

新机组投产使业绩持续增长，成长空间较大

皖能电力（000543）2012 年年报点评

推荐（首次）

风险评级：一般风险

2013 年 3 月 25 日

投资要点：

◇ **事件：**皖能电力（000543）公布2012年年报，2012年公司实现营业收入176.45亿元，同比增长48.44%；营业利润3.86亿元，2011年亏损；归属上市公司股东净利润2.84亿元，同比增长1373.79%；实现基本每股收益0.367元。高于预期。

点评：

◇ **装机规模骤升大幅增加收入。**2012年，随着马鞍山两台66万千瓦的机组投产，公司可控装机容量达到427.5万千瓦和255万千瓦，同比分别增长45.7%和31.6%，是继2011年后又一个快速增长的时期。新机组的投产，带来的是发电量的快速增长，2012年公司上网电量增速高达40%，延续了2011年48%的高增长，使得销售收入大幅增加48.4%。

◇ **受益电煤价格下降，盈利能力回升较快。**公司2012年毛利率10.12%，同比大幅上升近10个百分点；净利润率3.72%，同比增长3个百分点。盈利能力有大幅回升。从季度上看，自2012年一季度开始，毛利率已经有明显改善，尤其是三季度，电煤价格下降带来的成本下降开始显现，使得三季度毛利率快速上升至14%，净利润也高达9.2%。由于公司电煤成本占营业成本80%左右，因此业绩受电煤价格影响较大公司业绩的大幅增长最直接的原因就是电煤价格大幅下跌带来的成本快速下降。

◇ **资产逐步注入，成长性优势明显。**公司准备以4.73元/股的底价发行不超过3.58亿股，收购皖能集团持有的电燃公司80%、临涣中利50%及秦山二期2%的股权以及合肥6#机组，资产注入开始步入收获期。并且皖能集团承诺将公司作为其发电类资产整合唯一上市平台，且将分步实施、最终用5年时间将下属符合上市条件的优质发电资产全部注入公司。公司未来成长性突出。

◇ **投资收益进一步增厚业绩。**近几年公司投资收益增长较快，投资收益主要来源于公司参股的阜阳华润电力公司，参股比例40%。另外，公司分别以5%、8.3%和3%的比例参股国元证券、华安证券和马鞍山农商行三家金融公司，回报良好，进一步增厚业绩。

◇ **给予“推荐”评级。**我们预计2013年电煤价格将维持低位，尤其是2013年上半年，公司将继续受益于燃料成本下降，业绩延续高速增长。另外公司的在建和规划机组规模较大，具有较大的潜在成长空间。综合考虑，我们预计公司2013-2014年基本每股收益0.6元和0.73元，对应13-14年PE为12倍和9.9倍，未来估值优势明显，给予“推荐”评级。

◇ **风险提示。**燃煤价格大幅反弹，新机组投产进度延迟。

俞春燕

SAC 执业证书编号：  
S0340511010001

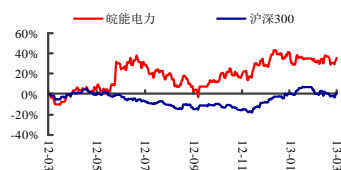
研究助理：饶志

电话：0769-22119416  
邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 03 月 24 日

收盘价(元)	7.14
总市值(亿元)	55.19
总股本(百万股)	773.01
流通股本(百万股)	773.00
ROE(TTM)	7.00%
12月最高价(元)	7.80
12月最低价(元)	4.76

股价走势



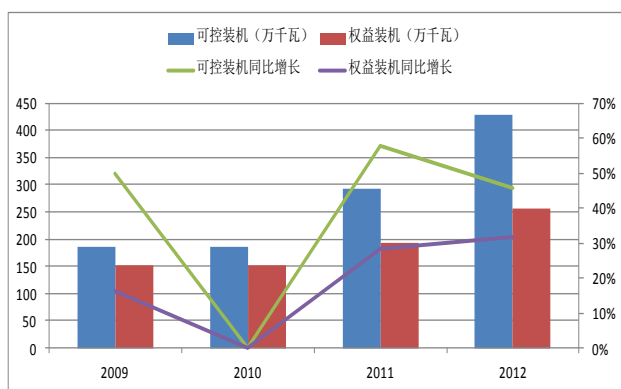
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

