

# 皖能电力 (000543)

证券研究报告

2023年03月31日

## 火电盈利持续修复，新能源业务有望有所突破

### 专注电力主业，巩固火力发电业绩，寻求新能源业务突破

公司为皖能集团下属整合电力资产的主要平台和发展业务的核心企业，目前已经成长为安徽省重要发电企业之一，截至2021年底，公司和国能神皖能源的火电装机容量合计占比超过了安徽省省调火电机组装机容量的50%。公司整体营收逐年上升，2022年前三季度实现营收185.16亿元，较上年同期增长约24.44%。公司预计2022年扭亏为盈，实现归母净利润3.5亿元-5.1亿元，较上年同期增长126.18%-138.15%。

2023年3月29日公司股东大会审议通过现金收购安徽皖能环保发电有限公司、安徽响水涧抽水蓄能有限公司、安徽省响洪甸蓄能发电有限公司、华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司及华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司的部分股权的议案，交易价款合计为22.08亿元。本次新资产注入将优化公司产业结构，进一步提升经济效益。

### 火电：核心业务盈利修复，投资放眼未来规模

公司为安徽省内重要火力发电企业，在建装机规模大。截至2023年1月底，公司控股火电装机容量1307万千瓦，其中在役机组装机容量953万千瓦，在建机组装机容量354万千瓦。同时公司还通过高比例参股国能神皖能源等电力公司获得火电权益装机容量。用电需求增加叠加电价上涨，火电业务盈利修复。我们预计伴随煤炭价格进入下行通道及电价上涨缓解成本端压力，公司火电业务板块盈利能力有望继续修复。

### 新能源：“双碳”目标驱动，寻求新能源业务突破

组件价格下滑，公司新能源项目建设有望实现突破。我们认为随着新能源发电技术日趋成熟加上上游硅料产能释放，组件价格下降，带动新能源项目投资成本下降，利润有望加速流向新能源运营商，公司运营规模有望快速扩张实现突破。大力推进项目开发，增强可持续发展能力。公司规划“十四五”期间风电、光伏发电装机目标为400万千瓦，抽蓄装机目标为控股以及参股各一个120万千瓦及以上的项目，储能电站规模争取达到30万千瓦。

### 盈利预测与估值

我们预计2022-2024年公司实现营收234、254、281亿元；2022-2024年实现归母净利润分别为4、9.5、13.5亿元。基于估值分析，给予公司2023年目标价6.66元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**煤炭价格波动的风险、项目建设速度滞后的风险、电力竞争加剧的风险、相关环保政策变化的风险、收购资产的整合和业务管理风险、新能源业务发展不及预期的风险

### 投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.96元
目标价格	6.66元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,266.86
流通A股股本(百万股)	2,266.86
A股总市值(百万元)	11,243.64
流通A股市值(百万元)	11,243.64
每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	61.42
一年内最高/最低(元)	5.82/3.33

### 作者

郭丽丽 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,752.00	21,032.27	23,357.73	25,439.39	28,114.53
增长率(%)	4.10	25.55	11.06	8.91	10.52
EBITDA(百万元)	3,438.53	(254.72)	2,348.88	3,220.72	3,862.74
净利润(百万元)	1,013.56	(1,337.00)	399.73	946.22	1,354.08
增长率(%)	30.97	(231.91)	(129.90)	136.71	43.10
EPS(元/股)	0.45	(0.59)	0.18	0.42	0.60
市盈率(P/E)	11.18	(8.48)	28.35	11.98	8.37
市净率(P/B)	0.78	0.91	0.86	0.81	0.75
市销率(P/S)	0.68	0.54	0.49	0.45	0.40
EV/EBITDA	5.25	(102.09)	11.31	7.91	7.79

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 专注电力主业，巩固火力发电业绩，寻求新能源业务突破.....	4
1.1. 简介：皖能集团下属核心电力上市公司和电力资产整合平台.....	4
1.2. 业务：电力业务为主，成本端压力缓解扭亏为盈.....	4
1.3. 新资产将注入，推动拓展公司业务体系.....	6
2. 火电：核心业务盈利修复，投资放眼未来规模.....	6
2.1. 省属核心火电企业，“扭亏为盈”抓效益.....	6
2.2. 电价上涨叠加煤价回落，火电业务盈利有望修复.....	7
3. 新能源：“双碳”目标驱动，寻求新能源业务突破.....	9
3.1. “双碳”目标驱动，新能源业务前景广阔.....	9
3.2. 推进项目开发，寻求新能源业务突破.....	9
4. 盈利预测及估值.....	10
4.1. 盈利预测.....	10
4.2. 估值.....	11
5. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	4
图 3：2017-2022Q3 营业收入及同比增速.....	5
图 4：2022H1 公司营收结构.....	5
图 5：2017-2022Q3 归母净利润及同比增速.....	5
图 6：2017-2022H1 电力、煤炭业务毛利率变化.....	5
图 7：2017-2022Q3 公司资产负债率情况.....	5
图 8：2017-2022Q3 期末现金余额变化情况.....	5
图 9：国能神皖能源股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	7
图 10：2017-2022 年安徽省全社会用电量及同比增速.....	7
图 11：2017-2022 年安徽省全社会发电量及同比增速.....	7
图 12：2017-2021 年公司发电量及同比增速.....	8
图 13：2017-2022Q1 年公司发电厂利用小时数及同比变化情况.....	8
图 14：2017-2022Q1 公司平均上网电价.....	8
图 15：2021 年至今煤炭价格走势图（截至 23 年 3 月 21 日）.....	9
图 16：2017-2021 年公司供电标准煤耗.....	9
图 17：2017-2022 年我国风电累计装机容量及同比增速.....	9
图 18：2017-2022 年我国光伏发电累计装机容量及同比增速.....	9
图 19：2022 年至今组件价格走势图（截至 2023 年 3 月 20 日）.....	10

