

2017年06月20日

皖能电力 (000543)

——受益火电主业回暖 低估值期待资产注入

暨火电行业系列报告之六

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据： 2017年06月19日

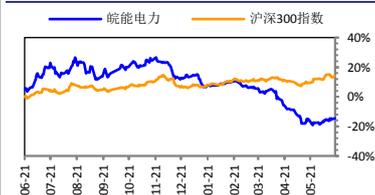
收盘价(元)	5.74
一年内最高/最低(元)	8.58/5.37
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10277
上证指数/深证成指	3144.37/10262.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	6.16
资产负债率%	44.62
总股本/流通A股(百万)	1790/1790
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **安徽国资委旗下电力上市平台，系当地火电龙头公司。**公司大股东为皖能集团，实际控制人为安徽省国资委。公司近年来装机稳步增加，截至目前公司控股装机容量达 655 万千瓦，权益装机容量达 636 万千瓦，占安徽全省统调火电机组比例超过 17%（不含皖电东送机组）。
- **燃料成本逐步回落，电价结构优化，叠加火电发电效率有望提升，公司盈利能力有望提升。**五月以来环渤海动力煤价格连续下跌，神华集团和中煤集团近长期协价格相继下调。今年煤炭供应总体偏向宽松，预计从二季度开始公司燃料成本压力开始缓解。从利用小时数上看，安徽尽管好于全国平均水平，但也处于历史性低点，随着高层密集表态火电供给侧改革，五大电混改迈出实质性步伐，预计火电效率有望不断改善。
- **公司装机稳步增长，业务结构不断优化。**安徽省在 16 年出台的煤电规划建设风险预警中被列为仅有的 3 个绿色省份之一，火电装机尚有增长空间。17 年 3 月皖能铜陵二期新投产一台百万千瓦机组，钱营孜发电 2*35 万 kw 机组预计年内投产，公司装机稳步扩张。安徽省电力需求较为旺盛，同时随着皖电东送规模扩大，省内电力消纳有保障。公司近年来业务结构不断优化，通过与国电合作在安徽拓展风电项目，优化电源结构；公司利用电源和省属国企优势，联合神皖能源和铜陵有色成立售电公司，相关业务推进迅速，公司业务结构不断优化。
- **资产注入时点渐近，外延成长可期。**皖能集团 13 年即承诺在之后 5 年内分批完成电力资产注入以解决同业竞争问题，截至目前尚有国电铜陵 25% 股权、国电蚌埠 30% 股权以及神皖能源 49% 股权等优质资产未完成注入，其中神皖能源体量较大，目前在运装机达 460 万千瓦，在建装机 132 万千瓦。上述资产完成注入后，公司装机规模有望再上台阶。目前距离承诺的 18 年完成注入时点渐近，公司有望通过股权、债权等多种方式完成对集团剩余电力资产的重组。
- **盈利预测与评级：**公司定增取消暂不考虑资产注入，同时综合考虑公司内生装机增长，以及煤价和火电利用效率改善，我们调整公司 17~19 年归母净利润预测为 4.33、6.98 和 8.65 亿元（调整前分别为 4.60、6.94 和 9.64 亿元），对应的每股收益分别为 0.24、0.39 和 0.48 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 24 倍、15 倍和 12 倍。公司为优质区域电力龙头，充分受益行业基本面改善，电力+金融双轮驱动格局初步形成，上调投资评级至“买入”。
- **风险提示：**煤价进一步上涨；新增机组投产进度不达预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,633	2,606	12,742	13,161	13,213
同比增长率(%)	-5.88	11.14	19.83	3.29	0.40
净利润(百万元)	889	-40	433	698	865
同比增长率(%)	-23.02	-	-51.30	61.20	23.93
每股收益(元/股)	0.50	-0.02	0.24	0.39	0.48
毛利率(%)	11.8	1.0	5.9	8.2	10.7
ROE(%)	8.1	-0.4	5.2	7.7	8.7
市盈率	12		24	15	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE。

投资案件

投资评级与估值

公司为安徽省区域电力龙头，大股东为皖能集团，实际控制人为安徽省国资委，公司充分受益于煤价下跌和发电效率提升带来的火电行业景气拐点，同时皖能集团承诺的资产注入节点渐近，外延扩张有望打开公司成长空间。

公司定增取消暂不考虑资产注入，同时综合考虑公司内生装机增长，以及煤价和火电利用效率改善，我们调整公司17~19年归母净利润预测为4.33、6.98和8.65亿元（调整前分别为4.60、6.94和9.64亿元），对应的每股收益分别为0.24、0.39和0.48元/股，当前股价对应的PE分别为24倍、15倍和12倍。本文采用相对估值法，行业同类可比公司17年和18年PE分别为33倍和19倍，公司PE低于行业平均水平。另外，考虑到公司在手金融资产丰厚，其中国元证券、华安证券、皖天然气等上市公司持股市值即超过34亿元，而公司目前市值仅103亿，公司PB为0.93远低于行业平均水平1.52。公司作为优质区域电力龙头，电力+金融双轮驱动格局形成，上调投资评级至“买入”。

关键假设点

17年煤价环比逐步回落

公司在建项目顺利投产

有别于大众的认识

市场普遍认为整个电力行业需求放缓，火电利用效率大幅下滑。安徽经济发展的后发优势，电力需求增速好于全国平均水平，同时皖电东送规模有望逐步扩大，利好安徽当地的电力消纳。同时安徽省火电装机过剩程度较全国平均水平较轻，为能源局确定的煤电预警机制中仅有的3个绿色省份之一，未来尚有装机增长空间。公司作为安徽电力龙头，有望充分受益。

