

分析师：李晶
执业证书编号：S0050510120015
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

皖能电力 (000543.SZ)

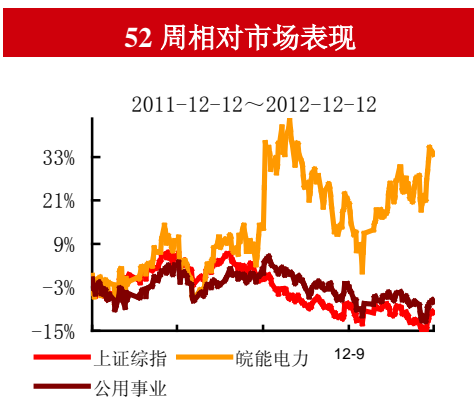
受益低煤价与区域经济发展 成长空间可观

投资要点

- 1、**受益于区域经济快速发展**。公司是安徽省唯一省属电力企业，权益装机容量占省内售电机组的20%左右。根据皖江城市带承接产业转移示范区政策规划，“十二五”期间皖江地区增长总值年均复合增速为9.72%，区域用电需求旺盛，公司电力机组未来将继续保持较高发电负荷。
- 2、**安徽省煤炭价格降幅较大，公司享受较低发电成本**。安徽省煤炭市场受到省内煤炭企业供给充足、北煤南运、进口大增等多重因素影响，煤价跌幅13%-20%，未来煤价上涨空间有限，公司发电成本较低，有利于提升业绩弹性。
- 3、**公司储备项目众多，内生性增长可观**。公司“上大压小”项目自2010年进入集中释放期，后期储备项目权益装机是目前的3.84倍，其中2013年合肥6#机组投产，增发项目中的临涣中利、秦山核电二期均为在产机组，将提高权益装机规模25%，其他项目预计“十三五”期间陆续投产，公司中长期成长空间可观。
- 4、**盈利预测：2012-2014年EPS为0.41、0.60、0.61元/股**。不考虑增发，假设2012-2014年标煤单耗同比增长-5%、-5%、1%，发电设备利用小时数均为5000小时，上网电价不变，预计2013年业绩增长46%。看好公司发展的外部经济环境、成本优势、内外生成长空间，首次给予“买入”评级。注意煤价跌幅小于预期、发电设备利用小时数下降风险。

公用事业	
投资评级	
本次评级：	买入
跟踪评级：	未评级
目标价格：	8.4

市场数据	
市价(元)	6.87
上市的流通A股(亿股)	7.73
总股本(亿股)	7.73
52周股价最高最低(元)	4.65-7.48
上证指数/深证成指	2074.70/8220.54
2011年股息率	0.25%



相关研究

公司财务数据及预测				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5150.37	7331.40	7896.31	8461.21
增长率(%)	36.09	42.35	7.71	7.15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	19.27	313.32	461.54	473.60
增长率(%)	-91.19	1526.15	47.31	2.61
毛利率(%)	0.41	9.50	12.49	12.52
净资产收益率(%)	0.54	8.08	10.65	10.15
EPS(元)	0.02	0.41	0.60	0.61
P/E(倍)	275.62	16.95	11.51	11.21
P/B(倍)	1.49	1.37	1.23	1.14

来源：公司年报、民族证券

正文目录

摘要：高用电负荷、低发电成本、机组陆续投产	4
1、区域经济快速发展，保证机组发电设备利用小时数处于较高水平	4
2、享受较低发电成本，皖能电力火电业务进入盈利收获期	4
3、储备项目众多，内生性成长空间大	4
4、参股阜阳发电、金融公司，获取长期稳定投资收益	4
5、预计 2013 年上半年完成增发，注入优质电力资产	5
6、风险提示：煤价上涨、机组发电负荷下降	5
一、大股东实力雄厚，全力支持上市公司发展	6
二、公司发电主业开始盈利	7
1、装机规模逐年增长	7
2、2008-2011 年主业微利，盈利来自政府补助，2012 年上半年发电主业扭亏	8
3、纯火电企业，对煤价电价敏感度高	9
4、储备项目权益装机容量较 2012 年增长近 3 倍	9
三、参股电厂及金融公司 长期贡献稳定的投资收益	10
四、预计 2013 年上半年完成定增 增厚业绩约三成	11
五、受益于区域经济拉动，发电机组保持高负荷运行	12
1、安徽区域经济增长强劲	12
2、安徽用电需求旺盛	13
3、安徽省电源结构以火电为主，火电机组保持高负荷率	13
4、皖能电力省内机组占有率约 20%，直接受益于区域经济发展	14
六、不考虑增发预计 2012-2014 年 EPS 0.41、0.60、0.61 元/股，给予“买入”评级	14
1、机组大修影响 4 季度业绩 预计 4Q 业绩环比下降 36%	14
2、预计 2012-2014 年 EPS 为 0.41、0.60、0.61 元/股，给予“买入”评级	15

图表目录

图 1：皖能电力股权结构	6
图 2：2008-2012 年皖能电力装机规模逐年增加	8
图 3：2008-2012 年皖能电力上网电量逐年增长	8
图 4：2012 年安徽动力煤车板含税价格持续下跌	9
图 5：2000-2012 年皖能电力毛利率走势	9
图 6：皖能电力煤炭成本占发电成本的比例维持高位	9
图 7：煤价变化对公司发电业务毛利负相关	9
图 8：2009-2012 年主要投资收益来源（单位：万元）	11
图 9：2009-2012 年主要参股公司贡献投资收益比例	11
图 10：2008-2012 年安徽省经济增速好于全国水平	12
图 11：2008 年后安徽省 GDP 占全国的比重逐年提升	12
图 12：2008 年后安徽省第二产业占比逐年提升	12
图 13：2008 年后安徽省第二产业增速较全国差距扩大	12
图 14：2012 年安徽省发电量增速高于全国水平	13
图 15：2012 年安徽省火电发电量增速明显高于全国水平	13
图 16：2012 年 7 月底安徽省火电装机占 94%	13
图 17：2012 年 7 月底全国火电装机占 74%	13

图 18: 2008-2012 年 10 月安徽省火电机组发电负荷好于全国水平	14
图 19: 2012 年 1-10 月安徽省火电设备利用小时数明显高于全国水平	14
表 1: 安徽省能源集团下属剩余电力资产	6
表 2: 皖能电力下属机组情况 (单位: 万千瓦)	7
表 3: 2008-2011 年淘汰落后产能获得的政府补助贡献主要业绩	8
表 4: 皖能电力 2012 年发电业务毛利率对煤价与电价敏感度分析	9
表 5: 2007-2016 年后皖能电力权益装机容量及预测 (单位: 万千瓦)	10
表 6: 皖能电力装机容量增长空间	10
表 7: 皖能电力投资收益贡献主要盈利 (单位: 百万元)	11
表 8: 皖能电力募投项目	12
表 9: 2009-2012H 皖能电力主要控股公司盈利状况 (单位: 亿元)	14
表 10: 皖能电力盈利关键假设 (不增发)	15
表 11: 皖能电力各业务板块盈利预测	15
附录: 财务预测表	16

摘要：高用电负荷、低发电成本、机组陆续投产

1、区域经济快速发展，保证机组发电设备利用小时数处于较高水平

安徽省经济受益于“工业强省”、“皖江城市带承接产业转移示范区”政策的拉动，区域GDP增速高于全国水平近4个百分点。

安徽省电源结构以火电为主，火电装机占比94%，因此安徽省火力发电基本不受水电荣枯季节波动的影响，各月发电量相对稳定。

受益于区域经济的快速发展，省内发电机组保持较高的发电负荷率，火电设备利用小时数明显高于全国平均水平。2012年1-10月安徽省火电设备利用小时数为4597.3小时，高于全国513.08小时。

根据皖江城市带承接产业转移示范区规划，“十二五”期间皖江地区生产总值年均复合增长率将达9.72%，处于各省前列，区域用电需求还将保持快速增长。

考虑到安徽地区新批复的发电项目相对有限，因此，安徽省发电设备将保持高负荷率。皖能电力作为安徽省内供电的主力企业，将长期受益于区域经济增长。

2、享受较低发电成本，皖能电力火电业务进入盈利收获期

安徽省拥有淮南淮北两个国家级煤炭基地，资源丰富，主产动力煤。“十二五”期间，安徽省四大煤炭企业中，淮南矿业、国投新集还将持续释放产能，其中淮南矿业计划新增3000-6000万吨，国投新集还将增加（刘庄矿新增340万吨，口孜东矿500万吨，板集矿300万吨，合计1140万吨），皖北煤电、淮北矿业省内产能增量较小，因此可测算“十二五”期间安徽省煤炭产能预计增长57%。

同时安徽省是我国北方煤炭海进江和海外进口煤的重要目的地，对当地市场的冲击在2012年已经有所体现。

综合分析供需增量，预计“十二五”期间安徽省煤炭供给相对充足，供需保持相对宽松局面，煤炭价格上涨空间有限。

皖能电力的煤源主要来自省内煤炭企业，因此未来将受益于低煤价优势。增发项目中中燃公司将发挥集中、统一采购的优势，公司燃料成本还有进一步下跌空间。

3、储备项目众多，内生性成长空间大

“十一五”期间公司响应国家号召“上大压小”，关闭了一批小火电机组，并陆续建成一批大容量机组，目前已进入集中收获期，2009年、2011年、2012年均均有新机组投产，2013年上半年合肥发电公司6#机组预计投产。

目前在建项目中板集利辛煤电一体化项目2*100万千瓦目前已经拿到发改委路条，预计2015年投产1台机组。

公司目前储备项目权益装机容量（含增发项目）达997.435万千瓦，是2012年的3.84倍，预计十三五期间陆续投产，未来成长空间大且确定性高。

4、参股阜阳发电、金融公司，获取长期稳定投资收益

公司参股40%的阜阳发电公司盈利能力较强，2009-2012年上半年净利润率为8.6%-13%之间，净资产收益率为12.7%-14.7%，是公司投资收益的最主要来源。未来随着电力行业景气度的回升，预计未来阜阳发电将长期贡献稳定的投资收益1亿元/年以上。

公司参股华安证券（8.32%）、国元证券（5.01%）、安徽马鞍山农村商业银行股份有限公

司（3%），未来将长期获得分红约 2000 万元/年。

这些参股公司过去为公司的持续盈利做出重大贡献，未来将长期为公司业绩锦上添花。

5、预计 2013 年上半年完成增发，注入优质电力资产

公司计划增发不超过 3.58 亿股，每股增发价不低于 4.73 元/股，募集资金 16.95 亿元（含增发费用），收购大股东安徽能源集团旗下的电燃公司（80%）、临涣中利煤矸石发电项目（50%）、秦山核电二期（2%），增加权益装机容量 25%，预计 2013 年募投项目贡献盈利 1.4 亿元，约增加净利润 29%。

考虑到股本被摊薄 49%，业绩增厚 29%，因此 2013 年每股收益将被摊薄。但是新增资产对于中长期内增加发电能力、降低综合燃料采购成本、增加长期投资收益，具有积极意义。

综合分析，皖能电力具有较高投资价值。

6、风险提示：煤价上涨、机组发电负荷下降

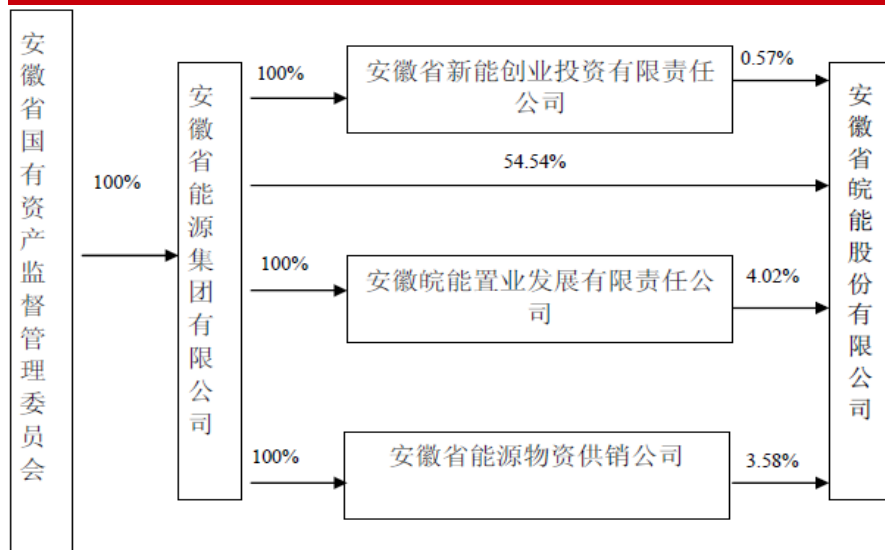
2013 年安徽地区动力煤价格超预期上涨、火电机组利用小时数同比下降，将对 2013 年业绩产生较大负面影响。

一、大股东实力雄厚，全力支持上市公司发展

皖能电力的大股东是安徽省能源集团，是由安徽省政府出资设立的国有独资公司，负责安徽省电力、天然气及其他能源建设工作。截至 2011 年末。皖能集团总资产达到 258.60 亿元，所有者权益 106.79 亿元，2011 年度营业收入 116.22 亿元，净利润 3.16 亿元；现有电力装机容量 695 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。

大股东安徽省能源集团直接和间接控股皖能电力 62.71%，公司实际控制人是安徽省国资委。

图 1：皖能电力股权结构



数据来源：公司公告 民族证券

皖能电力是集团公司旗下火电、水电、核电类资产整合的唯一上市平台。未来大股东将持续在电力投资、资本运作、资产并购等方面优先支持皖能电力，协助其做大做强主营业务。目前集团公司还参股电厂国电铜陵电厂（25%）、国电蚌埠电厂（30%）、淮南洛能电厂（46%）、神皖电力（49%）等，集团公司承诺剩余电力资产将在 2 年内启动资产注入。

安徽省大段家煤业有限公司是由安徽省能源集团有限公司和安徽省煤田地质局各出资 50% 组建，位于安徽省亳州市涡阳县，目前仍处于筹建阶段，该公司的煤炭生产项目正在履行报批手续，未来在煤矿投产并持续稳定盈利后，集团公司将择机注入上市公司。

表 1：安徽省能源集团下属剩余电力资产

公司	股权	备注
兴安控股有限公司（香港）	100%	投资中国淮北一所电力公司
国电铜陵发电有限公司	25%	火电、煤炭批发经营
国电蚌埠发电有限公司	30%	火力发电
安徽淮南洛能发电有限责任公司	46%	发电
安徽电力股份有限公司	4%	电力、热力
神皖能源有限责任公司	49%	中国神华持股 51%
安徽省响洪甸蓄能发电有限公司	45%	电力生产、水电
华东琅琊山抽水蓄能有限责任公司	30%	水电
华东天荒坪抽水蓄能有限责任公司	6%	6*30 万 KW 抽水蓄能机组
安徽响水涧抽水蓄能发电有限责任公司	25%	水电

安徽省合肥联合发电有限公司	16%	合肥第二发电厂
蚌埠热电有限公司	15%	蒸汽销售等
安徽皖能环保发电有限公司	100%	环保发电机组项目投资
安徽省大段家煤业公司	50%	目前仍处于筹建阶段，该公司的煤炭生产项目正在履行报批手续

资料来源：公司公告 民族证券

二、公司发电主业开始盈利

1、装机规模逐年增长

皖能电力目前控股四家、参股一家火电企业，2012 年中期公司可控装机容量为 428 万千瓦，权益装机为 255 万千瓦。近年来通过“上大压小”和新建方式，建成一批大容量、高参数、低能耗机组，发电资产结构不断优化。

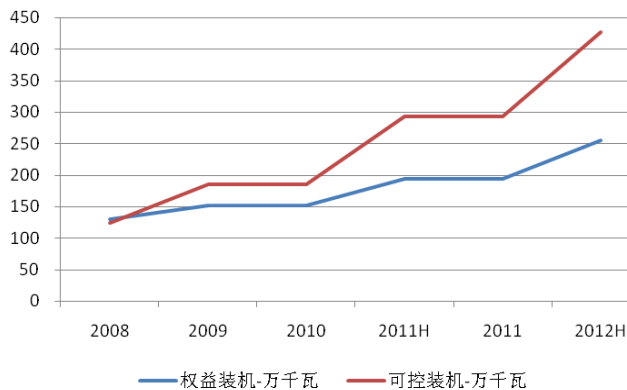
2009 年 1 月初合肥发电公司 5#机组投产，2011 年皖能铜陵 5#机组投产，2012 年 3 月、6 月马鞍山发电公司 2*66 万千瓦机组分别投产，公司发电装机规模稳步增长。

表 2：皖能电力下属机组情况（单位：万千瓦）

	股权	设计装机	权益装机	进度	备注
淮北国安	40%	2*32	25.6	2012 年 9 月开始大修 68 天	坑口电厂
皖能铜陵	51%	2*32+1*100	83.64	5#机组 2011 年 5 月 6 日投产	沿江电厂，5#为“上大压小”
合肥发电	51%	1*60	30.6	2009 年 1 月初投产，2012 年 9 月份开始大修 60 天	“上大压小”
马鞍山发电	51%	2*66	67.32	2012 年 3 月 27 日、6 月 3 日投产	沿江电厂，“上大压小”
兴源热电	51%	1*2.5	1.275		
控股小计	-	422.5	208.435		
阜阳华润	40%	2*64	51.2		
参股小计	40%	128	51.2		
临涣中利	50%	2*30	30	2009 年 3 月、5 月正式投入商业运营	
秦山核电二期	2%	4*65	5.2	4 台机组分别于 2002 年 4 月 15 日、2004 年 5 月 3 日、2010 年 10 月 5 日、2011 年 12 月 29 日投入商业运营	
增发小计	-	320	35.2		
合肥发电 6#	51%	1*60	30.6	2013 年上半年投产	
淮北国安二期	40%	2*100	80	前期工作	
皖能铜陵 6#	51%	1*100	51	前期工作	
阜阳华润二期	40%	2*60	48	前期工作	
利辛板集	45%	2*100	90	2012 年刚拿到路条，预计 2015 年初投产 1 台	
钱营孜煤矸石发电	50%	2*35	35	前期工作	
皖能长丰	60%	2*100	120	前期工作	
皖能霍邱	60%	2*100	120	前期工作	
吉阳核电	49%	2*100	98	受日本核电事故影响暂搁置	
芜湖核电	15%	2*100	30	受日本核电事故影响暂搁置	
规划及在建小计	-	1550	702.6		

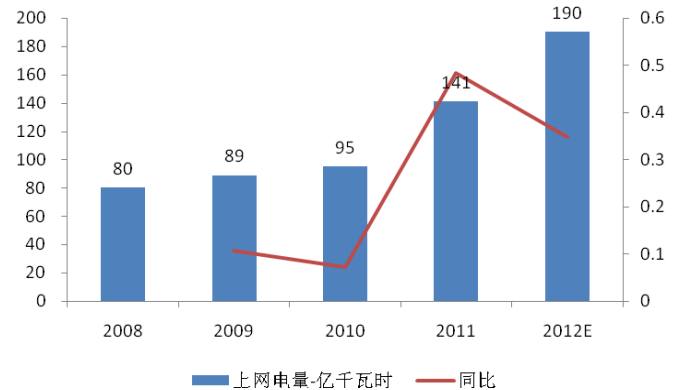
资料来源：公司公告 民族证券

图 2：2008-2012 年皖能电力装机规模逐年增加



资料来源：wind，民族证券

图 3：2008-2012 年皖能电力上网电量逐年增长



资料来源：wind，民族证券

2、2008-2011 年主业微利，盈利来自政府补助，2012 年上半年发电主业扭亏

2006 年公司相应政府号召，陆续关停小机组，申报“上大压小”项目，2009 年后陆续投产，因此 2008 年以前公司电力装机规模没有增长。同时，2006-2011 年动力煤价格逐年上涨，公司发电业务保持微利甚至亏损。

2008-2011 年盈利来源于淘汰落后产能获得的政府补助。依据财政部《淘汰落后产能中央财政奖励资金管理暂行办法》的规定和《新会计准则第 16 号——政府补助》的有关规定，公司所属马鞍山电厂、控股皖能合肥发电有限责任公司、铜陵皖能发电有限公司收到淘汰落后产能中央财政奖励资金在 2007-2011 年分年计入。

表 3：2008-2011 年淘汰落后产能获得的政府补助贡献主要业绩

	2008	2009	2010	2011	2012H
政府补助	4,496	8,746	11,049	6,032	72
淘汰落后产能中央奖励资金	4,496	8,585	10,273	5,251	-
其他	-	161	776	781	-
利润总额	4,114	13,933	19,284	(7,648)	13,337
政府补助/利润总额	109.28%	62.77%	57.29%	-78.87%	0.54%

资料来源：公司公告 民族证券

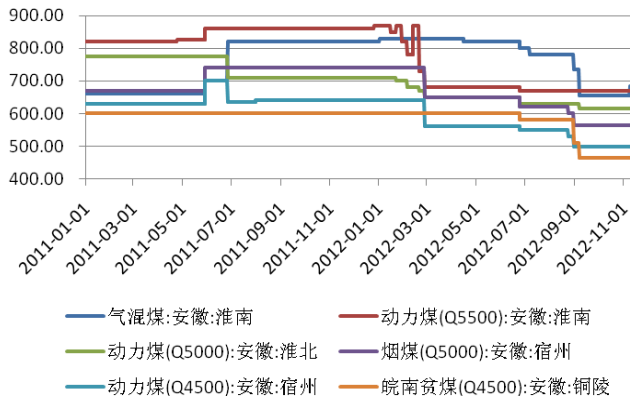
2012 年上半年公司发电业务毛利为 2.22 亿元，同比增加 2.54 亿元，电力业务毛利率 7%（2011 年为-1%），发电主业正式扭亏，主要原因：1、2011 年 6 月、12 月分别上调上网电价，2012 年电价综合水平高于 2011 年 0.03 元/千瓦时或 8.3%；2、煤价持续下跌，发电成本压力大大缓解；3、2012 年 3 月、6 月马鞍山两台 66 万千瓦机组正式投产，使发电量同比增长 45%，同时皖能铜陵 5#机组 2011 年 5 月 6 日投产，同比基数较低。

2012 年 10 月底安徽省动力煤车板含税价较年初下跌 95-200 元/吨，跌幅 13%-24%。受益于煤价的持续回落，火电业务盈利迅速改善。

2012 年第三季度随着安徽地区煤炭价格跌至年内低点，公司发电业务盈利能力进一步提高，前三季度公司综合毛利率为 10.79%，达到 2008 年以来最好水平。

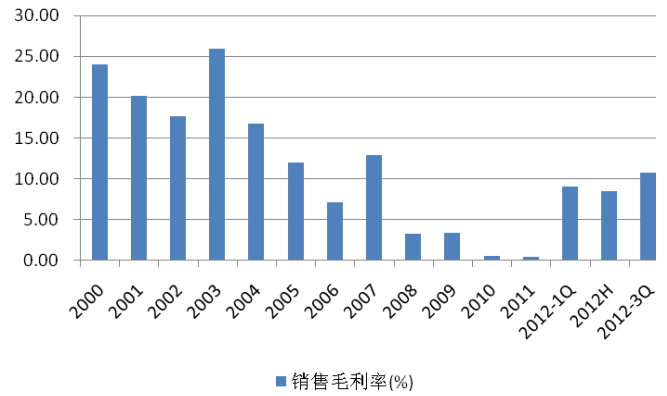
当前，煤炭行业景气度低迷，煤价维持低位，2013 年上涨动力有限，利好公司发电机组盈利能力的持续改善，成为公司业绩的主要来源。

图 4：2012 年安徽动力煤车板含税价格持续下跌



资料来源: wind, 民族证券

图 5：2000-2012 年皖能电力毛利率走势



资料来源: wind, 民族证券

3、纯火电企业，对煤价电价敏感度高

公司目前下属机组均为火力发电机组，影响火电业务盈利状况的主要因素是煤价、电价。近年来公司煤炭成本占发电成本的比例维持在 75%以上的高位，业绩对煤价敏感度高。

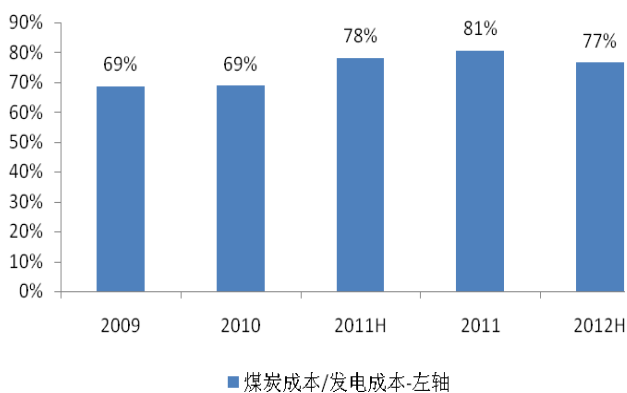
以 2012 年公司发电业务为例，发电耗用标煤单价每下降 2 个百分点，发电业务毛利率提升 1.8-1.9 个百分点，平均上网电价每上调 0.01 元/千瓦时(对应 2012 年电价上调 2.6%)，发电业务毛利率则增加约 2.3 个百分点。

表 4：皖能电力 2012 年发电业务毛利率对煤价与电价敏感度分析

2012 年发电业务毛利率		耗用标煤单价涨幅				
		-9%	-7%	-5%	-3%	-1%
上网电价 (元/度)	0.37	12.76%	10.84%	8.93%	7.01%	5.09%
	0.38	15.05%	13.18%	11.31%	9.44%	7.58%
	0.39	17.21%	15.39%	13.57%	11.75%	9.94%
	0.40	19.27%	17.50%	15.72%	13.95%	12.18%
	0.41	21.23%	19.50%	17.77%	16.04%	14.31%

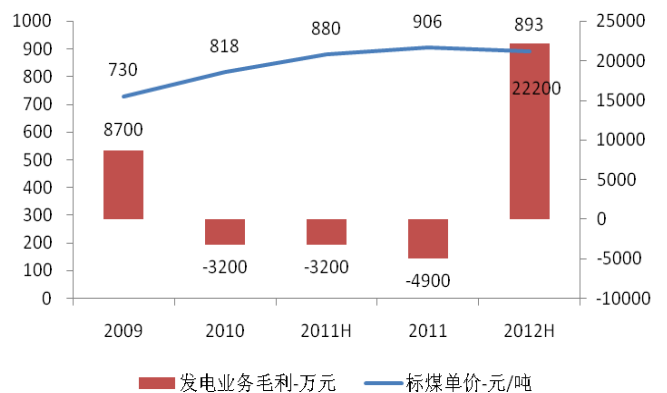
资料来源: 公司公告 民族证券

图 6：皖能电力煤炭成本占发电成本的比例维持高位



资料来源: wind, 民族证券

图 7：煤价变化对公司发电业务毛利负相关



资料来源: wind, 民族证券

4、储备项目权益装机容量较 2012 年增长近 3 倍

公司目前储备项目较多，2013 年上半年皖能合肥发电公司 6#机组将投产，板集煤电一

体化项目已经拿到发改委路条，预计 2015 年底投产，其他项目目前还在前期准备阶段，预计 2015 年后可陆续投产。考虑定向增发，临涣中利 2*30 万千瓦机组资产注入，成为 2013 年又一增长点。

2015 年末预计公司权益装机达到 335 万千瓦，较 2012 年增长 29%，考虑增发的话则达到 365 万千瓦，较 2012 年增长 40%。

其他众多储备项目在进行前期工作，预计 2015 年后逐步投产。粗略测算，公司全部机组（含增发项目）投产后权益装机容量将达到 997.435 万千瓦，较 2012 年的 259.635 万千瓦增长 2.84 倍。

表 5：2007-2016 年后皖能电力权益装机容量及预测（单位：万千瓦）

权益装机容量	股权	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 后
淮北国安	40%	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	25.6	105.6
皖能铜陵	51%	32.64	32.64	32.64	32.64	83.64	83.64	83.64	83.64	83.64	134.64
合肥发电	51%	-	-	30.6	30.6	30.6	30.6	61.2	61.2	61.2	61.2
阜阳华润	40%	-	-	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	51.2	99.2
兴源热电	51%	-	-	-	1.275	1.275	1.275	1.275	1.275	1.275	1.275
马鞍山发电	51%	-	-	-	-	-	67.32	67.32	67.32	67.32	67.32
临涣中利	50%	-	-	-	-	-	-	30	30	30	30
秦山二期	2%	-	-	-	-	-	-	5.2	5.2	5.2	5.2
利辛板集发电	45%	-	-	-	-	-	-	-	-	45	90
钱营孜煤矸石发电	50%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	35
皖能长丰	60%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120
皖能霍邱	60%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120
吉阳核电	49%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	98
芜湖核电	15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30
合计		58.24	58.24	140.04	141.315	192.315	259.635	325.435	325.435	370.435	997.435

资料来源：公司公告 民族证券

表 6：皖能电力装机容量增长空间

	核定装机容量	控股装机容量	权益装机容量
现有在产装机	550.5	422.5	259.635
在建及规划装机	1550	760	702.6
增发项目装机	320	0	35.2
增长空间（不考虑增发）	281.56%	179.88%	270.61%
增长空间（考虑增发）	339.69%	179.88%	284.17%

资料来源：公司公告 民族证券

三、参股电厂及金融公司 长期贡献稳定的投资收益

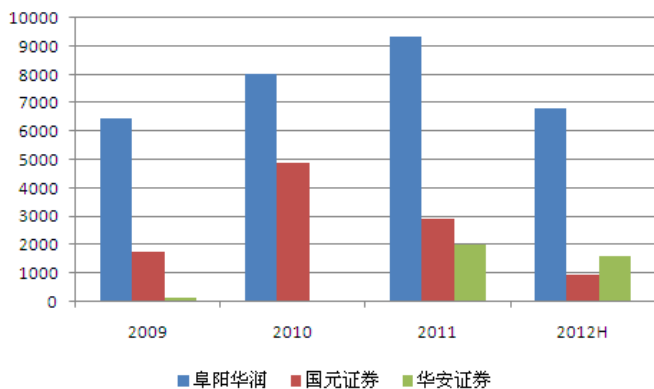
2008-2011 年公司盈利主要来自投资收益，其中，公司参股 40%的阜阳华润电力公司盈利状况较好，是公司盈利的主要来源，其次是国元证券（5.01%）、华安证券（8.32%）红利。

表 7: 皖能电力投资收益贡献主要盈利 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012H	2012-3Q
投资净收益	65	122	68	107	172	143	99	153
营业利润	117	124	-0.10	39	27	-132	133	349
投资净收益/营业利润	55.23%	98.23%	-71065.14%	271.17%	641.86%	-108.38%	74.49%	44.01%

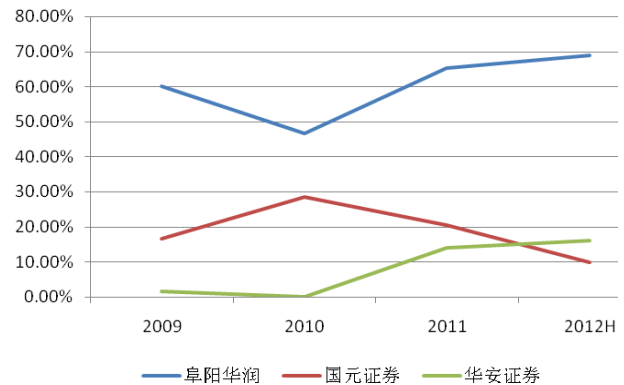
资料来源: 公司公告 民族证券

图 8: 2009-2012 年主要投资收益来源 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 民族证券

图 9: 2009-2012 年主要参股公司贡献投资收益比例



资料来源: 公司公告, 民族证券

四、预计 2013 年上半年完成定增 增厚业绩约三成

公司目前正在筹划定向增发事宜, 计划增发股票数量不超过 3.58 亿股, 增发价不低于 4.73 元/股, 募集资金 16.95 亿元。预计 2013 年上半年完成增发。

合肥 6# 机组预计 2013 年上半年投产, 预计 2013 年微利。

电燃公司作为皖能集团控股的专业煤炭物流企业, 主要承担皖能集团下属发电企业的电煤集中采购和统一管理职能, 发挥统一采购优势, 获得低成本、高质量的电煤。公司不仅与安徽省内的淮南、淮北、皖北煤电、国投新集等四大煤矿确立和稳定的业务关系, 并且与中国神华集团、中煤能源集团以及山西、陕西、河南、内蒙古等多家省外大型煤炭企业建立了长期合作关系, 从而进一步保障了对集团和上市公司下属电厂电煤燃料供应渠道的稳定性。2011 年电燃公司实现净利润 3119 万元。

淮北临涣煤矸石电厂项目一期工程 2×300WM CFB 机组为亚临界、中间再热、凝汽式汽轮机发电机组。一期工程于 2007 年 1 月开工建设, 2009 年 2 月竣工, 两台机组分别于 2009 年 3 月及 5 月正式投入商业运营, 2011 年发电量约 33.38 亿千瓦时, 实现利润总额 1.33 亿元, 净利润率 9.94%, 盈利能力较强, 预计 2013 年贡献投资收益约 5000 万元。

秦山核电二期工程下属 4*65 万千瓦机组, 目前均已建成投产, 其中 1 号、2 号机组分别于 2002 年 4 月 15 日和 2004 年 5 月 3 日投入商业运行, 3 号、4 号机组于 2006 年 4 月 28 日开工, 3 号机组于 2010 年 10 月 5 日正式投入商业运行, 4 号机组于 2011 年 12 月 29 日投入商业运营。2011 年秦山核电二期实现归属于母公司股东的净利润 11.43 亿元, 利润率为 24.22%, 2012 年盈利状况还将继续增长。公司维持稳定的高分红传统, 2008-2010 年分红金额分别占净利润的 109%、93%、105%, 安徽能源集团分别获得 1800 万元、1374 万元、1860 万元分红, 未来还将长期贡献稳定的投资收益。

综合测算, 2013 年增发项目将贡献约 1.4 亿元净利润, 对公司业绩增厚约 29%。

表 8: 皖能电力募投项目

	股权	评估值-亿元
合肥发电厂 6#机组扩建工程	51%	8.4
电燃公司	80%	1.37
临涣中利电厂	50%	4.32
秦山核电二期	2%	2.87
收购价格	-	16.96

资料来源: 公司公告 民族证券

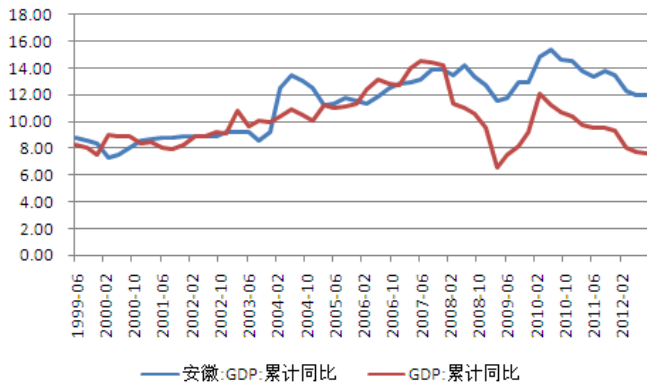
五、受益于区域经济拉动, 发电机组保持高负荷运行

1、安徽区域经济增长强劲

2008 年全球金融危机之后, 安徽省借助国家四万亿投资契机, 大力发展水泥、有色金属加工、煤炭采掘、汽车、机械制造等第二产业, 继续发挥重工业占比高的优势, 经济增速一直高于全国平均水平。

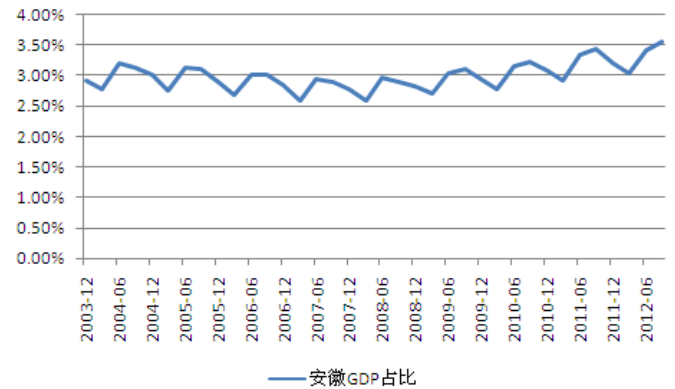
2009 年 10 月国务院正式批准实施《促进中部地区崛起规划》。安徽作为中部六省之一, 将建成能源原材料基地和现代装备制造基地, 重点发展安徽两淮地区煤炭基地, 加快国家级和区域级大型火电基地建设, 推动马钢、铜陵有色等大型企业技术改造, 加强安庆等大中型石化化工企业技术改造和改扩建, 加快建设芜湖节能设备制造基地, 推动东风、奇瑞等重点汽车企业发展节能与新能源汽车产品, 建设若干汽车和零部件生产基地, 落实安徽皖江城市带承接产业转移示范区规划。

图 10: 2008-2012 年安徽省经济增速好于全国水平



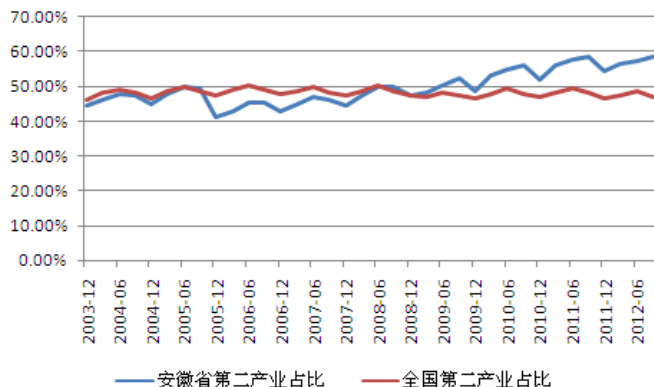
资料来源: wind, 民族证券

图 11: 2008 年后安徽省 GDP 占全国的比重逐年提升



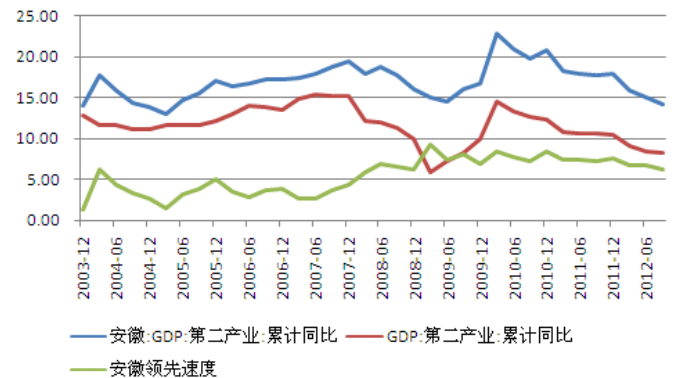
资料来源: wind, 民族证券

图 12: 2008 年后安徽省第二产业占比逐年提升



敬请阅读正文之后的免责声明

图 13: 2008 年后安徽省第二产业增速较全国差距扩大



民族证券 第 12 页

资料来源: wind, 民族证券

资料来源: wind, 民族证券

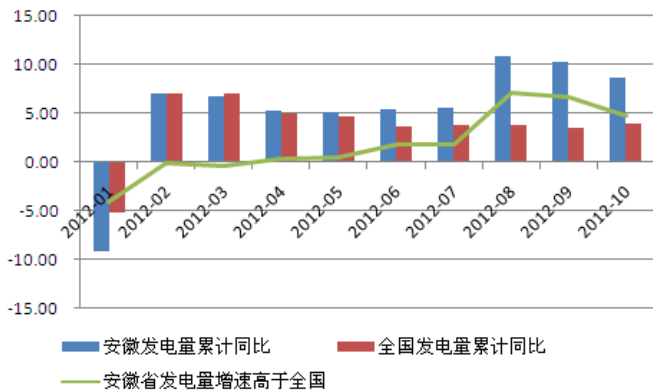
根据皖江城市带承接产业转移示范区规划, 2015 年皖江地区生产总值将达到 1.5 万亿元, 较 2011 年增长 45%, 年均复合增长率为 9.72%, 规模以上工业增加值年均复合增长率为 15.66%, 均将明显高于全国平均增速。随着政策的逐步落实, 安徽地区经济发展将继续保持强劲势头。

2、安徽用电需求旺盛

安徽省经济保持快速增长, 带动区域用电需求相对旺盛。2012 年 1-10 月安徽省发电 1455.9 亿千瓦时, 同比增长 8.7%, 同期全国发电 39752 亿千瓦时, 同比增长 3.9%。安徽省发电增速高于全国水平 4.8 个百分点。

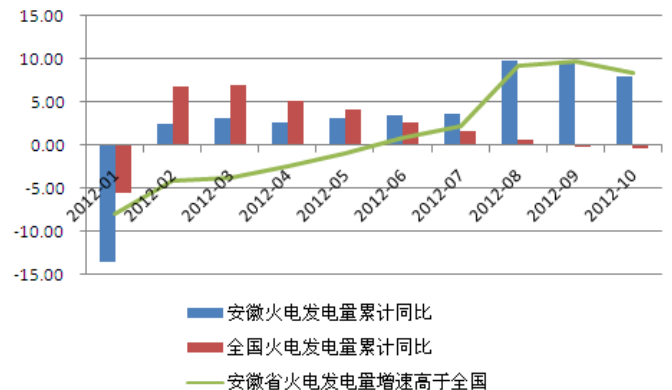
2012 年 1-10 月安徽省火电发电量为 1361.21 亿千瓦时, 同比增长 7.95%, 同期全国火电发电量 31093 亿千瓦时, 同比下降 0.4%。安徽省火电增速高于全国 8.35 个百分点。

图 14: 2012 年安徽省发电量增速高于全国水平



资料来源: 聚源, 民族证券

图 15: 2012 年安徽省火电发电量增速明显高于全国水平



资料来源: 聚源, 民族证券

3、安徽省电源结构以火电为主, 火电机组保持高负荷率

截止 2012 年 7 月, 安徽省火电装机容量为 3171 万千瓦, 占全部装机容量 3385 万千瓦的 94%, 高于全国 74% 的平均水平。安徽省电源结构以火电为主, 受水电季节性波动的影响较小。

2012 年 1-10 月安徽省发电设备利用小时数为 4386.05 小时, 高于全国 585.48 小时, 1-10 月安徽省火电设备利用小时数为 4597.3 小时, 高于全国 513.08 小时。

2013 年安徽省预计增加电力装机 240 万千瓦 (包含合肥 6# 机组 60 万千瓦), 同比增长 7%, 对现有产能冲击不大, 预计在产机组仍能维持较高的发电负荷水平。

图 16: 2012 年 7 月底安徽省火电装机占 94%

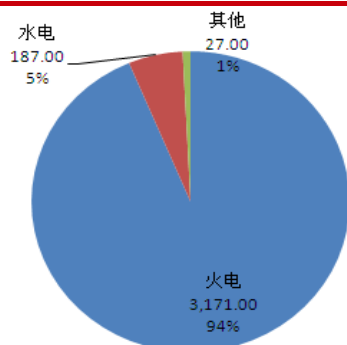
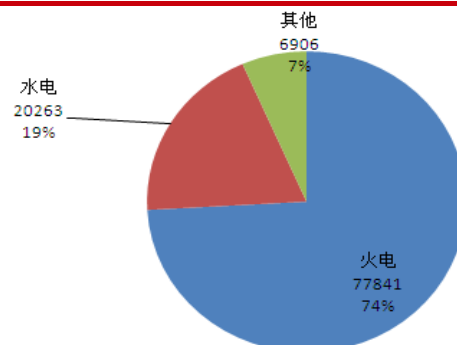
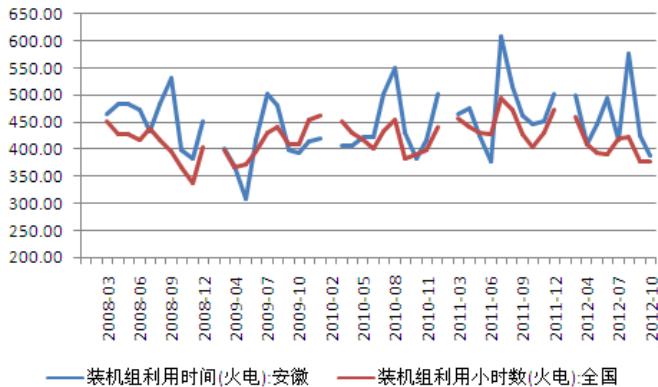


图 17: 2012 年 7 月底全国火电装机占 74%



资料来源：聚源，民族证券

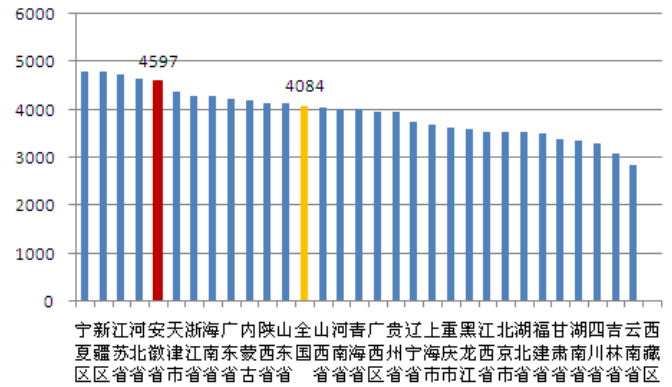
图 18：2008-2012 年 10 月安徽省火电机组发电负荷好于全国水平



资料来源：聚源，民族证券

资料来源：聚源，民族证券

图 19：2012 年 1-10 月安徽省火电设备利用小时数明显高于全国水平



资料来源：聚源，民族证券

4、皖能电力省内机组占有率约 20%，直接受益于区域经济发展

公司 2012 年权益装机容量为 260 万千，安徽省 7 月底电力装机总量为 3385 万千瓦，皖能电力占 7.7%。考虑到安徽省还有大量机组发电量不在省内销售，负责“皖电东送”，除去这部分装机，则皖能电力的市场占有率可达 20%。

受益于区域振兴政策扶持和良好的经济基础，未来安徽省经济发展前景看好，电力需求将持续旺盛，火电发电量将保持较快增长，省内火电机组预计维持高负荷发电，直接利好供给安徽省内电力的皖能电力。

六、不考虑增发预计 2012-2014 年 EPS0.41、0.60、0.61 元/股，给予

“买入”评级

1、机组大修影响 4 季度业绩 预计 4Q 业绩环比下降 36%

淮北国安 2*32 万千瓦机组、合肥发电 5#机组在 9 月中旬分别进行为期 68 天和 60 天的大修，将增加检修成本，相应减少发电量，将影响 4 季度公司业绩。淮北国安公司属于坑口电厂，运距短，合同煤占比高，燃料成本优势突出，盈利能力较强，是公司发电业务盈利的最主要来源，2012 年前三季度盈利约 7400 万元，约占控股电厂盈利的一半；合肥 5#机组利用小时数高，2012 年开始扭亏为盈。

高盈利机组的大修将对四季度业绩产生较大影响，我们预计四季度公司业绩为 0.11 元/股，环比三季度下降 36%。

表 9：2009-2012H 皖能电力主要控股公司盈利状况（单位：亿元）

股权	2009	2010	2011	2012H	
淮北国安	40%	0.90	0.54	0.64	0.49
皖能铜陵发电	51%	-0.52	-0.94	-1.50	-0.42
合肥发电	51%	-0.60	-0.37	-1.23	0.13
皖能马鞍山发电	51%	-0.28	-0.38	-0.32	-0.14
合计	-	-0.50	-1.14	-2.41	0.05

