

公司研究/季报点评

2019年11月01日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.58
合理价格区间(元): 5.18~5.75

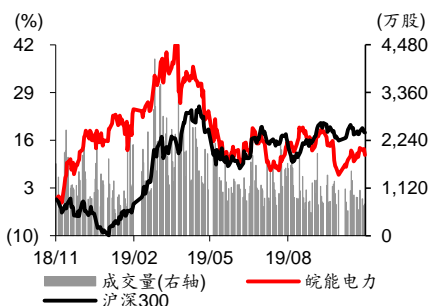
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1《皖能电力(000543 SZ,买入): 2Q19 业绩略超预期, 同比+274%》2019.09
- 2《皖能电力(000543,买入): 业绩符合预期, 看好未来电量向好煤价下行》2019.04
- 3《皖能电力(000543,买入): 电量向好煤价下行, 19Q1 业绩高增》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 区域优质火电业绩持续向好

皖能电力(000543)

业绩符合预期, 多因素向好驱动盈利放量

19Q3 公司实现营收 42.6 亿元, 归母净利润/扣非归母净利润 3.4/3.3 亿元, 同比+113%/111%, 业绩符合预期, 主要系煤价走低+电价增值税红利+神皖并表, 火电盈利持续复苏。同时特高压投运后或将对本地火电企业产生一定挤压, 小幅下调盈利预测, 预计 19-21 年归母净利 10.1/16.3/17.4 亿 (前值为 11.5/16.7/17.8 亿), 对应 BPS 5.75/6.40/7.07 亿 (前值为 5.81/6.47/7.15 元), 参考可比公司 19 平均 1.0x P/B, 给予 19 年 0.9-1.0xPB, 目标价 5.18~5.75 元, 维持“买入”。

前三季度业绩符合预期, 持续看好区域优质火电

19Q3 公司实现营收 42.6 亿元, 归母净利润/扣非归母净利润 3.4/3.3 亿元, 同比+113%/111%, 业绩符合预期, 细分来看: 1) Q3 公司营收环比+16.0%, 毛利率环比+1.3pct 至 9.4%, 带动公司税前利润环比增加 0.95 亿元; 2) 投资收益大幅+173%至 1.6 亿元, 主因系参股公司投资收益大幅增加所致, 其中神皖能源公司 6-9 月份核算投资收益 1.71 亿元, 此外, 报告期内费用率为 3.4%, 与去年同期持平。

煤价走低+电价增值税红利+神皖并表是公司盈利能力提升主因

报告期内公司盈利质量回升, 前三季度公司毛利率达 8.8%, 同比+2.9pct, 主要系: 1) 公司入炉煤价与安徽电煤价格走势较为同步, 1-9M19 安徽电煤价格指数为 589 元/吨 (同比-4.1%), 其中 19Q3 电煤价格指数均值为 585 元/吨 (同比-2.6%), 受益于煤价下行, 公司成本端压力显著下行; 2) 增值税率让利留存 (增值税率 16%下调至 13%), 不含税电价提升; 3) 参股资产盈利向好及神皖 6 月并表促使投资收益大幅增长同比提升 108%至 4.8 亿。

煤价弹性高, 神皖能源并表增厚公司业绩

根据我们测算, 公司 19-20 年归母净利对煤价 (10 元/吨) 敏感性+9%/+6%。维持煤价中枢下移观点, 未来公司有望充分受益。神皖能源 19.6.1 收购完成, 目前已运营装机 592 万千瓦, 神皖能源自大股东神华集团采购燃煤, 燃煤成本优势显著, 利用小时高于安徽省平均水平, 18 年净利润 5.7 亿 (受一次性非经常性损益影响, 利润总额 10 亿), 预计 19 年由于庐江发电 (18 年底投产) 增厚电量+煤价下行, 业绩有望持续向好, 增厚皖能业绩。

小幅下调盈利预测, 维持“买入”评级

9 月准东—皖南特高压输电工程正式投运, 或对安徽省内发电企业产生一定挤压, 小幅下调盈利预测, 预计 19-21 年归母净利 10.1/16.3/17.4 亿 (前值 11.5/16.7/17.8 亿), 对应 BPS 5.75/6.40/7.07 亿 (前值 5.81/6.47/7.15 元), 参考可比公司 19 平均 P/B 1.0x, 给予 19 年 0.9-1.0xPB, 目标价 5.18~5.75 元, 维持“买入”。

风险提示: 煤价上行风险, 电价调整风险, 发电量不及预期等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,267
流通 A 股 (百万股)	1,790
52 周内股价区间 (元)	4.09-5.86
总市值 (百万元)	10,382
总资产 (百万元)	32,608
每股净资产 (元)	5.78