市场普遍认为公司16年定增失败后，资产注入后续难以兑现。我们认为公司作为皖能集团旗下唯一电力上市平台，集团拥有国电铜陵、国电蚌埠、神皖能源在内的诸多优质电力资产，根据集团承诺依然有望在18年实施资产注入计划。公司未来如收购集团资产，可视情况采取股权融资、债权融资等多种形式。

股价表现的催化剂

煤价下跌超预期；上网电价结构优化；集团资产注入加速

核心假设风险

煤价进一步上升；新增机组投产进度低于预期

目录

1. 安徽省国资委旗下电力上市平台	5
2. 火电行业反转在即 公司盈利能力有望改善.....	7
2.1 煤价二季度明显回落 火电成本压力逐步改善.....	7
2.2 火电供给侧改革势在必行 发电效率有望逐步提升.....	8
3. 装机容量稳步增长 结构不断优化.....	9
3.1 区域电力需求良好 装机稳步扩张利用率有保证.....	9
3.2 业务布局不断优化：参股新能源项目 开拓综合能源服务.....	11
4. 金融资产丰厚 电力+金融双轮驱动格局初现.....	12
5. 资产注入承诺时点渐近 外延成长可期.....	12
6. 电力+金融双轮驱动 低估值优质区域龙头	14

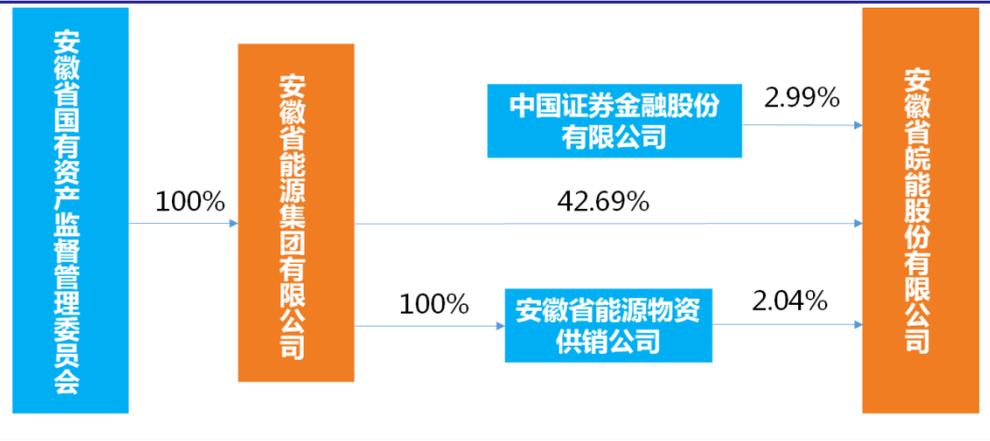
图表目录

图 1: 公司与实际控制人之间的股权关系	5
图 2: 公司参控股子公司情况.....	5
图 3: 2016 年公司营收占比 (分业务)	6
图 4: 公司营收与归母净利润变化 (单位: 亿元、%)	6
图 5: 环渤海动力煤价格走势 (元/吨)	7
图 6: 安徽电煤价格指数走势.....	7
图 7: 2016 年火电平均利用小时数创新低 (单位: 小时)	8
图 8: 公司近年来发电量变动情况 (单位: 亿千瓦时、%)	9
图 9: 国家能源局煤电风险预警机制	10
图 10: 安徽和全国近年来用电量及其增速 (单位: 亿千瓦时、%)	11
表 1: 公司目前主要参控股装机情况 (单位: 万千瓦)	9
表 2: 公司目前持有的主要金融资产情况.....	12
表 3: 第一批拟注入电力资产情况	13
表 4: 神皖能源装机情况	13
表 5: 公司营业收入预测 (单位: 百万元)	14
表 6: 公司营业成本预测 (单位: 百万元)	14
表 7: 可比公司估值表.....	15
表 8: 公司盈利预测表 (单位: 百万元, 元/股)	15

