

## 风险释放 机遇来临

■ **资产注入预期**: 2010年向大股东定向增发置换资产, 基本面出现重大改变, 目前资产干净简单无负担。母公司存在严重现金流短缺问题, 在建项目较少, 资产负债率高, 难以通过自身发展来改变现状, 集团权益容量是公司的5倍左右, 并曾做过承诺, 预计未来进行资产注入是大概率事件。我们对资产注入方案进行了模拟, 尽管和真实情况可能会有差别, 但资产注入会增厚公司业绩基本确定。

■ **托管管理费有望超预期**: 公司目前托管集团资产, 采用固定费用+浮动费用方式收取管理费, 若托管协议续签且条款保持不变, 则从2013年起, 有望收到变动费用部分, 存在超预期的可能性。

■ **利用小时下降**: 2012年是河南省火电机组投产高峰期, 2013年-2014年也有较多火电机组投产, 但由于高耗能行业占当地电量消费比重较大, 用电量增速下降明显, 再考虑到哈密—郑州特高压直流送电的影响, 河南省火电利用小时将同比下降。2011年由于特殊原因公司利用小时较高, 预计将逐步下降, 回归正常水平, 预计近两年利用小时下降幅度高于河南省平均水平。

■ **煤炭均价有望继续下降**: 受益于2012年6月份以来的煤价下降, 公司业绩逐季改善, 2012年全年扭亏为盈, 河南省内合同煤和市场煤已经出现显著倒挂, 公司是电煤双轨制取消的最大受益公司之一, 预计公司2012年-2013年煤炭采购均价同比下降1%和12%。

■ **投资建议**: 安全边际较高, 在不考虑资产注入预期和托管费用浮动费用方面, 预计2012年-2014年EPS分别为0.07元、0.40元和0.35元, 对应PE为62.0倍、11.3倍和12.8倍, 从企业价值角度, 目前折合每千瓦价值3931元。若发生资产注入或者取得委托管理费的变动费用部分, 存在超预期的可能性, 首次给予“买入—A”投资评级, 6个月目标价6元。

■ **风险提示**: 一期电站电价下调; 利用小时大幅下降; 煤炭价格下降幅度低于预期等;

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,238.3	4,411.5	3,751.7	3,548.1	3,404.3
净利润	21.4	16.4	44.8	246.4	216.5
每股收益(元)	0.03	0.03	0.07	0.40	0.35
每股净资产(元)	0.97	0.93	1.00	1.40	1.74

盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	129.8	169.6	62.0	11.3	12.8
市净率(倍)	4.6	4.8	4.4	3.2	2.6
净利润率	0.5%	0.4%	1.2%	6.9%	6.4%
净资产收益率	3.8%	3.1%	6.9%	27.1%	19.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	33.3%	4.5%	5.1%	11.3%	10.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

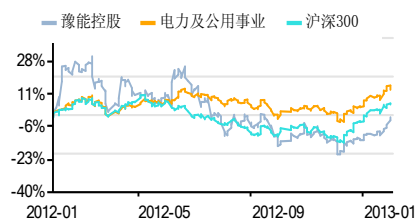
首次评级

6个月目标价 **6.00元**  
股价(2013-01-23) **4.45元**

### 交易数据

总市值(百万元)	2,773.89
流通市值(百万元)	1,913.47
总股本(百万股)	623.35
流通股本(百万股)	429.99
12个月价格区间	3.66/6.01元
十大股东(%)	86.16%

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.32	-6.83	-6.97
绝对收益	11.25	5.95	-2.84

张龙

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

1. 投资要点.....	3
2. 历史情况.....	4
2.1. 历史情况回顾.....	4
2.2. 2011-2012 年业绩回顾.....	5
3. 安全边际较高.....	7
3.1. 利用小时存在下降风险.....	7
3.2. 煤炭价格有望继续下降.....	9
3.3. 安全边际较高.....	10
4. 打造集团电力融资平台.....	10
4.1. 集团支持力度大.....	10
4.2. 托管费有望增加公司利润.....	11
4.3. 资产注入为大概率事件.....	11
4.4. 资产注入有望增厚公司业绩.....	12
4.4.1. 方案一：注入 7 家公司股权.....	12
4.4.2. 方案二：只收购 60 万千瓦及以上机组股权—即只收购华能沁北发电 35%股权、许昌禹龙发电 30%的股权和鹤壁丰鹤发电 50%的股权.....	12
4.4.3. 方案三：只收购华能沁北 35%股权、三门峡华阳发电 40%股权、许昌禹龙 30%股权和鹤壁丰鹤发电 50%股权.....	13
5. 估值.....	13
6. 风险提示.....	13

表 1：公司下属电站.....	5
表 2：净利润分解表（单位：万元）.....	6
表 3：2012 年分季度利润表（单位：百万元）.....	6
表 4：河南省新投产机组（单位：万千瓦）.....	7
表 5：河南建投投资的电力项目（不包括上市公司）.....	10
表 6：集团盈利能力较好的电力资产.....	12
表 7：利用小时假设.....	12
表 8：方案一：盈利预测.....	12
表 9：方案二：盈利预测.....	13
表 10：方案三：盈利预测.....	13
表 11：公司每股收益关于利用小时敏感性分析.....	14
表 12：公司每股收益关于煤炭价格敏感性分析.....	14

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：公司历年权益装机容量变化.....	4
图 3：公司历年重大事项.....	5
图 4：豫能控股资产构成.....	5
图 5：河南省公用燃煤企业 2012 年分月度利润总额.....	7
图 6：河南省火电发电量和装机容量增速预测.....	8
图 7：河南省火电机组利用小时预测.....	8
图 8：公司电站利用小时变动情况.....	9
图 9：平顶山动力煤与秦皇岛煤价对比.....	9

## 1. 投资要点

从基本面来看，资产干净简单无负担，但由于过去几年控股子公司持续亏损，母公司现金流短缺严重，只能依靠银行贷款来维持运营，考虑到高资产负债率和较少的在建工程，其很难通过自身发展来改变现状。集团权益容量是公司的 5 倍左右，并曾做过承诺，预计未来进行资产注入是大概率事件。

随着煤炭价格的下降，公司 2012 年业绩逐季改善，全年扭亏转盈，河南省内合同煤和市场化煤已经出现显著倒挂，公司是电煤双轨制取消的最大受益公司之一，预计公司 2012 年-2013 年煤炭采购均价同比下降 1%和 12%。

站在目前的时点去看 2013 年，风险主要来自于利用小时的下降，2011 年由于特殊原因公司利用小时较高，未来将逐步下降，回归正常水平，预计近两年利用小时下降幅度高于河南省平均水平。

假设公司标煤单价 2012 年-2014 年分别同比下降 1%、12%和 0%，上网电价 2012 年-2014 年维持在 2012 年的水平，利用小时 2012 年-2014 年分别同比下降 19.6%、5.4%和 4.1%的情况下，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.07 元、0.40 元和 0.35 元。

公司目前托管集团电力资产，采用固定费用+浮动费用方式收取委托管理费，随着电价上调和煤炭价格的下降，电力行业盈利逐步提升，预计 2012 年托管资产仍会亏损，2013 年弥补上年亏损后会有所盈余，托管协议于 2013 年 8 月份到期，若托管协议续签且条款保持不变，则从 2013 年起，有望开始收到变动费用部分，存在超预期的可能性。

我们针对集团资产进行了梳理，并模拟了资产注入方案，可以看出，若资产注入顺利进行，公司业绩有望明显增厚，预计 2013 年 EPS 有望提升至 0.45 元-0.57 元，2014 年 EPS 有望提升至 0.42 元-0.52 元。

由于资产注入和委托管理费变动费用部分收取存在一定的不确定性，暂不考虑，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.07 元、0.40 元和 0.35 元，对应 PE 为 62.0 倍、11.3 倍和 12.8 倍。公司目前市值 27.7 亿元，按照最新资产负债表计算，折合每千瓦价值 3931 元，与目前火电单位造价基本相符，处于合理水平，安全边际较高。若发生资产注入或者取得委托管理费的变动费用部分，存在超预期的可能性，首次给予“买入—A”投资评级，6 个月目标价 6 元。

### 核心风险提示：

(1) 一期电站电价下调：

一期鸭河口发电公司上网电价高出二期 0.083 元/千瓦时，幅度为 19%；

(2) 利用小时大幅下降；

在现有假设基础上，控股子公司 2013 年-2014 年利用小时下降 100 小时分别减少每股收益 0.04 元和 0.03 元。

(3) 煤炭价格下降幅度低于预期等；

在现有假设基础上，控股子公司 2013 年-2014 年煤炭价格上升 1%分别减少每股收益 0.04 元和 0.03 元。

## 2. 历史情况

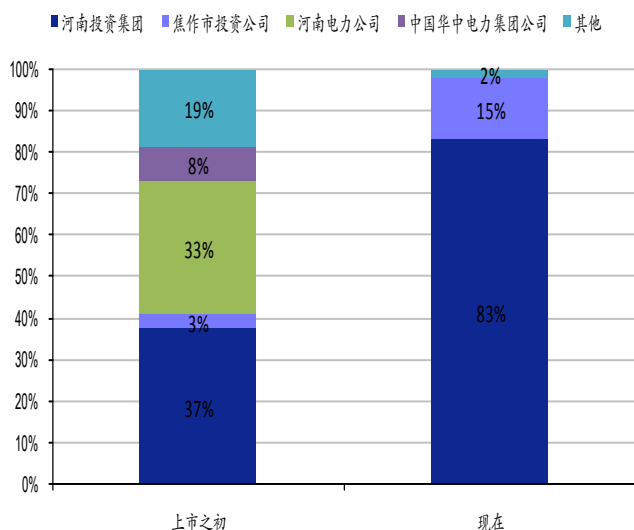
### 2.1. 历史情况回顾

豫能控股是 1997 年由河南省建设投资总公司（现河南投资集团）、河南省电力公司、中国华中电力集团公司(现华中电网有限公司)和焦作市投资公司以其共同投资建设的焦电三期的经营性净资产作为发起人资产设立的股份有限公司。

**股权理顺，获大股东支持：**从公司成立时的股东结构来看，可以看到以河南建投、焦作投资为代表的地方企业股权和以河南电力、华中电网为代表中央企业股权平分秋色，这也造成了公司的尴尬地位，得不到两方面股东的支持。在 2007 年 11 月河南电力、华中电网股权转让给河南投资集团后，公司股权理顺，开始得到大股东河南投资集团的大力扶持。2010 年，公司向大股东定向增发，置出原有低盈利资产、注入优质资产后，基本面出现了重大改变。

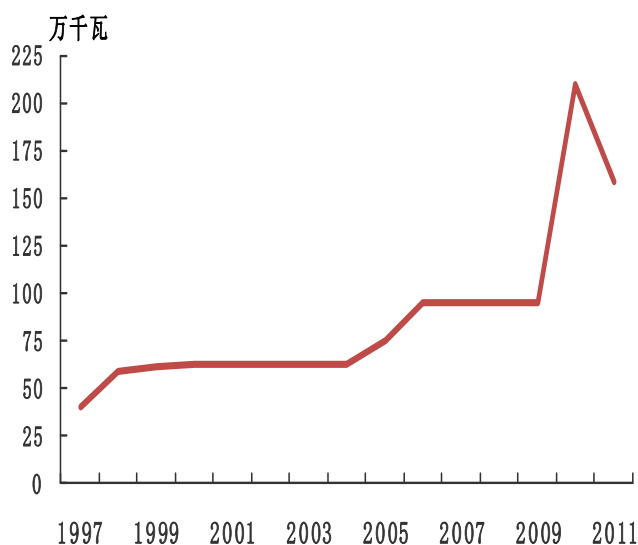
**资产简单干净：**到目前为止，公司拥有鸭河口电厂一期 55%、鸭河口电厂二期 100%股权，权益容量 158.5 万千瓦，电厂全部位于河南省内。除此之外，公司还拥有电力检修公司 100%股权、新乡天益公司 5%股权等。总之，目前公司资产简单、干净，没有什么负担。