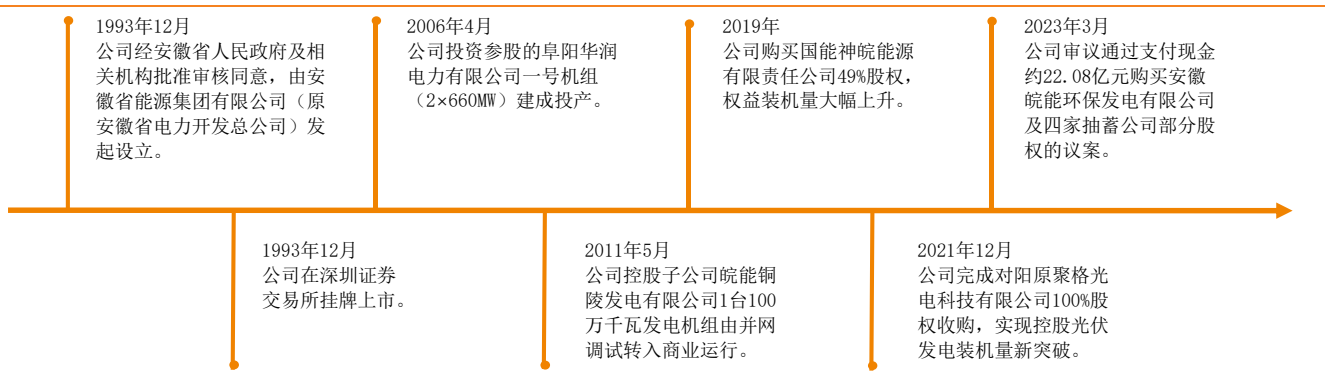
表 1：公司拟现金支付购入资产具体情况 .....	6
表 2：公司及子公司控股在役在建火电机组（截至 2023 年 1 月底） .....	6
表 3：盈利预测 .....	10
表 4：可比公司估值 .....	11

## 1. 专注电力主业，巩固火力发电业绩，寻求新能源业务突破

### 1.1. 简介：皖能集团下属核心电力上市公司和电力资产整合平台

皖能电力于 1993 年由安徽省能源集团有限公司（原安徽省电力开发总公司）发起设立，并于当年 12 月在深圳证券交易所挂牌上市，是安徽省第一批规范化改制的三家上市公司之一。公司主营业务为电力相关项目投资、建设、经营和煤炭及其制品销售，目前已经成长为安徽省重要发电企业之一，截至 2021 年底，公司和国能神皖能源的火电装机容量合计占比超过了安徽省省调火电机组装机容量的 50%。

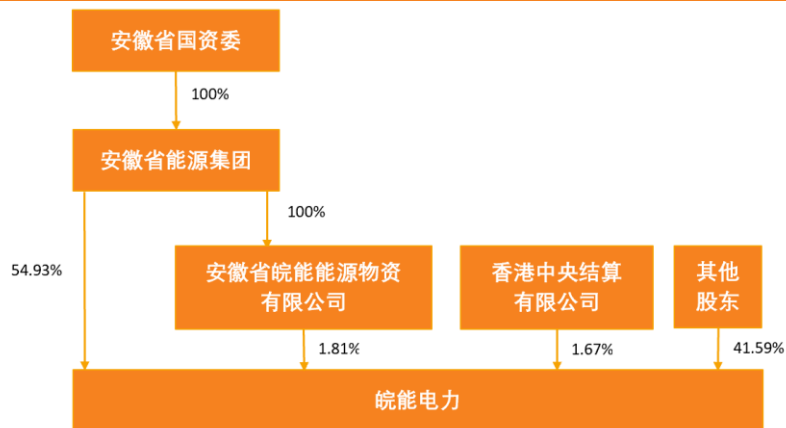
图 1：公司历史沿革



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

截至 2022 年 9 月 30 日，公司控股股东为安徽省能源集团，总持股比例为 56.74%，其中通过安徽省皖能能源物资有限公司间接持有公司 1.81% 股份。公司实际控制人为安徽省国资委。皖能集团将公司定位为整合电力资产的主要平台和发展业务的核心企业，并承诺分时分步将其持有的火电、水电业务类资产逐步注入公司，支持公司做大做强主营业务。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）

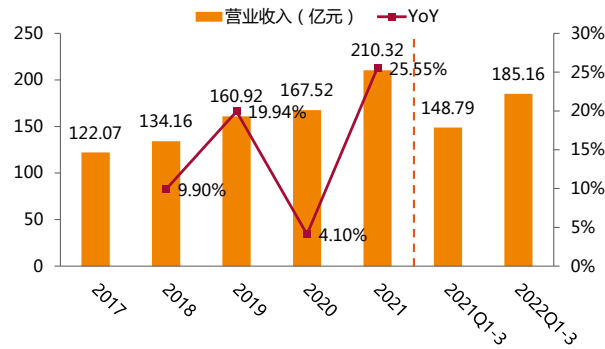


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 业务：电力业务为主，成本端压力缓解扭亏为盈

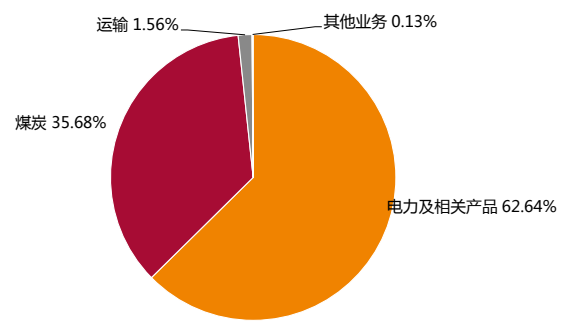
火电业务为主，煤炭业务为辅，并涉足新能源业务，营收逐年增长。2017 年至 2021 年，公司整体营收逐年上升，2022 年前三季度实现营收 185.16 亿元，较上年同期增长约 24.44%。从营收结构来看，电力业务与煤炭及其制品销售业务为公司主营业务，2022 年上半年公司实现营收 119.42 亿元，其中，电力业务 74.80 亿元，占比 62.64%，煤炭业务 42.60 亿元，占比 35.68%，装卸航运业务 1.86 亿元，占比 1.56%。具体来看，公司电力业务中以燃煤发电为主，剔除皖电东送机组，参与安徽省内电力电量平衡的发电装机中，火电机组约占 57%，风电、光伏发电机组约占 35%。