1. 安徽省国资委旗下电力上市平台

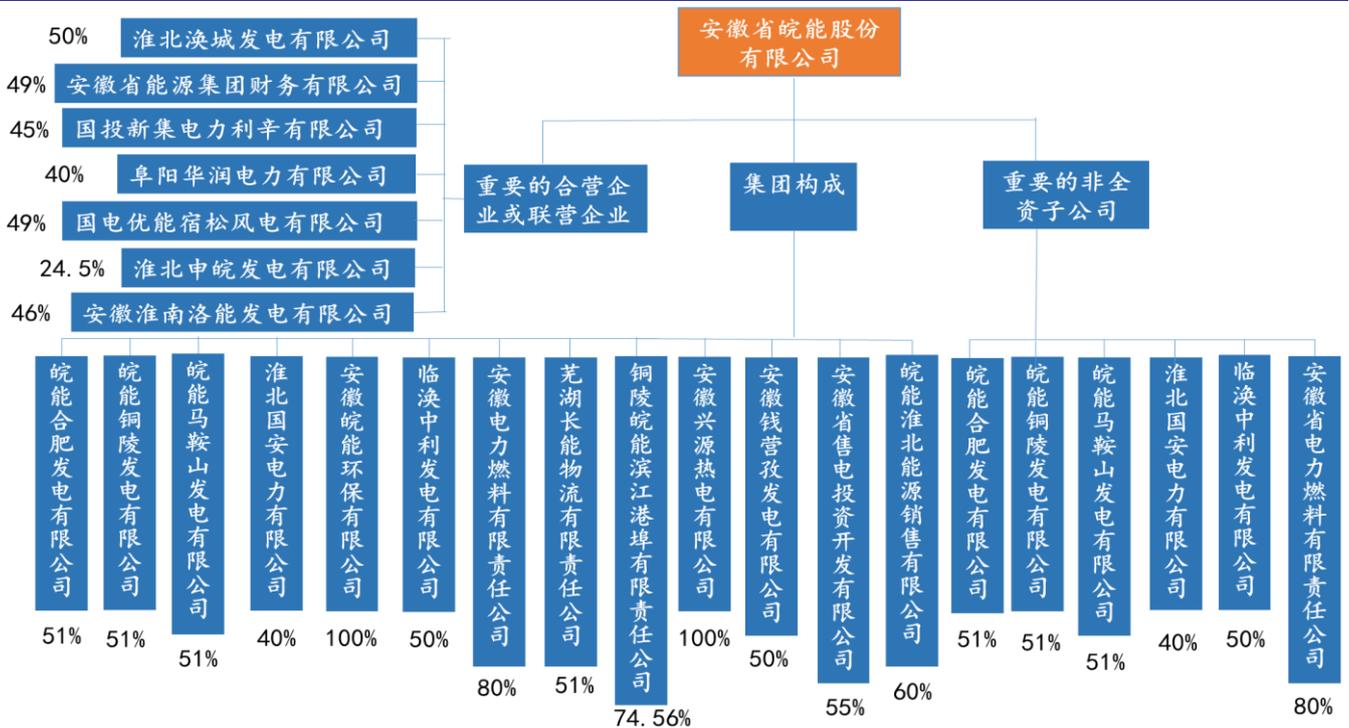
安徽省国资委旗下电力上市平台。公司大股东为皖能集团，实际控制人安徽省国资委。截止 17 年一季度末，安徽省能源集团直接和间接持有公司股权比例为 44.73%。公司作为皖能集团电力板块专业化管理公司，主营电力、节能及相关项目的投资和经营。

图 1：公司与实际控制人之间的股权关系



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司参控股子公司情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

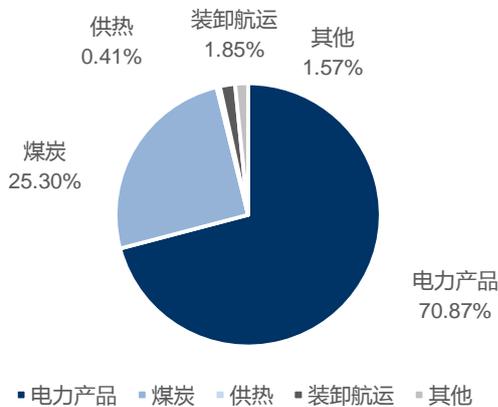
区域电力龙头，积极推动主业多元化和电源结构清洁化。公司经营范围涵盖电力、能源、运输三大领域。电力为公司传统主业，17 年 3 月皖能铜陵 6 号机组（100 万千瓦超超

临界)投产后,公司控股在运装机容量达到 655 万千瓦,权益在运装机容量达 636.44 万千瓦,占全省统调火电机组比例超过 17% (不含皖电东送机组)。近年来公司积极拓展业务范畴,大力发展煤炭销售、装卸航运、区域供热等新业务,为公司业绩成长带来持续动力。16 年电力收入占比 70.87%,煤炭收入占比 25.3%,装卸航运占比 1.85%。公司同时积极投资风电、核电,力求促进电力主业的结构多元化和生产清洁化,平滑煤电盈利能力波动对公司业绩的影响,降低公司经营风险,增强公司抗风险能力。

公司营收近三年保持稳定,17 年一季度实现正增长。14-16 年公司实现营收分别为 128.66、112.98、106.33 亿元,其中主营业务电力产品的收入分别为 102.71、89.30、75.36 亿元。受 2016 年火电上网电价下调的影响,电力营收规模出现下滑。煤炭销售的收入分别为 22.65、20.48、26.91 亿元。17 年一季度,公司实现营收 26.06 亿元,较上年同期增长 11.14%,主要是由于铜陵 6 号机组(100 万千瓦)投产以及区域全社会用电量回暖所致。

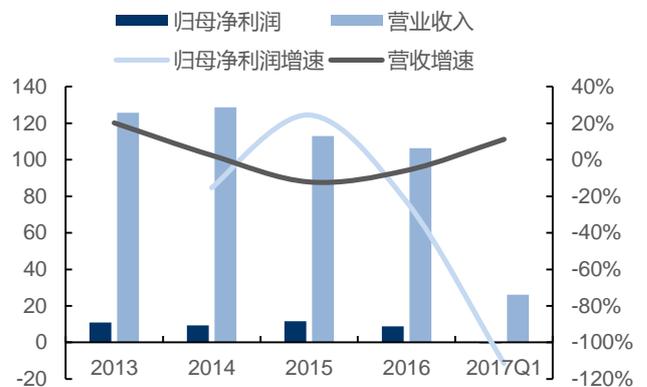
电价下调叠加煤价上涨影响近期业绩表现,煤价、电价因素不断改善,公司业绩有望触底回升。受 16 年初上网电价下调、煤价加速上涨以及参股火电企业投资收益亏损等不利因素影响,公司 17 年一季度实现归母净利润-4002.83 万元,较上年同期减少 111.55%。当前环渤海动力煤价格指数连续下跌,预计 5 月起公司燃料成本压力逐步减轻。同时 5 月 17 日国务院常会会议提出“取消工业企业结构调整专项资金、降低重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准、适当降低脱硫脱硝电价”,随着电价结构不断优化公司上网电价有望获得提升。

