

电价高位维持、煤价趋稳，新疆机组投产，归母净利润大幅增长；分红比例提高

——皖能电力 2023 年年报点评

核心观点

事件：公司近期发布 2023 年年报，全年实现营业收入 278.7 亿元，同比+8.3%；实现归母净利润 14.3 亿元，同比+186.4%。

- **紧抓“疆电入皖”机遇，江布电厂投产，火电资产质量进一步提升。**2023 年 9 月，江布电厂两台 66 万千瓦机组建成投产，另外西黑山电厂 2×66 万千瓦机组预计也将在 24 年底建成投产。新疆火电利用小时数高、煤炭成本低，公司整体火电资产质量将持续提升。截至 2023 年底，公司控股发电装机容量为 1,494 万千瓦，其中经营期装机 1,138 万千瓦，建设期装机 356 万千瓦，电力业务仍有增长空间。
- **电价高位维持、动力煤价格下降，火电盈利能力持续改善。**2023 年，公司电力业务平均上网电价 455.6 元/兆瓦时，较 22 年同比-2.3%。其中部分影响来自新投产新疆机组上网电价比安徽省项目较低，去除这部分影响，我们测算公司安徽机组上网电价的下降幅度仅约 0.5%。2023 年，国内煤炭市场供需结构持续改善，煤价趋稳，安徽省全年平均煤价下降约 18.9%，火电成本端改善明显。23 年公司发电行业毛利率达到 7.69%，可比口径同比+5.72pct。
- **电力多板块协同发展。**除煤电板块外，公司积极发展燃气发电、新能源发电、储能和抽蓄业务。今年 2 月公司合肥气电项目试运行；公司正在推进宿州 30 万千瓦风电，新疆 80 万千瓦光伏大基地项目开工前相关准备；公司控股皖能环保运营质量良好，持续贡献利润；今年 1 月公司中标绩溪县朋抽蓄项目，装机容量 1400MW。多板块协同发展，电力业务结构持续优化。
- **每 10 股派现金 2.21 元，分红比例进一步提高。**公司拟向全体股东按每 10 股派现金 2.21 元（含税），计派现金股利 500,976,796.15 元，占公司 2023 年归母净利润的 35.05%，分红比例较去年提高 9.5pct。

盈利预测与投资建议

国内煤炭市场供需结构持续改善，煤价持续下行，我们上调盈利预测，预计公司 24-26 年归属于母公司净利润分别为 18.33/22.14/23.09 亿元（24-25 年原预测为 17.29/20.98 亿元），对应每股收益分别为 0.81/0.98/1.02 元（24-25 年原预测为 0.76/0.93 元）。参考可比公司估值给予公司 24 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 10.53 元。维持“买入”评级。

风险提示

在建项目进度不及预期；煤价波动风险；长协煤比例不及预期；投资收益波动风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,740	27,867	31,740	35,614	34,953
同比增长(%)	22.4%	8.3%	13.9%	12.2%	-1.9%
营业利润(百万元)	277	1,893	3,209	3,875	4,041
同比增长(%)	111.1%	583.2%	69.5%	20.8%	4.3%
归属母公司净利润(百万元)	499	1,430	1,833	2,214	2,309
同比增长(%)	137.6%	186.4%	28.2%	20.8%	4.3%
每股收益(元)	0.22	0.63	0.81	0.98	1.02
毛利率(%)	2.4%	6.9%	12.1%	12.8%	13.4%
净利率(%)	1.9%	5.1%	5.8%	6.2%	6.6%
净资产收益率(%)	3.7%	10.2%	12.4%	13.2%	12.1%
市盈率	40.7	14.2	11.1	9.2	8.8
市净率	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年04月17日）	8.97 元
目标价格	10.53 元
52 周最高价/最低价	9.08/5.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	226,686/226,686
A 股市值（百万元）	20,334
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2024 年 04 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.55	16.8	28.88	58.36
相对表现%	2.82	16.93	18.46	72.43
沪深 300%	1.73	-0.13	10.42	-14.07



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
周迪	zhoudi1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050001

联系人

李少甫	lishaofu@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

火电盈利能力改善，资产注入助力电力产业 2023-12-22
结构优化：——皖能电力（000543）首次覆盖报告

表 1：可比公司估值表（数据截至 2024.4.17 收盘价）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024/4/17	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
江苏国信	002608	8.46	0.02	0.50	0.80	0.94	532.08	17.09	10.61	8.99
上海电力	600021	9.20	0.12	0.57	0.80	1.02	77.57	16.27	11.54	8.98
建投能源	000600	6.91	0.06	0.09	0.33	0.44	121.44	74.30	20.65	15.67
浙能电力	600023	6.66	-0.14	0.53	0.61	0.67	-48.83	12.61	10.98	9.99
京能电力	600578	3.57	0.12	0.16	0.23	0.26	29.75	21.96	15.25	13.65
调整后平均							76.00	18.00	13.00	11.00

