

煤价、降息及证券三弹性促盈利

买入首次评级

目标价格：9元

投资要点：

- 📖 电价上调、煤价下跌提升火电盈利能力
- 📖 降息通道打开，节省财务费用
- 📖 参股券商和银行获得稳定分红收益

报告摘要：

- **运营效率改善提升盈利能力。**安徽地方经济增长稳定给公司营造了良好的外部经营环境，带动用电需求快速增长；2010年安徽省新投产机组较少，安徽省发电机组利用效率有所提高；集团公司的“三个战略转移”战略部署下，公司不断优化机组结构，带来煤耗持续下降。
- **电煤双弹性提升公司业绩。**2011年安徽两次上调上网电价，2011年原有机组在2012年多贡献收入约3.21亿元；煤炭供需格局的变化使得煤价进入长期的下降通道，火电机组盈利能力明显改善。
- **参股金融提升资产价值获得稳定分红。**公司参股国元证券、华安证券以及马鞍山农村商3%；券商创新政策的不断兑现提升证券公司的盈利能力，公司每年获得稳定分红。
- **降息通道打开，节省财务费用。**6月8日下调贷款基准利率，打开了此轮降息周期。公司保持较高的有息负债规模，随着火电企业经营状况的好转，公司将有可能享受贷款下浮的优惠。
- **首次给予“买入”评级。**预计未来3年EPS分别为0.45元、0.51元以及0.56元，对于当前股价市盈率分别为15.6倍、13.91倍以及12.59倍。看好公司煤炭价格持续下跌带来公司盈利能力的提升，降息带来大量财务费用的节省，参股证券和银行将带来相对固定分红，以及公司大机组带来营运效率的继续改善。

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人：

许志方

电话：010-88013609

Email: xuzhifang@hysec.com

鲁儒敏 (S1180511090001)

电话：010-88085790

Email: lurumin@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1.《宏源证券*公司深度研究*穗恒运A:多产业协调发展,盈利大增可期*000531*非银行金融行业*黄立军、许志方.doc》,2012.6

主要经营指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	5150.37	7444.37	8197.73	8361.69
增长率(%)	36.10%	44.54%	10.12%	2.00%
归属母公司股东利润	19.27	348.36	390.78	431.65
增长率(%)	-91.19%	1708.03%	12.18%	10.46%
每股收益(EPS)	0.025	0.45	0.51	0.56
市盈率(P/E)	282	15.60	13.91	12.59

目录

一、公司概况：皖能集团唯一上市平台	4
(一) 公司定位：集团电力板块专业化管理公司	4
(二) 受益集团电力板块战略转型	5
二、运营效率改善提升盈利能力	6
(一) 地方经济增长稳定营造良好外部环境	6
(二) 发电小时数有所回升	7
(三) 机组机构优化带来煤耗持续下降	8
三、上网电价上调增加营业收入	8
四、煤价：火电企业盈利与否的关键.....	9
1、高煤价曾致使企业主业亏损.....	9
2、供需变化正在改变煤价走势.....	10
3、业绩对煤价变动高度敏感.....	10
五、参股金融提升资产价值获得稳定分红.....	11
(一) 参股马鞍山农商行获稳定分红	11
(二) 证券上市提升公司资产价值	11
1、国元证券.....	11
2、华安证券.....	12
六、降息通道打开 节省财务费用	13
七、盈利预测及投资评级	13
(一) 核心假设	13
(二) 盈利预测与估值	13
八、风险提示	14

插图

图 1: 皖能集团和皖能电力总资产	4
图 2: 皖能电力股权控制图	5
图 3: 皖能电力收入与集团电力业务收入	5
图 4: 安徽经济增速高于全国水平	6
图 5: 皖能集团发电利用小时	7
图 5: 供电煤耗持续下降	8
图 6: 2008 年 12 月至今秦皇岛山西优混 (5500K) 平仓价走势图	9
图 7: 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额	10

表格

表 1: 皖能电力定向增发募集资金投向	6
表 2: 皖能电力下属电厂上网电价	8
表 3: 煤炭价格变动对皖能电力主营成本的影响	11
表 4: 国元证券盈利预测	12
表 5: 华安证券盈利预测	12
表 6: 皖能电力盈利预测	13