图 3: 2016 年公司营收占比(分业务)



资料来源:公司公告,申万宏源研究

图 4: 公司营收与归母净利润变化(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告,申万宏源研究

2. 火电行业反转在即 公司盈利能力有望改善

2.1 煤价二季度明显回落 火电成本压力逐步改善

发改委督导煤价回归合理区间，煤炭龙头近期长协煤价大幅度下调。16年初以来，煤炭供给侧改革推动煤价上涨，煤价涨势过快超出发改委预料。发改委自16年底以来，即开始督促煤炭龙头企业与五大发电集团签订中长期合同稳定煤价。17年4月，发改委继发布《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》后，进一步表示重点发电企业煤电板块已出现全面亏损，五大发电集团一季度亏损加剧，要求增加煤炭有效供应，督促煤电签订和履行电煤中长期合同，促使煤炭价格尽快回归合理区间，以减轻煤电企业经营困难。近期神华集团和中煤集团两大煤炭龙头先后大幅下调月度长协价格，其中神华集团5月份5500大卡月度长协价下调14元/吨至630元/吨，6月份长协价格大幅下调60元至570元/吨；中煤集团5月动力煤月度长协下调幅度达15元/吨。

煤炭产能正逐步释放，消除煤价长期上涨动力。2017年规划煤炭去产能1.5亿吨，较上年去产能目标已经大幅缩减。同时供暖季结束后，276限产政策并未全面铺开，部分地区、企业已取消276限产，煤炭供应量有所提升。全国1-5月份共实现原煤产量14.1亿吨，同比增长4.3%；其中5月份实现原煤产量3.0亿吨，同比增长12.1%。另外部分产能置换项目也将于今年下半年陆续投产，改善煤炭供应紧张局面。其中17年4月份，发改委核准4000万吨的产能置换煤矿，主要集中于陕北和内蒙地区，全部为动力煤矿井，预计将于9月份开始陆续投产。从长期来看，煤炭产能正逐步放开，煤价有望持续回归。

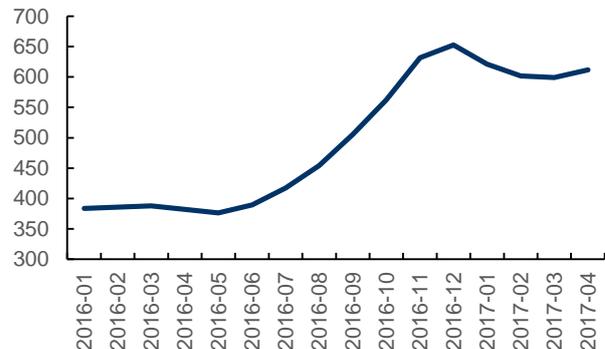
环渤海动力煤价格和安徽电煤指数已呈趋势性下跌，预计二季度开始公司燃料成本压力有望减轻。截至6月7日，环渤海动力煤价格指数报收于562元/吨，较上一周大幅下滑18元/吨，连续11周下跌且跌幅逐渐扩大。安徽省电煤价格指数目前只更新到了4月份，从数据来看年初到4月份安徽省电煤价格已经出现一定幅度回落，参考环渤海动力煤价格指数表现，预计5月以来安徽电煤价格亦会呈现下跌态势。当前六大电厂存煤库存最新的可用天数为20天，假设公司库存水平与此类似，预计4月以来电煤价格的下行将于5月起在报表中体现出燃料成本的下降，公司二季度开始燃料成本压力有望减轻。

图 5：环渤海动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：安徽电煤价格指数走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 火电供给侧改革势在必行 发电效率有望逐步提升

2016 年火电利用小时数创新低，产能过剩问题凸显。最近几年火电装机增长过快，在当前用电需求增速放缓的大背景下，火电产能过剩问题凸显。从全国来看，2016 年全国火电设备平均利用小时为 4165 小时，同比减少 199 小时，创 1964 年以来新低。参考近 20 年火电设备平均利用小时 5075 算，火电产能过剩逾 20%；参考历史最高利用小时 5991，火电产能过剩逾 40%。从安徽省来看，2016 年安徽火电利用小时数为 4487 小时，虽然高于全国平均水平约 322 小时，但是也处于近年来的低点，产能过剩问题同样不容忽视。

图 7：2016 年火电平均利用小时数创新低（单位：小时）



资料来源：中电联，申万宏源研究

火电供给侧改革势在必行，发电效率有望逐步提升。针对火电产能过剩的局面，能源发展“十三五”规划提出煤电要“优化规划建设时序，加快淘汰落后产能，促进煤电清洁高效发展”的发展要求。建立了煤电规划建设风险预警机制，加强煤电利用小时数监测和考核，与新上项目规模挂钩，合理调控建设节奏。根据《电力发展“十三五”规划》，“十三五”期间将力争淘汰火电落后产能 2000 万 kW 以上，取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿 kW 以上，到 2020 年全国煤电装机力争控制在 11 亿 kW 以内，由 2016 年底 57% 的占比降至约 55%。随着上述火电供给侧措施的逐步落实，火电发电效率有望逐步提升。