图 3：2017-2022Q3 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

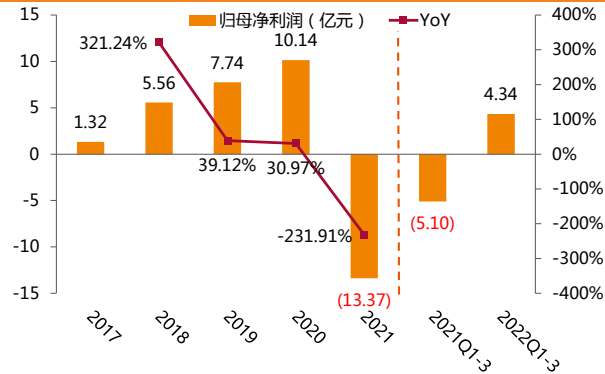
图 4：2022H1 公司营收结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

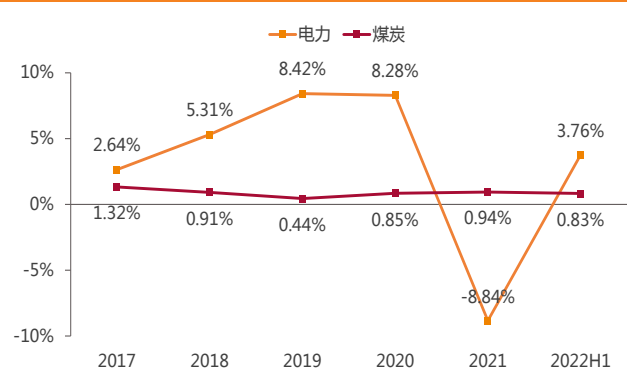
**火电业务盈利修复，煤炭业务兜底，新能源业务尚处投入期。整体来看，**受累于 2021 年下半年煤炭价格大幅上涨，2021 年公司归母净利润亏损 13.37 亿元。2022 年公司结算电价上涨，缓解了煤炭价格上涨带来的成本压力，公司 2023 年 1 月 31 日发布业绩预告，预计 2022 年扭亏为盈，实现归母净利润 3.5 亿元-5.1 亿元，较上年同期增长 126.18%-138.15%。**火电业务方面，**2022 年上半年，电力业务毛利率水平由 2021 年的-8.84%上涨至 3.76%，盈利能力有所修复。**煤炭业务方面，**公司煤炭业务多年毛利率水平维持平稳，为公司实现盈利提供重要保障。2022 年公司安徽省内火电机组亏损面约 50%，其中有煤炭资源背景的或煤电联营性质的电厂基本实现盈利，没有煤炭资源的电厂则亏损居多。**新能源业务方面，**公司已通过收购、参股等方式参与风电、太阳能电力的运营。

图 5：2017-2022Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

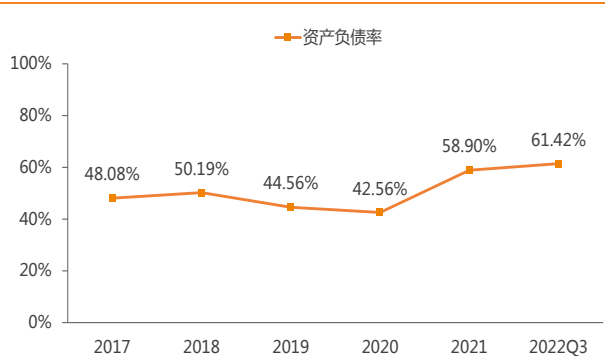
图 6：2017-2022H1 电力、煤炭业务毛利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

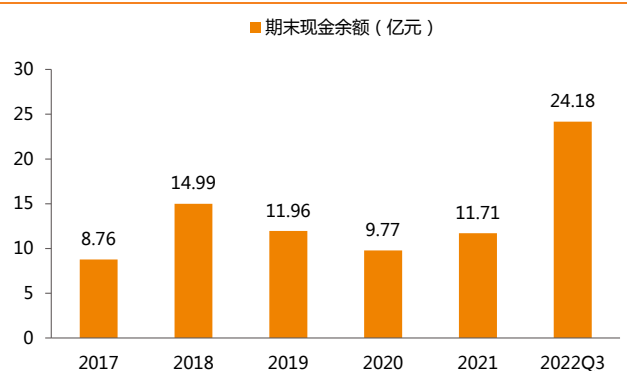
**公司资产负债率上升，期末现金余额呈上升趋势。**2022 年第三季度末公司资产负债率为 61.42%，较上年增加 2.52%。公司业务运营情况良好，同时积极投资相关项目以保障未来发展。2022 年三季度公司经营活动现金净流量为 22.31 亿元，投资活动现金净流量为-25.67 亿元，期末现金余额为 24.18 亿元。2022 年公司公告向利辛板集电厂二期增资 4.158 亿元，向安徽钱营孜发电有限公司增资 4.74 亿元用于钱营孜二期扩建项目建设。

图 7：2017-2022Q3 公司资产负债率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2017-2022Q3 期末现金余额变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 新资产将注入，推动拓展公司业务体系

**新资产注入将优化公司产业结构、提升经济效益。**2023年3月29日，公司股东大会审议通过现金收购安徽皖能环保发电有限公司、安徽响水涧抽水蓄能有限公司、安徽省响洪甸蓄能发电有限公司、华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司及华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司的部分股权的议案，交易价款合计为22.08亿元。

表 1: 公司拟现金支付购入资产具体情况

项目	拟购入股权份额	装机容量
安徽皖能环保发电有限公司	51%	295MW
安徽响水涧抽水蓄能有限公司	2.36%	
安徽省响洪甸蓄能发电有限责任公司	45%	3480MW
华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司	30%	
华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	5.56%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**环保发电资产方面**，安徽皖能环保发电有限公司资产中包含生态环境科技业务，目前安徽皖能环保发电有限公司年固废处理量约531.6万吨，垃圾发电项目占安徽省市场份额约50%，随着环保发电公司在建项目未来陆续投产，年固废处理量将达650万吨。收购安徽皖能环保发电有限公司将有助于改善公司当前以煤电为主、发电形式较为单一的现状。伴随环保发电资产注入，安徽皖能环保发电有限公司将成为公司“十四五”期间开辟环保领域新产业的根据地，并推动公司完善“大环保”产业链，促进公司产业结构转型升级。

**抽水蓄能资产方面**，公司以现金收购四家抽水蓄能公司的原因，一方面是兑现控股股东能源集团作出的避免同业竞争的承诺，另一方面是由于这将扩充公司优质抽蓄项目资产，提高经济效益。公司本次现金收购部分股权涉及的四家抽蓄公司合计装机348万千瓦，将带动公司权益装机增加34万千瓦。