一、公司概况：皖能集团唯一上市平台

（一）公司定位：集团电力板块专业化管理公司

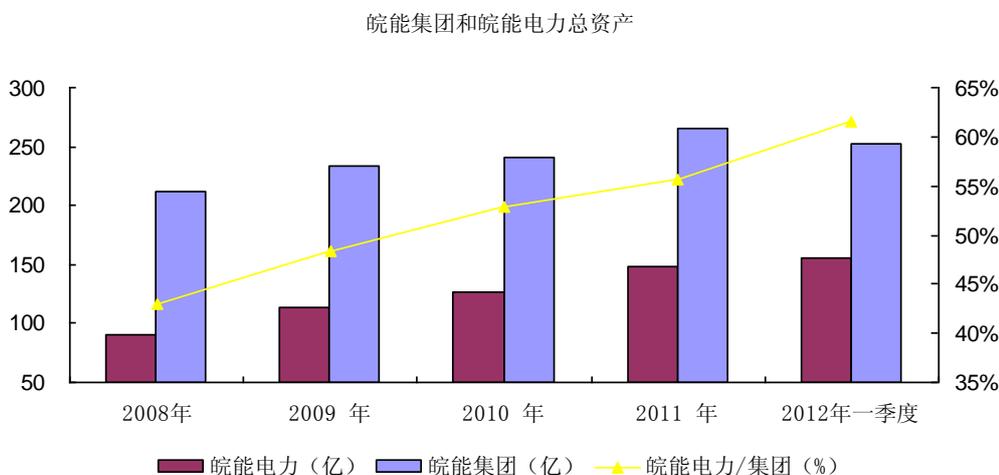
皖能电力是皖能集团实施电力板块战略性管控的专业化管理公司。皖能集团是安徽省政府在能源领域的重要投融资平台，经过多年的产业布局调整，皖能集团的业务组合包括电力、天然气、煤炭及物流、新兴能源、金融、房地产、酒店等业务，其中电力、天然气为集团的核心业务，金融、煤炭及物流、房地产、垃圾发电等业务为集团的战略业务；核电、分布式能源、太阳能、风能等为集团新兴业务。

面对严重的国际金融危机和电煤价格持续上扬等诸多不利因素，皖能集团经过充分的研究，在 2009 年明确了“三个转移、两个加大、一个延伸”的战略发展思路：新增火电电源点向坑口转移、新建发电机组由小向大转移、发电结构由单一火电向火电、核电、新能源等多种形式转移；加大天然气产业的投入和工作的力度、加大金融证券业的投入和工作力度；积极向发电产业链上下游延伸。

截至 2011 年末，皖能集团合并报表总资产达到 265.47 亿元，所有者权益 107.11 亿元，2011 年度营业收入 120.18 亿元，净利润 2.89 亿元。旗下形成了包括电力、天然气、煤炭及物流、新能源、金融、房地产的六大专业化板块。目前集团公司已投产控股装机容量 549 万千瓦，在建 195 万千瓦；建成天然气支干线管网 780 公里，供气范围已覆盖除黄山以外的全省所有地级市；参股徽商银行、马鞍山农商行、国元证券、华安证券、国元农业保险、中安财产保险、合肥皖能小额贷款公司以及皖能财务公司等金融机构。

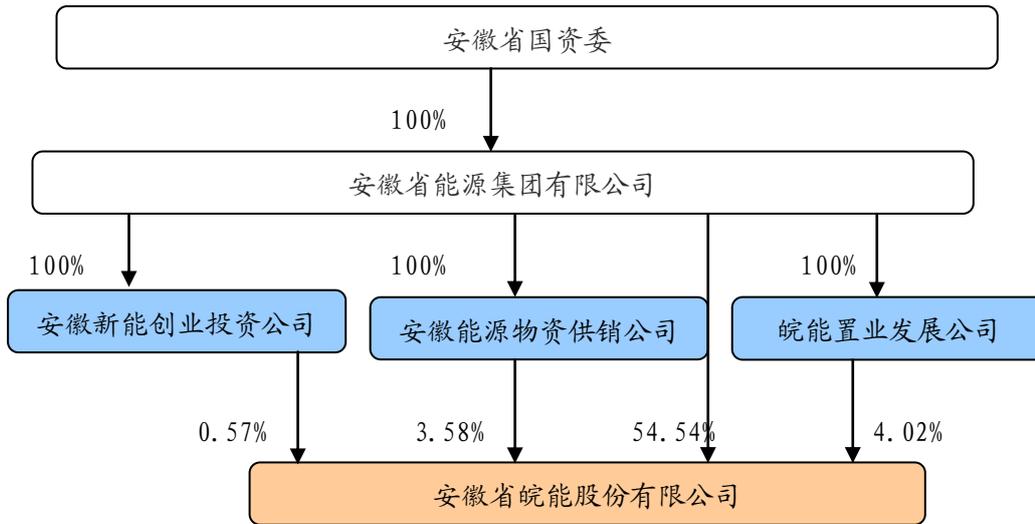
皖能电力作为皖能集团唯一的上市平台，是公司电力板块的专业化管理公司，是集团公也是集团公司战略转型的重要实施者。截止 2011 年末，皖能电力合并报表总资产为 147.7 亿元，占集团总资产比例高达 55.64%，是集团公司最主要的资产。皖能集团目前实际控制皖能电力 62.71% 的股权。