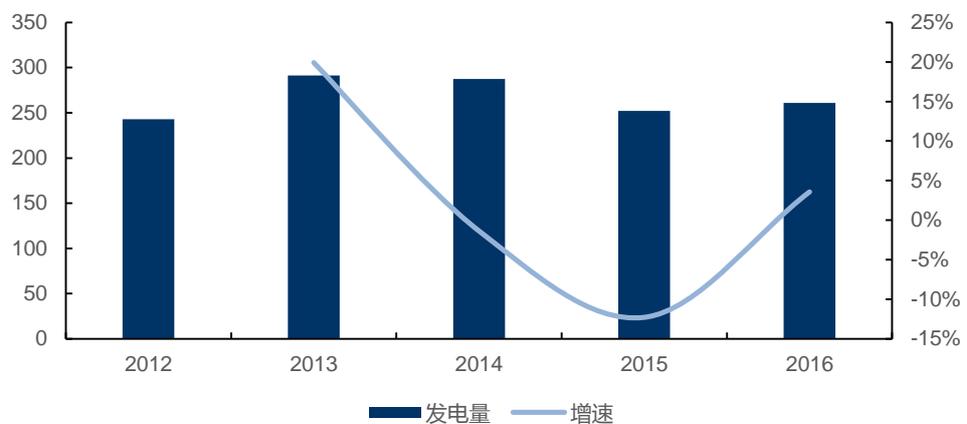
环保加压+五大集团重组带来压减装机预期，为公司提升发电效率。安徽省电力约有 20% 左右供应华东地区。今年发改委、能源局正式发布《关于有序放开发用电计划的通知》，其中要求有序放开跨省跨区送受电计划。安徽紧临长三角电力负荷中心区，兼之煤炭储量位居华东各省之首，煤电具备成本优势。随着环保政策日益收紧，长三角中心区的煤电装机有望进一步压减，安徽省外送电量有望相应提升。国资委负责人多次表态，电力央企重组为火电去产能重要手段之一，近日国电电力停牌，再次提升市场对五大发电集团重组预期。五大重组有利于避免装机恶性竞争，各方同时压减新增装机规模，有望改善火电过剩局面。公司装机占全省统调机组的 17% 左右，五大集团压减在安徽火电项目建设规模，有利于为公司提升发电效率。

3. 装机容量稳步增长 结构不断优化

3.1 区域电力需求良好 装机稳步扩张利用率有保证

公司装机容量稳步增长，发电量近年来有所波动。公司近年来装机容量稳步增长，截至目前公司控股在运装机容量达到 655 万千瓦，权益在运装机容量达 636.44 万千瓦，占全省统调火电机组比例超过 17%（不含皖电东送机组）。近年来尽管安徽省用电量增长速度提升，但由于一批新机组投产运行，新能源项目快速发展，火电发电量受到一定挤压，公司近年来发电量有所波动。

图 8：公司近年来发电量变动情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

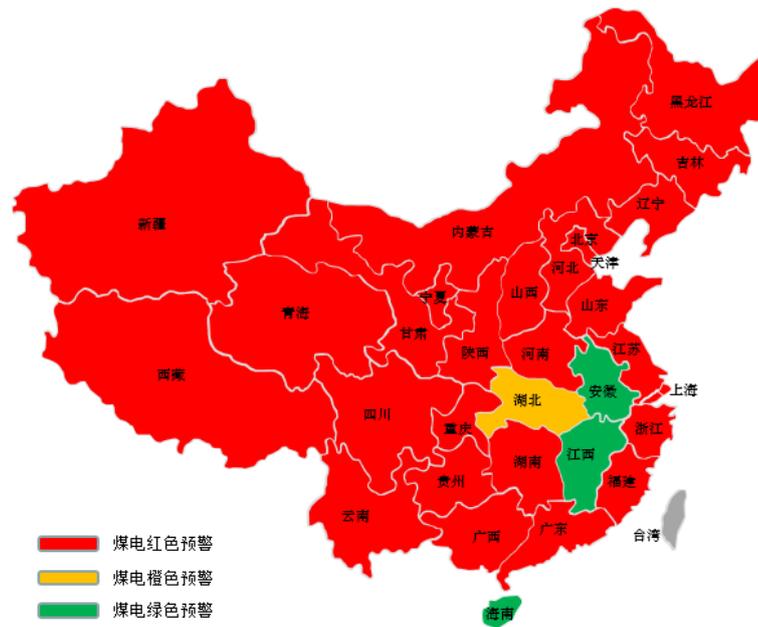
表 1：公司目前主要参控股装机情况（单位：万千瓦）

项目状态	参控股	区域	项目名称	装机量	权益比例	权益装机	备注
在运	控股	安徽	皖能铜陵	169	51%	86.19	
在运	控股	安徽	皖能合肥	120	51%	61.2	
在运	控股	安徽	皖能马鞍山	132	51%	67.32	
在运	控股	安徽	临涣中利	64	50%	32	
在运	控股	安徽	淮北国安	64	40%	25.6	
在运	控股	安徽	皖能铜陵二期	105	51%	53.55	17 年 3 月投产
在建	控股	安徽	安徽钱营孜发电有限公司	70	48%	33.6	预计 17 年底投产
在建	控股	甘肃	甘肃窑街低热值热电厂	70	65%	45.5	项目前期
在运	参股	安徽	阜阳华润	120	40%	48	
在运	参股	安徽	新集电力利辛公司	200	45%	90	16 年投产
在运	参股	安徽	淮南洛能	184	46%	84.64	公司 15 年底收购