## 2. 火电：核心业务盈利修复，投资放眼未来规模

### 2.1. 省属核心火电企业，“扭亏为盈”抓效益

**公司为安徽省内重要火力发电企业。**截至2023年1月底，公司控股火电装机容量1307万千瓦，其中在役机组装机容量953万千瓦，在建机组装机容量354万千瓦。截至2021年底，公司发电机组多分布在安徽省内，占比约87.83%，其余机组分布在新疆地区。

表 2: 公司及子公司控股在役在建火电机组（截至2023年1月底）

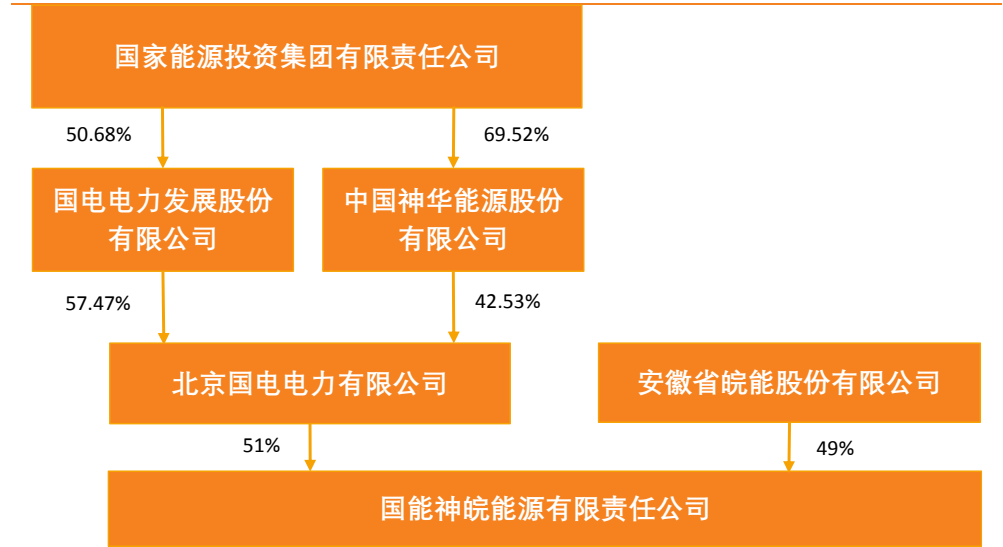
名称	持股比例	装机容量（万千瓦）		其他主要持股股东
		在运	在建	
皖能合肥发电有限公司	51%	126	-	淮河能源电力集团有限责任公司（49%）
皖能铜陵发电有限公司	51%	237	-	淮河能源电力集团有限责任公司（49%）
皖能马鞍山发电有限公司	51%	132	-	淮河能源电力集团有限责任公司（49%）
临涣中利发电有限公司	51%	64	-	淮北矿业股份有限公司（49%）
淮北国安电力有限公司	52.50%	64	-	中煤电力有限公司（35%）
安徽钱营孜发电有限公司	50%	70	-	安徽恒源煤电股份有限公司（50%）
阜阳华润电力有限公司	56.36%	260	-	华润电力投资有限公司（40%）
新疆潞安协鑫准东能源有限公司	53%	-	132	众能电力（苏州）有限公司（46%）
皖能新疆电力有限公司	70%	-	132	华电新疆发电有限公司（30%）
合肥皖能燃气发电有限责任公司	100%	-	90	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>953</b>	<b>354</b>	<b>-</b>

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

**公司规划未来几年有序增加火电装机，部分机组进行技改升级。**2023年1月13日公司控股阜阳电厂二期项目已经实现双机双投，国安二期扩建项目、钱营孜二期项目均与煤

炭企业合作推进中，异地拓展新疆江布电厂、西黑山电站同样正推进建设。公司预计 2025 年末将实现在运在建控股火电装机容量 1375 万千瓦，并计划于“十四五”期间完成所有 60 万千瓦及以上煤电机组灵活性改造。

图 9：国能神皖能源股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



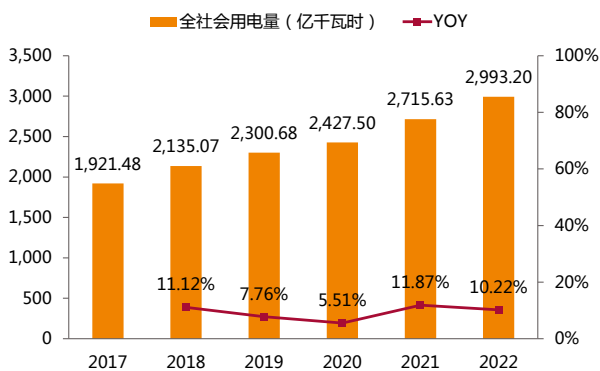
资料来源：wind，天风证券研究所

**高比例参股国能神皖能源等电力公司获得火电权益装机容量。**2021 年国能神皖能源有限责任公司与国电安徽电力有限公司完成资产重组。本次资产重组北京国电电力以所持有的国电安徽电力有限公司 100% 股权价值 27.53 亿元出资，同时皖能电力对国能神皖能源增资 26.45 亿元，保持股权比例 51%：49% 不变。本次资产重组完成后北京国电电力有限公司所属安徽区域全部电力资产进入国能神皖能源，国能神皖能源控股装机容量增加 454 万千瓦，控股装机总容量达到 1046 万千瓦。目前公司参股利辛板集电厂二期项目（2×66 万千瓦）、池州九华电厂二期项目（2×66 万千瓦）正在推进建设。