图 1：皖能集团和皖能电力总资产



资料来源：公司公告 宏源证券

图 2: 皖能电力股权控制图

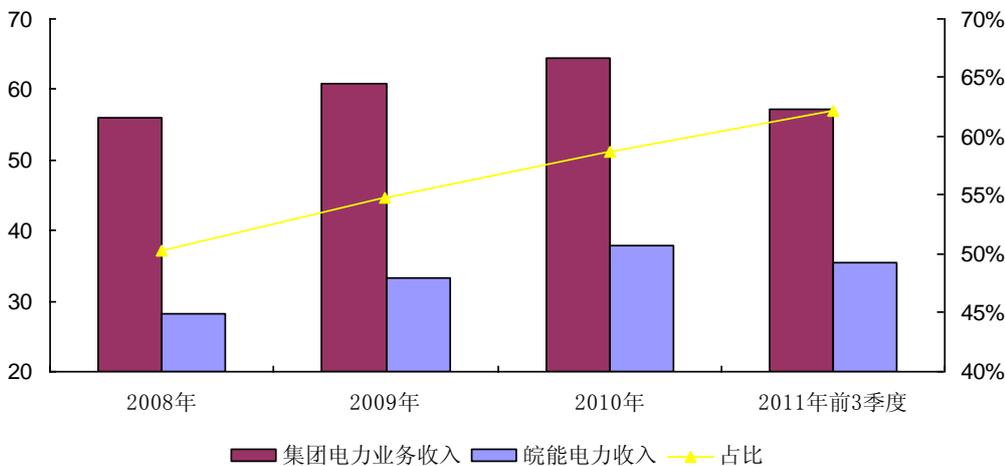


资料来源: 公司公告、宏源证券

(二) 受益集团电力板块战略转型

作为皖能集团核心资产板块, 皖能电力积极贯彻实施集团公司的“三个战略转移”战略部署, 充分利用国家出台的“上大压小”政策, 一方面新建、扩建一批大机组, 另一方面加快公司从小机组、高能耗向大容量、高参数、低能耗机组的转变, 实现公司电力资产结构的优化。截至 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, 实现营业收入 51.5 亿元。对比集团电力板块的收入来看, 皖能电力收入占集团电力业务收入比重逐年提高, 由 2008 年 50% 提高到目前的 62%; 同时, 2011 年末时, 皖能电力可控装机容量仅占集团总装机容量的 53%, 收入确占比达到 62%, 充分说明上市公司拥有的电力资产是集团公司的优质电力资产。

图 3: 皖能电力收入与集团电力业务收入



资料来源: 公司公告、宏源证券

截止 2012 年 6 月 5 日, 公司控股装机容量达到 427.5 万千瓦。目前公司控股电

厂在役的包括：淮北国安电力 2 台 30 万千瓦机组、安徽铜陵 2 台 30 万千瓦机组和 1 台 100 万千瓦机组、皖能合肥 1 台 60 万千瓦机组、皖能马鞍山 2 台 60 万千瓦机组等。其中皖能合肥 60 万千瓦机组于 2009 年投产建成；安徽铜陵百万机组则于 2011 年如期竣工投产并实现即投产、即稳定、即盈利；皖能马鞍山 2 台 60 万千瓦机组已经在年内陆续完成试运行并转入商业运行。皖能电力过去主力机组 30 万千瓦机组，近年来皖能电力通过“上大压小”和新建方式，皖能电力积极建设大容量、高参数机组，主力机组已经变为 60 万千瓦和 100 万千瓦机组，平均单机装机容量达到 50 万千瓦以上，公司电力资产结构得到了较大的改善。

为进一步增强公司的发电能力，改善公司的机组结构、能源结构和延伸公司发电业务的产业链条，公司在 2012 年 2 月份推出了定向增发方案，拟募集不超过 16.95 亿元的资金用于扩建合肥发电厂 6 号机组和收购皖能集团所持有的电燃公司 80% 股权、临涣中利 50% 股权及秦山二期 2% 股权。

表 1：皖能电力定向增发募集资金投向

序号	项目简称	项目主要内容
1	合肥发电厂 6 号机组扩建工程项目	投资不超过 8.40 亿元，用于安徽合肥发电厂 6 号机组（1×600MW）扩建工程
2	收购皖能集团所持标的公司的股权	投资 8.55 亿元收购皖能集团所持有的电燃公司 80% 股权、临涣中利 50% 股权及秦山二期 2% 股权