资料来源：公司公告，申万宏源研究

安徽煤电尚有发展空间，公司装机有望继续稳步增长。2016年4月国家能源局出台未来3年煤电规划建设风险预警机制，全国33个省级电网区域(含蒙东、蒙西和冀北、冀南)中，除湖北、江西、安徽及海南为橙色或绿色预警区域外，其他28个省市区严控自用煤电项目建设或投产(不含民生热电)。与其他省份相比，安徽煤电过剩局面相对较轻，煤电尚有发展空间。公司目前在建和拟建的控股项目主要包括钱营孜发电项目(70万kW)和甘肃窑街低热值热电项目(70万kW)，预计“十三五”期间公司仍会有其他装机项目投产，装机有望稳步增长。

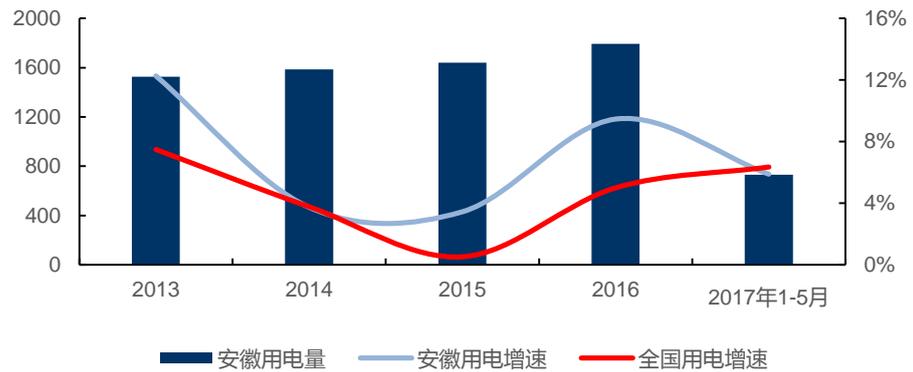
图9：国家能源局煤电风险预警机制



资料来源：国家能源局，申万宏源研究

省内用电增速相对全国平均水平较快，电力外送规模有望增加，省内发电量有望维持较高增速。安徽作为典型的中部地区省份，近年来经济发展迅速，用电量增速较全国平均水平更高。根据安徽省电力“十三五”规划，预计全省2020年全社会用电量2240—2400亿千瓦时，年均增长6.4%—7.9%，仍将继续保持较高的用电增速。同时，安徽是华东煤炭大省，随着江浙沪地区环保压力进一步加强，安徽立足煤炭优势，拓展华东电力外送市场，皖电东送规模有望持续扩大。省内用电量增速较高，加上电力外送规模扩大，省内发电量有望维持较高增速。

图 10: 安徽和全国近年来用电量及其增速 (单位: 亿千瓦时、%)



资料来源: 中电联, 申万宏源研究

省属电力龙头掌握优质客户资源, 积极争取直供电电量, 电力消纳有保障。公司作为省属电力龙头, 在争取安徽省属及其他大型工业企业作为直供电用户方面具备较大优势。公司近年来积极争取直供电量, 直供电占公司发电量的比例逐渐提高。其中, 2015 年公司全年完成发电量 252 亿千瓦时, 其中直购电量 46.6 亿千瓦时, 其中直购电量占全省直购电总量的 26%; 2016 年公司完成发电量 261 亿千瓦时, 其中取得直购电量 112 亿千瓦时, 占全省总规模 28%。

3.2 业务布局不断优化: 参股新能源项目 开拓综合能源服务

扩张新能源发电项目, 优化电源结构。公司传统主业为煤电, 近年来通过参股合资等方式积极发展风力发电业务。公司 16 年 8 月公告称, 公司与国电安徽力源电力发展有限公司(国电安徽全资子公司)按照 49%和 51%的持股比例设立安徽国电皖能风电, 整合之前设立的国电优能宿松风电、国电皖能寿县风电、国电皖能太湖风电、国电皖能望江风电公司。据披露, 上述公司已经建成投运风电装机 18.1 万千瓦, 在建风电装机 14.8 万千瓦, 合作规模与投资收益稳步增长。安徽风电发展起步相对较晚, 具备较大发展空间, 预计公司未来仍将持续布局新能源发电项目, 优化电源结构。

顺应电改大势, 积极布局售电服务。16 年 3 月, 公司公告拟出资 2 亿元成立安徽省售电投资开发有限公司, 未来将以该售电公司为平台开展各种合同能源管理、综合节能、电力咨询、综合能源服务项目。后续公司引入神皖能源和铜陵有色成为售电公司股东, 截至目前售电公司注册资本为 2.01 亿元, 其中公司持有售电公司 55%股份, 神皖能源持有 35%股份, 铜陵有色持有 10%股份。

依托电源和客户资源优势, 售电业务推进迅速。公司作为省属电力龙头, 具备电源优势以及客户资源优势, 公司在直供电大客户的基础上发展售电业务, 公司目前的直供电客户包括了铜陵有色、海螺水泥、马钢矿业、江淮汽车、皖维集团、中盐红四方重点企业。截至去年 9 月, 公司已与省内多家经济开发区达成了初步合作意向, 相关业务待政策明朗后即将开展。

4. 金融资产丰厚 电力+金融双轮驱动格局初现

积极调整定位，打造皖能集团电力+金融平台。在新的电力形势下，公司在火电稳健发展前提下，积极调整定位。公司的发展方向定位为两个平台，即成为皖能集团电力专业化管理平台+金融投资运作平台。

