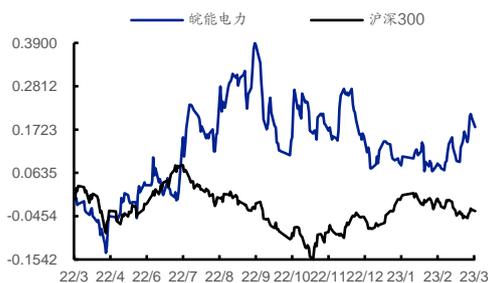


研究所
 证券分析师: 杨阳 S0350521120005
 yangy08@ghzq.com.cn
 联系人: 钟琪 S0350122020016
 zhongq@ghzq.com.cn

集团资产注入加速转型，火电业绩改善+绿电成长共振

——皖能电力（000543）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/03/27

表现	1M	3M	12M
皖能电力	10.1%	8.6%	18.2%
沪深300	-0.8%	3.2%	-3.9%

市场数据

2023/03/27

当前价格(元)	5.00
52周价格区间(元)	3.33-5.82
总市值(百万)	11,334.32
流通市值(百万)	11,334.32
总股本(万股)	226,686.33
流通股本(万股)	226,686.33
日均成交额(百万)	180.66
近一月换手(%)	1.55

投资要点:

- 成本向下，公司火电业绩有望向上。**公司是安徽省第二大发电集团，业务结构以煤电运营为主，截至2021年底，在运煤电装机821万千瓦，在建装机264万千瓦。公司预计2022年归母净利润中枢值4.3亿元，同比提升17.7亿元，实现扭亏为盈。全年盈利改善，我们认为一是公司上网电价提升，火电业务盈利能力改善，二是参股公司神皖能源等贡献的投资收益同比增加（2022年前三季度为6.48亿，2021年同期为-4.13亿）。展望未来，一是长协煤兑现率提升叠加现货煤价中枢有望下移，公司2023年火电业绩有望改善，二是公司2023年1月份已投产安徽阜阳电厂（132万千瓦），同时规划到2025年投产+在建装机达到1375万千瓦，火电有望进一步贡献业绩弹性。
- 注入优质抽蓄和电力资产，加快新能源转型。**2023年3月14日，皖能电力发布公告，拟支付22.1亿元现金购买安徽省能源集团旗下安徽皖能环保发电51%股权以及响洪甸、琅琊山、天荒坪和响水涧四家抽水蓄能公司45%、30%、5.56%和2.36%股权，交易对价22.1亿元，预计2022年标的资产对应并表净利润1.6亿元，对应13倍PE（PB 0.99倍）。本次注入的资产相对优质，据新视线2023年3月报道，环保发电公司旗下垃圾处理发电锅炉装机295MW，省内市场份额达50%，且注入前已剥离亏损资产；四家抽水蓄能公司旗下4座抽蓄电站装机合计348万千瓦。此次资产注入一是兑现集团和公司之间避免同业竞争的承诺，二是有利于公司资产结构优化，推动公司在多种发电领域及蓄能产业的布局。
- “十四五”规划新能源装机4GW，助力公司成长。**“十四五”公司规划新能源装机400万千瓦。截至2022年底，公司已获得135万千瓦新能源装机指标，同时已竞配成功安徽40万千瓦风电。据公司公告，2023年公司计划重点推进大基地和煤电配套新能源项目。公司作为安徽省优质省属电力企业，背靠安徽能源集团，项目获取竞争力强。公司“十四五”规划装机4GW新能源，有望助力公司成长
- 盈利预测和投资评级：**展望2023年，公司火电业绩有望改善，叠加“十四五”规划的4GW新能源装机有望落地，有望助力公司成长。暂不考虑集团资产注入，我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为4.45/9.45/11.35亿元，同比增速分别为133%/112%/20%，对

应 PE 分别为 25/12/10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下滑风险；政策推进不及预期；政策变动风险；煤价大幅上涨；装机增速不及预期；电价下调等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21032	25637	27376	29451
增长率（%）	26	22	7	8
归母净利润（百万元）	-1337	445	945	1135
增长率（%）	-232	133	112	20
摊薄每股收益（元）	-0.59	0.20	0.42	0.50
ROE（%）	-11	3	7	8
P/E	—	25.48	12.00	9.98
P/B	0.91	0.88	0.82	0.76
P/S	0.54	0.44	0.41	0.38
EV/EBITDA	-61.35	18.11	9.39	8.22

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

- **盈利预测核心假设:** (1) 煤电收入: 公司按“十四五”规划新增煤电项目; (2) 煤电毛利率: 我们认为 2023 年公司燃煤成本整体将会回落, 拉动毛利率提升; (3) 风电/光伏收入: 公司规划“十四五”新能源装机 4GW, 助力公司成长; (4) 分别参考节能风电和太阳能的风电运营和光伏运营业务近 5 年毛利率均值, 假设公司风电/光伏毛利率为 53%/64%; (5) 公司其他业务收入和成本参考 2021 年保持不变。