## 2.2. 电价上涨叠加煤价回落，火电业务盈利有望修复

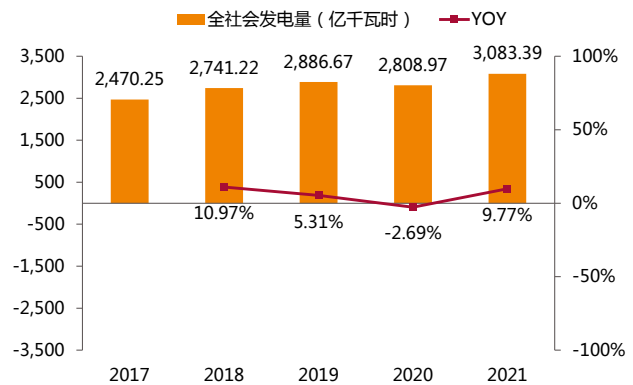
**区域用电需求增加，电力供需紧张。**安徽省用电量、发电量均保持高速增长，用电量增速高于发电量增速。据安徽省发改委公布的数据，2022 年安徽省全省全社会用电量 2993.2 亿千瓦时，同比增长 10.2%，增速位居全国前列，用电量 2020-2022 年复合增速达 11%，大幅高于安徽省电力“十四五”发展规划设定的 6.6%-6.7%。据安徽省统计局公布的数据，2022 年安徽省全省规模以上工业发电量较快增长，累计发电量 3135 亿千瓦时，较上年增长 6.2%。

图 10：2017-2022 年安徽省全社会用电量及同比增速



资料来源：安徽省统计年鉴 2022，安徽省发改委，天风证券研究所

图 11：2017-2022 年安徽省全社会发电量及同比增速

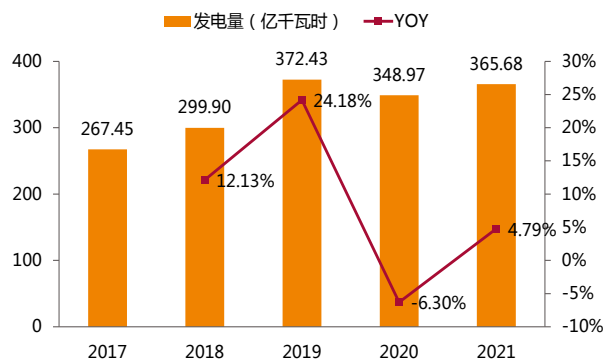


资料来源：安徽省统计年鉴 2022，天风证券研究所

**公司发电量呈上升趋势，机组有效利用程度较高。**受益于疫情影响逐渐得到控制和区域用电需求增加等因素，2021 年公司发电量为 365.68 亿千瓦时，同比上涨 4.79%；上网电量 344.5 亿千瓦时，同比上涨 4.58%。除 2020 年受疫情影响外，公司发电厂利用小时数

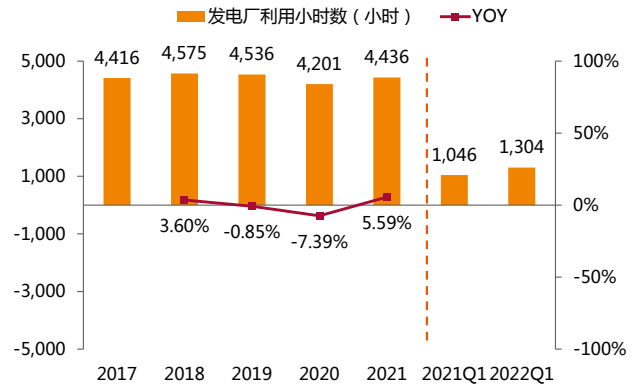
基本维持在 4500 小时左右，机组有效利用程度较高。2021 年公司发电厂利用小时为 4436 小时，较 2020 年上涨 5.59%；2022 年安徽省内 60 万及以上等级机组发电小时平均超过 5000 小时，其中百万千瓦等级发电机组发电小时接近 5500 小时。

图 12：2017-2021 年公司发电量及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

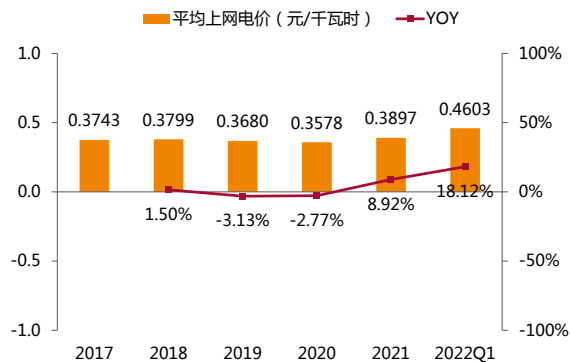
图 13：2017-2022Q1 年公司发电厂利用小时数及同比变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**电价上涨缓解成本端压力，火电业务盈利能力有所修复。**为落实国家“碳达峰、碳中和”战略目标，进一步深化电价改革，自 2021 年 10 月 15 日起，安徽省燃煤发电在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，当前基准价为 0.3844 元/千瓦时，上浮幅度限制由以往的 10% 提高至 20%，下浮幅度由以往的原则上不超过 15% 下降至 20%。2022 年公司年度电力交易价格基本都达到了基准电价上涨 20% 的上限，疏导了煤炭价格高企带来的成本压力。国网安徽省电力有限公司公布的 2023 年 1 月至 3 月底的代理购电价格均为 0.46128 元/千瓦时。

图 14：2017-2022Q1 公司平均上网电价

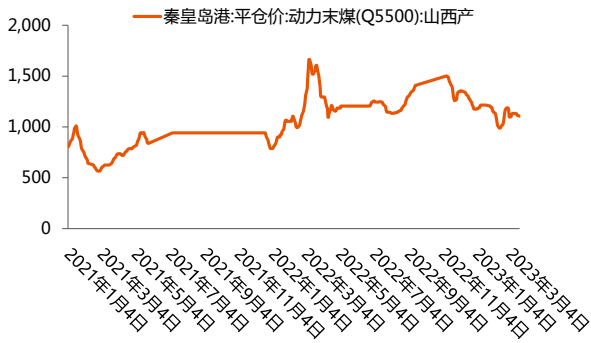


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**煤炭价格尚处高位，火电业务业绩仍处在修复期。**火电业务中，煤炭成本占发电企业总成本的 80%，对业绩影响显著。一方面，2023 年初以来，煤炭价格仍保持高位运行，但呈现出波动下降趋势。2022 年公司常规发电机组长协煤合同覆盖率在 60% 以上，兑现率超过 80%。2023 年年初，公司已签订长协煤合同略高于去年同期，并且当前正落实国家发改委相关要求，积极进行补签工作，合同签订量有望进一步提升。我们预计伴随煤炭价格回落和长协煤覆盖率提升，公司火电业务盈利能力或将进一步修复。另一方面，煤炭价格波动下降预计将改善燃煤质量波动大的问题。公司标准煤耗处于行业较好水平，但受燃煤质量等因素影响有所波动。2021 年受累于煤炭供应紧张，公司采购燃煤质量稳定性下降等，公司供电煤耗较 2020 年上升 2.8 克/千瓦时。目前公司采购煤炭库存保持平稳，长协煤供应相对充足，我们预计随着燃煤质量稳定性有所改善，供电标准煤耗或将下降。