在手金融资产丰厚。公司当前在手金融资产丰厚，根据最新公告，公司持有的上市公司资产主要包括国元证券（4.89%）、华安证券（5.52%）、皖天然气（4.59%）以及徽商银行（0.09%）股权，持有的非上市公司股权还包括皖能财务公司（49%）、马鞍山农商行（3.08%）以及国元农业保险（3.74%）等公司股份。需要指出的是，皖能集团持有大量徽商银行和华安证券资产。截至 16 年底公司控股股东皖能集团持有徽商银行内资股 76669.4381 万股，H 股 29343.6 万股；持有华安证券 9652.02 万股。

华安证券、皖天然气先后 IPO 成功，公司金融资产大幅度增值。公司持有华安证券和皖天然气上市之前的原始股份，华安证券和皖天然气先后于 16 年 12 月和 17 年 1 月上市发行成功，公司持股价值实现了较大提升。其中，华安证券最初投资成本为 2.45 亿元，目前股票公允价值为 19.64 亿元，皖天然气最初投资成本 9761 万元，目前股票公允价值为 2.6 亿元。

公司持有的非上市公司股权质地亦较为优质。其中，马鞍山农商行 14 年实现营收营业收入 10.28 亿元，净利润 3.68 亿元；皖能财务公司 16 年实现营收 6982 万元，实现净利润 1874 万元；国元农业保险 2016 年保费收入 40.8 亿元，位居全国 79 家财险公司中的第 17 位，2015 年实现营业收入 34.6 亿元，净利润 4 亿元。

表 2：公司目前持有的主要金融资产情况

	持股数量 (万股)	持股比例	最初投资成本 (万元)	最新账面价值 (万元)	最新公允价值 (万元)
国元证券	9603	4.89%	14556	197059	118985
华安证券	20000	5.52%	24500	229600	196400
皖天然气	1542	4.59%	9761	31385	25971
马鞍山农商行		3.08%		7140	
皖能财务		49%		26696	
国元农业保险		3.74%		8888	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 资产注入承诺时点渐近 外延成长可期

大股东皖能集团实力雄厚，体外资产较多。皖能集团作为安徽省内能源投资主体，2013-2015 年集团分别实现营业收入 145.41 亿元、154.41 亿元、143.63 亿元。集团的核心业务是电力的生产和销售，2015 年电力业务收入为 90.99 亿元，营收占比达 63.35%。非电业务主要涉及天然气、煤炭贸易、以及金融、酒店等其他多个行业。皖能集团旗下拥有大量优质电力业务资产。皖能电力作为安徽省国资委唯一电力上市平台，未来定位为集团火

电、水电、核电类资产运营业务整合与发展平台，旗下大量优质资产有望陆续注入上市平台。

控股股东皖能集团 2013 年即做出承诺，分两批完成电力资产注入。早在 2013 年公司完成非公开发行时，皖能集团做出避免同业竞争承诺，约定用 5 年时间，分两步将剩余符合条件的优质发电资产注入公司。公司计划 2-5 年内，将集团在国电铜陵、国电蚌埠、淮南洛能、神皖能源等电力企业持有的股权注入公司。

资产注入过程略显曲折，最终方向不改，注入时点渐近。公司 15 年启动第一批注入计划，拟将国电铜陵 25% 股权、国电蚌埠 30% 股权和淮南洛能 46% 股权注入公司（总权益装机为 153.94 万千瓦）。其中，淮南洛能股份已于 15 年 11 月通过现金方式完成收购。公司 15 年 7 月，公司发布定增预案，计划募集资金 23.8 亿元。其中，约 15.5 亿元将用于收购大股东皖能集团持有的铜陵发电公司 25% 股权及国电蚌埠发电 30% 股权，权益装机 153.94 万千瓦。16 年定增方案过会，顺利拿到批文，最终却由于定增价格倒挂放弃发行。根据 13 年的承诺，国电铜陵、国电蚌埠、神皖能源的相关资产将在 18 年完成注入工作，目前时点渐近，预计后续公司还会通过多种方式整合集团电力资产。

表 3：第一批拟注入电力资产情况

电厂名称	装机 (万千瓦)	机组结构 (万千瓦)	股权比例	权益装机 (万千瓦)	备注
淮南洛能	184	2*30+2*60	46%	84.64	15 年现金收购
国电蚌埠	120	2*60	30%	36	定增注入失败
国电铜陵	126	2*63	25%	31.5	定增注入失败

资料来源：公司公告，申万宏源研究

神皖能源装机体量较大，最终实现注入公司装机有望实现跨越式发展。剩余待注入电力资产中，体量最大的即为皖能集团在神皖能源 49% 的股份。神皖能源整体规模较大，截至目前神皖能源全资拥有安徽安庆皖江发电有限责任公司、安徽马鞍山万能达发电有限责任公司、安徽池州九华发电有限公司 3 个已运营的发电企业和神皖合肥庐江发电有限责任公司 1 家新建项目公司；已运营机组总装机容量 460 万千瓦，在建装机 132 万千瓦。截至 2016 年底，资产总额 134.37 亿元。如果神皖能源可以顺利注入公司，仅考虑在运装机，公司即有望增加 225 万千瓦权益装机，考虑在建和拟建项目，公司有望增加 290 万千瓦权益装机，整体装机规模再上一个台阶。