图 1：公司股权结构



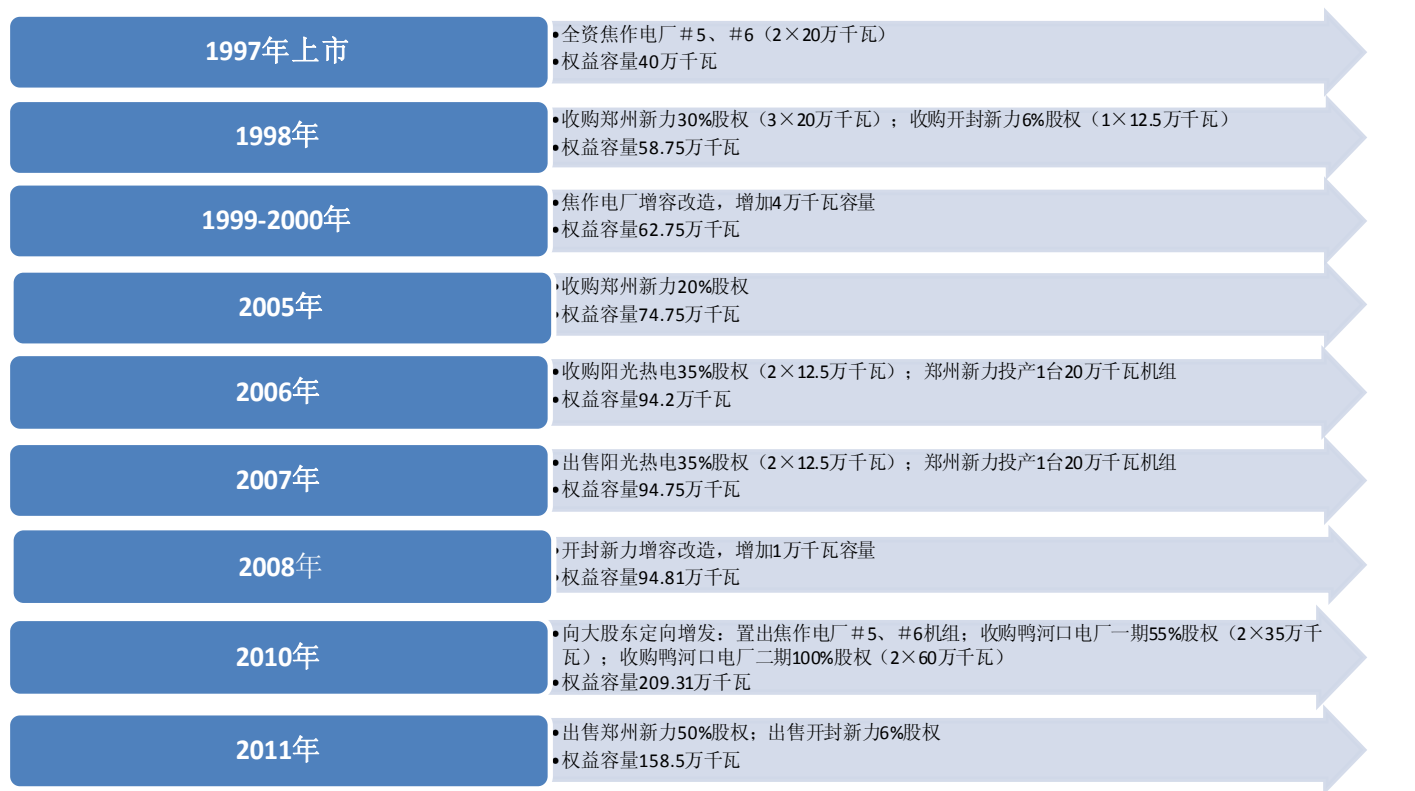
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2：公司历年权益装机容量变化



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

图 3: 公司历年重大事项



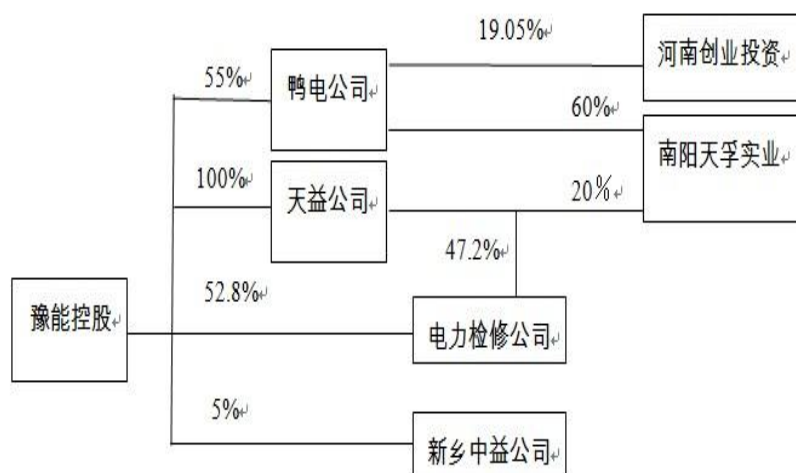
数据来源: 安信证券研究中心整理

表 1: 公司下属电站

	机组构成	装机容量	权益	权益容量	投产时间
鸭电公司 (鸭河口电厂一期)	2×35	70	55%	38.5	1998、1999
天益公司 (鸭河口电厂二期)	2×60	120	100%	120	2008
新乡中益公司	2×60	120	5%		拟建
合计		190		158.5	

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 4: 豫能控股资产构成



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

## 2.2. 2011-2012 年业绩回顾

豫能控股 2011 年实现归属于母公司净利润 1635 万元, 进行分拆的话, 利润主要来自下

属 2 个电厂，即南阳天益公司和鸭河口公司。另外，如果没有出售郑州新力公司 50% 股权，2011 年业绩仍会亏损。

**2012 年分季度盈利逐步提升：**2012 年上半年受到煤价上涨、电力需求疲弱、3 台机组检修的影响，豫能控股出现了 8854 万元的亏损。但分季度来看：1 季度公司 3 台机组检修、年初煤价处于高位，所以公司出现了 6400 万元的亏损；2 季度正常发电，收入环比增长了 23%，且煤价小幅下降，公司亏损 2500 万元；3 季度电量继续小幅反弹，收入环比增长 3%，但由于煤价的明显下降，导致业绩扭亏为盈，盈利达到 7000 万元。

**表 2：净利润分解表（单位：万元）**

	2011	2012H
归属于母公司所有者净利润	1,635	-8,854
1、母公司本部	-5,331	-1,920
2、南阳天益公司	10,794	-3,174
3、鸭河口公司	977	-2,843
4、检修公司及其他	27	-917
5、郑州新力（已出售）	-4,832	
其中：权益法投资收益	-14,759	
处置长期股权收益	9,928	

数据来源：公司年报、半年报，安信证券研究中心

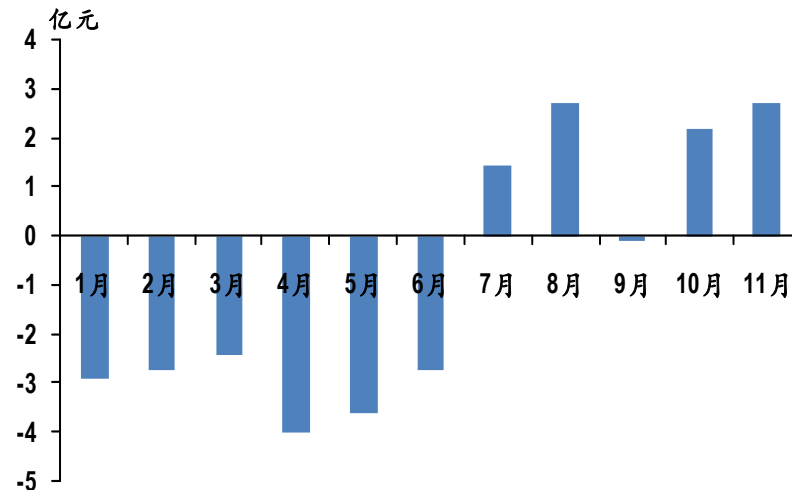
**表 3：2012 年分季度利润表（单位：百万元）**

	1Q2012	2Q2012	3Q2012
营业收入	826	1,015	1,043
营业成本	810	957	877
营业税金及附加	4	3	4
销售费用	1	0	1
管理费用	13	17	20
财务费用	76	69	64
投资净收益			2
营业利润	-78	-31	80
营业外收入	0	0	1
营业外支出	0	3	0
利润总额	-78	-34	81
所得税	0	0	0
净利润	-78	-34	81
少数股东损益	-14	-9	11
归属于母公司所有者的净利润	-64	-25	70
EPS（元）	-0.10	-0.04	0.11

数据来源：WIND 安信证券研究中心

**全年扭亏为盈：**公司业绩预报显示 2012 年全年实现盈利 4000-4500 万元，扭亏为盈，其中四季度业绩与三季度基本持平，考虑到年终费用计提可能会增多，猜测四季度经营层面业绩环比三季度仍有提升。

图 5：河南省公用燃煤企业 2012 年分月度利润总额



数据来源：电监会 安信证券研究中心

### 3. 安全边际较高

#### 3.1. 利用小时存在下降风险

随着河南省经济的快速发展，其电量亦保持较快增长，2002~2011 年用电量平均增速达到 12.6%，发电量平均增速达到 12.5%，略高于全国平均水平的 12.3%。

由于河南省电量消费中，高耗能行业占比较大（电解铝占比超过 18%、钢铁接近 6%），在 2012 年受到宏观经济减速的影响，电力需求下滑较多，预计 2012 年全年用电量增速约为 3%，而三峡、西北等外受电量增加，导致省内发电量增速仅为 1%。考虑到水电增发的因素，预计 2012 年火电量基本持平。随着经济的逐步好转，预计 2013 年河南省火电量增速为 6.5%，而 2014 年受到哈密—郑州特高压直流送电的影响，预计火电量增速 1.5%。

**装机增速较高：**2012 年是河南省火电机组的投产高峰期，包括沁北电厂三期、新密电厂二期等共投产火电机组 622 万千瓦，火电装机增速达到 13%。从发改委核准和在建项目进度来看，预计 2013 年和 2014 年投产火电机组在 309、350 万千瓦，装机容量增速在 6% 左右。

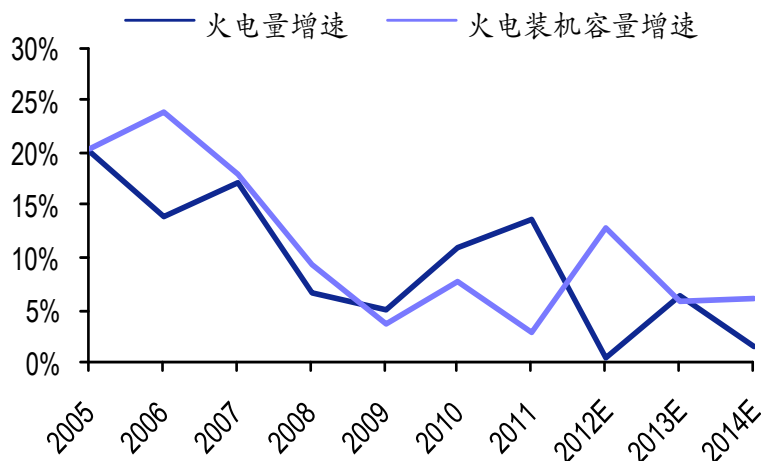
表 4：河南省新投产机组（单位：万千瓦）

电厂名称	机组构成	投产时间			
		2011	2012	2013	2014
林州热电	2×30	60			
驻马店热电	2×33	66			
辉县热电	2×30	30			
孟津电厂	2×60	120			
登封电厂二期	2×63	63	63		
沁北三期	2×100		200		
新密电厂二期	2×100		200		
神火电厂	1×60		60		
新乡渠东热电	2×33		33	33	
龙泉金亨电厂	2×66		66	66	
郟县煤矸石	1×30			30	
焦作东区热电	2×30			60	

滎池热电	2×30	60		
周口燃气	2×30	60		
信阳燃气	2×30		60	
焦作龙源	2×60		120	
三门峡三期	1×100		100	
洛阳阳光热电	2×35		70	
合计		339	622	309
				350

数据来源：国家能源局 安信证券研究中心整理

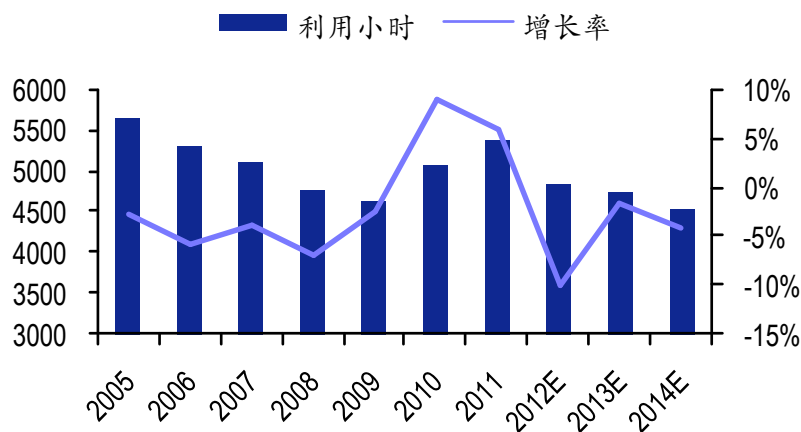
图 6：河南省火电发电量和装机容量增速预测



数据来源：中电联 安信证券研究中心

河南省火电机组利用小时将持续下滑：由于 2012—2014 年火电装机容量增速高于火电量增速，因此河南省的火电机组利用小时会持续下滑，预计将从 2011 年的 5370 小时下降到 2014 年的 4550 小时，这对河南省的火电机组带来较大压力。

图 7：河南省火电机组利用小时预测



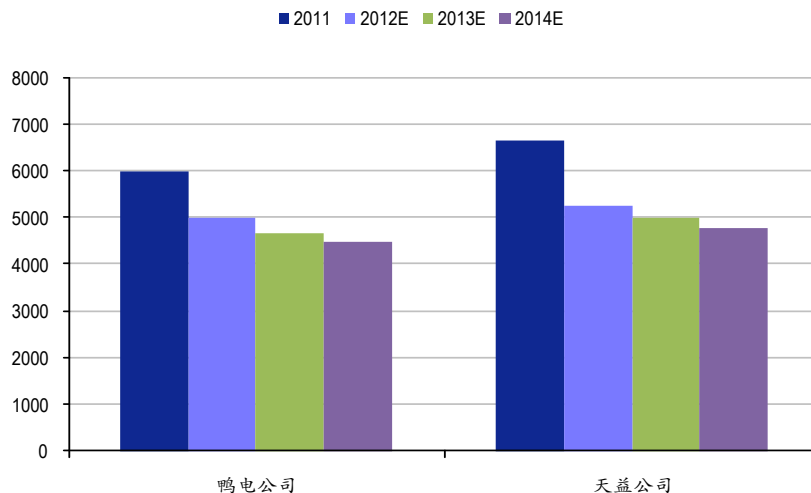
数据来源：中电联 安信证券研究中心

预计公司近两年利用小时下降幅度高于河南省平均水平：2011 年，由于河南省本身利用小时较高和别的一些特殊原因，公司利用小时处于高位，预计将逐步下滑，向正常回归。预计 2012 年利用小时同比下降 20%，2013 年同比下降 5%，近两年下降幅度高于河南省



平均水平。

图 8：公司电站利用小时变动情况



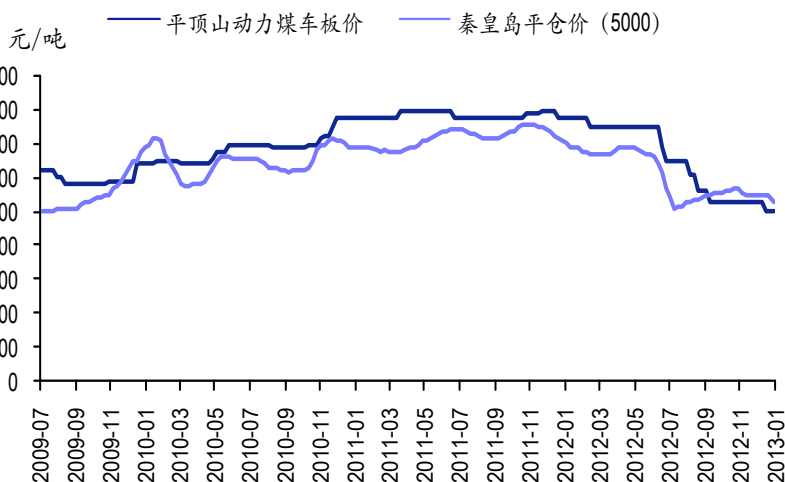
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

### 3.2. 煤炭价格有望继续下降

河南省是国内煤炭大省，2011 年原煤产量达到 2.1 亿吨，河南省内动力煤除了本地消化外，还有部分供应给上海、江苏、湖北、湖南、江西等地。

**煤炭价格下降明显：**由于前几年煤炭供应紧张，华东大量火电厂到河南采购煤炭，使河南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平顶山动力煤价比较来看，其基本走势和价格基本一致，省内煤价甚至高于秦皇岛煤价。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。而河南省内煤价下跌明显，目前平顶山煤价已经低于秦皇岛煤价。

图 9：平顶山动力煤与秦皇岛煤价对比



数据来源：中国煤炭资源网 安信证券研究

**将受益于电煤双轨制取消：**2012 年初，河南省合同煤含税标煤价在 900 元/吨，市场煤在 1050 元/吨。到 2012 年底，市场煤价已经下跌到 700—750 元/吨，已经低于合同煤价 850

—900 元/吨，目前河南省内合同煤与市场煤价格出现了显著倒挂，因此豫能控股是电煤双轨制取消的最大受益公司之一。

公司目前合同煤比例 1/3 左右，市场煤炭采购来源较多，来自于河南、山西、陕西、甘肃等地，主要通过电厂自身采购，部分来自于燃料公司采购，从运输途径来看，采用铁路和汽车运输。

2012 年一季度公司煤炭采购价格仍处于高位，从 6 月份开始出现明显下降，根据我们年度投资策略观点，预计 2013 年煤炭价格将窄幅波动，预计 2012 年-2013 年公司煤炭采购均价分别同比下降 1%和 12%。

### 3.3. 安全边际较高

主要盈利假设：

- (1) 煤炭标煤均价 2012 年-2014 年分别同比下降 1%、12%和 0%；
- (2) 上网电价 2012 年-2014 年维持在 2012 年的水平；
- (3) 利用小时 2012 年-2014 年分别同比下降 19.6%、5.4%和 4.1%；

我们基于以上主要假设对公司盈利进行了预测，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.07 元、0.40 元和 0.35 元，对应 PE 为 62.0 倍、11.3 倍和 12.8 倍；公司目前市值 27.7 亿元，按照最新资产负债表计算，折合每千瓦价值 3931 元，与目前火电单位造价基本相符，处于合理水平，安全边际较高。

## 4. 打造集团电力融资平台

### 4.1. 集团支持力度大

豫能控股的大股东是河南投资集团。河南投资集团是隶属于河南省政府的国有投资公司，主要投资于电力、造纸、水泥、交通运输、农业、化工、金融、房地产等行业，现在控股 3 家上市公司，即豫能控股、同力水泥、安彩高科。

目前集团投资的运行和拟建电力项目的总装机容量达到 1559 万千瓦，权益容量 801 万千瓦，装机容量位居河南省前列。集团目前的权益容量是豫能控股的 5 倍左右。

集团在 2010 年非公开发行股票时进行过承诺：“集团未来计划采取转让或委托豫能控股管理等方式，达到减少和避免与豫能控股之间的同业竞争。”目前集团将其拥有的全部发电企业股权委托豫能控股管理，未来集团将对控股的、尚未进入豫能控股的电力企业进行分类，制定不同的处置方案，针对不同特点，或关停、处置或置入豫能控股，最终彻底消除同业竞争问题。

表 5：河南建投投资的电力项目（不包括上市公司）

电厂	机组	装机容量	股权	权益容量	投产时间	附注
已运行						
郑州新力	5×20	100	50%	50		2011 年置出上市公司
焦作天力	2×22	44	100%	44		已关停
新中益	2×22	44	64%	28		已关停
濮阳龙丰热电	3×5+1×3	18	100%	18		已关停
鹤壁万和	2×22	44	60%	26		已关停
鹤壁同力	2×30	60	55%	33		
鹤壁丰鹤	2×60	120	50%	60		

信阳华豫	2×30	60	10%	6	
首阳山	2×22+2×30	104	40%	41.6	
开封新力	1×12.5	12.5	30%	3.75	
沁北电厂	4×60+2×100	440	35%	154	
许昌龙岗	2×35	70	30%	21	
许昌禹龙	2×66	132	30%	39.6	
洛阳双源	1×7.5+2×16.5	40.5	35%	14	
三门峡华阳	2×30	60	40%	24	
小计		1199		447	不含关停
			拟建		
鹤壁鹤洪	2×60	120	100%	120	2014-2015
新乡中益	2×60	120	95%	114	2014
濮阳龙丰 “上大压小”	2×60	120	100%	120	2015
小计		360		354	
合计		1559		801	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

## 4.2. 托管费有望增加公司利润

在 2009 年重大资产重组过程中，河南投资集团做出了关于避免与公司之间的同业竞争的承诺，为履行承诺，2010 年 8 月，河南投资集团和公司签订了《股权委托管理协议》，河南投资集团将其拥有的 14 家发电企业股权委托豫能控股管理，可行使除收益权和处置权以外的其他股东权力。

《股权委托管理协议》约定，豫能控股采取固定费用+浮动费用方式向河南投资集团收取委托管理费，固定部分每年 300 万元，浮动费用与被托管企业的经营业绩挂钩，按全部托管企业当年度合计实现归属于河南投资集团的净利润弥补全部托管企业归属于河南投资集团上一年度亏损后的 10%收取，如果受托企业当年合计实现的归属于河南投资集团享有的净利润为亏损或者不足以弥补上年度亏损，公司不收取变动费用部分。协议首次签订了 3 年，预计续签可能性很大。

由于过去几年电力行业经营持续低迷，托管企业盈利能力不佳，母公司营业收入主要来自于托管费用的固定部分 300 万元，没有变动费用。随着电价上调和煤炭价格的下降，电力行业盈利逐步提升，预计 2012 年托管资产仍会亏损，2013 年弥补上年亏损后会有所盈余，托管协议于 2013 年 8 月份到期，若协议续签且条款不变，则从 2013 年起，可开始收到变动费用部分。由于托管协议存在较大不确定性，我们暂不考虑变动费用部分，但存在超预期的可能性。

## 4.3. 资产注入为大概率事件

我们认为资产注入是大概率事件，主要原因在于：

- (1) 目前豫能控股母公司存在严重现金流短缺问题，其没有经营性资产，现金流入来自于托管集团电厂的托管费和控股子公司的分红，但由于控股子公司过去几年持续亏损，目前未分配净利润为-5 亿元，意味着在较长一段时间内，母公司难以从控股子公司处得到分红。母公司每年财务费用和管理费用逾 5000 万元，现仅能依靠增加银行贷款来满足日常运营。
- (2) 规划项目少：目前豫能控股仅有参股 5%的新乡中益公司处于拟建设状态，不能通过在建机组投产来改善企业盈利和母公司现金流问题。
- (3) 资产负债率高：截止 2012 年 9 月 30 号，豫能控股资产负债率为 85.36%，处于较高水平，净资产仅为 7.7 亿元，难以通过借债等方式来新建机组。

以上意味着公司短期内难以通过自身发展来解决母公司现金流短缺的问题，通过资产注入来增大净资产，获取稳定现金流是大概率事件。我们预计集团未来会将优质的电力资产股权注入上市公司，目前集团的权益容量是豫能控股的 5 倍左右，公司基数低，未来的成长空间较大。

#### 4.4. 资产注入有望增厚公司业绩

由于并不清楚资产注入会采用的具体方案和启动时间，我们对集团资产进行了梳理，按照预计的河南省平均火电利用小时、煤炭价格变动幅度和预计的评估价格进行了资产注入模拟，所模拟出来的结果和真实的情况可能会有较大差别，但资产注入增厚公司业绩是基本确定的。

表 6：集团盈利能力较好的电力资产

公司	装机容量	表决权比例
华能沁北发电	4×60+2×100	35%
三门峡华阳发电	2×30	40%
许昌龙岗发电	2×35	30%
许昌禹龙发电	2×66	30%
大唐洛阳首阳山电厂	2×22+2×30	40%
鹤壁同力发电	2×30	55%
鹤壁丰鹤发电	2×60	50%

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

主要假设条件：

- (1) 煤价：假设电站煤价 2013 年同比下降 10%，2014 年和 2015 年同比持平；
- (2) 利用小时：按照单机容量 30 万千瓦、60 万千瓦和 100 万千瓦分别进行假设，并列于下；
- (3) 评估价格：参考上次置入鸭电公司和天益公司的价格；
- (4) 增发价格：按照 4.5 元/股、5 元/股、5.5 元/股和 6 元/股四种价格进行分析；
- (5) 全部采取股权融资；

表 7：利用小时假设

利用小时	2013 年	2014 年	2015 年
30 万机组	4500	4400	4400
60 万机组	4700	4550	4550
100 万机组	4900	4700	4700

数据来源：安信证券研究中心

#### 4.4.1. 方案一：注入 7 家公司股权

表 8：方案一：盈利预测

		EPS			PE		
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
发行价 (元/股)	4.5	0.45	0.42	0.44	9.9	10.6	10.1
	5	0.48	0.45	0.47	9.3	9.9	9.5
	5.5	0.51	0.48	0.50	8.7	9.3	8.9
	6	0.54	0.50	0.52	8.2	8.9	8.6
不资产注入		0.40	0.34	0.34	11.1	13.1	13.1

数据来源：安信证券研究中心

4.4.2. 方案二：只收购 60 万千瓦及以上机组股权——即只收购华能沁北发电 35% 股权、许昌禹龙发电 30% 的股权和鹤壁丰鹤发电 50% 的股权

**表 9：方案二：盈利预测**

		EPS			PE		
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
发行价 (元/股)	4.5	0.48	0.44	0.46	9.3	10.1	9.7
	5	0.51	0.47	0.49	8.7	9.5	9.1
	5.5	0.53	0.49	0.51	8.4	9.1	8.7
	6	0.55	0.51	0.53	8.1	8.7	8.4
不资产注入		0.40	0.34	0.34	11.1	13.1	13.1

数据来源：安信证券研究中心

**4.4.3. 方案三：只收购华能沁北 35%股权、三门峡华阳发电 40%股权、许昌禹龙 30%股权和鹤壁丰鹤发电 50%股权**

**表 10：方案三：盈利预测**

		EPS			PE		
		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
发行价 (元/股)	4.5	0.49	0.45	0.47	9.1	9.9	9.5
	5	0.52	0.48	0.50	8.6	9.3	8.9
	5.5	0.54	0.50	0.52	8.2	8.9	8.6
	6	0.57	0.52	0.55	7.8	8.6	8.1
不资产注入		0.40	0.34	0.34	11.1	13.1	13.1

数据来源：安信证券研究中心

经过对方案的测算，我们可以看出，若评估价格和增发价格合理，考虑到集团优质资产盈利能力较强，若进行资产注入，即使存在股权摊薄，仍有可能大幅增厚公司业绩。除此之外，集团拟建的三座电站预计将于 2014 年-2015 年投产，投产后存在二次资产注入的可能性。

## 5. 估值

**安全边际较高：**如我们之前所分析，在不考虑资产注入和托管费用的浮动费用方面，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.07 元、0.40 元和 0.35 元，对应 PE 为 62.0 倍、11.3 倍和 12.8 倍；公司目前市值 27.7 亿元，按照最新资产负债表计算，企业价值 74.7 亿元，装机容量 190 万千瓦，折合每千瓦价值 3931 元，与目前火电单位造价基本相符，处于合理水平，安全边际较高。

**有望超预期部分：**公司超预期部分主要来自于资产注入预期和托管费用浮动费用的收取。

由于资产注入和托管协议的续签均存在不确定性，我们暂时不做考虑，考虑到公司安全边际较高，并且存在超预期部分，首次给予公司“买入-A”投资评级，6 个月目标价 6 元。

## 6. 风险提示

### (1) 一期电站电价下调；

一期鸭河口发电公司上网电价为 0.5222 元/千瓦时，二期天益发电公司为 0.4392 元/千瓦时，一期高出 0.083 元/千瓦时，幅度为 19%；

### (2) 利用小时大幅下降；

在做盈利预测时，我们对 2012 年-2014 年的利用小时做了具体的假设，此处测算了控股子公司 2013 年-2014 年利用小时在初始假设基础上上升或者下降 100 小时对业绩的影响；

**表 11: 公司每股收益关于利用小时敏感性分析**

	2013E	2014E
增加 100 小时	0.43	0.38
初始假设	0.40	0.35
减少 100 小时	0.36	0.32

数据来源: 安信证券研究中心

**(3) 煤炭价格下降幅度低于预期等;**

在做盈利预测时, 我们对标煤均价做了具体的假设, 此处测算了控股子公司 2013 年-2014 年标煤均价在初始假设基础上上升或者下降 1% 对业绩的影响;