资料来源：公司公告 宏源证券

二、运营效率改善提升盈利能力

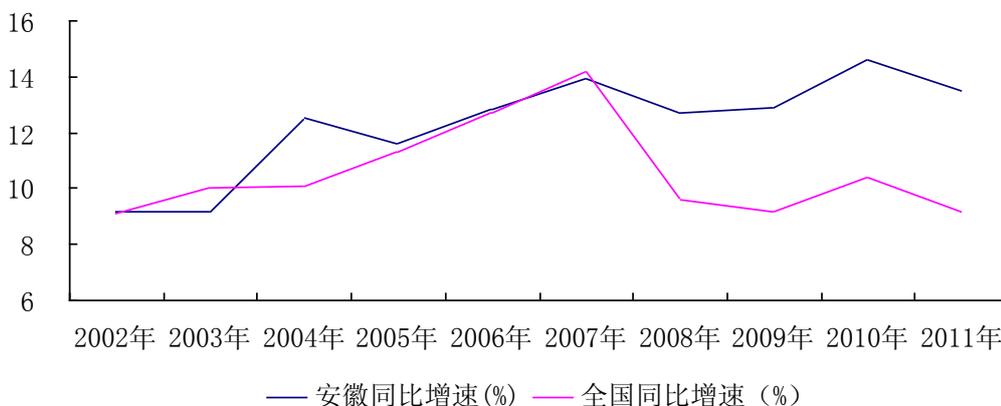
（一）地方经济增长稳定营造良好外部环境

2010 年以来，安徽省国民经济继续保持较快的发展，带动了地方电力需求的上升。2011 年，全省工业增加值 7061.7 亿元，比上年增长 21.1%，全社会用电量 1221.19 亿千瓦时，同比增长 13.29%。同期，公司实现发电量 140.91 亿千瓦时，与去年同期相比增长了 48.42%，占全省发电量 11.35%。

公司是安徽省最大的省属发电企业，截至 2011 年末，公司可控装机容量 293.5 万千瓦，在役装机容量约占全省总装机容量的 7.8%。近年，随着国家区域经济发展战略的推进，安徽省实施区域发展总体战略和主体功能区战略，受益于经济布局逐步从沿海向内陆延伸；同时，推进皖江城市带承接产业转移示范区、合芜蚌自主创新综合试验区和国家技术创新工程试点省的建设，促进了安徽的快速发展，从而带动电力需求的增长，这为公司的发展营造了良好的外部环境。

图 4：安徽经济增速高于全国水平

GDP同比增速对比



资料来源：国家统计局、宏源证券

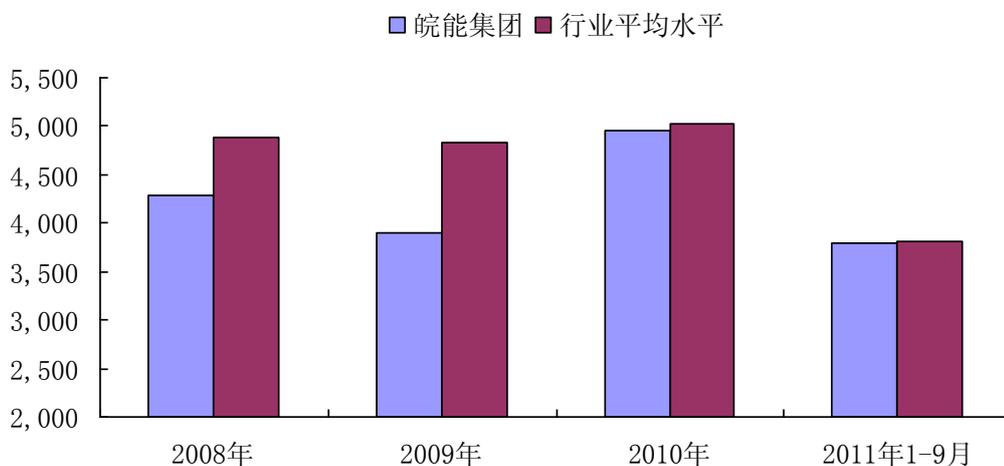
(二) 发电小时数有所回升

地区经济的快速增长，带动用电需求快速增长。截止 2011 年底，全省累计发电设备平均利用小时数 5418 小时，比去年同期增加 360 小时；水电设备平均利用小时数 1633 小时，同比减少 602 小时；火电设备平均利用小时数 5669 小时，同比增加 439 小时。

其次，由于 2010 年安徽省新投产机组较少，使得安徽省发电机组利用效率有所提高。据安徽省电源项目的审批及建设情况，2011 和 2012 年全省总装机容量增速分别约为 9.0% 和 12.6%，远低于 2005~2009 年 23.9% 的平均增速。截止 2011 年年底，安徽省电力总装机容量 3179.4 万千瓦，其中水电 200.2 万千瓦、火电 2958.4 万千瓦、其他 20.8 万千瓦。

地方用电需要的快速增长，装机容量增速的放缓，公司发电机组利用小时数得以有所回升，近年集团电力的发电利用小时数与全国平均水平逐渐接近，而皖能电力的机组利用率高于集团电力资产的运营效率。