表 4：神皖能源装机情况

电厂名称	装机 (万千瓦)	机组结构 (万千瓦)	股权比例	权益装机 (万千瓦)	备注
池州九华	64	2×32	49%	31	已投产
马鞍山万能达	132	4×33	49%	65	已投产
安庆皖江	64	2×32	49%	31	已投产
安庆二期	200	2×100	49%	98	已投产
合肥庐江一期	132	2×66	49%	65	在建
九华二期	200	2×100	49%	98	前期工作推进中
万能达三期	200	2×100	49%	98	前期工作推进中

资料来源：公开资料，申万宏源研究

6. 电力+金融双轮驱动 低估值优质区域龙头

区域电力龙头，受益火电行业整体景气向上。公司为安徽省区域电力龙头，截至目前公司控股在运装机容量达到 655 万千瓦，权益在运装机容量达 636.44 万千瓦，占全省统调火电机组比例超过 17%（不含皖电东送机组）。受到煤价高涨和火电行业整体效率下滑影响，公司业绩承压。17 年 5 月份以来，煤价已呈趋势性下跌态势；17 年初以来，各级官员密集表态火电供给侧改革，随着停建、缓建和淘汰落后火电机组措施陆续推进，火电效率有望获得提升。公司作为安徽电力龙头，具备区位优势，所处安徽和华东地区用电量增速较全国平均水平更高，将充分受益于火电行业景气度提升。

皖能集团旗下唯一电力上市平台，大股东资产注入打开外延成长空间。皖能集团早在 13 年即承诺在 5 年内完成电力资产注入，目前尚待注入的主要电力资产包括国电铜陵、国电蚌埠、神皖能源相关资产，若不考虑神皖能源在建和拟建装机，上述资产注入也将为公司带来 292.5 万千瓦权益装机，占公司目前在运权益装机的 45.96%。目前已经临近承诺时点，公司有望尽快通过适宜方式收购集团电力资产，打开成长空间。

表 5：公司营业收入预测（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
电力产品	10271	8930	7536	9516	10077	10182
煤炭	2265	2048	2691	2825	2684	2630
装卸航运	92	126	196	200	200	200
供热	31	30	43	50	50	50
其他	208	164	167	150	150	150
合计	12866	11298	10633	12742	13161	13213

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6：公司营业成本预测（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
电力与供热	8012	5769	6500	8998	9226	8996
煤炭	2245	2027	2668	2791	2657	2609
装卸航运及其他	97	10	212	200	200	200
合计	10355	8704	9379	11989	12083	11805

资料来源：Wind，申万宏源研究

公司定增取消暂不考虑资产注入，同时综合考虑公司内生装机增长，以及煤价和火电利用效率改善，我们调整公司 17~19 年归母净利润预测为 4.33、6.98 和 8.65 亿元（调整前分别为 4.60、6.94 和 9.64 亿元），对应的每股收益分别为 0.24、0.39 和 0.48 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 24 倍、15 倍和 12 倍。本文采用相对估值法，行业同类可比公司 17 年和 18 年 PE 分别为 33 倍和 19 倍，公司 PE 低于行业平均水平。另外，考虑到公司在手金融资产丰厚，其中国元证券、华安证券、皖天然气等上市公司股票资产即超过 34 亿元，而

公司目前市值仅 103 亿，公司 PB 为 0.93 远低于行业平均水平 1.52。公司作为优质区域电力龙头，电力+金融双轮驱动格局形成，上调投资评级至“买入”。

表 7：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
		2017/6/19		2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A
600011.SH	华能国际	7.81	1187	0.58	0.32	0.52	0.54	13	24	15	14	1.46
600027.SH	华电国际	4.85	478	0.34	0.27	0.34	0.59	14	18	14	8	1.12
601991.SH	大唐发电	4.67	622	-0.20	0.14	0.35	0.40	-24	33	13	12	1.56
000600.SZ	建投能源	13.18	236	0.81	0.53	0.64	0.77	16	25	21	17	2.10
000875.SZ	吉电股份	5.25	113	0.01	0.07	0.14	0.19	590	75	38	28	1.48
600578.SH	京能电力	4.28	289	0.28	0.17	0.29	-	15	25	15	-	1.41
行业平均									33	19	16	1.52
000543.SZ	皖能电力	5.74	103	0.50	0.24	0.39	0.48	11	24	15	12	0.93

资料来源：Wind, 申万宏源研究

表 8：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	12,568	12,866	11,298	10,633	12,742	13,161	13,213
二、营业总成本	10,705	10,993	9,204	9,811	12,461	12,558	12,277
其中：营业成本	10,046	10,354	8,704	9,379	11,989	12,083	11,805
营业税金及附加	44	66	87	89	107	111	111
销售费用	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	56	48	49	42	50	52	52
财务费用	552	465	357	291	311	308	306
资产减值损失	6	59	7	10	4	4	3
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	292	220	344	568	300	425	580
三、营业利润	2,155	2,093	2,437	1,390	580	1,028	1,515
加：营业外收入	73	46	64	70	70	70	70
减：营业外支出	19	38	11	9	9	9	9
四、利润总额	2,210	2,100	2,490	1,451	641	1,089	1,576
减：所得税	312	468	509	233	85	173	259
五、净利润	1,898	1,632	1,981	1,218	556	916	1,317
少数股东损益	802	704	826	329	123	218	452
归属于母公司所有者的净利润	1,096	928	1,155	889	433	698	865
六、基本每股收益	1.11	0.88	0.65	0.50	0.24	0.39	0.48
全面摊薄每股收益	0.61	0.52	0.65	0.50	0.24	0.39	0.48

资料来源：Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。