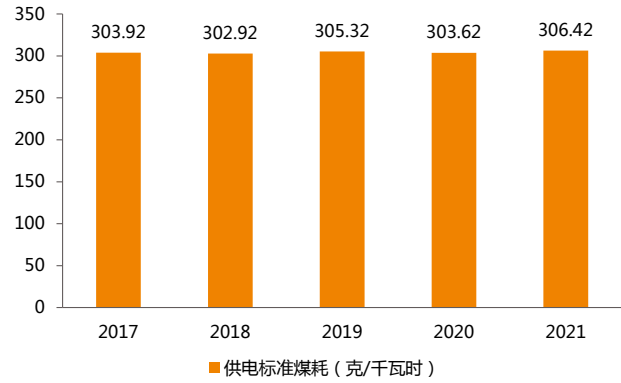


图 15：2021 年至今煤炭价格走势（截至 23 年 3 月 21 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2017-2021 年公司供电标准煤耗



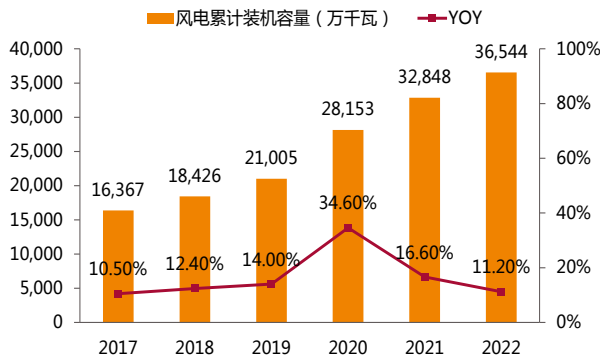
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 新能源：“双碳”目标驱动，寻求新能源业务突破

#### 3.1. “双碳”目标驱动，新能源业务前景广阔

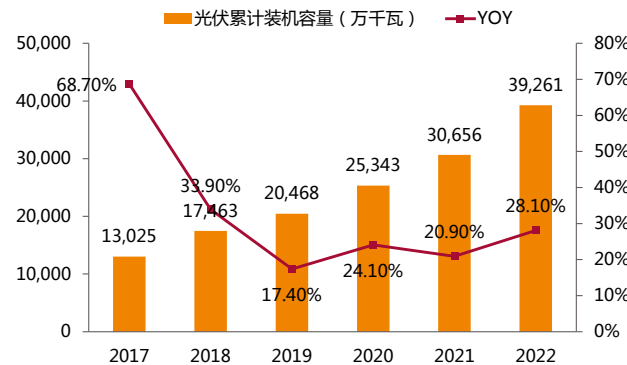
“30·60 双碳”目标驱动，新能源发电建设积极开展。近年来我国风电、光伏发电装机容量呈上升趋势，据国家能源局数据，2022 年全国风电、光伏发电新增装机突破 1.2 亿千瓦，创历史新高，带动可再生能源装机突破 12 亿千瓦。截至 2022 年底，可再生能源装机达到 12.13 亿千瓦，占全国发电总装机的 47.3%，较 2021 年提高 2.5 个百分点。其中，风电 3.65 亿千瓦、太阳能发电 3.93 亿千瓦、生物质发电 0.41 亿千瓦、常规水电 3.68 亿千瓦、抽水蓄能 0.45 亿千瓦。电力部门能源利用加速转型升级，新能源发电增量空间广阔。据《安徽省能源发展“十四五”规划》，安徽省大力支持发展可再生能源，规划“十四五”期间实现新增可再生能源发电装机 2000 万千瓦左右，其中：新增风电装机 388 万千瓦，年均增长 14.2%，新增光伏发电装机 1430 万千瓦，年均增长 15.4%，新增抽水蓄能装机 150 万千瓦，年均增长 8.0%。

图 17：2017-2022 年我国风电累计装机容量及同比增速



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

图 18：2017-2022 年我国光伏发电累计装机容量及同比增速

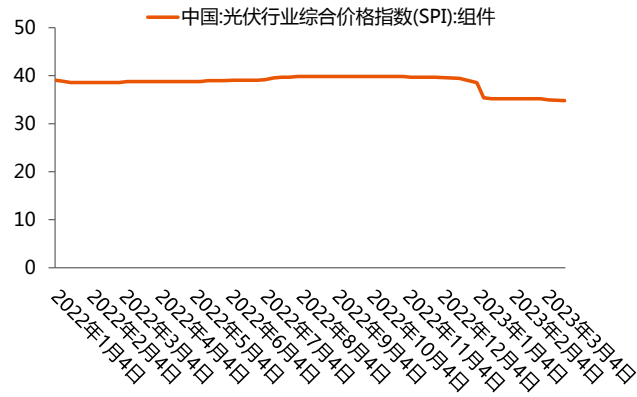


资料来源：国家能源局，天风证券研究所

#### 3.2. 推进项目开发，寻求新能源业务突破

组件价格下滑，火电业务与新能源业务协同发展，公司新能源项目建设有望实现突破。我们认为随着新能源发电技术日趋成熟叠加上游硅料产能释放，组件价格下降，利润有望加速流向新能源运营商。据 wind 数据，2023 年 3 月 20 日光伏组件行业综合价格指数为 34.81，较 2021 年初以来最高值点下降 13.32%。我们认为未来随着组件价格继续下降，新能源装机有望放量增长，公司运营规模有望快速扩张实现突破。

