

2012年12月31日

皖能电力 (000543.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**

首次评级

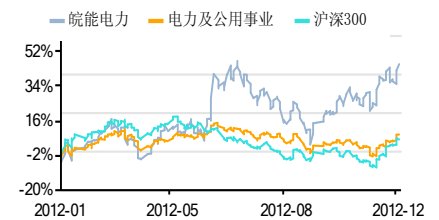
12个月目标价 **8.48元**

股价 (2012-12-28) **7.43元**

交易数据

总市值 (百万元)	5,743.46
流通市值 (百万元)	5,743.42
总股本 (百万股)	773.01
流通股本 (百万股)	773.00
12个月价格区间	4.75/7.43元
十大股东 (%)	65.34%

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.72	21.07	42.64
绝对收益	22.20	29.22	50.10

张龙

首席分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

报告联系人

邵琳琳

021-68763673

shaoll@essence.com.cn

相关报告

## 基本面改善, 成长性突出

■ **基本面改善:** “上大压小”使公司基本面已经出现了重大改善, 但由于前几年火电行业深处困境, 导致公司业绩未能同步增长。随着行业环境的回暖, 公司的业绩将开始显现。

■ **成长性突出:** 通过在建和待收购项目, 保证了公司 2013 年的高成长性, 而储备和可供收购项目则保证了公司的长期成长性。

■ **利用小时稳定, 成本压力较小:** 安徽省电力需求旺盛, 公司利用小时将小幅波动。安徽省内煤价已经与沿海煤价接轨, 受益于进口煤增加和“电煤双轨制”取消, 公司未来成本压力较小。

■ **投资建议:** 增持-A 投资评级, 12 个月目标价 8.48 元。我们预计公司 2012 年-2014 年的收入增速分别为 45%、42%、8%, 净利润增速分别为 1677%、76%、16%, 成长性突出; 首次给予增持-A 的投资评级, 12 个月目标价为 8.48 元, 相当于 2013 年 16 倍的动态市盈率。

■ **风险提示:** 煤价上涨超预期; 利用小时低于预期。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,784.3	5,150.4	7,492.1	10,638.6	11,482.0
净利润	170.0	-90.8	505.2	902.1	1,059.8
每股收益(元)	0.28	0.02	0.44	0.53	0.62
每股净资产(元)	4.99	4.63	5.30	5.29	5.65

盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	26.3	298.1	16.8	13.9	12.0
市净率(倍)	1.5	1.6	1.4	1.4	1.3
净利润率	5.8%	0.4%	4.6%	5.7%	6.1%
净资产收益率	3.2%	-1.8%	8.7%	11.5%	12.7%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.1%	0.8%	3.6%
ROIC	4.1%	2.1%	8.6%	11.1%	11.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 1. 基本面逐步改善

皖能电力于1993年底上市，是A股最早上市的电力股之一，但由于种种原因公司发展缓慢。目前下属的4家控股电厂和1家参股电厂全部位于安徽省内。

表1 皖能电力现有电力项目（单位：万千瓦）

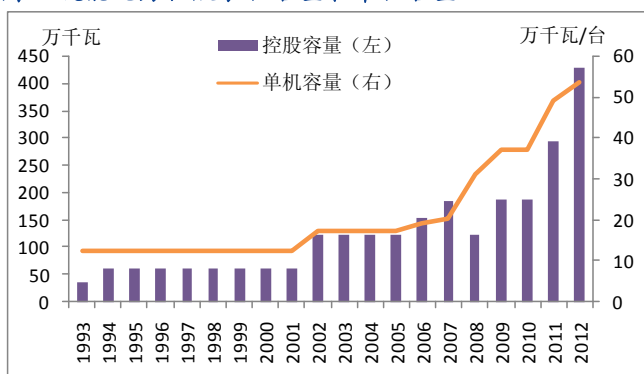
电厂名称	权益	机组	装机容量	权益容量	投产时间	其他股东
<b>已运行项目</b>						
淮北国安	40%	2×32	64	25.6	2000年投产	国投电力 35%、皖能集团 12.5%、首达控股 12.5%
皖能铜陵	51%	2×32+1×105	169	86.2	2006、2007、2011年投产	淮南矿业 49%
皖能合肥	51%	1×60+1×2.5	62.5	31.9	2009年投产	淮南矿业 49%
皖能马鞍山	51%	2×66	132	67.3	2012年投产	淮南矿业 49%
阜阳华润	40%	2×64	128	51.2	2006年投产	华润电力 55%、阜阳能交 5%
小计			555.5	262.2		
<b>在建项目</b>						
皖能合肥#6	51%	1×60	60	30.6	2013年投产	淮南矿业 49%
小计			60	30.6		
<b>待收购项目</b>						
临涣中利煤矸石	50%	2×30	60	30	2009年投产	淮北矿业 50%
秦山二期	2%	4×65	260	5.2	2002、2004、2010、2011年投产	中核 50%、浙电力开发 20%、中能股份 12%、江苏国信 10%、上海禾曦能投 6%
小计			320	35.2		
<b>总计</b>			<b>935.5</b>	<b>328</b>		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.1. “上大压小”使公司脱胎换骨