图 5：皖能集团发电利用小时

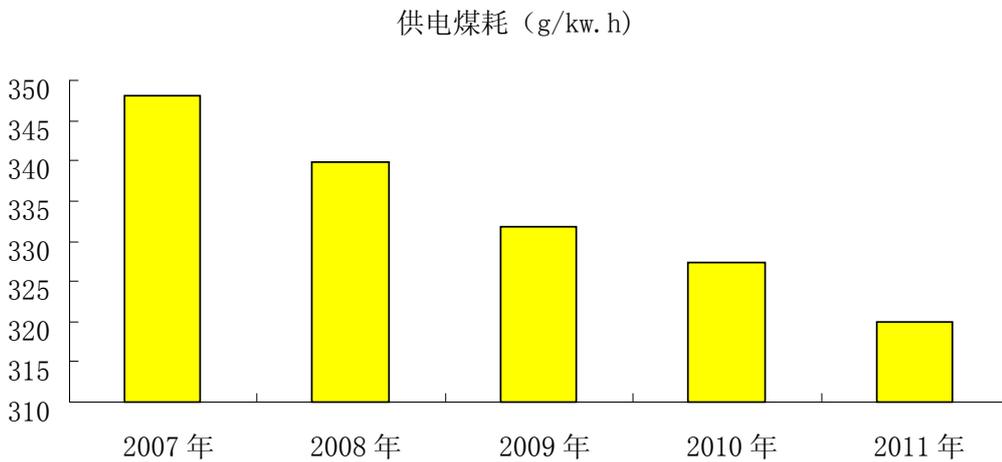


资料来源：公司公告、宏源证券

(三) 机组机构优化带来煤耗持续下降

2010 年以来，公司根据国家政策，加大了大型发电机组的投资建设。皖能铜陵发电有限公司六期工程的一台 100 万千瓦燃煤发电机组，已于 2011 年投产，该机组是目前国内单机规模最大的高参数、大容量、低能耗、环保型超超临界塔式锅炉燃煤发电机组，代表了目前国际发电设备的最高水平，2011 年当年供电煤耗仅为 296g/kwh；皖能马鞍山 2 台 60 万为国产超临界高参数燃煤发电机组，同步安装脱硫、脱硝和高效静电除尘装置，将进一步降低公司煤耗水平；公司扩建的皖能合肥 6 号机组 60 万千瓦超临界机组，同样采用的是当前国际国内较为先进的机组，发电标煤耗为 284 克/千瓦时。公司持续引进大容量、高参数机组，使得公司在能耗、电网调度等方面具有一定的优势，有利于公司持续大幅度降低公司发电成本、提高设备利用效率。2011 年公司实现供电煤耗 319.88 克/千瓦时，同比下降 7.48 克/千瓦时，随皖能马鞍山 2 台 60 万机组、皖能合肥 6 号机组以及铜陵第二台百万机组的陆续投产，预计公司供电煤耗将继续大幅降低。

图 5: 供电煤耗持续下降



资料来源：公司公告、宏源证券

三、上网电价上调增加营业收入

上网电价方面，2011 年 5 月 27 日，国家发展改革委发布《国家发展改革委关于适当调整电价有关问题的通知》，将安徽省火电企业上网电价每千瓦时提价 2 分，自 2011 年 6 月起实施；2011 年 12 月 6 日，《国家发展改革委关于调整华东电网电价的通知》，为适当疏导电价矛盾，保障电力供应，自 2011 年 12 月 1 日起提高安徽省统调火电、水电机组上网电价每千瓦时 1.8 分（含税）。经过 2 次电价调整，公司所属火力发电厂发电机组上网电价如下：

表 2: 皖能电力下属电厂上网电价

电厂名称	股权比例	装机容量 (万千瓦)	上网电价 (元/千瓦时)	
			2012 年 6 月 1 日起执行	2012 年 12 月 1 日起执行
皖能铜陵#5	51%	105	0.418	0.436
皖能铜陵#4	51%	30	0.418	0.436

皖能铜陵#3	51%	30	0.444	0.462
皖能合肥#5	51%	60	0.418	0.436
淮北国安电力	40%	64	0.447	0.465

资料来源：公司公告 宏源证券

公司在其公告中预测，2011年12月份电价上调1.8分/度预计将增加公司2011年度电力收入2000万元。按照此测算，在平均利用小时不变的情况下，预计公司2011年底在役机组将在2012年相比2011年增加收入2.2亿元；同时公司在2011年6月的公告中披露，上调电价2分/度将增加2011年收入1.11亿元，预计2012年同期多增加收入约1.11亿元，合计相比2011年公司收入在2012年仅原有机组多贡献收入3.21亿元。

同时，2012年公司新增2台66万千瓦装机容量机组分别于2012年3月27号和6月3号开始正式运行，按安徽省火电平均利用小时5200小时初步测算，预计年内实现上网电量约46.6亿千瓦时；根据《关于皖能马鞍山发电有限公司上网电价核定的请示》的答复，皖能马鞍山2台60万千瓦发电机组采用省燃煤机组标杆上网电价0.421元/千瓦，同时允许皖能马鞍山在环保局验收合格后申请执行燃煤机组脱硫标杆上网电价，预计公司年内实现收入约19.63亿元。

