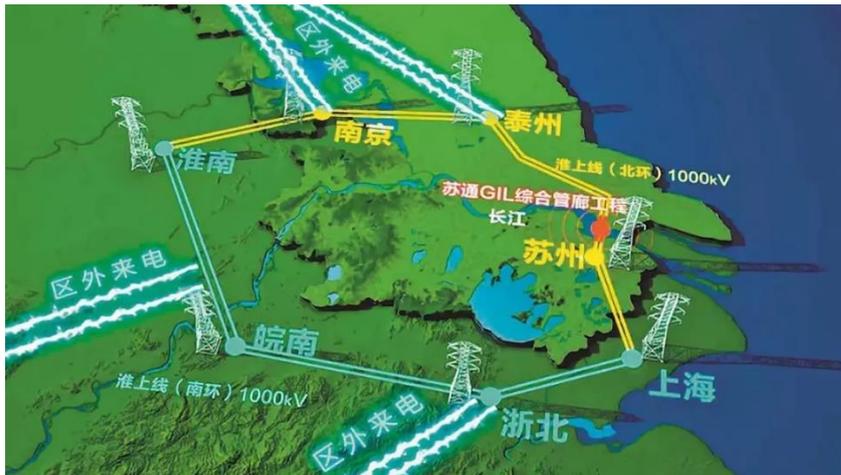
图 63: 安徽火电利用小时数变化情况 (小时)



数据来源: Wind, 东北证券

**长三角特高压电力枢纽, 安徽电力支援江浙沪。**安徽地理位置重要, 位于中国东部、华东西部, 大量西北、华北地区富余电力通过安徽进入长三角。目前安徽境内拥有 6 处重要输电通道, 在国网系统中数量排名第 1, 其中包括我国里程最长且电压等级最高的  $\pm 1100$  千伏昌吉—古泉直流特高压、1000 千伏淮南—浙北—上海交流特高压、1000 千伏淮南—南京—上海交流特高压。此外,  $\pm 800$  千伏陕北—安徽特高压直流工程预计于 2025 年投产, 安徽电网将形成“两交两直”特高压格局, 跨省跨区输电能力将达到 2000 万千瓦。虽然随昌吉—古泉直流特高压投产, 安徽已由单纯电力送出省向送受并举省转变, 但考虑到陕北—安徽特高压及配套电源投产时间、长三角经济发展提升电力需求等因素, 预计今后较长一段时间内安徽仍将为电力净送出省, 公司火电机组营收水平有望持续受益于电力市场特别是省间电力市场地不断完善。

图 64: 以安徽为起点的两条 1000 千伏交流特高压分别经江苏、浙江至上海



数据来源: 国资委官网, 东北证券

表 10: 落地安徽的 3 条特高压输电通道概况

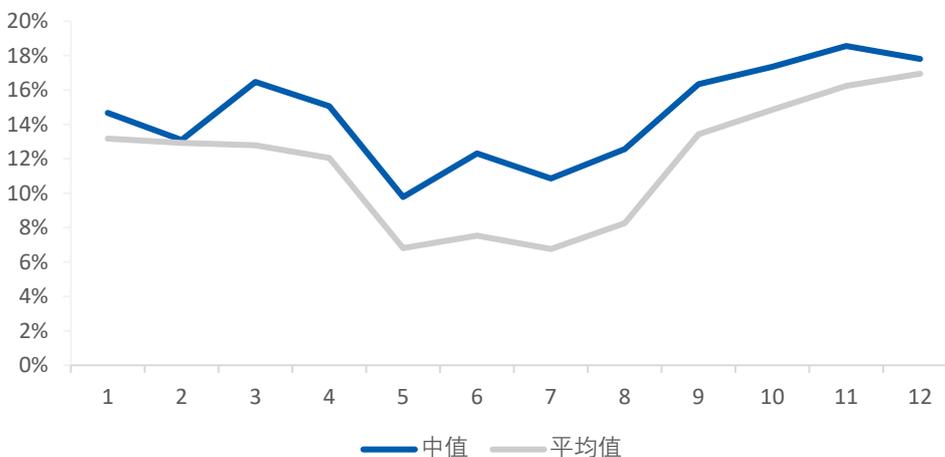
| 项目名称                   | 投运时间 | 线路全长 (km) | 备注                                   |
|------------------------|------|-----------|--------------------------------------|
| 1000 千伏淮南—浙北—上海特高压交流工程 | 2013 | 656       | 西起安徽淮南, 经皖南、浙北到达上海                   |
| 1000 千伏淮南—南京—上海特高压交流工程 | 2016 | 738       | 起于安徽淮南变电站, 经江苏南京、泰州、苏州变电站, 止于上海沪西变电站 |
| ±1100 千伏昌吉—古泉特高压直流工程   | 2019 | 3324      | 昌吉、古泉换流站, 输电能力 1200 万千瓦              |

