

煤价下行，公司盈利现转机

——皖能电力（000543）11 年财报点评

2012 年 3 月 25 日

推荐/首次

皖能电力

财报点评

俞鹏程 公用事业行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

010-66554035

事件：

公司公布 11 年年报，报告期实现营业收入 51.5 亿元，较去年同期增长 36.10%；营业利润为-1.32 亿元，同比增长-591.51%；利润总额为-7648.2 万元，较去年同期增长-139.66%；归属上市公司股东的净利润为 1926.76 万元，比去年同期增长-91.19%，扣除非经常性损益后归属净利润-846.08 万元，同比增长-107.21%。11 年实现每股收益 0.02 元，加权 ROE0.53%。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	762.80	996.56	1092.28	973.02	1047.97	1535.18	1594.20
增长率（%）	9.68%	-6.45%	20.71%	4.33%	37.38%	54.05%	45.95%
毛利率（%）	-4.00%	-1.06%	1.50%	-1.08%	0.40%	2.20%	-0.37%
期间费用率（%）	4.84%	3.56%	4.22%	4.45%	4.81%	5.95%	5.29%
销售费用率（%）	0.02%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
管理费用（%）	0.50%	0.47%	0.75%	0.54%	0.40%	0.33%	0.41%
财务费用（%）	4.31%	3.09%	3.46%	3.90%	4.39%	5.62%	4.88%
营业利润率（%）	5.02%	-2.57%	-2.41%	-0.09%	-0.51%	-0.91%	-7.02%
净利润（百万元）	108.90	8.78	54.56	20.86	22.41	13.17	-37.17
增长率（%）	83.36%	-81.89%	-404.44%	-55.18%	-79.42%	50.04%	-168.13%
每股盈利（季度，元）	0.141	0.011	0.071	0.027	0.029	0.017	-0.048
资产负债率（%）	54.62%	57.80%	58.09%	59.84%	62.02%	63.72%	66.75%
净资产收益率（%）	1.56%	0.00%	0.76%	-0.14%	-0.10%	-0.30%	-1.29%
总资产收益率（%）	0.71%	0.00%	0.32%	-0.06%	-0.04%	-0.11%	-0.43%
净利率（%）	14.28%	0.88%	4.99%	2.14%	2.14%	0.86%	-2.33%

评论：

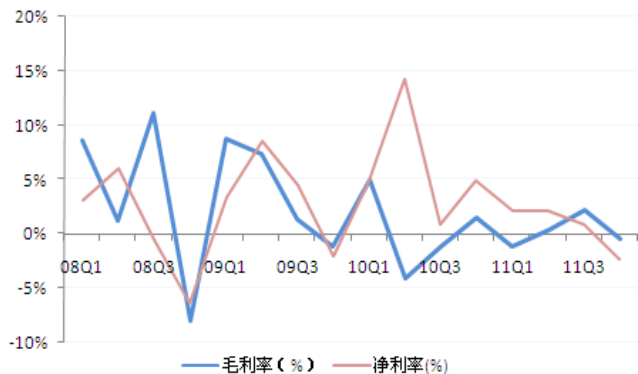
➤ **节能降耗难抵煤价持续攀升，主业陷入亏损。**11 年公司努力实施节能降耗，供电煤耗从 10 年的 327.36 克/千瓦时降至 319.88 克/千瓦时，同比下降 7.48 克/千瓦时，**降幅达 2.34%**。但淮南 5500 大卡动力煤价自 11 年初的 820 元/吨涨至当年底的 870 元/吨，上涨 50 元/吨，涨幅近 6.1%；报告期内公司平均耗用标煤单价较 10 年上涨 **87.94 元/吨**。公司 11 年四个季度主营业务均处于亏损状态，全年主营业务利润合计为-2.75 亿元，单季度毛利率在-1.08%至 2.20%间徘徊。借助包含六千多万政府补助在内的约 7500 万营业外收入，公司全年业绩免于亏损。