图 19：2022 年至今组件价格走势（截至 2023 年 3 月 20 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**大力推进项目开发，增强可持续发展能力。**公司下属子公司已经涉及绿色电力的运营，2021 年公司全资子公司皖能能源交易有限公司完成收购 4.985 万千瓦项目，2022 年度收益显现。公司规划“十四五”期间风电、光伏发电装机目标为 400 万千瓦，目前已获指标 130 万千瓦，预计自建比例超过 50%；抽蓄装机目标为控股以及参股各一个 120 万千瓦及以上的项目；储能电站规模争取达到 30 万千瓦，目前公司全资子公司淮北皖能储能科技有限公司电化学储能电站项目（103MW）正在建设中。

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 盈利预测

公司火力发电业务板块与新能源发电业务板块规模有望扩张。我们预计公司火力发电装机将保持有序增长，2022-2024 年控股装机容量有望达到 8GW、11GW、13GW；公司十四五风光装机目标 4GW，目前已获指标 1.3GW，假设风光装机比例均衡且装机增长保持前低后高的态势，预计 2022-2024 年光伏发电控股装机容量有望达到 5 万千瓦、25 万千瓦、100 万千瓦，2023-2024 年风力发电控股装机容量有望达到 20 万千瓦、95 万千瓦。我们预计 2022-2024 年公司实现营收 234、254、281 亿元，同比增长 11%、9%、11%。装机规模增长将带来公司营业成本的上升，同时考虑到煤炭价格有望下跌，疏导公司火电业务成本端压力，我们预计公司 2022-2024 年营业成本分别为 226、239、260 亿元。综上，不考虑本次购买资产，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 4、9.5、13.5 亿元。

表 3：盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
电力					
收入	亿元	126.47	150.25	176.83	210.12
成本	亿元	137.64	143.83	162.60	189.99
毛利	亿元	-11.17	6.42	14.22	20.13
毛利率	-	-8.8%	4.3%	8.0%	9.6%
煤炭					
收入	亿元	79.95	79.22	73.26	66.50
成本	亿元	79.20	78.48	72.57	65.88
毛利	亿元	0.75	0.74	0.69	0.63
毛利率	-	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
装卸航运及其他					
收入	亿元	3.91	4.10	4.31	4.52
成本	亿元	3.14	3.48	3.65	3.83
毛利	亿元	0.77	0.63	0.66	0.69
毛利率	-	19.6%	15.3%	15.3%	15.3%
合计					

收入	亿元	210.32	233.58	254.39	281.15
成本	亿元	219.98	225.79	238.82	259.70
毛利	亿元	-9.66	7.79	15.57	21.44
毛利率	-	-4.6%	3.3%	6.1%	7.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 估值

公司目前主要盈利支撑点为火电业务，因此我们采用 PB 估值法对公司进行估值。截至 2022 年三季度末，公司权益净资产为 125.82 亿元。我们选取国电电力（600795.SH）、上海电力（600021.SH）、粤电力 A（000539.SZ）作为可比公司，可比公司当前平均 PB（LF）为 1.49 倍。根据上述分析，给予公司 2023 年 1.2 倍 PB，对应估值为 150.98 亿元，对应目标价为 6.66 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE		PB(LF)
			2022E	2023E	2022E	2023E	
600795.SH	国电电力	660	0.28	0.41	13.30	8.98	1.41
600021.SH	上海电力	274	0.11	0.61	85.35	15.81	1.51
000539.SZ	粤电力 A	335	-0.44	0.31	-14.53	20.54	1.55

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均为 Wind 一致预期数据；截至 2023 年 3 月 29 日

## 5. 风险提示

**煤炭价格波动的风险：**若煤炭供需情况改善不及预期，煤炭价格继续维持高位运行，则公司火电业务盈利能力修复将会受到显著负面影响。

**项目建设速度滞后的风险：**公司目前控股及参股在建项目规模较大，包括利辛板集电厂二期项目、钱营孜二期扩建项目等。若项目推进进程不及预期，则可能对公司未来业绩造成一定冲击。

**电力竞争加剧的风险：**一方面公司目前电源结构仍以火电为主。伴随新能源发电技术的日趋成熟和造价成本下降，新能源装机快速增长，公司所属燃煤机组发电量增长空间将受到制约；另一方面，伴随“外电入皖”和长三角特高压电力枢纽建设的不断输入，将会加大过境直流分电安徽份额，从而挤压公司机组发电量份额，对公司业绩产生不利影响。

**相关环保政策变化的风险：**随着低碳环保的趋势持续加强，未来公司经营过程中可能出现节能减排政策变化或碳排放指标不足，需要通过交易获得额外碳排放指标的情况，这将增加公司运营成本，影响盈利能力。

**收购资产的整合和业务管理风险：**收购完成后，一方面公司与所收购资产之间是否能够通过整合充分发挥双方的优势、实现战略协同效应，仍存在不确定性；另一方面，若外部市场环境发生变化等原因导致所收购资产的业务增长、收益水平低于预期，将无法给全体股东带来持续稳定的业绩回报。