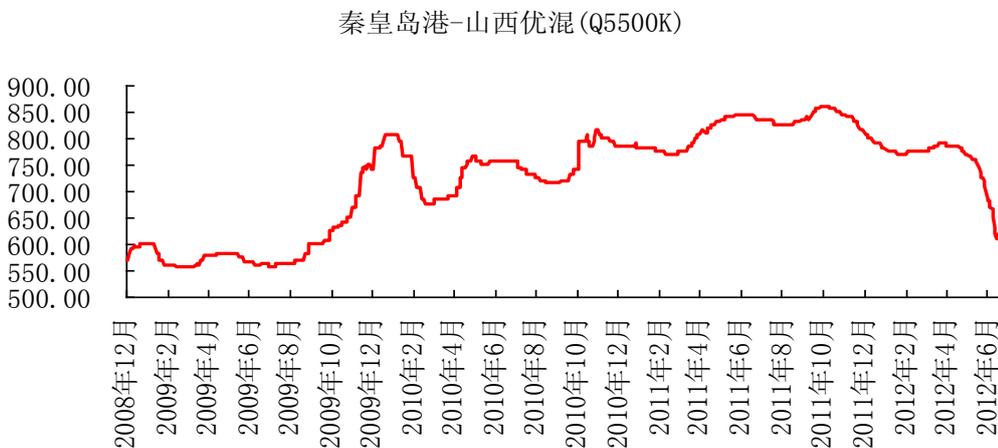
四、煤价：火电企业盈利与否的关键

1、高煤价曾致使企业业主业亏损

煤炭燃料成本占火电企业主营成本比重较大，通常保持在75%左右，在煤价上涨的过程中甚至到达80%以上。2010年以来，全国电煤价格较2009年大幅上升，火电企业主营业务成本也同步上升，主营业务出现亏损。2010年，皖能集团电力公司入厂标煤单价（不含税）为817.33元/吨，较2009年上涨了129.32元/吨；2011年1~9月，入厂标煤平均单价882.21元/吨，较2010年继续上升。

皖能电力2011年平均耗用标煤单价较上年上涨87.94元/吨，导致公司发电成本上升，致使公司电力业务，毛利率为-0.97%，较2010年下降0.11个百分点，公司主营业务税前亏损高达2.75亿元。

图6：2008年12月至今秦皇岛山西优混（5500K）平仓价走势图



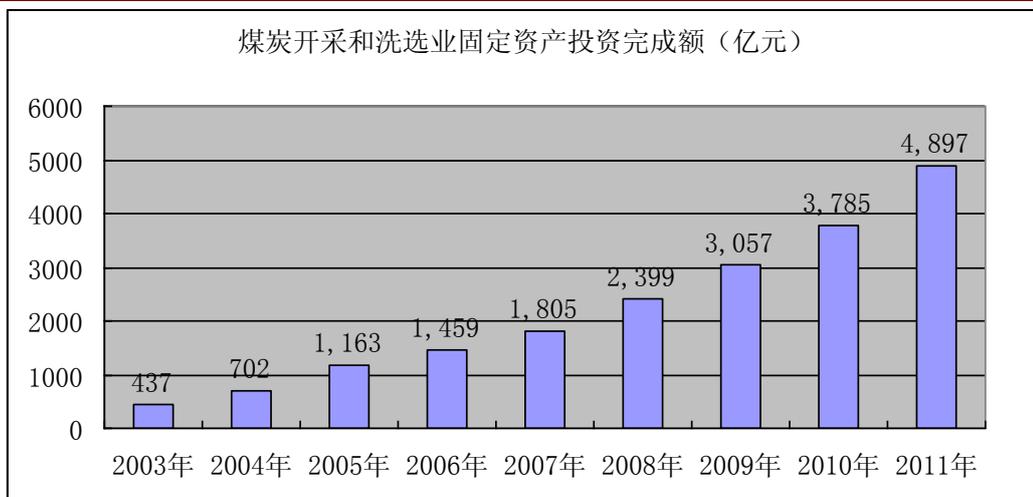
资料来源：wind、宏源证券

2、供需变化正在改变煤价走势

上一篇报告中,对年初以来煤炭价格的下跌,我们认为正是煤炭供需结构变化的反映。随着国家经济增速放缓,新能源产业迅猛成长,以及煤炭生产规模的扩大和能力的提高,煤炭市场在未来供大于求的趋势越来越明显,煤炭价格将呈现趋势化的下降通道。

固定资产投资大幅增加,煤炭产能释放加速。“十五”期间和“十一”五期间煤炭采选业固定资产投资大幅增加,其中“十五”期间平均每年投资 450.6 亿元,“十一五”期间平均每年投资 2497.94 亿元。“十一五”期间煤炭采选业固定资产投资额相当于新中国成立 55 年煤炭投资总和的 2.8 倍。进入“十二五”,对煤炭采选业的固定资产投资仍延续上升势头,2011 年投资约 4897 亿元,同比增长 29.39%。

图 7: 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额



资料来源: wind、宏源证券

全国煤炭采选业固定资产投资额的大幅持续增加,加上建井技术、开采技术及装备水平的革新与提升,大幅提升了煤炭的产量;同时过去几年新投资增加产能约 20 亿吨,在“十二五”期间将会释放 15 亿吨。

经济增长放缓,煤炭需求增幅回落。未来几年全球经济将处于低速增长期,我国 GDP 在经历“十五”年均增长 9.5%和“十一五”年均增长 11.2%之后,已明确“十二五”国家经济发展速度回落式增长的基调。经济增速下降、经济结构调整以及转变发展方式,“十二五”期间煤炭需求增长将呈现受抑制的趋势。