**表 12: 公司每股收益关于煤炭价格敏感性分析**

	2013E	2014E
上升 1%	0.36	0.32
初始假设	0.40	0.35
下降 1%	0.43	0.38

数据来源: 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年01月24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>4,238.3</b>	<b>4,411.5</b>	<b>3,751.7</b>	<b>3,548.1</b>	<b>3,404.3</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,841.7	4,010.7	3,319.1	2,869.2	2,774.1	营业收入增长率	1,149.4	4.1%	-15.0%	-5.4%	-4.1%
营业税费	19.9	23.5	20.5	19.4	18.6	营业利润增长率	-107.7%	-266.4%	-374.6%	416.4%	-10.8%
销售费用	2.7	3.6	2.3	2.3	2.3	净利润增长率	-112.0%	-23.4%	173.7%	450.4%	-12.1%
管理费用	68.2	71.5	86.8	87.2	87.6	EBITDA 增长率	-867.9%	-15.3%	13.9%	39.0%	-5.4%
财务费用	246.0	278.6	262.2	248.5	234.9	EBIT 增长率	-284.0%	-1.5%	27.0%	76.1%	-8.5%
资产减值损失	-12.0	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	-264.4%	9.4%	1.1%	96.9%	-8.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	714.2%	-10.9%	-11.2%	-2.3%	-12.7%
投资和汇兑收益	-58.2	-46.3	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	274.1%	-1.8%	7.4%	37.2%	24.2%
<b>营业利润</b>	<b>13.7</b>	<b>-22.8</b>	<b>62.7</b>	<b>323.6</b>	<b>288.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	20.4	47.7	-3.4	-3.4	-3.4	毛利率	9.4%	9.1%	11.5%	19.1%	18.5%
<b>利润总额</b>	<b>34.1</b>	<b>24.9</b>	<b>59.3</b>	<b>320.2</b>	<b>285.3</b>	营业利润率	0.3%	-0.5%	1.7%	9.1%	8.5%
减:所得税	3.4	-	-	-	-	净利润率	0.5%	0.4%	1.2%	6.9%	6.4%
<b>净利润</b>	<b>21.4</b>	<b>16.4</b>	<b>44.8</b>	<b>246.4</b>	<b>216.5</b>	EBITDA/营业收入	15.6%	12.7%	16.9%	24.9%	24.6%
						EBIT/营业收入	6.1%	5.8%	8.7%	16.1%	15.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	固定资产周转天数	197	334	367	357	341
货币资金	129.5	186.0	300.1	283.9	272.3	流动营业资本周转天数	37	76	73	74	73
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	97	159	167	167	167
应收帐款	569.4	547.7	402.3	496.2	365.9	应收帐款周转天数	29	46	46	46	46
应收票据	341.5	147.7	268.3	125.1	252.4	存货周转天数	5	16	15	14	14
预付帐款	873.2	720.1	598.4	541.4	560.7	总资产周转天数	333	525	556	548	532
存货	122.4	264.5	55.7	221.1	46.5	投资资本周转天数	272	440	460	453	437
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.8%	3.1%	6.9%	27.1%	19.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.5%	0.4%	1.1%	6.1%	5.9%
长期股权投资	334.4	20.0	20.0	20.0	20.0	ROIC	33.3%	4.5%	5.1%	11.3%	10.5%
投资性房地产	10.4	10.1	10.1	10.1	10.1	<b>费用率</b>					
固定资产	4,208.8	3,974.1	3,667.3	3,371.5	3,073.1	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	12.2	5.0	16.9	18.5	18.5	管理费用率	1.6%	1.6%	2.3%	2.5%	2.6%
无形资产	192.1	189.2	185.0	180.9	176.7	财务费用率	5.8%	6.3%	7.0%	7.0%	6.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	7.5%	8.0%	9.4%	9.5%	9.5%
<b>资产总额</b>	<b>6,795.5</b>	<b>6,065.8</b>	<b>5,528.4</b>	<b>5,270.5</b>	<b>4,798.2</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,817.2	1,412.0	1,850.0	2,047.6	2,257.8	资产负债率	88.0%	86.8%	84.4%	77.6%	69.5%
应付帐款	897.4	668.4	627.4	492.8	590.3	负债权益比	733.2%	657.2%	542.6%	346.5%	227.3%
应付票据	-	50.0	20.7	15.1	19.5	流动比率	0.68	0.72	0.59	0.58	0.46
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.64	0.61	0.57	0.50	0.45
长期借款	3,003.3	2,656.2	1,894.9	1,194.4	103.0	利息保障倍数	1.06	0.92	1.24	2.30	2.23
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>5,979.9</b>	<b>5,264.8</b>	<b>4,668.1</b>	<b>4,090.0</b>	<b>3,332.4</b>	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	213.7	222.3	236.8	310.6	379.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	623.3	623.3	623.3	623.3	623.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-21.5	-44.6	0.2	246.5	463.1						
<b>股东权益</b>	<b>815.6</b>	<b>801.0</b>	<b>860.3</b>	<b>1,180.5</b>	<b>1,465.8</b>						

## 现金流量表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	30.6	24.9	44.8	246.4	216.5	EPS(元)	0.03	0.03	0.07	0.40	0.35
加:折旧和摊销	399.7	302.7	311.0	311.8	312.6	BVPS(元)	0.97	0.93	1.00	1.40	1.74
资产减值准备	-12.0	-	-	-	-	PE(X)	129.8	169.6	62.0	11.3	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	4.8	4.4	3.2	2.6
财务费用	239.8	274.6	262.2	248.5	234.9	P/FCF	-4.9	32.0	27.1	-30.0	-34.6
投资损失	58.2	46.3	-2.0	-2.0	-2.0	P/S	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
少数股东损益	9.3	8.5	14.5	73.8	68.8	EV/EBITDA	12.5	13.3	10.5	7.1	6.6
营运资金的变动	-355.9	-82.7	254.9	-182.9	257.1	CAGR(%)	118.6%	125.5%	-169.3%	118.6%	125.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>303.4</b>	<b>552.5</b>	<b>885.3</b>	<b>695.6</b>	<b>1,087.9</b>	PEG	1.1	1.4	-0.4	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-102.1	202.5	-9.9	-11.5	-8.0	ROIC/WACC	4.1	0.6	0.6	1.4	1.3
融资活动产生现金流量	-279.3	-698.4	-761.4	-700.4	-1,091.4	REP	0.4	2.6	2.4	1.0	1.1

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
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	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