## 1. 装机规模骤升大幅增加收入

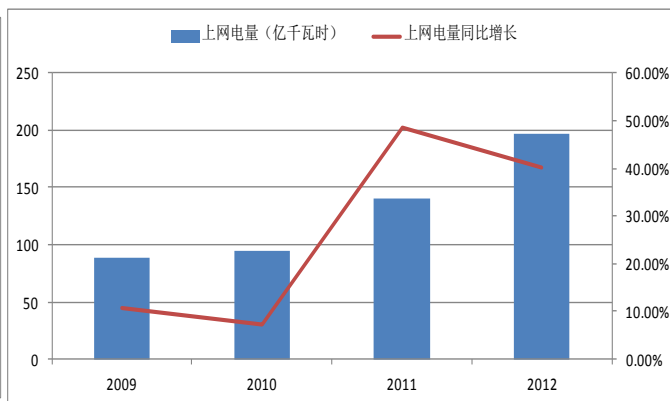
近两年，公司装机规模出现大幅攀升。2012 年，随着马鞍山两台 66 万千瓦的机组投产，公司可控装机容量达到 427.5 万千瓦和 255 万千瓦，同比分别增长 45.7% 和 31.6%，是继 2011 年后又一个快速增长的时期。新机组的投产，带来发电量的快速增长，2012 年公司上网电量增速高达 40%，延续了 2011 年 48% 的高增长，使得销售收入大幅增加 48.4%。然而，公司有大规模在建机组和规划机组作为储备，随着后续机组的相继投产，装机规模仍将维持较高的增速。

图 1：公司可控装机和权益装机及其增速



数据来源：东莞证券研究所，wind

图 2：公司发电量及其增速



数据来源：东莞证券研究所，公司公告

表 1：公司规划和在建的控股参股电厂

电厂	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)	预计投产时间
皖能合肥#6	60	1×60	51%	30.6	2013
铜陵皖能#6	105	1×105	51%	53.55	2014
淮北国安二期	200	2×100	40%	80	2014-2015
利辛板集	200	2×100	45%	90	2014-2015
皖能长丰	200	2×100	60%	120	2015
皖能霍邱	200	2×100	60%	120	
钱营孜煤矸石	70	2×35	50%	35	
阜阳华润二期	120	2×60	40%	48	2014-2015
吉阳核电	200	2×100	49%	98	
芜湖核电	200	2×100	15%	30	
参股电厂合计	520			211	
合计	1555			705.15	

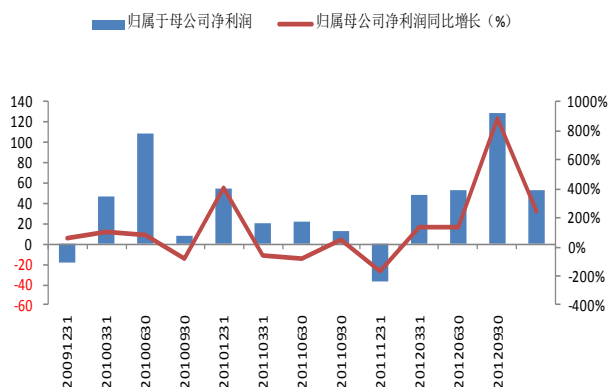
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

## 2. 受益电煤价格下降，盈利能力回升较快

公司 2012 年毛利率 10.12%，同比大幅上升近 10 个百分点；净利润率 3.72%，同比增长 3 个百分点。盈利能力有大幅回升。从季度上看，自 2012 年一季度开始，毛利率已经有明显改善，尤其是三季度，电煤价格下降带来的成本下降开始显现，使得三季度毛利率快速上升至 14%，净利润也高达 9.2%。