新能源替代效应进一步挤占煤炭需求。根据“十二五”有关专项发展规划和能源相关发展预测研究到 2020 年,我国风电装机容量达到 1.8 亿千瓦;太阳能发电装机达到 2000 万千瓦;核电装机容量达到 8600 万千瓦。即时我国新能源发电装机容量至少为 2.9 亿千瓦,约为 7 亿吨左右煤炭的发电量。

3、业绩对煤价变动高度敏感

公司 2012 年新增可控机组 132 万千瓦,分别在 3 月底和 6 月初投产。此处分析仅针对 2011 年在役机组进行。同时,假设机组平均利用小时和煤耗在 2012 保持不变,即上网电量为 140.91 亿千瓦时,煤耗为 319.88g/k.v。

表 3: 煤炭价格变动对皖能电力主营成本的影响

上市公司主营成本	煤炭价格变动 (标煤)					
	-30 元/吨	-20 元/吨	-10 元/吨	+10 元/吨	+20 元/吨	+30 元/吨
燃煤价格变动(元)	-30 元/吨	-20 元/吨	-10 元/吨	+10 元/吨	+20 元/吨	+30 元/吨
主营成本变动 (万元)	-13,522.29	-9,014.86	-4,507.43	4,507.43	9,014.86	13,522.29

资料来源: 公司公告 宏源证券

五、参股金融提升资产价值获得稳定分红

加大金融证券业的投入和工作力度是皖能集团战略重心之一, 集团层面参股金融资产涉及银行、保险、证券、财务公司以及创投公司。皖能电力参股的金融资产亦是集团拥有的优质资产, 包括: 上市公司国元证券 5.01% 的股权, 约 9830 万股; 非上市券商华安证券 8.32% 的股份, 计 2 亿股; 参股马鞍山农村商 3%, 3300 万股; 出资 1.47 亿元与皖能集团筹建皖能财务公司, 占股 49%。

(一) 参股马鞍山农商行获稳定分红

2010 年 5 月, 公司对安徽马鞍山农商行增资 4500 万元, 认购其 3000 万股股权, 占马鞍山农商行股权比例为 3%; 2011 年公司马鞍山农商行分配 2010 年度股票股利, 分配后公司持有该公司 3300 万股股权, 持股比例仍为 3%。

马鞍山农商行于 2009 年 7 月 8 日揭牌开业, 是在整合原马鞍山农村合作信用联社及所辖分支机构的基础上, 经股份合作制改造而成立的一家地方性法人银行机构, 是安徽省首家挂牌的农村商业银行, 也是全国第一家以地市命名的农村商业银行。

截止 2010 年 11 月末, 马鞍山农村商业银行网点合计 47 个, 资产、负债规模分别为 165.73 亿元和 150.35 亿元; 各项存款余额 133.44 亿元, 各项贷款余额 89.7 亿元, 其中中小企业贷款余额 51.57 亿元。

同时, 作为全国首家地级市农商行, 马鞍山农村商业银行正式成立以来, 在大力做好服务地方经济的同时, 积极实施“跨出去”战略。一方面, 马鞍山通过走出马鞍山到异地设立分支机构, 不断在新起点上实现新跨越; 另一方面, 公司积极设立村镇银行, 目前已经是 8 家村镇银行的发起人, 公司计划在 2012 年村镇银行总数达 12 家。

根据马鞍山农商行 2011 年度股东会审议通过的《2011 年度利润分配方案》(每 10 股派发现金 1.5 元 (含税)), 公司于 2012 年 4 月 12 日收到马鞍山农商行 2011 年度现金分红款 495 万元。

(二) 证券上市提升公司资产价值

公司参股的证券公司包括 2 家: 持有国元证券 5.01% 的股权, 合计约 9830 万; 非上市券商华安证券 8.32% 的股份, 计 2 亿股。

1、国元证券

历史上, 皖能电力投资 1.49 亿元参股国元证券。2007 年 10 月成功借壳上市, 公司持有上市公司股份 5.01%。目前, 公司持有的国元证券股份已于 2010 年 11 月 2 日解除限售。

按照该公司股票 2012 年 6 月 8 日收盘价计算，皖能电力持有该国元证券股份期末账面价值为 111,279.34 万元，极大的提高了公司的资产价值。

根据国元证券 2011 年度股东大会审议通过的《2011 年度利润分配方案》（每 10 股派发现金 1 元（含税））及国元证券披露的《2011 年度权益分派实施公告》，公司于 2012 年 4 月 26 日收到国元证券 2011 年度现金分红款约 983 万元。

根据我们的测算，2012 年国元证券可实现净利润 8.07 亿元，2013 年实现净利润 9.94 亿元，2014 年实现净利润 12.04 亿元；皖能电力在持股不变的情况下，只能从分红中获得收益，从国元证券历史分红率来看我们按 60% 的派息比例，皖能电力 2013 年-2015 年相应获得投资收益分别约为 2426 万元、2987 万元和 3618 万元。