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
发电行业					
销售收入（百万元）	17,711.9	20,417.0	22,723.3	25,300.2	24,769.6
增长率	40.1%	15.3%	11.3%	11.3%	-2.1%
毛利率	2.0%	7.7%	14.4%	15.5%	16.1%
煤炭行业					
销售收入（百万元）	7,295.0	6,431.8	7,874.2	9,028.6	8,711.8
增长率	-8.8%	-11.8%	22.4%	14.7%	-3.5%
毛利率	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%
垃圾处理行业					
销售收入（百万元）	-	239.9	248.0	256.0	288.6
增长率			3.4%	3.2%	12.7%
毛利率		64.1%	64.1%	64.1%	64.1%
运输及其他					
销售收入（百万元）	732.9	778.1	894.8	1,029.0	1,183.3
增长率	87.5%	6.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	47.3%	49.4%	38.8%	38.8%	38.8%
合计	25,739.8	27,866.8	31,740.3	35,613.8	34,953.4
增长率	22.4%	8.3%	13.9%	12.2%	-1.9%
综合毛利率	2.4%	6.9%	12.1%	12.8%	13.4%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,369	1,998	3,465	9,084	15,195	营业收入	25,740	27,867	31,740	35,614	34,953
应收票据、账款及款项融资	3,381	3,641	3,706	4,497	4,354	营业成本	25,111	25,952	27,896	31,054	30,265
预付账款	576	629	654	778	758	营业税金及附加	118	146	149	173	172
存货	763	697	869	915	882	销售费用	13	24	28	31	31
其他	855	1,060	822	881	898	管理费用及研发费用	391	367	418	469	460
流动资产合计	7,944	8,024	9,517	16,155	22,087	财务费用	758	812	1,424	1,459	1,479
长期股权投资	11,229	13,188	12,746	12,746	12,746	资产、信用减值损失	50	130	90	90	104
固定资产	20,221	24,801	25,804	26,045	25,439	公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
在建工程	7,030	5,774	7,648	6,860	5,443	投资净收益	869	1,358	1,370	1,433	1,499
无形资产	3,645	3,571	3,489	3,408	3,327	其他	112	100	104	104	99
其他	5,649	5,228	5,741	5,619	5,674	营业利润	277	1,893	3,209	3,875	4,041
非流动资产合计	47,775	52,562	55,429	54,679	52,629	营业外收入	10	24	0	0	0
资产总计	55,719	60,586	64,945	70,833	74,716	营业外支出	5	88	0	0	0
短期借款	834	807	1,083	908	933	利润总额	282	1,829	3,209	3,875	4,041
应付票据及应付账款	6,166	4,462	5,235	6,264	5,662	所得税	(46)	81	802	969	1,010
其他	4,848	9,718	6,661	7,135	7,866	净利润	328	1,749	2,406	2,906	3,031
流动负债合计	11,848	14,986	12,979	14,307	14,461	少数股东损益	(171)	319	573	692	722
长期借款	20,660	24,134	28,206	29,874	30,551	归属于母公司净利润	499	1,430	1,833	2,214	2,309
应付债券	1,613	0	0	0	0	每股收益(元)	0.22	0.63	0.81	0.98	1.02
其他	1,112	1,085	950	1,009	989						
非流动负债合计	23,386	25,218	29,156	30,883	31,540	主要财务比率					
负债合计	35,233	40,205	42,135	45,190	46,001		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	6,171	6,533	7,106	7,798	8,520	成长能力					
实收资本(或股本)	2,267	2,267	2,267	2,267	2,267	营业收入	22.4%	8.3%	13.9%	12.2%	-1.9%
资本公积	5,500	3,782	3,782	3,782	3,782	营业利润	111.1%	583.2%	69.5%	20.8%	4.3%
留存收益	5,437	6,515	8,348	10,562	12,871	归属于母公司净利润	137.6%	186.4%	28.2%	20.8%	4.3%
其他	1,110	1,286	1,308	1,235	1,276	获利能力					
股东权益合计	20,486	20,382	22,810	25,643	28,715	毛利率	2.4%	6.9%	12.1%	12.8%	13.4%
负债和股东权益总计	55,719	60,586	64,945	70,833	74,716	净利率	1.9%	5.1%	5.8%	6.2%	6.6%
						ROE	3.7%	10.2%	12.4%	13.2%	12.1%
						ROIC	3.0%	5.2%	6.4%	6.8%	6.5%
						偿债能力					
						资产负债率	63.2%	66.4%	64.9%	63.8%	61.6%
						净负债率	114.9%	147.6%	130.6%	102.7%	75.0%
						流动比率	0.67	0.54	0.73	1.13	1.53
						速动比率	0.60	0.49	0.67	1.07	1.47
						营运能力					
						应收账款周转率	10.1	8.1	8.9	8.9	8.1
						存货周转率	30.3	34.5	35.6	34.8	33.7
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.63	0.81	0.98	1.02
						每股经营现金流	1.27	-0	2.14	2.49	2.51
						每股净资产	6.31	6.11	6.93	7.87	8.91
						估值比率					
						市盈率	40.7	14.2	11.1	9.2	8.8
						市净率	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
						EV/EBITDA	21.9	9.8	6.8	5.9	5.6
						EV/EBIT	46.6	17.8	10.4	9.0	8.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。