资料来源：公司公告 民族证券

2、预计 2012-2014 年 EPS 为 0.41、0.60、0.61 元/股，给予“买入”评级

2013 年上半年合肥 6#机组投产，我们保守假设投产时点为 6 月底，同时考虑到马鞍山 2*66 万千瓦机组分别于 2012 年 3 月底、6 月初投产，2013 年全年满负荷发电，测算出 2013 年可控装机容量为 414 万千瓦，同比增长 7.8%。

假设 2013 年安徽地区动力煤价格在目前价格基础上累计上涨 5%，则较 2012 年均价下跌 4.5%-5.4%。我们假设 2013 年公司发电耗用标煤单价下跌 5%。假设 2014-2015 年煤价温和上涨 1%。

假设 2013-2015 年发电设备利用小时数均为 5000 小时，电价保持不变，供电煤耗逐年小幅下降，燃料成本占发电成本的比例在 77%左右。具体关键假设指标见下表：

表 10：皖能电力盈利关键假设（不增发）

	2011	2012	2013	2014	2015
加权可控装机-万千瓦	262	384	414	444	444
加权权益装机-万千瓦	175	236	275	290	294
发电设备利用小时	5598	5000	5000	5000	5000
发电量-亿千瓦时	147	192	207	222	222
上网电量-亿千瓦时	141	184	199	213	213
厂用电率	4.00%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
电价-元/千瓦时	0.36	0.39	0.39	0.39	0.39
供电煤耗-克/千瓦时	320	311	307	304	302
耗用标煤单价-元/吨	906	861	818	826	834
耗用标煤单价涨幅%	11%	-5%	-5%	1%	1%
所得税率	-18.75%	7.50%	11.00%	14.00%	20.00%

资料来源：公司公告 民族证券

表 11：皖能电力各业务板块盈利预测

	2011	2012	2013	2014
发电业务营收-亿元	50.13	72.21	77.86	83.51
发电业务成本-亿元	50.62	62.41	64.75	69.45
电力业务毛利率	-0.98%	13.57%	16.84%	16.83%
其他业务营收-亿元	1.37	1.10	1.10	1.10
其他业务成本-亿元	0.67	0.47	0.47	0.47
其他业务毛利率	51.38%	57.27%	57.27%	57.27%

资料来源：公司公告 民族证券

不考虑 2013 年定向增发，预计 2012-2014 年 EPS 为 0.41、0.60、0.61 元/股，对应 2012-2014 年估值分别为 17、12、11 倍，具有相对估值优势。

考虑定向增发，则加权可控装机容量不变（临涣中利发电持股 50%，不合并报表），加权权益装机 2013-2014 年同比分别增长 24%、9%，增加 2013-2014 年盈利约 1.4、2 亿元，则 2012-2014 年 EPS 摊薄为 0.41、0.53、0.60 元/股，对应 2013-2014 年估值分别为 13、12 倍左右，与行业中值基本持平。

综合分析公司的外围经济环境、成本优势、确定的高成长性，首次给予“买入”评级。注意煤价涨幅超预期、机组负荷率下降、机组投产时间存在不确定性等风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	1,532	5,652	3,242	3,806
现金及等价物	309	3,124	548	919
应收账款	637	884	952	1,020
预付款项	252	663	714	765
其他应收款	37	241	260	278
存货	296	741	768	824
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	13,238	14,786	15,649	15,812
长期股权投资	838	944	1,072	1,200
非营业投资	836	869	902	935
固定资产及其他	11,544	12,944	13,644	13,644
递延所得税资产	20	29	32	34
资产总计	14,770	20,439	18,891	19,619
流动负债合计	3,680	7,920	5,664	5,802
短期借款	1,381	2,000	2,000	2,000
应付账款	1,170	2,067	1,251	1,341
其他流动负债	-211	-220	-237	-254
非流动负债合计	6,180	7,180	7,248	7,316
长期借款	5,703	6,300	6,300	6,300
其他非流动负债	252	587	632	677
负债合计	9,859	15,101	12,912	13,118
少数股东权益	1,329	1,459	1,646	1,833
股本	773	773	773	773
资本公积				
留存收益				
归属母公司所有者权益	3,581	3,879	4,333	4,668
负债与股东权益总计	14,770	20,439	18,891	19,619

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	631	1,619	-1,121	1,349
净利润	-91	443	649	661
折旧摊销	443	346	388	409
财务费用	248	440	513	550
投资收益	-143	-185	-215	-215
营运资本变化	251	511	-2,480	-80
其他	-77	63	24	25
投资活动现金流	-1,777	-1,701	-1,034	-355
资本支出	-2,284	-1,746	-1,088	-409
长期投资				
其他投资	507	46	55	55
融资活动现金流	1,265	2,897	-421	-623
借款收到现金	1,835	3,352	100	66
新发股份	-277	0	0	0
分红	-15	-15	-8	-138
少数股东融资	-29	0	0	0
财务费用	-248	-440	-513	-550
现金净增加额	120	2,815	-2,576	371

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,150	7,331	7,896	8,461
营业成本	5,129	6,635	6,910	7,402
营业税金及附加	6	10	11	12
营业费用	0	0	0	0
管理费用	21	22	24	25
财务费用	248	440	513	550
资产减值损失	22	4	4	4
投资净收益	143	185	215	215
公允价值变动收	0	0	0	0
营业利润	4,997	7,041	7,560	8,085
营业外收支	56	73	79	85
利润总额	-76	479	729	768
所得税	14	36	80	108
净利润	-91	443	649	661
少数股东损益	-110	130	187	187
归属母公司净利润	19	313	462	474
EBITDA	437	1,011	1,340	1,432
EPS (元)	0.02	0.41	0.60	0.61

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
收入增长	36.10%	42.35%	7.71%	7.15%
营业利润增长	31.85%	40.90%	7.37%	6.95%
净利增长	-91.19%	1526.15%	47.31%	2.61%
获利能力				
毛利率	0.42%	9.50%	12.49%	12.52%
净利率	0.37%	4.27%	5.85%	5.60%
ROE	0.54%	8.08%	10.65%	10.15%
ROIC	-0.05%	3.73%	4.91%	4.93%
偿债能力				
资产负债率	66.75%	73.88%	68.35%	66.86%
净负债比率				
流动比率	0.42	0.71	0.57	0.66
速动比率	0.34	0.62	0.44	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.36	0.42	0.43
应收帐款周转	8.08	8.30	8.30	8.30
存货周转率	17.32	8.96	8.99	8.99
每股指标				
每股收益	0.02	0.41	0.60	0.61
每股经营现金	0.82	2.09	-1.45	1.74
每股净资产	4.63	5.02	5.61	6.04
估值指标				
PE	277	17	12	11
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	12	5	4	4

资料来源：公司报表、民族证券

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人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，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。