

分析师：李晶  
执业证书编号：S0050510120015  
Tel：010-59355904  
Email：lijing@chinans.com.cn  
地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)



# 皖能电力(000543.SZ)

## 发电业务扭亏为盈 燃煤成本增长超预期

### 投资要点

● **2012年净利润同比增长1397%，低于预期。**2012年公司实现营业收入76.45亿元，同比增长48.44%，归属于母公司股东的净利润2.84亿元，同比增长1396.61%，每股收益0.3670元。公司拟每10股派发现金红利0.40元(含税)。公司盈利低于预期(我们原预测12年公司每股收益为0.41元)，主要源于4季度煤炭采购结构调整，发电成本环比上升。

● **机组投产、电价上涨、成本下降助力发电主业扭亏为盈。**2012年皖能铜陵5#机组满负荷发电，马鞍山2\*66万千瓦机组投产，使2012年可控装机容量增长46%。12年发电设备利用小时数高于预期，上网电量同比增长40%。11年两次上调上网电价，耗用标煤单价同比下降3%，发电主业扭亏为盈，毛利率达到08年以来最好水平。

● **投资收益同比增长38%。**12年阜阳华润(参股40%)电力实现净利润4.11亿元，同比增长76%，贡献投资收益1.64亿元，同比增加7080万元。公司参股的国元证券、华安证券12年分别获得分红980万元、1600万元，合计2580万元。

● **盈利预测：13-15年EPS为0.59、0.62、0.61元，维持“买入”评级。**13年合肥6#机组、临涣中利项目投产，马鞍山下属机组满负荷发电，将带来增量。假设燃煤成本同比小幅下降或持平，发电设备利用小时数维持相对高位，预计13年净利润同比增长118%。维持“买入”评级，注意煤价上涨风险。

### 公用事业

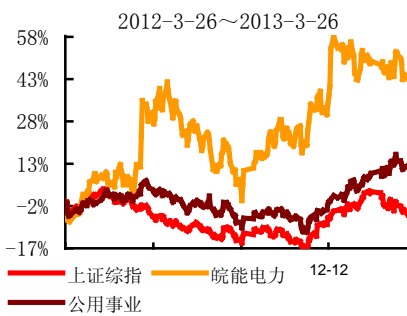
### 投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	8.6

### 市场数据

市价(元)	6.95
上市的流通A股(亿股)	7.73
总股本(亿股)	10.53
52周股价最高最低(元)	7.80/4.76
上证指数/深证成指	2297.67/9226.64
2012年股息率	0.58%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7644.95	8148.06	8726.88	8726.88
增长率(%)	48.43	6.58	7.10	0.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	284.08	620.65	658.22	646.68
增长率(%)	1396.60	118.48	6.05	-1.75
毛利率(%)	10.12	14.03	14.22	14.22
净资产收益率(%)	7.00	13.26	12.77	11.54
EPS(元)	0.37	0.59	0.62	0.61
P/E(倍)	25.65	12.03	11.34	11.55
P/B(倍)	1.84	1.60	1.45	1.33

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

一、2012 年净利润同比增长 1397% 低于市场预期 .....	3
二、机组投产、电价上涨、成本下降助力发电主业扭亏为盈.....	3
（一）2012 年发电业务收入同比增长 50% .....	3
（二）4 季度增加合同电煤采购比例，机组大修，4 季度发电业务盈利低于预期.....	4
（三）铜陵发电、合肥发电公司盈利低于预期 .....	4
三、12 年投资收益同比增长 38% .....	4
四、13 年业绩增长来自原有及定增项目 .....	4
（一）装机容量继续增加 .....	4
（二）动力煤价格低位盘整，利好火电企业 .....	5
五、盈利预测：13-15 年 EPS 为 0.59、0.62、0.61 元，维持“买入”评级.....	5

## 图表目录

图 1：2008-2012 年皖能电力发电业务营收走势 .....	4
图 2：2008-2012 年皖能电力可控装机容量走势 .....	4
表 1：皖能电力 2012 年单季度盈利（单位：亿元） .....	3
附录：财务预测表 .....	6

## 一、2012 年净利润同比增长 1397% 低于市场预期

2012 年公司实现营收 76.45 亿元，同比增长 48.44%，归属于母公司股东的净利润 2.84 亿元，同比增长 1396.61%，每股收益 0.3670 元，净资产收益率 7.42%，同比增加 6.91 个百分点。公司拟每 10 股派发现金红利 0.40 元（含税）。公司盈利低于预期（我们原预测 12 年公司每股收益为 0.41 元）。

2012 年公司发电主业开始盈利，主要来自控股装机容量增加、电价上调、燃煤成本的下降。其中的主要原因。

分季度来看，第 4 季度盈利能力环比下滑，主要原因是 4 季度部分机组检修，且煤炭采购结构发生调整，增加合同电煤的采购比例，使得燃煤成本环比上升，使 12 年业绩低于预期。

表 1：皖能电力 2012 年单季度盈利（单位：亿元）

	2012-Q1	2012-Q2	2012-Q3	2012-Q4
营收	15.69	16.33	22.64	21.78
成本	14.27	15.03	19.46	19.94
毛利	1.41	1.30	3.19	1.84
净利	0.4842	0.5326	1.2912	0.5328
EPS	0.0626	0.0689	0.1670	0.0689
毛利率	9.02	7.96	14.07	8.45
期间费率	6.36	7.90	6.81	8.22
净利率	4.00	3.15	9.18	2.48
ROE	1.3208	1.4009	3.2702	1.3148

资料来源：公司公告 民族证券

## 二、机组投产、电价上涨、成本下降助力发电主业扭亏为盈

### （一）2012 年发电业务收入同比增长 50%

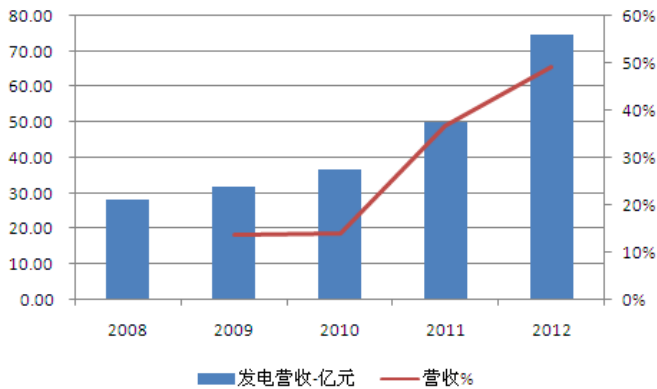
**2012 年可控装机容量增长 46%**。2012 年皖能铜陵（51%）5#机组满负荷发电（2011 年 5 月初投产，11 年贡献半年装机容量），马鞍山发电公司（51%）2\*66 万千瓦机组分别于 2012 年 3 月、6 月投产，新增可控装机容量 132 万千瓦。12 年公司可控装机容量为 428 万千瓦，同比增长 46%。

**2012 年上网电量为 197 亿千瓦时，同比增长 39.7%**。2012 年公司上网电量为 197 亿千瓦时，同比增长 56 亿千瓦时或 40%。经测算，发电设备利用小时数约 5358 小时，明显高于预期（原预期 5000 小时）。虽然 4 季度淮北国安电厂和合肥电厂下属 4 台机组、铜陵电厂 2 台机组及铜陵电厂下属 2 台机组大修，机组容量及发电小时数仍增加，上网电量同比大增。

**2012 年电价上调**。2011 年 6 月 1 日、12 月 1 日发改委分别上调电价上网电价 0.02 元/千瓦时、0.018 元/千瓦时，提升 2012 年公司综合上网电价同比上涨约 8%。

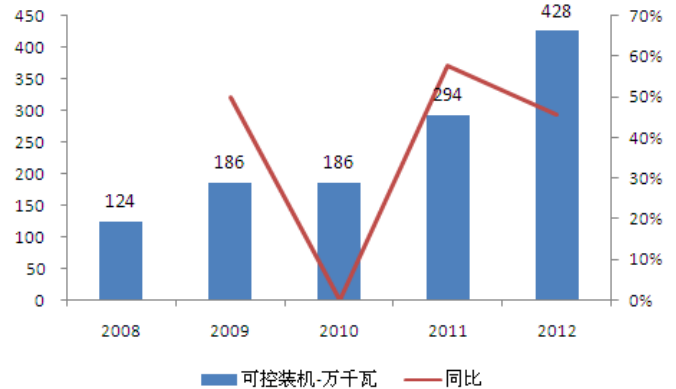
**2012 年发电业务营收同比增长 50%**。上网电量、上网电价均增长，是 12 年发电主业营收增长的主因。12 年公司发电主业实现营收 74.8 亿元，同比增加 24.7 亿元或 50%。

图 1：2008-2012 年皖能电力发电业务营收走势



资料来源：wind，民族证券

图 2：2008-2012 年皖能电力可控装机容量走势



资料来源：wind，民族证券

## （二）4 季度增加合同电煤采购比例，机组大修，4 季度发电业务盈利低于预期

12 年淮南地区动力煤价格大跌，5500 大卡动力煤车板价年底价格为 670 元/吨，较年初下跌 200 元或 23%，12 年均价同比下跌 17%。12 年公司发电耗用标煤单价为 878 元/吨，同比下降 3%，为发电业务盈利提供保证，但降幅低于安徽省动力煤价格降幅，主要原因是 4 季度公司为加强与上游煤炭企业的长期战略合作关系，增加了合同电煤的采购比例。由于安徽省合同电煤与市场煤价格倒挂，合同电煤价格高于市场煤，因此燃煤成本环比 3 季度上涨，4 季度营业成本环比增长 2.5%，导致 12 年综合发电成本高于预期。

12 年 4 季度淮北国安公司 1#2#机组、铜陵公司 3#4#机组、合肥发电公司 5#6#机组安排大修，影响 4 季度发电量、营收和净利。4 季度发电业务营收环比下降 3.8%，毛利环比下降 42%，单季度毛利率仅为 8.45%，环比下降 5.6 个百分点，单季度净利率仅为 2.5%，环比下降 6.7 个百分点。

12 年发电业务毛利为 6.53 亿元，11 年同期为亏损 4900 万元，发电主业自 2010 年以来连续亏损 2 年，12 年扭亏为盈，发电主业毛利率为 8.73%，达到 2008 年以来最高水平。

## （三）铜陵发电、合肥发电公司盈利低于预期

12 年铜陵公司（持股 51%）实现净利润 0.68 亿元，低于预期，合肥发电（持股 51%）亏损 4328 万元，均大幅低于预期，与 4 季度发电机组检修及原煤采购成本环比上升有关。

## 三、12 年投资收益同比增长 38%

2012 年公司获得投资净收益 1.98 亿元，同比增长 38%。其中，联合合营企业贡献投资收益 1.62 亿元，同比增长 74%。2012 年阜阳华润（参股 40%）电力实现净利润 4.11 亿元，同比增长 76%，贡献投资收益 1.64 亿元，同比增加 7080 万元。公司参股的国元证券（5.01%）、华安证券（8.32%）12 年分别获得分红 980 万元、1600 万元，合计 2580 万元，同比下降 2369 万元或 48%。

## 四、13 年业绩增长来自原有及定增项目

### （一）装机容量继续增加

13 年 3 月份公司成功增发 2.8 亿股，募集资金 16.6 亿元。随着资金的到位，新项目建设及收购进度将加快。

13年上半年合肥6#机组60万千瓦预计投产，同时马鞍山2\*66万千瓦机组将满负荷发电，定增项目临涣中利（50%）煤矸石发电项目60万千瓦机组及秦山核电二期预计13年上半年贡献投资收益。我们预计13年公司可控装机容量将达到487.5万千瓦，同比增加60万千瓦或14%，权益装机容量将达到325万千瓦，同比增长25%。