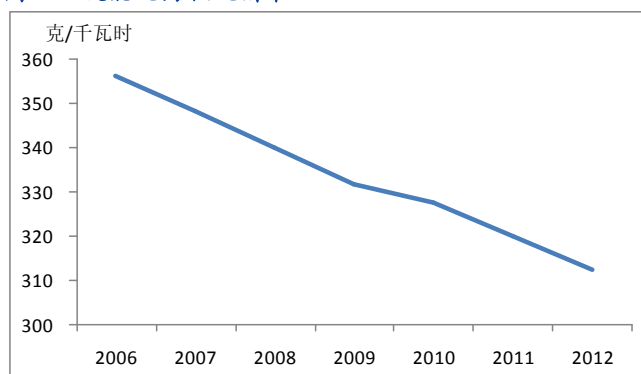
2006年随着新管理层的上任，公司果断改变了经营思路，开始了从“小机组、高能耗”向“大容量、高参数、低能耗机组”的转变，其控股装机容量从2006年的152.5万千瓦发展到目前的427.5万千瓦，单机容量从2006年的19万千瓦/台提高到目前的53万千瓦/台，供电煤耗从2006年的356克/千瓦时降低到目前的312克/千瓦时。

图1 皖能电力控股装机容量和单机容量



数据来源：公司历年年报，安信证券研究中心

图2 皖能电力供电煤耗



数据来源：公司历年年报，安信证券研究中心

而公司基本面能出现飞跃的原因主要是在于充分合理利用了国家“上大压小”政策：(1) 公司通过“上大压小”关停了全资的5台12.5万千瓦机组，将其关停容量替代用于扩建皖能铜陵1×105万千瓦燃煤发电机组（2011年投产）及皖能马鞍山2×66万千瓦燃煤发电机组（2012年投产），使公司的控股容量出现了快速扩张；(2) 由于关停5台小机组，公司在2007年计提21471万元的固定资产减值损失，但是在2008—2011年收到了28629万元的财政补贴款，在2010年处置小机组资产获得了5665万元收益，即公司关停小机

组后,实际获益达到 12823 万元。皖能电力 2008—2011 年利润总额合计仅为 29682 万元,可以说财政补贴款和资产处置收益是公司这几年业绩的主要来源;(3) 关停小机组后,国家给予了三年补偿电量计划(2008—2010 年),这些电量由公司下属机组或者其他公司机组代发,可获得了较大收益,例如母公司本部在 2008—2011 年共实现了发电毛利 13463 万元,这些就是公司转让马鞍山电厂 2 台 12.5 万千瓦机组补偿电量所获得的收益。总之,通过“上大压小”,一方面使公司的规模和机组质量获得了较大的提升,另一方面也为公司 2008—2011 年带来了明显收益,度过了火电行业最严酷时期。公司目前的基本面已经出现了重大改善,但由于前几年火电行业深处困境,导致公司业绩未能同步增长。随着行业环境的回暖,公司的业绩将开始显现。

表 2 皖能电力“上大压小”对利润总额的直接影响(单位:万元)

项目	分年度入账					小计
	2007	2008	2009	2010	2011	
获得财政补贴		4521	8585	10273	5251	28629
计提固定资产减值损失	-21471					-21471
资产处置收益				5665		5665
合计	-21471	4521	8585	15938	5251	12823
实际利润总额	12303	4114	13933	19284	-7648	41985
扣除上述因素后的利润总额	33774	-407	5348	3346	-12899	29162

数据来源:公司公告,安信证券研究中心

## 1.2. 增发收购提升业绩

皖能电力已经公告,拟发行 A 股股票的数量不超过 3.58 亿股、发行价不低于 4.73 元/股,募集资金总额不超过 16.95 亿元,其中皖能集团拟认购 10%~30%。目前已经于 2012 年 11 月 30 日收到证监会的核准通过函。

募集资金主要用于:(1) 投资不超过 8.40 亿元,用于安徽合肥发电厂 6 号机组(1×66 万千瓦)扩建工程;(2) 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。

本次收购对于公司未来发展极为有利:(1) 截至 2012 年 9 月底,公司的净资产仅为 40.4 亿元,在电力公司中明显偏低,完成本次增发后公司净资产可接近 60 亿元,对于公司未来发展有利;(2) 本次增发收购的 3 家公司盈利能力突出,按照 2011 年数据可提供利润 1.11 亿元,收购市盈率仅为 7.7 倍,有利于提升公司业绩。同时这 3 家公司业绩较为稳定,有利于增强公司的业绩稳定性;(3) 用于合肥发电厂 6 号机组的 8.4 亿元可节省公司财务费用约 5000 万元,增加净利润 3750 万元。

表 3 收购 3 家公司基本情况(单位:万元)

	股权比例	2011 年净利润	2011 年收益	对应账面净资产	收购金额	收购 PB	收购 PE
电力燃料公司	80%	2809	2247	13210	13685	1.04	6.1
临涣中利电厂	50%	11330	5665	26315	43226	1.64	7.6
秦山二期核电	2%	114351	3192	12486	28674	2.30	9.0
合计		128490	11104	52011	85586	1.65	7.7