**新能源业务发展不及预期的风险：**公司寻求新能源业务突破，推动公司产业结构转型升级，但是受政策变动等影响新能源项目的核准、建设及并网投产存在一定的不确定性。若新能源业务发展不及预期，则可能对公司未来盈利能力产生影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,024.24	1,205.59	1,868.62	2,035.15	2,249.16
应收票据及应收账款	1,921.44	1,856.16	2,937.51	2,200.92	3,298.51
预付账款	313.83	355.53	159.59	447.94	233.18
存货	277.25	797.10	261.15	823.10	398.42
其他	612.75	890.33	961.91	649.78	1,154.53
<b>流动资产合计</b>	<b>4,149.49</b>	<b>5,104.70</b>	<b>6,188.76</b>	<b>6,156.88</b>	<b>7,333.81</b>
长期股权投资	8,164.56	10,518.80	10,518.80	10,518.80	10,518.80
固定资产	15,294.21	14,632.16	13,501.62	12,371.08	11,240.54
在建工程	226.41	2,837.51	3,837.51	6,837.51	11,837.51
无形资产	766.75	751.36	724.13	696.89	669.65
其他	5,090.60	6,731.74	5,649.99	5,989.95	6,116.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>29,542.52</b>	<b>35,471.57</b>	<b>34,232.04</b>	<b>36,414.22</b>	<b>40,383.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>33,692.02</b>	<b>40,576.27</b>	<b>40,420.81</b>	<b>42,571.10</b>	<b>47,716.91</b>
短期借款	4,331.81	1,608.09	4,305.32	4,539.77	8,105.64
应付票据及应付账款	1,685.93	3,201.63	1,262.44	3,530.81	1,841.51
其他	2,176.59	4,931.38	3,825.83	3,617.51	4,633.92
<b>流动负债合计</b>	<b>8,194.33</b>	<b>9,741.10</b>	<b>9,393.59</b>	<b>11,688.09</b>	<b>14,581.07</b>
长期借款	2,881.04	10,400.30	10,618.48	9,098.60	9,848.42
应付债券	2,032.74	2,629.97	1,892.94	2,185.22	2,236.04
其他	1,061.89	889.71	1,004.77	985.46	959.98
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,975.68</b>	<b>13,919.98</b>	<b>13,516.19</b>	<b>12,269.27</b>	<b>13,044.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,339.05</b>	<b>23,900.66</b>	<b>22,909.78</b>	<b>23,957.37</b>	<b>27,625.51</b>
少数股东权益	4,862.58	4,223.98	4,366.22	4,663.77	5,037.93
股本	2,266.86	2,266.86	2,266.86	2,266.86	2,266.86
资本公积	3,817.22	3,817.42	3,817.42	3,817.42	3,817.42
留存收益	6,349.41	4,840.12	5,205.88	6,052.76	7,237.59
其他	2,056.90	1,527.21	1,854.63	1,812.91	1,731.58
<b>股东权益合计</b>	<b>19,352.97</b>	<b>16,675.60</b>	<b>17,511.03</b>	<b>18,613.73</b>	<b>20,091.39</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33,692.02</b>	<b>40,576.27</b>	<b>40,420.81</b>	<b>42,571.10</b>	<b>47,716.91</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,328.76	(2,194.65)	399.73	946.22	1,354.08
折旧摊销	1,416.14	1,188.17	1,157.78	1,157.78	1,157.78
财务费用	418.24	444.06	457.64	479.65	530.84
投资损失	(738.32)	413.26	(681.15)	(802.13)	(891.28)
营运资金变动	102.01	(1,248.05)	(1,598.46)	1,770.31	(2,005.38)
其它	422.90	340.81	155.45	332.45	427.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,949.74</b>	<b>(1,056.42)</b>	<b>(109.01)</b>	<b>3,884.28</b>	<b>573.63</b>
资本支出	741.24	6,164.59	884.94	3,019.31	5,025.48
长期投资	490.46	2,354.25	0.00	0.00	0.00
其他	(2,802.91)	(14,756.97)	(1,203.79)	(5,217.18)	(9,134.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,571.21)</b>	<b>(6,238.14)</b>	<b>(318.85)</b>	<b>(2,197.87)</b>	<b>(4,108.72)</b>
债权融资	(1,668.93)	6,393.85	810.65	(1,343.92)	4,053.12
股权融资	(95.16)	(529.49)	280.24	(175.96)	(304.02)
其他	166.99	1,624.16	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,597.10)</b>	<b>7,488.52</b>	<b>1,090.89</b>	<b>(1,519.88)</b>	<b>3,749.10</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(218.57)</b>	<b>193.97</b>	<b>663.03</b>	<b>166.53</b>	<b>214.01</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>16,752.00</b>	<b>21,032.27</b>	<b>23,357.73</b>	<b>25,439.39</b>	<b>28,114.53</b>
营业成本	15,284.39	21,997.83	22,578.59	23,882.42	25,970.04
营业税金及附加	122.12	90.42	65.38	71.21	78.70
营业费用	3.78	3.85	4.28	4.66	5.15
管理费用	55.98	66.09	68.73	74.85	82.72
研发费用	87.32	481.66	164.17	178.80	197.60
财务费用	406.29	432.43	457.64	479.65	530.84
资产减值损失	(8.02)	(90.75)	(34.56)	(34.56)	(34.56)
公允价值变动收益	(0.00)	8.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	738.32	(413.26)	681.15	802.13	891.28
其他	(1,495.05)	967.96	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,556.89</b>	<b>(2,512.87)</b>	<b>665.55</b>	<b>1,515.37</b>	<b>2,106.21</b>
营业外收入	13.05	98.43	45.66	45.66	45.66
营业外支出	9.37	163.43	59.08	59.08	59.08
<b>利润总额</b>	<b>1,560.57</b>	<b>(2,577.88)</b>	<b>652.13</b>	<b>1,501.95</b>	<b>2,092.79</b>
所得税	231.81	(383.22)	96.94	223.28	311.11
<b>净利润</b>	<b>1,328.76</b>	<b>(2,194.65)</b>	<b>555.18</b>	<b>1,278.67</b>	<b>1,781.68</b>
少数股东损益	315.19	(857.65)	155.45	332.45	427.60
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,013.56</b>	<b>(1,337.00)</b>	<b>399.73</b>	<b>946.22</b>	<b>1,354.08</b>
每股收益(元)	0.45	(0.59)	0.18	0.42	0.60

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.10%	25.55%	11.06%	8.91%	10.52%
营业利润	23.11%	-261.40%	-126.49%	127.69%	38.99%
归属于母公司净利润	30.97%	-231.91%	-129.90%	136.71%	43.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.76%	-4.59%	3.34%	6.12%	7.63%
净利率	6.05%	-6.36%	1.71%	3.72%	4.82%
ROE	6.99%	-10.74%	3.04%	6.78%	9.00%
ROIC	6.96%	-7.68%	3.70%	5.99%	7.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.56%	58.90%	56.68%	56.28%	57.89%
净负债率	45.36%	92.49%	91.53%	80.57%	96.39%
流动比率	0.50	0.51	0.66	0.53	0.50
速动比率	0.46	0.43	0.63	0.46	0.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.04	11.14	9.75	9.90	10.22
存货周转率	54.14	39.15	44.14	46.93	46.03
总资产周转率	0.50	0.57	0.58	0.61	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	-0.59	0.18	0.42	0.60
每股经营现金流	1.30	-0.47	-0.05	1.71	0.25
每股净资产	6.39	5.49	5.80	6.15	6.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	11.18	-8.48	28.35	11.98	8.37
市净率	0.78	0.91	0.86	0.81	0.75
EV/EBITDA	5.25	-102.09	11.31	7.91	7.79
EV/EBIT	8.90	-18.08	22.30	12.36	11.13

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com