14年合肥6#机组满负荷发电，带动发电量提升，临涣中利投资收益增加。

15年底预计利辛板集煤电一体化项目投产，贡献投资收益。

## （二）动力煤价格低位盘整，利好火电企业

收购大股东旗下电燃公司80%股权后，13年将发挥统一煤炭采购、降发电成本的作用。

当前环渤海动力煤价格连续14周下跌，动力煤市场价格低位徘徊，13年动力煤价格上涨空间有限，利好火电企业燃煤成本的下降。

目前电厂煤炭库存充足，具有较强的市场话语权；进口持续冲击国内市场，加剧煤炭供大于求的压力；北方海进江煤炭将持续增加，有利于降低沿江电厂煤炭采购成本。

公司发电机组结构持续优化，大容量机组占比增加，有利于降低综合发电煤耗，提高整体盈利能力。

## 五、盈利预测：13-15年EPS为0.59、0.62、0.61元，维持“买入”

### 评级

假设2013-2015年供电煤耗持续下降，标煤单价同比增长-2%、1%、1%，发电设备利用小时数均为5300小时，上网电量同比增长7%、7%、0%，预测2013-2015年摊薄EPS为0.58、0.61、0.60元/股，对应13年动态PE为12倍，与行业均值持平。看好公司发电机组的持续投产及发电成本下跌带来的盈利确定增长，维持“买入”评级。目标价8.6元。催化剂因素：安徽省动力煤价格下跌、新机组投产。注意煤价上涨风险。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014	2015
<b>流动资产</b>	<b>1,681</b>	<b>2,810</b>	<b>2,963</b>	<b>1,496</b>
现金	500	70	30	-1,435
应收账款	933	982	1,052	1,052
其它应收款	28	737	789	789
预付账款	63	268	287	287
存货	157	753	806	803
其他	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>15,557</b>	<b>16,443</b>	<b>17,135</b>	<b>17,324</b>
长期投资	1,067	1,205	1,343	1,481
固定资产	1,101	1,152	1,203	1,254
无形资产	13,354	14,054	14,554	14,554
其他	35	33	35	35
<b>资产总计</b>	<b>17,238</b>	<b>19,253</b>	<b>20,098</b>	<b>18,820</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,290</b>	<b>5,549</b>	<b>5,717</b>	<b>3,843</b>
短期借款	1,960	2,000	2,000	2,000
应付账款	1,752	1,226	1,312	1,307
其他	-116	-244	-262	-262
<b>非流动负债</b>	<b>7,264</b>	<b>7,278</b>	<b>7,347</b>	<b>7,347</b>
长期借款	6,494	6,300	6,300	6,300
其他	481	652	698	698
<b>负债合计</b>	<b>11,554</b>	<b>12,827</b>	<b>13,064</b>	<b>11,190</b>
少数股东权益	1,624	1,745	1,881	2,028
股本	773	1,053	1,053	1,053
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	4,060	4,681	5,153	5,602
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,238</b>	<b>19,253</b>	<b>20,098</b>	<b>18,820</b>
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2012	2013	2014	2015
<b>经营活动现金流</b>	<b>-139</b>	<b>-157</b>	<b>1,740</b>	<b>1,822</b>
净利润	376	742	794	794
折旧摊销	0	614	646	669
财务费用	93	570	611	611
投资损失	-198	-248	-249	-249
营运资金变动	-301	-1,879	-88	-8
其它	41	44	25	4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-340</b>	<b>-1,255</b>	<b>-1,087</b>	<b>-610</b>
资本支出	-117	-1,314	-1,146	-669
长期投资				
其他	-223	59	59	59
<b>筹资活动现金流</b>	<b>329</b>	<b>982</b>	<b>-693</b>	<b>-2,676</b>
短期借款	202	1,553	104	-1,868
长期借款	137	0	0	0
普通股增加	-15	0	-186	-197
资本公积增加	98	0	0	0
其他	-93	-570	-611	-611
<b>现金净增加额</b>	<b>-149</b>	<b>-430</b>	<b>-41</b>	<b>-1,464</b>

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014	2015
<b>营业收入</b>	<b>7,645</b>	<b>8,148</b>	<b>8,727</b>	<b>8,727</b>
营业成本	6,871	7,005	7,486	7,486
营业税金及附加	12	11	12	12
销售费用	0	0	0	0
管理费用	27	24	26	26
财务费用	535	570	611	611
资产减值损失	11	4	4	4
投资收益	198	248	249	249
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>7,257</b>	<b>7,786</b>	<b>8,322</b>	<b>8,322</b>
营业外收支	6	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>393</b>	<b>781</b>	<b>836</b>	<b>836</b>
所得税费用	16	39	42	42
<b>净利润</b>	<b>376</b>	<b>742</b>	<b>794</b>	<b>794</b>
少数股东损益	92	121	136	147
<b>母公司所有者净利润</b>	<b>284</b>	<b>621</b>	<b>658</b>	<b>647</b>
EBITDA	1,321	1,721	1,849	1,872
<b>每股收益</b>	<b>0.37</b>	<b>0.59</b>	<b>0.62</b>	<b>0.61</b>

**主要财务比率**

	2012	2013	2014	2015
<b>成长能力</b>				
营业收入	48.43%	6.58%	7.10%	0.00%
营业利润	45.24%	7.28%	6.88%	0.00%
归属母公司净利润	1374.39%	118.48%	6.05%	-1.75%
<b>获利能力</b>				
毛利率	10.12%	14.03%	14.22%	14.22%
净利率	3.72%	7.62%	7.54%	7.41%
ROE	7.00%	13.26%	12.77%	11.54%
ROIC	4.60%	5.96%	6.22%	6.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.02%	66.62%	65.00%	59.46%
净负债比率				
流动比率	0.39	0.51	0.52	0.39
速动比率	0.36	0.37	0.38	0.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.44	0.42	0.43	0.46
应收帐款周转率	8.19	8.30	8.30	8.30
应付帐款周转率	43.83	9.30	9.29	9.32
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.37	0.59	0.62	0.61
每股经营现金	-0.18	-0.15	1.65	1.73
每股净资产	5.25	4.44	4.89	5.32
<b>估值比率</b>				
P/E	19	12	11	12
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6	4	4	4

## 分析师简介

李晶，具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

## 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](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。