数据来源: 北极星电力网, 东北证券

### 3.2. 供需紧张电价高位, 现货市场增厚收益

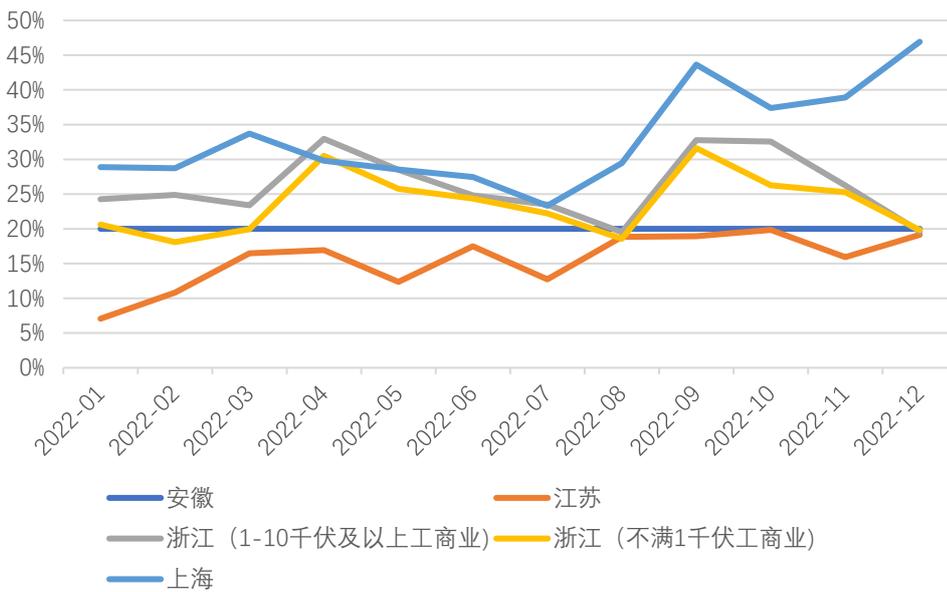
参考代理购电价格, 电价有望维持高位。电网代理购电价格在一定程度上能够反映电力供需情况, 对预测直接交易电价具有一定指导意义, 2022 年 1-11 月电网代理购电价格变化趋势显示进入夏季以来电网代理购电价格逐月提升, 预计主要原因为电力供需关系趋紧。其中, 安徽电网代理购电价格相对基准价维持 20% 涨幅, 且大部分长三角地区省市均高于 20%, 凸显当地电力供需紧张关系。

图 65: 2022 年全国各电网代理购电价格相较当地基准电价上浮比例中值及平均值



数据来源: 北极星售电网, 东北证券

图 66: 长三角地区电网代理购电价格相对于当地基准电价涨幅变化情况



数据来源: 北极星售电网, 东北证券

图 67: 安徽电网代理购电价格表 (执行时间 2022 年 12 月)

单位: 万千瓦时, 元/千瓦时

| 名称 | 序号 | 明细                           | 计算关系  | 数值         | 备注   |
|----|----|------------------------------|-------|------------|--|
| 电量 | 1  | 代理工商业用户购电量                   | 1     | 392,498.68 | 预测电量   |
| 电价 | 2  | 代理工商业用户购电价格                  | 2     | 0.46128    | 根据上月份月度集中竞价交易加权平均价格确定, 后续将根据市场实际采购电量电价与用户清算。 |
|    | 3  | 损益及辅助服务费折合度电水平               | 3=4+5 | -0.0039    |  |
|    | 4  | 其中: (1) 保障居民农业用电价格稳定新增损益分摊水平 | 4     | -0.0039    |  |
|    | 5  | (2) 辅助服务费用折合度电水平             | 5     | 0.0000     | 暂无   |

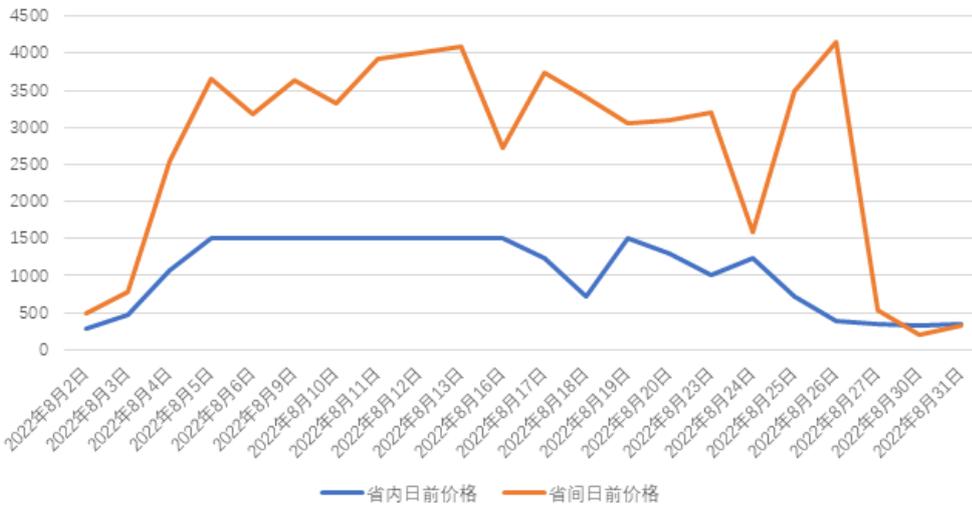
注: 根据发改办价格〔2021〕809号文件规定: 电网企业为保障居民、农业用电价格稳定产生的新增损益(含偏差电费), 按月由全体工商业用户(含直接参与市场交易的工商业用户和由电网代理购电的工商业用户)分摊或分享。

数据来源: 国网安徽省电力公司, 东北证券

**电力现货市场加快建设, 安徽作为第二批试点省份稳步推进。**电力现货市场是电力中长期市场的必要补充, 是全国统一电力市场体系的有机组成部分, 其价格机制更加灵活, 能够更实时地反映电力供需和成本, 在当前电力紧张时期有利于疏导发电成本、增加售电收入、提高盈利能力。2017年8月国家发改委、国家能源局选择南方(以广东起步)、蒙西、浙江、山西、山东、福建、四川、甘肃等8个地区作为第一批电力现货市场建设试点, 目前大部分已进入长周期连续运行阶段。2021年3月, 上海、江苏、安徽、辽宁、河南、湖北6省市进入第二批现货试点名单, 目前已全部启动模拟试运行, 其中安徽于2022年3月30日启动模拟试运行, 采用“中长期差价合约+全电量集中优化”的集中式市场模式, 发电侧报量报价, 用户侧不报量报价, 接受现货价格, 实现发电侧成本传导。除省内现货市场外, 2021年11月22日, 国家电网印发《省间电力现货交易规则(试行)》, 交易价格上限为10元/度, 远高于一般电力交易交易电价。安徽和山西均为电力净送出省, 参考山西在今年8月份省内及省间现货市场电价走势, 预计安徽正式开启现货市场后, 省内发电企业特别是火电企业有