图 1、淮南 5500 大卡动力煤近三年走势情况（元/吨）



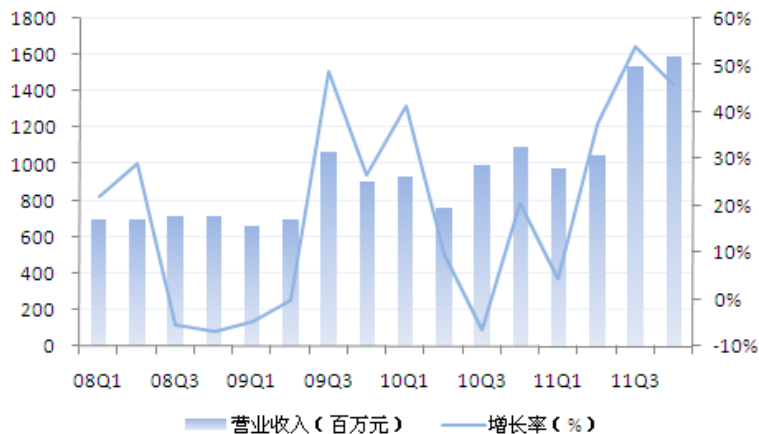
资料来源：wind，公司公告，东兴证券研究所

图 2、公司近三年单季度毛利率和净利率情况



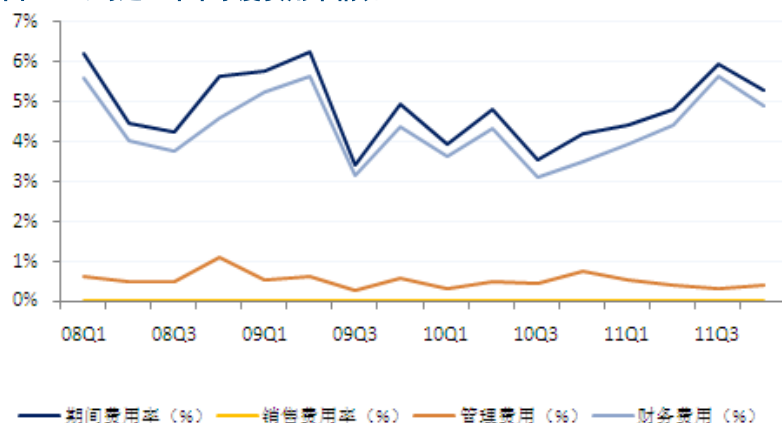
➤ **规模持续扩张令报告期公司营业收入保持快速增长，全年同比增长 36.10%。**主要归因于控股子公司皖能铜陵电力公司 5 号机组（安徽省首台百万机组）如期竣工投产，并实现即产、即稳定、即盈利，项目工期、费用和质量指标均处国内领先水平。另外，皖能马鞍山公司 2 太 60 万等级“上大压小”扩建项目稳步推进，第一台机组即将通过 168 小时试运行，第二台机组正在抓紧调试，力争 4 月份投产；皖能合肥电力公司 6 号机组 11 年 11 月获发改委合作已全面开工；铜陵第二台百万千万机组、国安二期（2*1000MW）、板集（2*1000MW）等项目前期工作也在积极推进，公司未来收入仍将保持快速增长。

图 3、公司近三年单季度收入规模及增长率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➤ **资本性支出令财务费用压力明显增加。**公司因基建需要大幅增加长期借款，长期贷款由 10 年末的 27.65 亿快速增至 11 年末的 57.03 亿，增幅超过 100%；长短期借款由 10 年末的约 49 亿元增至 11 年末的近 71 亿元，增幅约 45%；公司资产负债率从 10 年底的 58.09%逐季攀升至 11 年末的 66.75%。受此影响公司财务费用压力从 10 年末的 1.35 亿元增至 2.48 亿，增幅 83.72%；财务费用率从 10 年的 3.57%增至 11 年的 4.82%。