表 4：国元证券盈利预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,775	2,126	2,483	2,801
Growth(%)	-20.83%	19.77%	16.77%	12.84%
净利润	563	807	994	1,204
Growth(%)	-39.23%	43.41%	23.13%	21.14%
每股收益(元)	0.29	0.41	0.51	0.61
每股净资产(元)	7.53	7.81	8.23	8.75

资料来源：宏源证券

2、华安证券

截止 2011 年末，皖能电力累计对华安证券投资 2.45 亿元，拥有其 8.32% 股份，计 2 亿股。

华安证券前身是 1991 年 5 月经中国人民银行总行批准设立的安徽省证券公司，2000 年 12 月 28 日中国证监会核准公司增资改制并更名为华安证券有限责任公司，同时核准公司为综合类证券公司。目前，华安证券注册资本金为 24.05 亿元，最新行业分类评级为 A 类 A 级，公司股东 16 家，多为国有或国有控股的上市公司和大型企业。

证券经纪是公司的基础业务。公司拥有 A、B 股交易席位 72 个，是全国首批取得网上证券经纪业务资格的证券公司之一，现有营业部 79 家，在全国 106 家证券公司中位居前列。

2010 年 6 月，公司首只集合理财产品——华安理财 1 号稳定收益集合资产管理计划成立，目前公司有 2 只理财产品，规模合计 9.57 亿元。

2012 年 5 月 16 日，华安证券获得融资融券业务资格，进一步拓宽了公司收入来源，有利于其盈利模式的改善。

根据华安证券 2011 年度股东会审议通过的《2011 年度利润分配方案》（每 10 股派发现金 0.8 元（含税）），公司可分得华安证券 2011 年度分红款 1600 万元。

表 5：华安证券盈利预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	654	756	827	893
同比增长(%)	-47.68%	15.58%	9.37%	7.99%

净利润 (百万)	88	159	234	265
----------	----	-----	-----	-----

资料来源：宏源证券

六、降息通道打开 节省财务费用

为稳定经济增长，中国人民银行决定，自 2012 年 6 月 8 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。各档次存贷款基准利率均下调 0.25 个百分点；同时将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.8 倍，打开了此轮降息周期。

7 月 6 日起央行再次下调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点；一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点；同时将金融机构贷款利率浮动区间的下限由基准利率的 0.8 倍，调整为基准利率的 0.7 倍。

皖能电力近年不断在更新机组，保持较高的负债率，截止 2011 年底短期贷款 13.8 亿元，长期贷款约 58 亿元。从公司年报来看，公司过去贷款基本保持在基准利率的水准，而随着火电企业经营状况的好转预期其贷款利率将享受下浮优惠。不考虑基准利率继续下调的情况下，两次贷款基准利率下调合计 0.5 个百分点，如果公司能够享受基准利率 0.9 倍的优惠，相当于下调 1.1 个百分点，对应公司 71.8 亿元的有息贷款，将节省财务费用约 7800 万元；如果公司能享受到基准利率 0.8 倍的优惠，将节省财务费用约 1.22 亿元。

七、盈利预测及投资评级

(一) 核心假设

- 1、2011 年在役机组平均小时利用保持不变；
- 2、平均煤耗 2012 年不变，新增机组陆续投产后下降 10g/kw.h；
- 3、电价为 2011 年 12 月上调的上网电价；
- 4、用煤标煤价格平均下降 100 元/吨；
- 5、马鞍山农商行盈利稳定，保持稳定分红率
- 6、证券业绩符合预期（见上章）

(二) 盈利预测与估值

基于以上假设，我们预计公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.45 元、0.51 元以及 0.56 元，对于当前股价市盈率分别为 18.5 倍、14.65 倍以及 12.55 倍。

表 6: 皖能电力盈利预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	5150.37	7444.37	8197.73	8361.69
增长率 (%)	36.10%	44.54%	10.12%	2.00%
归属母公司股东净利润	19.27	348.36	390.78	431.65

增长率(%)	-91.19%	1708.03%	12.18%	10.46%
每股收益(EPS) (元)	0.025	0.45	0.51	0.56
销售净利率	-1.76%	5.31%	6.16%	6.72%
市盈率(P/E)	282	15.60	13.91	12.59

资料来源：宏源证券

鉴于煤炭价格存在持续下跌的趋势，公司利用小时和上网电价不变的基础上，公司未来几年业绩存在持续超预期的可能；公司新投 60 万机组和将建的 100 万机组项目给公司未来几年带来持续的产能扩张，将充分分享到煤价下跌过程中产业链利益重新分配带来的火电企业盈利；国元证券、华安证券和马鞍山农商行亦能给公司带来稳定的分红收益。我们首次给予公司“买入”的评级，6 个月目标价为 9 元。

八、风险提示

- 1、机组平均利用小时大幅低于预期；
- 2、煤炭市场价格再次上涨；
- 3、政府下调上网电价；
- 4、证券市场波动性的风险。

分析师简介:

黄立军: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。