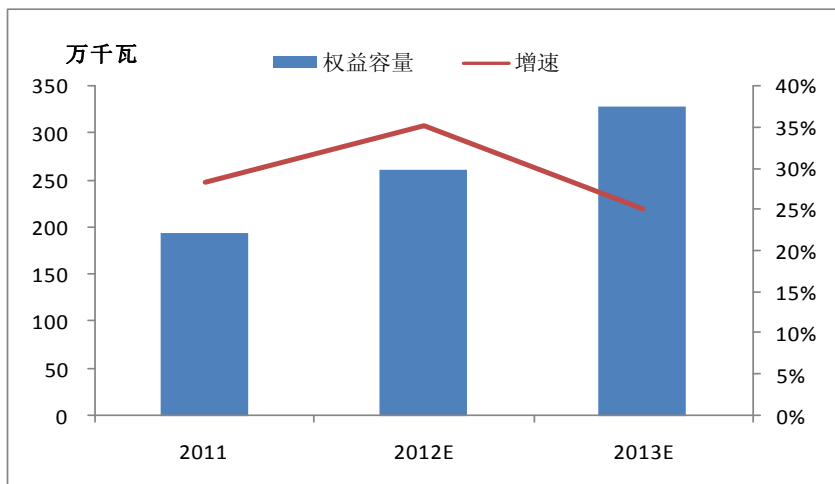
数据来源:公司公告,安信证券研究中心

## 2. “在建+收购”保证未来成长性

### 2.1. 储备项目充足

根据项目进度,预计在建的合肥电厂#6 机组和待收购项目在 2013 年能够完全并表,届时公司权益容量达到 328 万千瓦,2013 年权益容量增速达到 25%,在电力上市公司中位列前茅。

图 3 2011—2013 年皖能电力权益容量增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

同时公司拥有大量储备项目，权益容量达到 530 万千瓦，预计这些项目将在 2015 年开始逐步投产，因此储备项目保证了公司长远发展。

表 4 皖能电力储备项目 (单位：万千瓦)

电厂名称	权益	机组	装机容量	权益容量	投产时间	其他股东
板集利辛	45%	2×100	200	90	2015 年投产	国投新集 55%
钱营孜	50%	2×35	70	35		恒源煤电 50%
皖能铜陵#6	51%	1×100	100	51		淮南矿业 49%
淮北国安二期	40%	2×100	200	80		国投电力 35%、皖能集团 12.5%、首达控股 12.5%
阜阳华润二期	40%	2×60	120	48		华润电力 55%、阜阳能交 5%
芜湖核电	15%	2×100	200	30		中广核 51%、中能股份 20%、上海电力 14%
吉阳核电	49%	4×100	400	196		中核 51%
合计			690	530		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2. 大股东态度明确，资产注入空间较大

皖能电力已经公告将采用非公开发行股票的方式收购集团拥有的临涣中利煤矸石电厂 50% 和秦山二期核电 2% 的股权，预计可在 2013 年完成。除此之外，集团仍有大量参股电力资产，其权益容量达到 360 万千瓦，高于上市公司 2013 年底权益容量。如果考虑到这些电力资产的扩建项目（例如神皖能源下属的安庆皖江二期），其规模更加可观。

表 5 皖能集团持有的电力资产 (单位：万千瓦)

电厂名称	权益	机组	装机容量	权益容量
第一步				
国电铜陵	25%	2×63	126	31.5
国电蚌埠	30%	2×60	120	36
淮南洛能	46%	2×30+2×63	186	85.56
安徽电力股份公司	3.8%	2×30	60	2.28
神皖能源	49%		260	127.4
包括：安庆皖江	100%	2×32	64	
马鞍山万能达	100%	4×33	132	
池州九华	100%	2×32	64	
小计			752	283
第二步				

兴安控股	100%		8	8
合肥联合发电	16%	2×35	70	11.2
蚌埠热电	15%	2×2.5+1×3	8	1.2
响洪甸蓄能发电	45%	2×4	8	3.6
琅琊山蓄能发电	30%	4×15	60	18
浙江天荒坪抽水发电	5.55%	6×30	180	9.99
响水涧抽水蓄能	25%	4×25	100	25
小计			434	77
总计			1186	360

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

在完成临涣中利煤矸石电厂 50%和秦山二期核电 2%的股权交易后，皖能集团承诺将在 5 年时间内、分两步将符合上市条件的优质发电资产全部注入皖能电力：

第一步：在本次交易完成后 2 年内，皖能集团持有的国电铜陵、国电蚌埠、淮南洛能、安徽电力股份有限公司、神皖能源股权在符合盈利要求和上市公司规范性要求的前提下，将其注入皖能电力。

第二步：本次交易完成后 5 年内，皖能集团将所持剩余的盈利能力良好且通过整改后能够符合上市条件的标的企业股权注入皖能电力。

由此可见，公司未来几年通过收购亦可保证高成长性。需要指出的是，公司可供收购项目的盈利前景极好，特别是第一步收购的资产项目，例如神华能源公司，未来随着其煤炭来源将逐步改为神华集团下属的低价优质煤，盈利能力将大幅改善。

同时集团亦承诺未来亦会将大段家煤业（筹建，60 万吨产能）50%股权注入上市公司。

### 2.3. “在建+收购”保证未来成长性

从上面的分析可以看到，通过在建和待收购项目，保证了公司 2013 年的高成长性，而储备和可供收购项目则保证了公司的长期成长性。

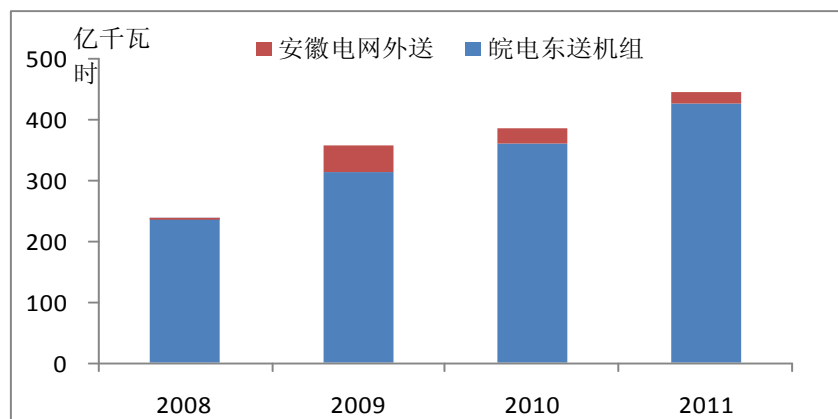
## 3. 利用小时小幅波动

皖能电力下属电厂全部位于安徽省境内，因此我们需要重点关注安徽省内电力供需状况和“皖电东送”进展。

### 3.1. 安徽省—电力输出大省

安徽省是华东地区的电力输出大省，近几年来其发电量中外送电量占比约为四分之一，主要送往江苏、浙江和上海。而外送电量中，绝大部分是由 6 家“皖电东送”电厂完成，少部分由安徽电网输送。由于“皖电东送”机组集中在 2007 年开始逐步投产，因此从 2008 年开始安徽省外送电量开始迅速增长。

图 4 安徽省外送电量构成



数据来源：中电联、国家电网，安信证券研究中心

表 6 安徽省外送电量 (单位: 亿千瓦时)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	1-11M2012
--	------	------	------	------	------	------	-----------

发电量	738	851	1093	1309	1463	1661	1598
用电量	662	762	854	952	1078	1218	1232
外送电量	76	89	239	357	385	443	366

数据来源：中电联，安信证券研究中心

表7 皖电东送机组

	机组 (台×万千瓦)	容量 (万千瓦)	投产时间
<b>皖电东送一期 (已投运)</b>			
淮南平圩电厂二期	2×64	128	2007
淮南洛河电厂三期	2×63	126	2007
华电宿州电厂一期	2×63	126	2007
国电蚌埠电厂一期	2×63	126	2009、2010
淮南田集电厂一期	2×63	126	2007
淮南凤台电厂一期	2×63	126	2008
小计		758	
<b>皖电东送二期 (规划)</b>			
淮南田集电厂二期	2×66	132	2013-2014 (核准)
淮南凤台电厂二期	2×66	132	
淮南平圩电厂三期	2×100	200	
淮北平山电厂	2×66	132	
小计		596	

数据来源：安徽省政府网站，安信证券研究中心整理

由于“皖电东送”机组是由华东电网直接调度，其电量按照 1: 2: 3 比例直接送往江苏、上海、浙江，并不影响安徽省内电力供需，所以我们在这里主要分析安徽电网外送电前景。

从目前的情况来看，未来几年上海、江苏、浙江的电力需求增速将会有所下滑，另外随着西南水电送华东的三条特高压直流的逐步投产，预计最终每年送往华东的电量可能会接近 1000 亿千瓦时，超过上海、江苏、浙江目前用电量的 10%。因此我们认为未来几年安徽电网外送电量（非皖电东送机组）将会比较少，甚至在 2015 年后存在江浙沪返送安徽的可能，但在最近 2 年可能性不大。因此安徽省内火电机组的 2012-2014 年利用小时主要由安徽省内的电力需求和新增机组来决定。

表8 西南水电送华东的影响

特高压直流输电工程	额定输送容量	目标水电站容量和发电量
向家坝-上海直流输电工程 (2010 年投产)	640 万千瓦	向家坝: 640 万千瓦, 307 亿千瓦时 (2012-2014 年投产)
锦屏-苏南直流输电工程 (2012 年投产)	720 万千瓦	锦屏一级: 360 万千瓦, 166 亿千瓦时 (2013-2015 年投产)
		锦屏二级: 480 万千瓦, 242 亿千瓦时 (2012-2015 年投产)
		官地: 240 万千瓦, 110 亿千瓦时 (2012-2013 年投产)
溪洛渡-浙西直流输电工程 (2013 年投产)	800 万千瓦	溪洛渡: 1386 万千瓦, 571 亿千瓦时 (2013-2014 年投产)
溪洛渡-广东直流输电工程 (2013 年投产)	640 万千瓦	

数据来源：国家电网，安信证券研究中心

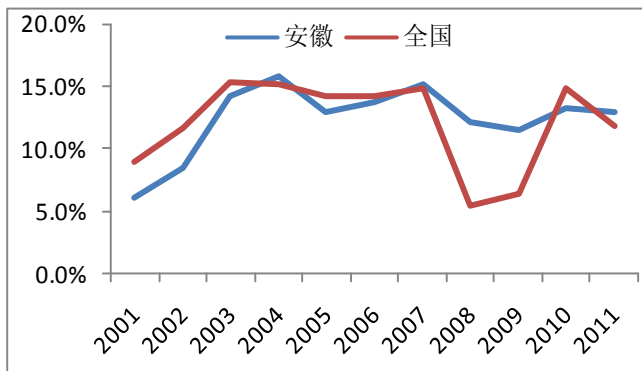
### 3.2. 安徽省内电力需求旺盛

2008 年之前，安徽省电力需求增速基本与全国平均水平相当，甚至略低于全国平均水平。

但在 2008 年之后，随着长三角产业架构调整，劳动力密集型产业逐步向安徽等中西部地区转移，安徽省的用电量增速开始逐步高于全国平均水平，即使是在经济危机的 2008—2009 年，安徽省的用电量增速仍然高于 11%。我们认为这种趋势仍会延续几年。