图 4、公司近三年单季度费用率情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 公司 12 年 2 月 24 日公布非公开增发预案，以 4.74 元/股的增发价，非公开发行 3.80 亿股（占现有股本约 49.2%），共募集 18.012 亿分别用于皖能合肥发电厂 6 号机组扩建（8.4 亿）和收购大股东皖能集团旗下安徽电力燃料公司 80%股权、临涣中利发电公司 50%股权和核电秦山二期 2%的股权（不超过 9.6 亿）。其中，收购资产 11 年 ROE 在 15.87%至 18.7%之间，合计 ROE 为 17.03%，按增发预案给出的收购作价计算，收购资产 11 年 PE 为 9.5 倍，PB 为 1.618 倍，对应上述资产的 ROE 水平，我们认为收购价较合理。

表 1、公司增发方案中收购资产情况

标的资产	净资产（万元）	权益比例	11 年净利润(万元)	权益净资产	归属母公司利润	11 年 ROE
安徽电力燃料公司	16645.67	80%	3119	13316.536	2495.20	18.74%
临涣中利发电	67084.93	50%	10646.06	33542.465	5323.03	15.87%
秦山二期	624299	2%	114350.96	12485.98	2287.02	18.32%
合计	708029.6		128116.02	59344.981	10105.25	18.09%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

展望：

2011 年末，公司发电装机权益容量为 193.85 万千瓦，可控容量为 293.5 万千瓦。上网电量 140.91 亿千瓦时，与去年同期相比增长了 48.42%，但受制于煤价的持续上涨，盈利能力较 10 年同期大幅下滑。但进入 12 年以来，受到发改委限价和宏观经济低迷影响，具代表性的秦皇岛动力煤价格连跌 16 周，淮南 5500 大卡动力煤也从 870 元/吨高点大幅回落至 680 元/吨，12 年公司盈利能力预计将得到明显改观。

公司目前在建机组 180 万千瓦，拟建机组更高达 500 万千瓦，未来装机规模增长空间较大，同时也将面临较大的财务费用压力；从增发注入的资产质量看，公司大股东皖能集团对于公司未来发展也是不遗余力，期待大股东与国投新集和神华集团的深入合作对公司盈利能力的进一步提升。

图 5、秦皇岛动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 2、公司旗下主要子公司情况

参/控公司	权益比例	控股	主要资产	总资产(万元)	资产负债率	11 年收入(万元)	11 年净利润(万元)	归属净利润
淮北国安	40%	是	2*30	126437.66	25.28%	116962.64	6429.23	2571.69
皖能铜陵	51%	是	2*30+105+100(前期)	600949.07	89.36%	246613.51	-14984.64	-7642.17
皖能合肥	51%	是	60+60 (在建)	238282.07	88.23%	128381.48	-12296.41	-6271.17
皖能马鞍山	51%	是	2*60 (在建)	332323.1	78.89%	698	-3238.06	-1651.41
含山皖能生物发电	100%	是	-	183.34	100%	0	-1364.00	-1364.00
阜阳华润电力	40%	否	2*60	322188.87	63.40%	240365.22	23338.86	9335.54
国投新集电力利辛	45%	否	-	2063.61	2.04%	-	6.72	3.02
舒城皖能生物发电	22.50%	否	-	13280.16	54.82%	0	0	0.00
华安证券	8.32%	否						2000
国元证券	5.01%	否						2949.1

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

盈利预测与投资建议

我们预计公司12年至13年公司每股收益分别为0.38元和0.51元，对应PE分别为13.7倍和10.3倍，首次给予“推荐”评级。

表 1：公司盈利预测和估值

	2010A	2011A	2012E	2013E
主营收入（百万元）	3,784.29	5,150.37	7,530.00	9,070.00
主营收入增长率	13.79%	36.10%	46.20%	20.45%
EBITDA（百万元）	504.03	558.82	1,548.35	1,661.37
EBITDA 增长率	-1.12%	10.87%	177.07%	7.30%
净利润（百万元）	218.76	19.27	293.55	390.06
净利润增长率	94.67%	-91.19%	1423.53%	32.88%
ROE	5.68%	0.54%	7.87%	9.94%
EPS（元）	0.280	0.020	0.380	0.505
P/E	18.54	259.50	13.67	10.29
P/B	1.04	1.12	1.08	1.02

资料来源：东兴证券

风险提示：

煤价上行超预期

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。