望受益于省内及省间高现货电价，进一步提升平均销售电价。

图 68：2022 年 8 月山西省内与省间现货市场日均日前出清价格比较（元/MWh）



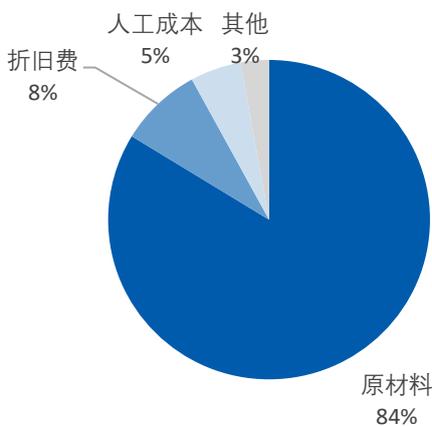
数据来源：北极星售电网，东北证券

#### 4. 背靠两淮煤炭基地，火电盈利有望修复

##### 4.1. 集中采购叠加背靠两淮，燃料成本有望回落

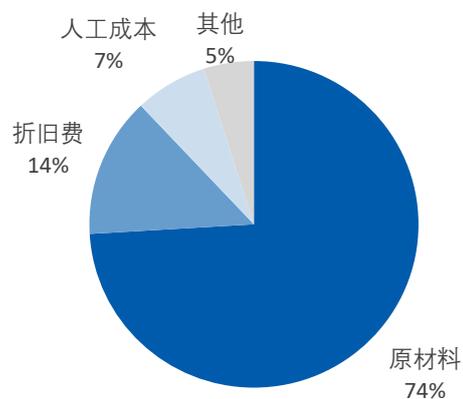
**燃料成本高企影响毛利，营收较快增长缓解成本上涨压力。**燃料成本在火电行业成本中占比较高，主要由于煤价大幅上涨，2021 年公司电力行业（含热力）成本 137.64 亿元，同比上涨 38.15%，其中原材料（主要为燃料）成本 115.26 亿元，同比上涨 58.86%，占比由 74%大幅上升至 84%。主要受此影响，虽然电力行业营收同比上升 11.57%，但仍未能覆盖营业成本涨幅，2021 年公司电力行业毛利率为-8.84%，同比下降 20.94pcts。2022 年上半年，主要受益于电价提升，公司电力行业营收大幅增加 27.06%，毛利率 3.76%，同比上升 0.08pct。

图 69：2021 年公司电力行业成本构成



数据来源：公司公告，东北证券

图 70：2020 年公司电力行业成本构成



数据来源：公司公告，东北证券

图 71: 公司电力营收变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 72: 公司电力成本变化情况



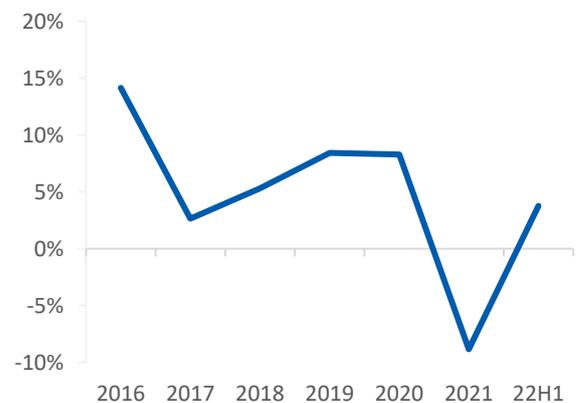
数据来源: Wind, 东北证券

图 73: 公司电力毛利变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 74: 公司电力毛利率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

依托安徽电燃，集中采购或可压降燃料采购价格。除临涣中利、钱营孜、阜阳华润、淮北国安等坑口电厂主要由其自行采购燃料外，公司其余电厂均通过子公司安徽电力燃料有限责任公司（安徽电燃）进行统一采购。2021年，主要受发电量同比增加及保供需求增加影响，公司合并口径自用燃煤采购量 1696 万吨，同比增长 13.54%，其中由于煤炭供应紧张，子公司自行采购煤炭 517 万吨，同比降低 9.59%，安徽电燃统一采购自用煤炭 1179 万吨，同比增长 27.89%。由于统一采购量大于自行采购量，预计提升统一采购量占比或可压降燃料采购价格。

表 11: 公司燃料采购情况

| 项目             | 2019    | 2020    | 2021    | 22Q1   |
|----------------|---------|---------|---------|--------|
| 安徽电燃采购量        | 1755.22 | 2006.44 | 2341    | 486    |
| 其中: 自用采购量      | 987.36  | 921.86  | 1179    | 233    |
| 贸易采购量          | 767.86  | 1084.58 | 1162    | 253    |
| 采购均价 (不含税)     | 498.74  | 473.87  | 691.85  | 808.86 |
| 子公司自行采购自用煤炭采购量 | 618.59  | 571.86  | 517.03  | 101.44 |
| 公司合并口径发电自用煤采购量 | 1605.95 | 1493.72 | 1696.03 | 334.44 |

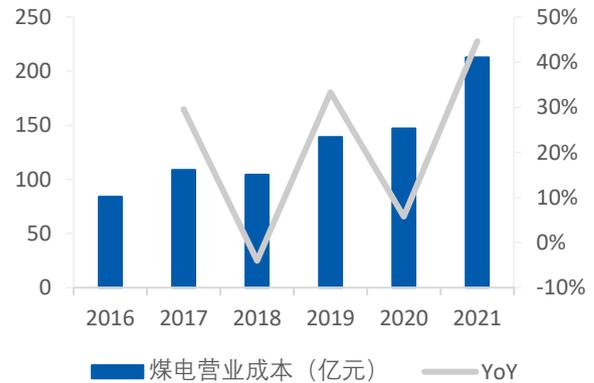
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 75: 公司煤电营业成本及占比变化情况