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,207	13,416	15,602	15,658	15,665
+/-%	14.80	9.90	16.29	0.36	0.05
归属母公司净利润 (百万元)	132.05	556.27	1,010	1,626	1,741
+/-%	(85.15)	321.24	81.58	60.98	7.06
EPS (元, 最新摊薄)	0.06	0.25	0.45	0.72	0.77
PE (倍)	78.62	18.66	10.28	6.39	5.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (2019/10/31)

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率 (x)		市净率 (x)		净资产收益 (x)		数据来源
				2019/10/31	2019/10/31	19E	20E	19E	20E	
内蒙华电	600863.SH	2.76	16,031	12	10	1.2	1.1	10%	11%	Wind
京能电力	600578.SH	3.05	20,578	13	9	0.9	0.8	7%	9%	Wind
浙能电力	600023.SH	3.88	52,771	11	9	0.8	0.8	7%	9%	Wind
平均值			29,793	12	9	1.0	0.9	8%	10%	
皖能电力	000543.SZ	4.58	10,382	10	6	0.8	0.7	9%	12%	华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

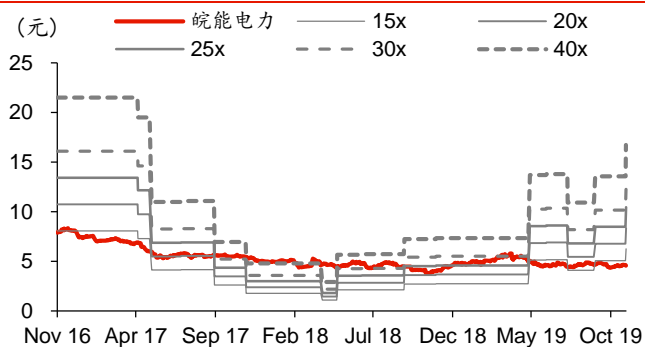
图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速 (%)	17.0%	0.4%	0.0%	16.3%	0.4%	0.0%	-0.7pct	0.0pct	0.0pct
毛利率 (%)	15.0%	16.9%	16.6%	14.2%	16.7%	16.4%	-0.8pct	-0.2pct	-0.2pct
期间费用率 (%)	3.5%	3.3%	2.6%	3.5%	3.4%	2.6%	0.0pct	0.1pct	0.0pct
净利率 (%)	7.3%	10.6%	11.3%	6.5%	10.4%	11.1%	-0.8pct	-0.2pct	-0.2pct
投资收益 (百万元)	505	895	896	489	895	896	-3.1%	0.0%	0.0%
归母净利润 (百万元)	1,145	1,665	1,780	1,010	1,626	1,741	-11.8%	-2.3%	-2.2%
EPS (元)	0.51	0.73	0.79	0.45	0.72	0.77	-11.8%	-2.3%	-2.2%
BPS (元)	5.81	6.47	7.15	5.75	6.40	7.07	-1.1%	-1.1%	-1.1%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

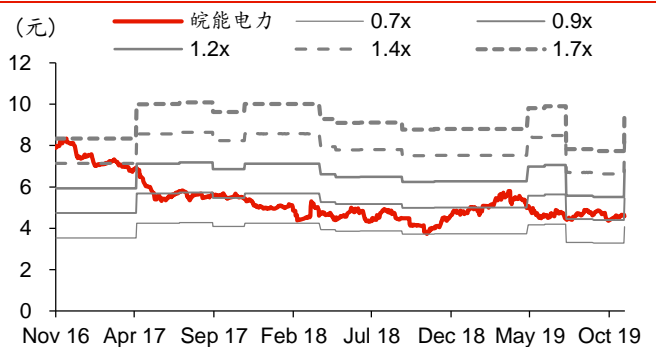
PE/PB - Bands

图表3: 皖能电力历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 皖能电力历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,605	4,482	4,669	4,624	4,899
现金	907.75	1,551	1,373	1,339	1,614
应收账款	1,239	1,494	1,737	1,743	1,744
其他应收账款	27.09	413.35	480.68	482.40	482.63
预付账款	90.03	180.80	192.01	187.08	187.81
存货	144.67	411.98	425.97	410.93	408.79
其他流动资产	196.08	430.76	460.51	461.27	461.37
非流动资产	23,943	24,418	28,698	28,089	27,446
长期投资	3,054	2,693	7,391	7,391	7,391
固定投资	13,872	17,171	16,450	15,742	14,918
无形资产	526.79	718.09	904.39	1,086	1,263
其他非流动资产	6,489	3,836	3,953	3,870	3,874
资产总计	26,548	28,900	33,368	32,713	32,345
流动负债	6,459	8,105	6,457	4,968	3,350
短期借款	3,627	4,346	3,494	1,941	375.30
应付账款	1,292	1,675	733.85	715.01	717.80
其他流动负债	1,540	2,084	2,229	2,312	2,257
非流动负债	6,304	6,400	8,797	7,606	6,765
长期借款	5,307	5,558	5,558	4,366	3,526
其他非流动负债	997.41	841.88	3,239	3,239	3,239
负债合计	12,763	14,505	15,253	12,573	10,115
少数股东权益	3,648	4,598	5,085	5,627	6,207
股本	1,790	1,790	2,267	2,267	2,267
资本公积	1,999	1,999	2,475	2,475	2,475
留存公积	4,188	4,726	8,287	9,770	11,281
归属母公司股东权益	10,136	9,797	13,030	14,513	16,023
负债和股东权益	26,548	28,900	33,368	32,713	32,345

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	989.44	1,367	1,743	3,260	3,207
净利润	132.05	556.27	1,010	1,626	1,741
折旧摊销	1,156	1,221	1,400	1,439	1,472
财务费用	336.13	422.72	483.96	460.27	348.03
投资损失	(159.75)	(468.40)	(489.37)	(895.44)	(895.87)
营运资金变动	(438.21)	(490.20)	(1,166)	71.76	(55.59)
其他经营现金	(36.64)	125.99	503.66	558.95	597.23
投资活动现金	(1,991)	(1,004)	(5,204)	53.19	53.21
资本支出	1,677	774.40	995.26	842.26	842.65
长期投资	694.60	11.93	4,699	0.00	0.00
其他投资现金	(380.33)	217.46	(489.37)	(895.44)	(895.87)
筹资活动现金	777.10	259.07	3,284	(3,348)	(2,985)
短期借款	571.21	719.46	(852.21)	(1,553)	(1,566)
长期借款	900.25	251.12	0.00	(1,191)	(840.60)
普通股增加	0.00	0.00	476.47	0.00	0.00
资本公积增加	0.86	0.00	476.47	0.00	0.00
其他筹资现金	(695.22)	(711.51)	3,183	(603.32)	(578.31)
现金净增加额	(224.50)	622.63	(177.85)	(34.40)	275.44

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,207	13,416	15,602	15,658	15,665
营业成本	11,787	12,610	13,393	13,049	13,100
营业税金及附加	100.58	100.31	132.62	133.09	133.15
营业费用	1.88	3.17	3.68	3.69	3.70
管理费用	43.92	49.39	62.41	62.63	62.66
财务费用	336.13	422.72	483.96	460.27	348.03
资产减值损失	4.58	23.71	112.57	112.67	112.68
公允价值变动收益	(0.03)	0.15	0.15	0.15	0.15
投资净收益	159.75	468.40	489.37	895.44	895.87
营业利润	130.76	710.11	1,943	2,772	2,841
营业外收入	9.87	9.48	9.48	9.48	9.48
营业外支出	2.86	5.44	5.78	5.63	5.91
利润总额	137.76	714.15	1,947	2,776	2,845
所得税	58.47	74.48	450.08	607.89	523.58
净利润	79.29	639.66	1,497	2,168	2,321
少数股东损益	(52.76)	83.40	486.72	542.02	580.30
归属母公司净利润	132.05	556.27	1,010	1,626	1,741
EBITDA	1,426	1,870	3,407	3,844	3,838
EPS (元, 基本)	0.06	0.25	0.45	0.72	0.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.80	9.90	16.29	0.36	0.05
营业利润	(90.60)	443.06	173.65	42.66	2.49
归属母公司净利润	(85.15)	321.24	81.58	60.98	7.06
获利能力 (%)					
毛利率	3.44	6.01	14.16	16.66	16.38
净利率	1.08	4.15	6.47	10.38	11.11
ROE	1.25	5.58	8.85	11.81	11.40
ROIC	1.00	2.60	6.43	7.08	7.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.08	50.19	45.71	38.44	31.27
净负债比率 (%)	72.58	74.35	65.12	57.17	47.27
流动比率	0.40	0.55	0.72	0.93	1.46
速动比率	0.38	0.50	0.66	0.85	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.48	0.50	0.47	0.48
应收账款周转率	9.31	9.82	9.66	9.00	8.98
应付账款周转率	10.06	8.50	11.12	18.01	18.29
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.25	0.45	0.72	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.60	0.77	1.44	1.41
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.32	5.75	6.40	7.07
估值比率					
PE (倍)	78.62	18.66	10.28	6.39	5.96
PB (倍)	1.02	1.06	0.80	0.72	0.65
EV_EBITDA (倍)	13.14	10.49	6.26	4.85	4.15

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com