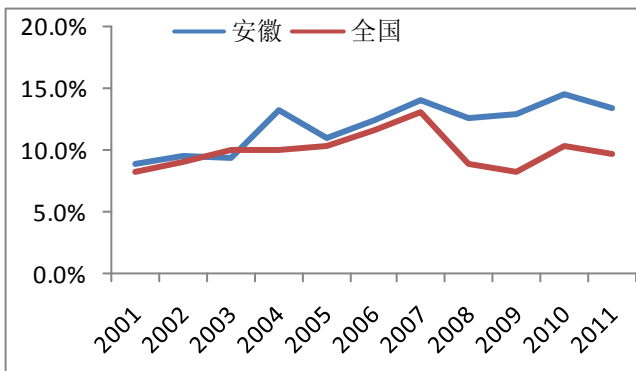
2012 年 1-11 月安徽省内用电量增速为 11.2%，预计全年在 11.5% 左右。在我们之前的年度策略报告中预计，2013 年全国电力需求增速 7%，2014 年在 6% 左右，我们预计安徽省的用电量增速可能会高于全国平均水平 4 个百分点左右，因此我们预计 2013—2014 年安徽省的用电量增速为 11% 和 10%。

图 5 分年度用电量增速比较



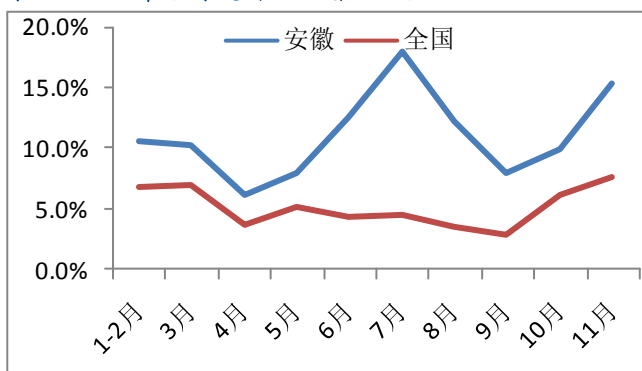
数据来源：中电联，安信证券研究中心

图 6 分年度 GDP 增速比较



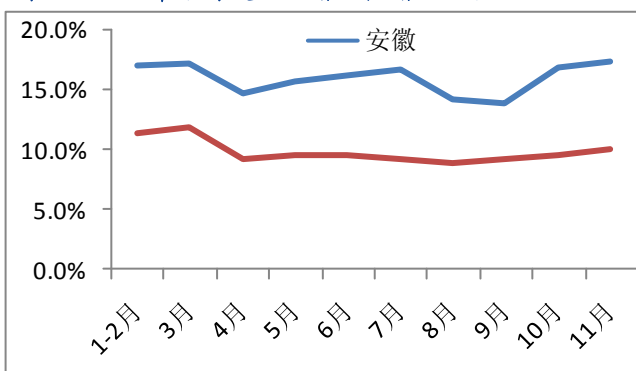
数据来源：安徽省统计局，安信证券研究中心

图 7 2012 年分月度用电量增速比较



数据来源：中电联，安信证券研究中心

图 8 2012 年分月度工业增加值增速比较



数据来源：安徽省统计局，安信证券研究中心

### 3.3. 安徽省电力供给状况

截至 2011 年底，安徽省内发电装机容量为 3175 万千瓦，其中火电装机容量 2954 万千瓦、水电 200 万千瓦、风电 20 万千瓦。在这 3175 万千瓦中，包含了“皖电东送”机组 758 万千瓦和由华东电网直接调度的抽水蓄能电站 85 万千瓦（琅琊山抽水蓄能电站 60 万千瓦、响水涧抽水蓄能电站 25 万千瓦），因此安徽省内机组其实只有 2332 万千瓦，其中火电 2196 万千瓦、水电 115 万千瓦、风电 20 万千瓦。

根据我们的统计，安徽省内目前主要在建设的火电项目，大概每年投产 200—300 万千瓦左右，2012—2014 年装机容量复合增速约为 10% 左右。

表 9 安徽省内在建和拟建火电项目（不包含皖电东送机组）

电厂	机组	装机容量	投产时间				附注
			2012	2013	2014	2015	
皖能马鞍山电厂	2×66	132	132				
华塑热电厂	2×30	60	60				
国电宿州热电厂	2×35	70	70				
皖能合肥电厂#6	1×60	60		60			
大唐虎山电厂	2×66	132		132			

六安电厂#3	1×60	60		60			
临涣煤矸石二期	2×30	60		60			未核准
六安电厂#4	1×66	66			66		大路条
宣城电厂二期	1×66	66			66		大路条
利辛板集电厂	2×100	200				200	大路条
安庆电厂二期	2×100	200			100	100	大路条
合计			262	312	220	300	