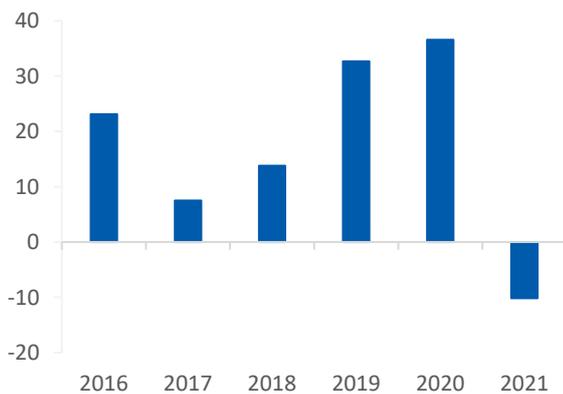
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 76: 公司煤电营业成本变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 77: 公司煤电业务毛利 (亿元) 变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 78: 公司煤电业务毛利率变化情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

**背靠两淮煤炭基地, 煤炭供应及价格预计具备优势。**2006年, 国家发改委发布《关于大型煤炭基地建设规划的批复》, 规划建设13个亿吨级大型煤炭基地, 2014年, 国务院发布《能源发展战略行动计划(2014-2020年)》, 重点建设14个亿吨级大型煤炭基地, 其中安徽两淮煤炭基地均位列其中。两淮煤炭基地是华东地区唯一的煤炭生产基地, 由淮南、淮北2个矿区组成。安徽省煤炭资源丰富, 全省集中开采区面积约2.24万km<sup>2</sup>, 约省域面积的16%, 累计查明储量居华东第1位、全国第8位, 2020年底全省煤炭保有储量58.27亿吨, 累计产能1.3亿吨, 2021年产量1.1亿吨, 位居

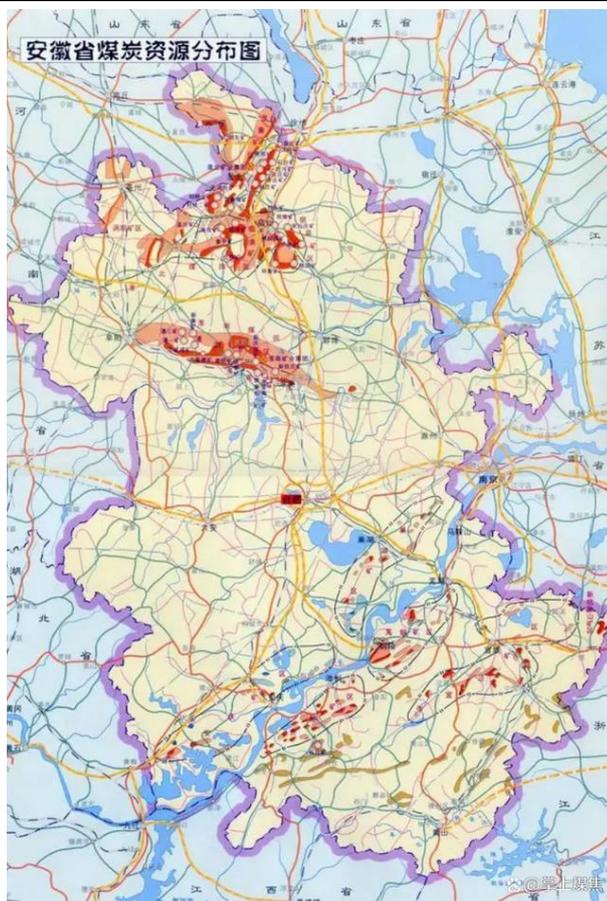
全国第 6，单矿井产量 290 万吨，高居全国第 1。依托安徽特别是两淮煤炭基地，公司燃煤电厂燃料供应渠道及采购价格预计具备优势。

图 79：我国 14 个大型煤炭基地分布图



数据来源：矿业汇公众号，东北证券

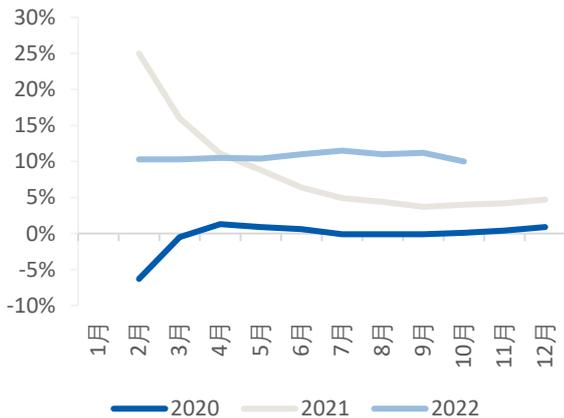
图 80：安徽省煤炭资源分布图



数据来源：公开资料，东北证券

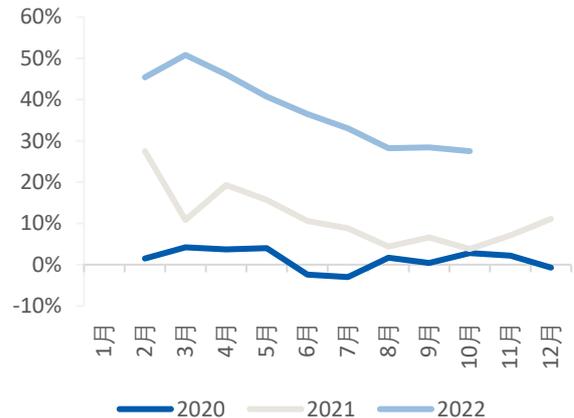
全国煤炭产能逐步释放，煤炭投资快速增长。去年9月份至今年8月份，我国共核增煤炭产能4.9亿吨左右，其中今年核增1.8亿吨，2022年1-10月我国原煤产量达36.85亿吨，同比增长10%，大幅高于近年水平，且同比多增3.88亿吨，为去年全年进口量的120%，有效缓解了进口煤价过高导致进口量下降的不利影响。此外，煤炭开采和洗选业固定资产投资额2022年1-10月累计同比大幅增长27.5%，煤炭产能后续有望加速释放。

图 81：我国原煤产量累计同比增速



数据来源：国家统计局，东北证券

图 82：我国煤炭固定资产投资完成额累计同比增速



数据来源：国家统计局，东北证券

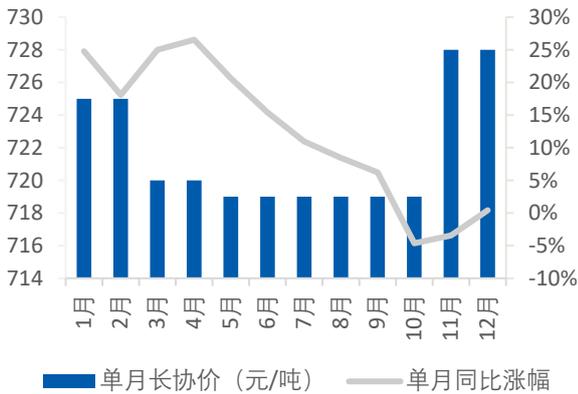
煤炭价格整体保持稳定，燃料成本有望控制在合理范围。在国家一系列政策支持下，煤价过快上涨势头得以有效遏制。秦皇岛 5500 大卡下水煤年度长协价整体自 2021 年 10 月以来持续回落，2022 年 5-10 月连续 6 个月维持 719 元/吨，虽然由于北方临近供暖季导致动力煤需求回暖，11-12 月长协价上涨 9 元/吨，但 2022 年平均价格 721.67 元/吨，同比增长 11.31%，较去年涨幅 19.44% 有所回落。现货价格来看，京唐港、上海港 5500 大卡动力末煤及 CCI 5500 大卡动力煤进口价格指数自 11 月以来整体处于下降通道，明年煤价有望环比持平或下降，公司燃料成本有望持续改善。

表 12：秦皇岛 5500 大卡动力煤年度长协价年度变化情况（元/吨）

|        | 平均价格   | 同比增长   |
|--------|--------|--------|
| 2017 年 | 567.27 |        |
| 2018 年 | 558.50 | -1.55% |
| 2019 年 | 555.33 | -0.57% |
| 2020 年 | 542.83 | -2.25% |
| 2021 年 | 648.33 | 19.44% |
| 2022 年 | 721.67 | 11.31% |

数据来源：Wind，东北证券

图 83: 秦皇岛 5500 大卡下水煤年度单月长协价及单月同比涨幅变化情况 (元/吨)



数据来源: 全国煤炭交易中心, 东北证券

图 84: 秦皇岛 5500 大卡下水煤年度长协均价及累计同比涨幅变化情况 (元/吨)



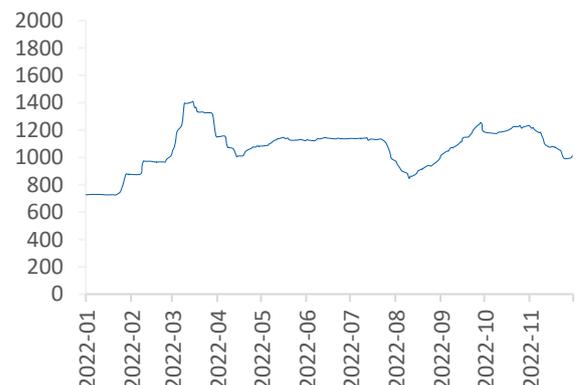
数据来源: 全国煤炭交易中心, 东北证券

图 85: 京唐港及上海港 5500 大卡动力末煤变化情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 86: CCI 5500 大卡动力煤进口价格指数 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

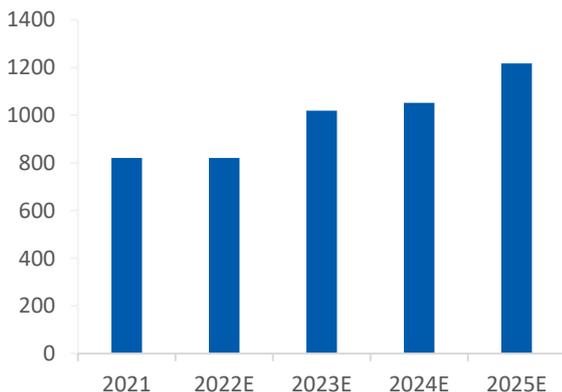
## 4.2. 煤电业务盈利预测

### 关键假设:

- 1) 投产进度: 根据目前披露情况, 假设阜阳华润二期 2\*66 万千瓦于今年底实现双投, 奇安电厂 2\*66 万千瓦于今年底投产 1 台机组、明年 6 月底投产第二台机组, 新疆英格玛电厂 2\*66 万千瓦于 2024 年底实现双投。
- 2) 装机容量: 根据投产进度假设, 公司 2022-2025 年等效煤电装机分别为 821、1052、1085、1217 万千瓦。
- 3) 利用小时数: 公司机组“十三五”平均利用小时数 4487 小时, 近两年均低于全国平均煤电利用小时数, 其中 2021 年 4436 小时。今年受益于市场交易电价上浮, 部分缓解了煤价上涨的成本压力, 公司发电意愿预计同比提升, 叠加今年迎峰度夏及度冬期间电力供需关系紧张, 假设公司 2022 年利用小时数为“十三五”平均水平 4487 小时上浮 5%, 即 4711 小时。据电规总院预测, “十四五”期间安徽电力供需持续紧张, 但考虑到新建火电机组陆续投产及新能源装机量快速增长挤压火电出力空间, 假设 2023-2025 年公司煤电机组利用小时数每年降低 1%。

- 4) 上网电价: 由于 22Q1 公司平均销售电价 460.3 元/兆瓦时 (含税), 相较安徽基准电价 384.4 元/兆瓦时 (含税) 上浮 19.75%, 考虑到今年全年电力供需持续紧张, 公司煤机平均销售电价或维持高位, 假设 2022 年平均销售电价与 22Q1 持平。考虑到燃料采购成本逐步回归合理区间导致上网电价可能有所下降, 假设 2023-2025 年平均上网电价每年同比下降 3%。
- 5) 营业成本: 公司背靠两淮煤炭基地, 凭借与国能集团、中煤集团股权纽带关系, 煤炭长协率、履约率有望持续提升, 叠加全国煤炭产能逐步释放、俄乌地缘冲突走向常态化导致煤价有望走低, 公司燃煤采购成本有望持续下降。去年公司燃料成本约占电力总成本 84%, 对电力营业成本影响较大, 假设今年单位上网电量燃料成本同比上升 3%, 2023-2025 每年同比下降 5%, 其他营业成本每年同比上升 5%。
- 6) 费用率: 参考此前各项费用率变化情况, 假设 2022-2025 年税金及附加率与今年前三季度持平, 为 0.42%, 2022 年期间费用率与去年持平, 略高于今年前三季度, 为 4.68%, 此后每年同比下降 0.3pct。
- 7) 权益占比: 2021 年底公司煤电控股装机 821 万千瓦, 权益占比 50.89% (不含参股装机), 假设“十四五”期间保持不变。

图 87: 公司煤电机组等效装机容量预测 (万千瓦)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 88: 公司与全国平均煤电机组利用小时数对比



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

**分析结论:**

- 1) 在基本假设情形下, 公司煤电业务 2023/2024/2025 年实现盈利 2.92/3.87/5.90 亿;
- 2) 当 2023 年利用小时数同比提升 1% 时, 归母净利润增加 0.13 亿;
- 3) 当 2023 年上网电价同比上涨 1%, 归母净利润增加 0.79 亿;
- 4) 当 2023 年燃料成本同比下跌 1%, 归母净利润增加 0.69 亿。

**表 13: 公司煤电业务盈利预测**

|                   | 2021         | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 年末控股装机容量 (万千瓦)    | 821          | 1,019       | 1,085       | 1,217       | 1,217       |
| 等效控股装机容量 (万千瓦)    | 821          | 821         | 1,052       | 1,085       | 1,217       |
| 利用小时数             | 4,436        | 4,711       | 4,664       | 4,617       | 4,571       |
| 发电量 (亿千瓦时)        | 366          | 387         | 491         | 501         | 556         |
| 上网电量 (亿千瓦时)       | 345          | 364         | 462         | 472         | 524         |
| 上网电价 (元/兆瓦时)      | 345          | 407         | 395         | 383         | 372         |
| 售电收入 (亿元)         | 119          | 148         | 183         | 181         | 195         |
| 单位上网电量成本 (元/度)    | 0.40         | 0.41        | 0.38        | 0.37        | 0.35        |
| 单位上网电量毛利 (元/度)    | -0.03        | 0.02        | 0.03        | 0.03        | 0.04        |
| 毛利率               | -8.84%       | 4.50%       | 7.51%       | 8.41%       | 10.10%      |
| 税金及附加率            | 0.43%        | 0.42%       | 0.42%       | 0.42%       | 0.42%       |
| 期间费用率             | 4.68%        | 4.68%       | 4.38%       | 4.08%       | 3.78%       |
| 营业利润率             | -13.94%      | -0.60%      | 2.72%       | 3.91%       | 5.90%       |
| 营业利润 (亿元)         | -16.55       | 0.37        | 6.76        | 8.95        | 13.64       |
| 所得税率              | 0.00%        | 15.00%      | 15.00%      | 15.00%      | 15.00%      |
| 净利润 (亿元)          | -16.55       | 0.31        | 5.75        | 7.61        | 11.60       |
| 净利率               | -13.08%      | 0.24%       | 3.55%       | 4.75%       | 6.74%       |
| 权益装机占比            | 50.89%       | 50.89%      | 50.89%      | 50.89%      | 50.89%      |
| <b>归母净利润 (亿元)</b> | <b>-8.42</b> | <b>0.16</b> | <b>2.92</b> | <b>3.87</b> | <b>5.90</b> |

数据来源: 东北证券整理

**表 14: 2023 年公司煤电业务归母净利润敏感性分析 (1)**

|                |      | 2023 年煤电机组利用小时数同比涨幅 |       |       |       |       |
|----------------|------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|                |      | -10%                | -5%   | 0%    | 5%    | 10%   |
| 2023 年上网电价同比涨幅 | -10% | -3.00               | -2.75 | -2.50 | -2.25 | -2.00 |
|                | -5%  | 0.56                | 1.00  | 1.45  | 1.90  | 2.34  |
|                | 0%   | 4.11                | 4.76  | 5.40  | 6.05  | 6.69  |
|                | 5%   | 7.67                | 8.51  | 9.35  | 10.19 | 11.04 |
|                | 10%  | 11.22               | 12.26 | 13.30 | 14.34 | 15.38 |

数据来源: 东北证券整理

**表 15: 2023 年公司煤电业务归母净利润敏感性分析 (2)**

|                |      | 2023 年燃料成本同比涨幅 |       |       |       |        |
|----------------|------|----------------|-------|-------|-------|--------|
|                |      | -10%           | -5%   | 0%    | 5%    | 10%    |
| 2023 年上网电价同比涨幅 | -10% | 0.89           | -2.55 | -6.00 | -9.44 | -12.89 |
|                | -5%  | 4.81           | 1.36  | -2.08 | -5.53 | -8.98  |
|                | 0%   | 8.72           | 5.27  | 1.83  | -1.62 | -5.06  |
|                | 5%   | 12.63          | 9.18  | 5.74  | 2.29  | -1.15  |
|                | 10%  | 16.54          | 13.09 | 9.65  | 6.20  | 2.76   |

数据来源: 东北证券整理

**表 16: 2023 年公司煤电业务归母净利润敏感性分析 (3)**

|                |      | 2023 年煤电机组利用小时数同比涨幅 |       |       |       |       |
|----------------|------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
|                |      | -10%                | -5%   | 0%    | 5%    | 10%   |
| 2023 年燃料成本同比涨幅 | -10% | 5.11                | 5.81  | 6.51  | 7.21  | 7.91  |
|                | -5%  | 1.98                | 2.50  | 3.03  | 3.56  | 4.08  |
|                | 0%   | -1.15               | -0.80 | -0.45 | -0.10 | 0.25  |
|                | 5%   | -4.29               | -4.11 | -3.93 | -3.75 | -3.57 |
|                | 10%  | -7.42               | -7.41 | -7.41 | -7.41 | -7.40 |