图表 1: 皖能电力收入成本拆分表

业务	单位	2021A	2022E	2023E	2024E
1. 煤电运营					
收入	亿元	126.47	156.39	179.15	195.29
YoY	%	18.4%	23.7%	14.5%	4.6%
成本	亿元	137.64	155.25	164.97	179.99
毛利率	%	-9%	1%	8%	8%
2. 煤炭销售					
收入	亿元	79.95	87.94	79.15	75.19
YoY	%		10%	-10%	-5%
成本	亿元	79.19	1.76	7.9	7.5
毛利率	%	0.94%	2%	1%	1%
3. 运输及其他					
收入	亿元	3.91	3.91	3.91	3.91
YOY	%		0%	0%	0%
成本	亿元		3.52	3.52	3.52
毛利率	%		10%	10%	10%
4. 光伏运营					
收入	亿元			0.88	3.59
YoY	%				306.56%
成本	亿元			0.32	1.29
毛利率	%			64%	64%
5. 风电运营					
收入	亿元			1.10	5.62
YOY	%				409.87%
成本	亿元			0.52	2.64
毛利率	%			53%	53%
合计					
收入	亿元	210.32	256.37	273.76	294.51
YOY	%	25.6%	21.9%	6.8%	7.6%
成本	亿元	219.78	253.07	257.24	272.80
毛利率	%	-4%	1%	6%	7%

资料来源: WIND, 国海证券研究所

附表：皖能电力盈利预测表

证券代码:	000543				股价:	5.00		投资评级:	买入		日期:	2023/03/27	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-11%	3%	7%	8%	EPS	-0.59	0.20	0.42	0.50				
毛利率	-5%	1%	6%	7%	BVPS	5.49	5.69	6.11	6.61				
期间费率	2%	2%	2%	2%	估值								
销售净利率	-6%	2%	3%	4%	P/E	—	25.48	12.00	9.98				
成长能力					P/B	0.91	0.88	0.82	0.76				
收入增长率	26%	22%	7%	8%	P/S	0.54	0.44	0.41	0.38				
利润增长率	-232%	133%	112%	20%									
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.52	0.60	0.61	0.62	营业收入	21032	25637	27376	29451				
应收账款周转率	12.12	8.99	13.78	9.27	营业成本	21998	25307	25724	27280				
存货周转率	26.39	67.69	33.74	63.44	营业税金及附加	90	97	104	112				
偿债能力					销售费用	4	5	6	6				
资产负债率	59%	61%	59%	58%	管理费用	66	82	60	90				
流动比	0.51	0.71	0.83	1.01	财务费用	432	468	508	527				
速动比	0.33	0.56	0.64	0.86	其他费用/(-收入)	482	240	342	439				
					营业利润	-2513	377	1631	2075				
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	-65	-31	-48	-39				
现金及现金等价物	1257	1844	4215	4908	利润总额	-2578	346	1583	2035				
应收款项	1856	3254	2122	3608	所得税费用	-383	51	235	302				
存货净额	797	379	811	464	净利润	-2195	295	1348	1733				
其他流动资产	1194	1730	1288	1837	少数股东损益	-858	-150	403	598				
流动资产合计	5105	7207	8436	10817	归属于母公司净利润	-1337	445	945	1135				
固定资产	14632	14677	14003	12964									
在建工程	2838	1419	709	355	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	7483	7753	8063	8394	经营活动现金流	-1056	192	3647	1792				
长期股权投资	10519	12019	13635	15336	净利润	-1337	445	945	1135				
资产总计	40576	43074	44847	47866	少数股东权益	-858	-150	403	598				
短期借款	1608	1608	1608	1608	折旧摊销	1188	1610	1620	1630				
应付款项	3202	2895	2890	3378	公允价值变动	-9	0	0	0				
预收帐款	0	13	7	9	营运资金变动	-539	-1312	1083	-1104				
其他流动负债	5171	5667	5620	5713	投资活动现金流	-6238	-1138	-1252	-1275				
流动负债合计	9981	10184	10125	10709	资本支出	-2684	-526	-584	-595				
长期借款及应付债券	13030	15030	15514	16216	长期投资	-4187	-1509	-1626	-1710				
其他长期负债	890	890	890	890	其他	632	897	958	1031				
长期负债合计	13920	15920	16403	17106	筹资活动现金流	7489	1532	-24	176				
负债合计	23901	26104	26528	27815	债务融资	8517	2000	483	703				
股本	2267	2267	2267	2267	权益融资	79	0	0	0				
股东权益	16676	16970	18319	20051	其它	-1108	-468	-508	-527				
负债和股东权益总计	40576	43074	44847	47866	现金净增加额	194	587	2371	694				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2,2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。