数据来源：发改委网站，安信证券研究中心整理

### 3.4. 安徽省火电机组利用小时

根据安徽省内用电量和外送电量情况（非皖电东送机组），我们预计 2012—2014 年安徽省内机组发电量增速约为 9.8%、11.0%、10.0%，考虑水电、风电因素，预计火电量增速 9.9%、11.1%、10.1%。与省内火电机组装机容量增速进行对比，预计 2012—2014 年火电机组的利用小时在 5450—5550 小时左右。其中 2012 年火电利用小时下降约 85 小时，与 2012 年前 11 个月下降 74 小时基本吻合。

表 10 安徽省内火电机组利用小时预测（不包含皖电东送机组）

	2012E	2013E	2014E
发电量增速	9.8%	11.0%	10.0%
火电量增速	9.9%	11.1%	10.1%
火电装机容量增速	11.2%	12.0%	8.0%
火电利用小时	5500	5450	5550

数据来源：安信证券研究中心预测

## 4. 安徽省内煤价分析

### 4.1. 安徽煤价与沿海接轨

安徽省是国内煤炭大省，2011 年原煤产量达到 1.4 亿吨，其中淮南矿业、淮北矿业、皖北煤电、国投新集四大煤炭集团产量占全省煤炭产量 90%以上。安徽省内动力煤除了本地消化外，还有部分供应给上海、江苏和浙江。

由于前几年煤炭供应紧张，江浙沪大量火电厂到安徽采购煤炭，使安徽本地动力煤价不断向江浙沪地区靠拢。从秦皇岛的动力煤价和淮南动力煤价比较来看，其基本走势和价格基本一致，充分说明了安徽省虽然是位于内陆地区，但煤价已经与沿海地区接轨。2010 年甚至出现了安徽火电厂的单位燃料成本高于江浙沪的情况，而安徽的上网电价又明显低于华东的其他四个省市，导致安徽省火电企业盈利普遍不佳。

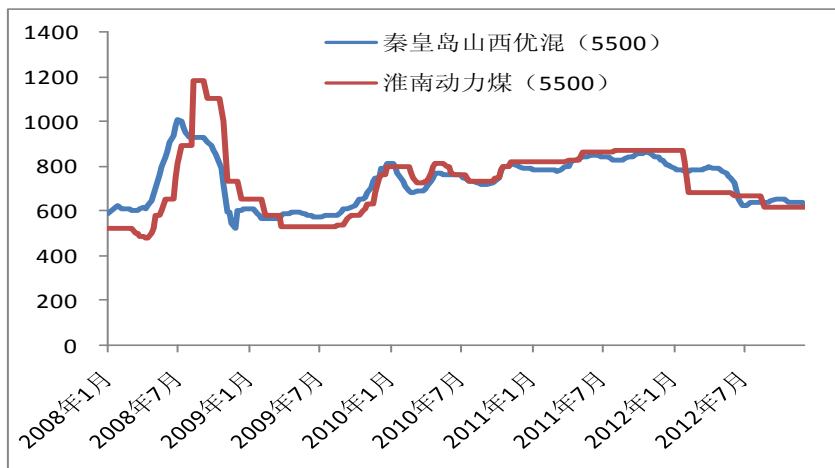
表 11 2010 年华东各省火电厂情况（单位：元/千瓦时）

	安徽	上海	江苏	浙江	福建
单位燃料成本	0.2555	0.2577	0.2394	0.2430	0.2390
平均上网电价	0.4050	0.4538	0.4130	0.4585	0.4069
点火价差	0.1495	0.1961	0.1736	0.2155	0.1678

数据来源：电监会，安信证券研究中心



图 9 淮南动力煤与秦皇岛煤价对比



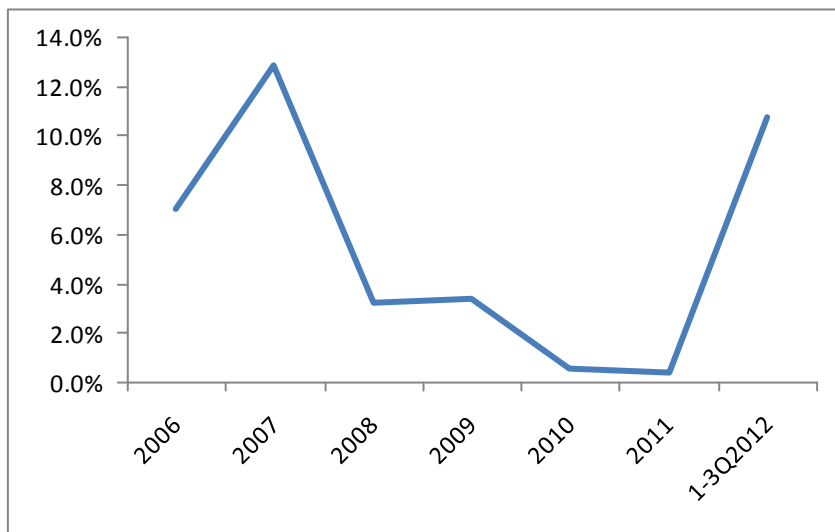
数据来源: 煤炭资源网, 安信证券研究中心

## 4.2. 受益于进口煤冲击和电煤双轨制取消

2012 年随着煤炭供需的反转, 煤价出现了大幅下跌, 特别是沿海地区煤价受到进口煤的冲击, 煤价下跌幅度明显, 因此皖能电力在 2012 年的毛利率出现了明显回升。