数据来源: 东北证券整理

## 5. 风险提示

电煤供应持续紧张, 国内煤炭产量释放进度不及预期, 电煤中长期合同履行率及价格低于预期, 或导致公司燃料成本降幅不达预期; 华东、新疆地区疫情反复, 或导致公司售电量、售电价格及营收增速低于预期、在建项目进展不及预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

| 资产负债表 (百万元)      | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,206         | 1,094         | 1,256         | 1,523         |
| 交易性金融资产          | 52            | 0             | 0             | 0             |
| 应收款项             | 1,856         | 1,961         | 1,940         | 1,669         |
| 存货               | 797           | 759           | 812           | 793           |
| 其他流动资产           | 1,194         | 837           | 864           | 857           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5,105</b>  | <b>4,649</b>  | <b>4,872</b>  | <b>4,842</b>  |
| 可供出售金融资产         |               |               |               |               |
| 长期投资净额           | 10,519        | 10,534        | 10,549        | 10,564        |
| 固定资产             | 14,632        | 14,561        | 15,117        | 15,585        |
| 无形资产             | 751           | 736           | 721           | 705           |
| 商誉               | 536           | 546           | 546           | 546           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>35,472</b> | <b>35,141</b> | <b>35,860</b> | <b>36,527</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>40,576</b> | <b>39,790</b> | <b>40,732</b> | <b>41,369</b> |
| 短期借款             | 1,608         | 1,573         | 1,546         | 1,524         |
| 应付款项             | 3,202         | 5,823         | 6,483         | 6,693         |
| 预收款项             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 一年内到期的非流动负债      | 1,990         | 1,671         | 1,671         | 1,671         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>9,981</b>  | <b>10,333</b> | <b>11,030</b> | <b>11,223</b> |
| 长期借款             | 10,400        | 10,400        | 9,800         | 9,200         |
| 其他长期负债           | 3,520         | 2,354         | 2,354         | 2,353         |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>13,920</b> | <b>12,755</b> | <b>12,154</b> | <b>11,553</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>23,901</b> | <b>23,088</b> | <b>23,184</b> | <b>22,776</b> |
| 归属于母公司股东权益合计     | 12,452        | 12,547        | 13,189        | 13,896        |
| 少数股东权益           | 4,224         | 4,156         | 4,359         | 4,697         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>40,576</b> | <b>39,790</b> | <b>40,732</b> | <b>41,369</b> |

| 利润表 (百万元)        | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>21,032</b> | <b>25,385</b> | <b>28,357</b> | <b>28,730</b> |
| 营业成本             | 21,998        | 24,504        | 26,882        | 26,936        |
| 营业税金及附加          | 90            | 109           | 119           | 133           |
| 资产减值损失           | -92           | -10           | -6            | -3            |
| 销售费用             | 4             | 8             | 9             | 10            |
| 管理费用             | 66            | 78            | 96            | 112           |
| 财务费用             | 432           | 539           | 508           | 480           |
| 公允价值变动净收益        | 9             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益            | -413          | 748           | 827           | 880           |
| <b>营业利润</b>      | <b>-2,513</b> | <b>523</b>    | <b>1,182</b>  | <b>1,522</b>  |
| 营业外收支净额          | -65           | 10            | 10            | 10            |
| <b>利润总额</b>      | <b>-2,578</b> | <b>533</b>    | <b>1,191</b>  | <b>1,531</b>  |
| 所得税              | -383          | 80            | 179           | 230           |
| 净利润              | -2,195        | 453           | 1,013         | 1,302         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>-1,337</b> | <b>521</b>    | <b>810</b>    | <b>963</b>    |
| 少数股东损益           | -858          | -68           | 203           | 338           |

| 现金流量表 (百万元)      | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>净利润</b>       | <b>-2,195</b> | <b>453</b>    | <b>1,013</b>  | <b>1,302</b>  |
| 资产减值准备           | 91            | 9             | 5             | 2             |
| 折旧及摊销            | 1,188         | 1,591         | 1,735         | 1,845         |
| 公允价值变动损失         | -9            | 0             | 0             | 0             |
| 财务费用             | 444           | 557           | 524           | 499           |
| 投资损失             | 413           | -748          | -827          | -880          |
| 运营资本变动           | -539          | 999           | 666           | 512           |
| 其他               | -450          | -161          | -24           | -72           |
| <b>经营活动净现金流量</b> | <b>-1,056</b> | <b>2,701</b>  | <b>3,092</b>  | <b>3,209</b>  |
| <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-6,238</b> | <b>-446</b>   | <b>-1,605</b> | <b>-1,562</b> |
| <b>融资活动净现金流量</b> | <b>7,489</b>  | <b>-2,367</b> | <b>-1,324</b> | <b>-1,380</b> |
| <b>企业自由现金流</b>   | <b>689</b>    | <b>-210</b>   | <b>810</b>    | <b>984</b>    |

| 财务与估值指标       | 2021A   | 2022E  | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|--------|-------|-------|
| <b>每股指标</b>   |         |        |       |       |
| 每股收益 (元)      | -0.59   | 0.23   | 0.36  | 0.42  |
| 每股净资产 (元)     | 5.49    | 5.53   | 5.82  | 6.13  |
| 每股经营性现金流量 (元) | -0.47   | 1.19   | 1.36  | 1.42  |
| <b>成长性指标</b>  |         |        |       |       |
| 营业收入增长率       | 25.6%   | 20.7%  | 11.7% | 1.3%  |
| 净利润增长率        | -231.9% | 139.0% | 55.5% | 18.9% |
| <b>盈利能力指标</b> |         |        |       |       |
| 毛利率           | -4.6%   | 3.5%   | 5.2%  | 6.2%  |
| 净利率           | -6.4%   | 2.1%   | 2.9%  | 3.4%  |
| <b>运营效率指标</b> |         |        |       |       |
| 应收账款周转天数      | 29.50   | 25.08  | 22.57 | 20.31 |
| 存货周转天数        | 8.79    | 11.43  | 10.51 | 10.72 |
| <b>偿债能力指标</b> |         |        |       |       |
| 资产负债率         | 58.9%   | 58.0%  | 56.9% | 55.1% |
| 流动比率          | 0.51    | 0.45   | 0.44  | 0.43  |
| 速动比率          | 0.33    | 0.31   | 0.30  | 0.30  |
| <b>费用率指标</b>  |         |        |       |       |
| 销售费用率         | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |
| 管理费用率         | 0.3%    | 0.3%   | 0.3%  | 0.4%  |
| 财务费用率         | 2.1%    | 2.1%   | 1.8%  | 1.7%  |
| <b>分红指标</b>   |         |        |       |       |
| 股息收益率         | 0.0%    | 0.0%   | 1.5%  | 2.3%  |
| <b>估值指标</b>   |         |        |       |       |
| P/E (倍)       | —       | 22.02  | 14.16 | 11.91 |
| P/B (倍)       | 1.01    | 0.91   | 0.87  | 0.83  |
| P/S (倍)       | 0.55    | 0.45   | 0.40  | 0.40  |
| 净资产收益率        | -10.7%  | 4.2%   | 6.1%  | 6.9%  |

资料来源：东北证券

### 研究团队简介:

岳挺: 宾夕法尼亚大学博士, 清华大学能源与动力工程本科, CFA、FRM, 2020年加入东北证券, 现任中小盘及新能源车研究员。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员, 具有法律职业资格, 享受深圳市海外高层次人才(孔雀计划)奖励补贴。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                 |  |
|----------------------|------|---------------------------------|--|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。     | 投资评级中所涉及的市场基准:<br><br>A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。 |
|                      | 增持   | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。 |  |
|                      | 中性   | 未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。  |  |
|                      | 减持   | 未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。 |  |
|                      | 卖出   | 未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。     |  |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。        |  |
|                      | 同步大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。       |  |
|                      | 落后大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。       |  |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                                    | 邮编     |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号                   | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座             | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 799 号                   | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D           | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

**机构销售联系方式**

| 姓名              | 办公电话          | 手机          | 邮箱                  |
|-----------------|---------------|-------------|---------------------|
| <b>公募销售</b>     |               |             |                     |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 王一 (副总监)        | 021-61001802  | 13761867866 | wangyi1@nesc.cn     |
| 吴肖寅             | 021-61001803  | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn   |
| 李瑞暄             | 021-61001802  | 18801903156 | lirx@nesc.cn        |
| 周嘉茜             | 021-61001827  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn      |
| 陈梓佳             | 021-61001887  | 19512360962 | chen_zj@nesc.cn     |
| 屠诚              | 021-61001986  | 13120615210 | tucheng@nesc.cn     |
| 康杭              | 021-61001986  | 18815275517 | kangh@nesc.cn       |
| 丁园              | 021-61001986  | 19514638854 | dingyuan@nesc.cn    |
| 吴一凡             | 021-20361258  | 19821564226 | wuyifan@nesc.cn     |
| 王若舟             | 021-61002073  | 17720152425 | wangrz@nesc.cn      |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 李航 (总监)         | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn      |
| 殷璐璐             | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn     |
| 曾彦戈             | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn      |
| 吕奕伟             | 010-58034553  | 15533699982 | lyyw@nesc.com       |
| 孙伟豪             | 010-58034553  | 18811582591 | sunwh@nesc.cn       |
| 陈思              | 010-58034553  | 18388039903 | chen_si@nesc.cn     |
| 徐鹏程             | 010-58034553  | 18210496816 | xupc@nesc.cn        |
| 曲浩蕴             | 010-58034555  | 18810920858 | quhy@nesc.cn        |
| <b>华南地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 刘璇 (总监)         | 0755-33975865 | 13760273833 | liu_xuan@nesc.cn    |
| 刘曼              | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn      |
| 王泉              | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn    |
| 王谷雨             | 0755-33975865 | 13641400353 | wanggy@nesc.cn      |
| 张瀚波             | 0755-33975865 | 15906062728 | zhang_hb@nesc.cn    |
| 王熙然             | 0755-33975865 | 13266512936 | wangxr_7561@nesc.cn |
| 阳晶晶             | 0755-33975865 | 18565707197 | yang_jj@nesc.cn     |
| 张楠淇             | 0755-33975865 | 13823218716 | zhangnq@nesc.cn     |
| 钟云柯             | 0755-33975865 | 13923804000 | zhongyk@nesc.cn     |
| 杨婧              | 010-63210892  | 18817867663 | yangjing2@nesc.cn   |
| 梁家滢             | 0755-33975865 | 13242061327 | liangjy@nesc.cn     |
| <b>非公募销售</b>    |               |             |                     |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 李茵茵 (总监)        | 021-61002151  | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn    |
| 杜嘉琛             | 021-61002136  | 15618139803 | dujiachen@nesc.cn   |
| 王天鸽             | 021-61002152  | 19512216027 | wangtg@nesc.cn      |
| 王家豪             | 021-61002135  | 18258963370 | wangjiahao@nesc.cn  |
| 白梅柯             | 021-20361229  | 18717982570 | baimk@nesc.cn       |
| 刘刚              | 021-61002151  | 18817570273 | liugang@nesc.cn     |
| 曹李阳             | 021-61002151  | 13506279099 | caoly@nesc.cn       |
| 曲林峰             | 021-61002151  | 18717828970 | qulf@nesc.cn        |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                     |
| 温中朝 (副总监)       | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn       |
| 王动              | 010-58034555  | 18514201710 | wang_dong@nesc.cn   |
| 闫琳              | 010-58034555  | 17862705380 | yanlin@nesc.cn      |
| 张煜苑             | 010-58034553  | 13701150680 | zhangyy2@nesc.cn    |