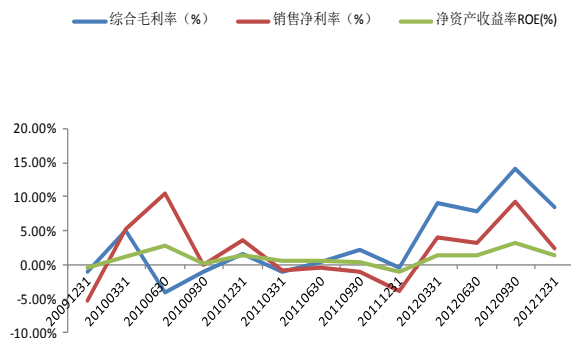
由于公司电煤成本占营业成本 80%左右，因此业绩受电煤价格影响较大。近一年安徽的 5500 大卡、5000 大卡等动力煤价格下跌 15%-20%，甚至近 30%。公司业绩的大幅增长最直接的原因就是电煤价格大幅下跌带来的成本快速下降。

图 3：公司归属于母公司净利润季度比较



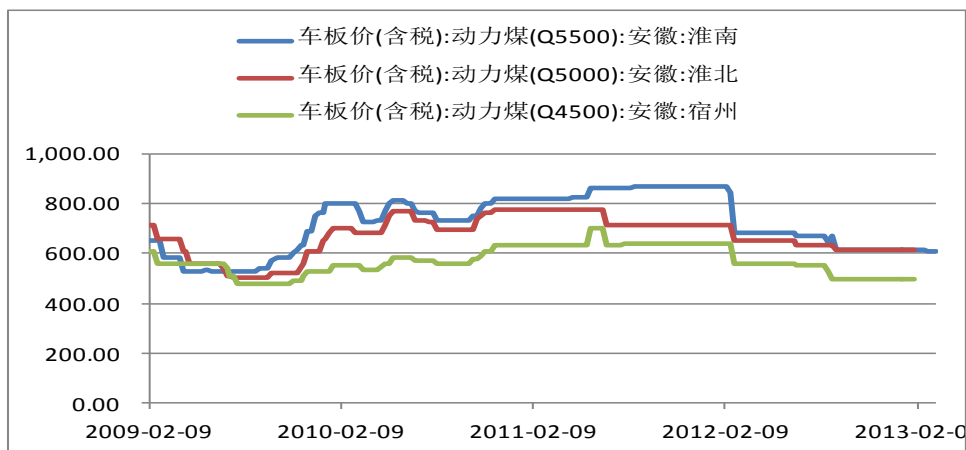
数据来源：东莞证券研究所，wind

图 4：公司盈利能力季度比较



数据来源：东莞证券研究所，wind

图 5：安徽动力煤价格走势



数据来源：东莞证券研究所，wind

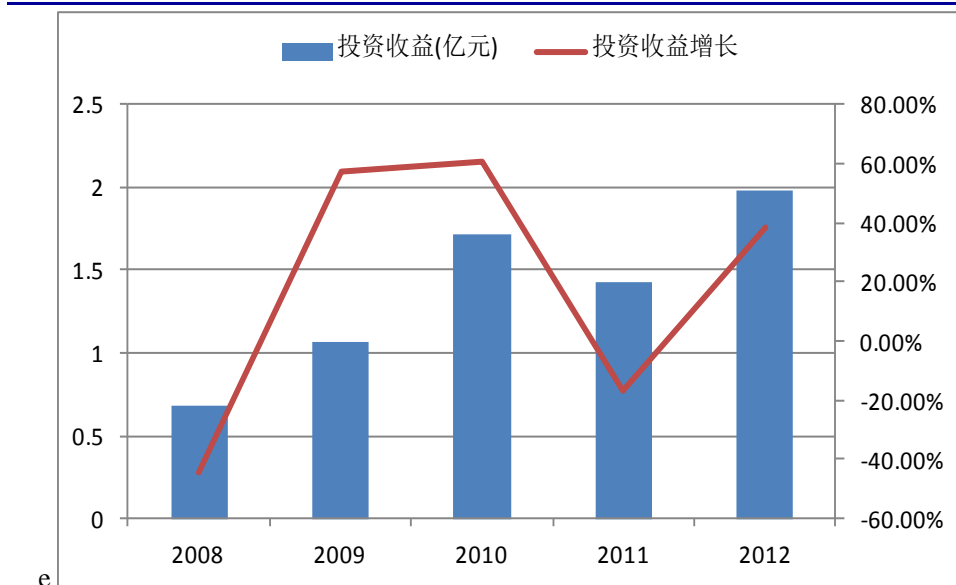
### 3. 资产逐步注入，成长性优势明显

公司准备以 4.73 元/股的底价发行不超过 3.58 亿股，收购皖能集团持有的电燃公司 80%、临涣中利 50% 及秦山二期 2% 的股权以及合肥 6# 机组，资产注入开始步入收获期。并且皖能集团承诺将公司作为其发电类资产整合唯一上市平台，且将分步实施，最终用 5 年时间将下属符合上市条件的优质发电资产全部注入公司。初步预计此次增幅收购完成后，皖能集团剩余非上市权益装机规模为公司的一倍以上，公司未来成长性突出。

### 4. 投资收益进一步增厚业绩

近几年公司投资收益增长较快，在盈利不好的的时期保证了利润。投资收益主要来源于公司参股的阜阳华润电力公司，参股比例 40%。另外，公司分别以 5%、8.3% 和 3% 的比例参股国元证券、华安证券和马鞍山农商行三家金融公司，获取红利，回报良好，进一步增厚业绩。

图 6：公司投资收益及其增速



数据来源：东莞证券研究所，wind

## 5. 给予“推荐”评级

受益 2012 年下半年燃料成本大幅下降、及 2011 年末电价上调翘尾等因素，公司的业绩得到高速的增长，而且高于预期。我们预计 2013 年电煤价格将维持低位，尤其是 2013 年上半年，公司将继续受益于电煤成本下降，业绩延续高增长。另外公司的在建和规划机组规模较大，具有较大的潜在成长空间。综合考虑，我们预计公司 2013-2014 年基本每股收益 0.6 元和 0.73 元，对应 13-14 年 PE 为 12 倍和 9.9 倍，未来估值优势明显，给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

燃煤价格大幅反弹，新机组投产进度延迟。

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	5,150.37	7644.95	9556.19	10416.24