近 2 年来, 安徽地区合同煤与市场煤的差价基本在 50 元/吨左右浮动, 随着近期市场煤价的下跌, 合同煤与市场煤价格出现了倒挂, 因此皖能电力是电煤双轨制取消的最大受益公司之一。

图 10 皖能电力毛利率情况



数据来源: wind 资讯系统, 安信证券研究中心

## 5. 盈利预测

### 5.1. 业绩回顾

回顾过去几年业绩, 我们可以看到公司业绩的主要来源是淮北国安电厂、阜阳华润电厂和其他业务, 而装机容量快速增长的皖能铜陵、皖能合肥和皖能马鞍山电厂都处于亏损状况。随着煤价的回落, 皖能铜陵、皖能合肥和皖能马鞍山电厂都已经开始盈利, 这将是公司 2012—2014 年业绩增长的主要动力。

而公司其他利润主要来自公司拥有的金融资产利润、“上大压小”财政补贴、资产处置收益等。从未来来看, 这些利润的绝对数值和占比都将逐步下降。

表 12 皖能电力利润分解 (单位: 万元)

	2009	2010	2011	2012H
淮北国安	3,590	2,179	2,572	1,956
皖能铜陵	-2,648	-4,770	-7,642	-2,159
皖能合肥	-3,073	-1,881	-6,271	649
皖能马鞍山	-1,123	-1,936	-1,651	-739
阜阳华润	6,445	8,044	9,336	6,830
其他	8,047	20,241	5,584	3,632
归属于母公司所有者的净利润	11,238	21,876	1,927	10,169

数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

表 13 公司金融资产利润 (单位: 万元)

	2009	2010	2011	2012H
华安证券分红	160	4,000	2,000	1,600
马鞍山农村商业银行分红				495
国元证券分红	1,769	4,915	2,949	983
合计	1,929	8,915	4,949	3,078

数据来源: 公司年报, 安信证券研究中心

## 5.2. 盈利预测与投资

假设条件

- (1) 2013 年完成定向增发, 待收购的 3 家公司从 2013 年 1 月 1 日起并表;
- (2) 2012 年前 3 季度公司发电量约 150 亿千瓦时, 预计 2012 年全年发电量约 210 亿千瓦时, 2013 年利用小时下降 1%, 2014 年利用小时上升 2%;
- (3) 2012 年前 3 季度公司的标煤价格在 878 元/吨, 预计 2012 年全年在 860 元/吨。我们预计 2013 年全年煤价在 830 元/吨左右, 下跌 3.5%, 2014 年保持平稳;
- (4) 不考虑后续资产注入情况。

根据以上假设条件, 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44 元、0.53 元、0.62 元, 动态市盈率分别为 17、14 和 12 倍, 处于行业中等水平。公司目前的市净率仅为 1.43 倍, 在行业中明显偏低, 如果公司参股的华安证券和安徽省天然气公司顺利上市, 则公司的市净率还将继续降低, 因此公司目前股价具有较高的安全边际。

考虑到公司未来成长性突出且受益于“电煤双轨制”取消, 同时具有明确的资产注入预期, 我们给予公司“增持-A”评级, 按照 2013 年 16 倍市盈率确定目标价为 8.48 元

## 5.3. 风险提示

- (1) 煤价上涨超预期;
- (2) 利用小时低于预期

## 财务报表预测和估值数据汇总(2012年12月31日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>3,784.3</b>	<b>5,150.4</b>	<b>7,492.1</b>	<b>10,638.6</b>	<b>11,482.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,762.9	5,128.8	6,596.5	9,246.9	9,935.8	营业收入增长率	13.8%	36.1%	45.5%	42.0%	7.9%
营业税费	3.4	5.9	11.6	16.8	17.6	营业利润增长率	-32.0%	-591.5%	-506.0%	85.7%	16.7%
销售费用	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	净利润增长率	94.7%	-91.2%	1,677.4	76.3%	16.4%
管理费用	19.7	21.0	25.0	48.8	49.5	EBITDA 增长率	-1.6%	11.1%	201.8%	40.6%	10.7%
财务费用	135.0	248.0	509.5	616.0	641.7	EBIT 增长率	-12.9%	-28.4%	802.0%	54.1%	11.9%
资产减值损失	8.5	21.7	2.9	-	-	NOPLAT 增长率	26.5%	-29.5%	383.7%	48.2%	12.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.9%	19.3%	15.4%	6.8%	-5.4%
投资和汇兑收益	172.5	143.1	189.8	285.6	324.9	净资产增长率	-5.0%	-7.7%	17.6%	36.1%	6.5%
<b>营业利润</b>	<b>26.9</b>	<b>-132.1</b>	<b>536.2</b>	<b>995.5</b>	<b>1,162.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	166.0	55.6	0.1	-	-	毛利率	0.6%	0.4%	12.0%	13.1%	13.5%
<b>利润总额</b>	<b>192.8</b>	<b>-76.5</b>	<b>536.3</b>	<b>995.5</b>	<b>1,162.1</b>	营业利润率	0.7%	-2.6%	7.2%	9.4%	10.1%
减:所得税	22.9	14.3	31.1	93.5	102.3	净利润率	5.8%	0.4%	4.6%	5.7%	6.1%
<b>净利润</b>	<b>170.0</b>	<b>-90.8</b>	<b>505.2</b>	<b>902.1</b>	<b>1,059.8</b>	EBITDA/营业收入	13.0%	10.6%	22.0%	21.8%	22.4%
						EBIT/营业收入	4.3%	2.3%	14.0%	15.1%	15.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	固定资产周转天数	475	450	459	405	388
货币资金	189.0	309.3	849.2	1,749.8	2,008.1	流动营业资本周转天数	-3	-28	-15	-4	-7
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	128	87	99	108	122
应收账款	478.6	670.5	882.6	1,253.3	1,352.7	应收账款周转天数	36	36	35	34	38
应收票据	1.9	4.0	6.2	8.7	9.4	存货周转天数	14	16	15	13	15
预付帐款	138.9	252.1	516.0	331.0	132.3	总资产周转天数	1,141	960	784	640	621
存货	139.2	296.2	319.0	449.7	483.7	投资资本周转天数	789	735	592	462	430
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,205.2	835.6	1,077.4	1,077.4	1,077.4	ROE	3.2%	-1.8%	8.7%	11.5%	12.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.3%	-0.6%	2.8%	4.5%	5.4%
长期股权投资	832.6	838.0	940.9	1,774.3	2,007.0	ROIC	4.1%	2.1%	8.6%	11.1%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	4,922.9	7,946.2	11,178.8	12,742.6	11,989.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	4,376.3	3,136.4	1,635.2	127.0	126.9	管理费用率	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%
无形资产	384.2	441.8	433.0	424.9	416.5	财务费用率	3.6%	4.8%	6.8%	5.8%	5.6%
其他非流动资产	32.6	39.6	37.7	37.7	37.7	三费/营业收入	4.1%	5.2%	7.1%	6.3%	6.0%
<b>资产总额</b>	<b>12,701.4</b>	<b>14,769.6</b>	<b>17,876.0</b>	<b>19,976.5</b>	<b>19,641.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,130.6	1,380.6	2,219.0	2,119.0	2,019.0	资产负债率	58.1%	66.8%	67.7%	60.7%	57.4%
应付帐款	828.3	2,228.9	2,710.9	3,293.4	3,538.8	负债权益比	138.6%	200.8%	209.6%	154.3%	134.8%
应付票据	609.8	72.4	90.4	126.7	136.1	流动比率	0.24	0.42	0.51	0.69	0.70
其他流动负债	402.3	-2.0	-9.5	-9.5	-9.5	速动比率	0.20	0.33	0.45	0.60	0.62
长期借款	2,765.0	5,703.2	6,203.2	5,703.2	4,703.2	利息保障倍数	1.20	0.47	2.05	2.62	2.81
其他非流动负债	642.8	476.3	888.0	888.0	888.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>7,378.8</b>	<b>9,859.4</b>	<b>12,102.0</b>	<b>12,120.8</b>	<b>11,275.6</b>	DPS(元)	-	0.02	0.01	0.06	0.27
<b>少数股东权益</b>	<b>1,468.1</b>	<b>1,329.0</b>	<b>1,676.7</b>	<b>1,869.1</b>	<b>1,978.2</b>	分红比率	0.0%	80.2%	2.3%	11.3%	42.9%
股本	773.0	773.0	773.0	1,131.0	1,131.0	股息收益率	0.0%	0.3%	0.1%	0.8%	3.6%
留存收益	3,081.6	2,808.2	3,324.3	4,855.5	5,256.5						
<b>股东权益</b>	<b>5,322.7</b>	<b>4,910.2</b>	<b>5,774.0</b>	<b>7,855.7</b>	<b>8,365.7</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	170.0	-90.8	505.2	902.1	1,059.8	EPS(元)	0.28	0.02	0.44	0.53	0.62
加:折旧和摊销	342.2	442.9	603.0	706.2	762.6	BVPS(元)	4.99	4.63	5.30	5.29	5.65
资产减值准备	8.5	21.7	2.9	-	-	PE(X)	26.3	298.1	16.8	13.9	12.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.6	1.4	1.4	1.3
财务费用	145.6	134.2	247.8	509.5	616.0	P/FCF	-	78.5	-74.8	-9.4	22.9
投资损失	-172.5	-143.1	-189.8	-285.6	-324.9	P/S	1.5	1.1	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	-48.8	-110.1	162.7	298.4	356.9	EV/EBITDA	23.4	24.9	9.0	7.1	6.0
营运资金的变动	265.8	-510.8	408.8	299.8	319.5	CAGR(%)	74.4%	-326.8%	28.5%	10.4%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>377.2</b>	<b>191.4</b>	<b>2,002.5</b>	<b>2,536.9</b>	<b>2,815.6</b>	PEG	0.4	-0.9	0.6	1.3	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,112.4</b>	<b>-2,358.9</b>	<b>-2,475.3</b>	<b>-1,301.5</b>	<b>91.1</b>	ROIC/WACC	0.5	0.3	1.1	1.5	1.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,387.2</b>	<b>2,278.0</b>	<b>1,002.5</b>	<b>69.6</b>	<b>-2,043.5</b>	REP	2.2	4.2	1.0	0.8	0.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	律烨	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034