营业总成本	5,425.59	7456.25	8839.83	9541.61
营业成本	5,128.79	6870.92	8285.21	8947.55
营业税金及附加	12.30	12.30	13.38	11.46
销售费用	0	0.23	0.48	0.52
管理费用	21	27.07	28.67	31.25
财务费用	248	534.91	500.62	540.41

资产减值损失	22	10.81	11.47	10.42
<b>其他经营收益</b>	<b>143</b>	<b>197.71</b>	<b>250.00</b>	<b>300.00</b>
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	143	197.71	250.00	300.00
其中 对联营和合营投资收益	93	162.31	165.00	190.00
<b>营业利润</b>	<b>(132)</b>	<b>386.41</b>	<b>966.36</b>	<b>1174.63</b>
加营业外收入	75	8.96	6.00	6.48
减营业外支出	19	2.86	1.90	2.05
<b>利润总额</b>	<b>(76)</b>	<b>392.52</b>	<b>970.46</b>	<b>1179.06</b>
减 所得税	14	16.29	97.05	117.91
<b>净利润</b>	<b>(91)</b>	<b>376.23</b>	<b>873.41</b>	<b>1061.16</b>
减 少数股东损益	<b>(110)</b>	92.15	242.61	294.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>19.27</b>	<b>284.08</b>	<b>630.80</b>	<b>766.39</b>
最新总股本(万股)	<b>773.01</b>	<b>773.01</b>	<b>1053.17</b>	<b>1053.17</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.02</b>	<b>0.37</b>	<b>0.60</b>	<b>0.73</b>
<b>市盈率(倍)</b>	<b>290.06</b>	<b>19.67</b>	<b>12.07</b>	<b>9.94</b>

资料来源：东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn