

# 皖能电力 (000543.SZ) 火电行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

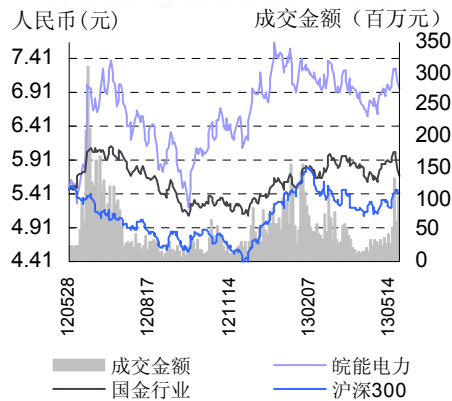
市价(人民币): 6.98元  
目标(人民币): 9.00-10.00元

## 成长性确定、被低估, 平台地位显著

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	773.01
总市值(百万元)	73.51
年内股价最高最低(元)	7.65/5.20
沪深 300 指数	2599.59
深证成指	9260.63



### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.025	0.367	0.653	0.785	0.959
每股净资产(元)	4.63	5.25	6.08	6.86	7.80
每股经营性现金流(元)	0.25	1.91	1.73	1.95	1.95
市盈率(倍)	202.60	20.82	11.15	9.28	7.59
行业优化市盈率(倍)	20.82	20.39	21.38	21.38	21.38
净利润增长率(%)	-91.19%	1374.39%	142.14%	20.16%	22.16%
净资产收益率(%)	0.54%	7.00%	10.74%	11.45%	12.28%
总股本(百万股)	773.01	773.01	1,053.17	1,053.17	1,053.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **盈利性回升, 成长性确定:** 公司所处的安徽电力市场长期受到当地高煤价、低电价的影响, 成为国内火电亏损面较大的地区, 加上公司之前经营管理水平与同类优质火电企业相比尚存在差距, 因此下属电厂历史盈利性较差。
  - **盈利性回升:** 目前在下游需求疲弱不振、煤价持续下行的背景下, 我们认为公司所处安徽市场区位优势明显, 下属电厂利用小时高, 加上公司成本(煤价)控制力的提升, 盈利性也将逐渐修复至合理水平。
  - **成长性确定:** 目前皖能电力除现有正在运营的电力装机外, 仍拥有大量在建及筹建项目, 未来伴随在建电站的陆续投产以及筹建项目的逐渐开工, 我们认为将对公司未来确定性的成长带来良好支撑。
- **资源整合平台地位显著, 长期成长可期:** 公司控股股东皖能集团已经承诺, 将皖能电力作为旗下发电类资产整合的唯一上市平台和资本运作平台, 并且承诺对于目前尚不具备注入条件的资产及权益, 拟分步实施最终用 5 年时间将下属符合上市条件的优质发电类资产全部注入皖能电力; 因此我们认为长期看, 集团注入预期强, 而公司的长期成长性将得到保障。

### 盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.653 元、0.785 元和 0.959 元, 同比增速分别为 142.14%、20.16%和 22.16%。
- 由于我们认为公司可供出售金融资产压制了核心业务的 ROE 水平, 因此我们将其分拆估值, 从分拆估值的角度看, 国元证券我们按照账面价值的 1 倍 PB 测算归属皖能的市值; 除去国元证券部分我们认为 13 年及以后其 ROE 回升至 10%以上并稳定是大概率事件, 因此保守给予该资产 1.8 倍 PB 测算。
- 综合国元证券市值以及公司核心业务市值水平, 我们给予公司目标市值 95.95 亿元, 按照增发后 10.53 亿股本测算, 对应目标价格 9.11 元。
- 公司目前价格 6.93 元, 价值明显被低估, 我们给予买入评级, 目标价 9.11 元, 目前价格向上存在 30%以上空间。

### 风险提示

- 安徽省利用小时下滑、煤价上涨的风险。

郭煜

联系人  
(8621)61038200  
wuyu@gjzq.com.cn

刘刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030001  
(8621)61038258  
liugang@gjzq.com.cn

## 内容目录

立足于安徽的电力能源投资公司 .....	4
盈利性回升，成长性确定 .....	5
盈利性回升：区位优势明显，成本控制力强 .....	5
成长性确定：大机组陆续投产带来确定性成长 .....	8
资源整合平台地位显著，长期成长可期 .....	9
大股东皖能集团实力不可小觑 .....	9
资产注入预期强，长期成长可期 .....	10
盈利预测和投资建议 .....	11
盈利预测和假设 .....	11
投资建议：价值被明显低估，价值回归带来 30%以上空间 .....	12
附录：三张报表预测摘要 .....	14

## 图表目录

图表 1：皖能电力历年控股装机容量变化 .....	4
图表 2：皖能电力历年营业收入和毛利情况 .....	4
图表 3：皖能电力股权结构图 .....	4
图表 4：公司目前下属投运、在建及规划装机情况 .....	5
图表 5：安徽省上网电价较全国水平明显偏低 .....	5
图表 6：皖能电力标煤单价较同类企业相比明显偏高 .....	5
图表 7：皖能电力盈利指标较全国水平明显偏低 .....	6
图表 8：皖能电力下属控股电厂历史盈利性较差 .....	6
图表 9：安徽省 GDP 和工业增加值增速 .....	7
图表 10：安徽省三大产业结构 .....	7
图表 11：安徽省“十二五”电力需求测算 .....	7
图表 12：安徽省和公司控股机组利用小时明显高于全国水平 .....	7
图表 13：秦皇岛 5500 大卡动力煤价格 .....	8
图表 14：淮南/淮北 5000 大卡动力煤车板价 .....	8
图表 15：“海进江”模式将制约安徽省当地煤价的上涨 .....	8
图表 16：公司未来装机稳定增长，成长性确定（按照权益装机测算） .....	9
图表 17：皖能集团历年天然气销售量及增速 .....	9
图表 18：皖能集团历年发电量及增速 .....	9
图表 19：皖能集团 2012Q3 主营业务收入占比 .....	10
图表 20：皖能集团 2012Q3 主营业务毛利占比 .....	10
图表 21：皖能集团历年营业收入情况 .....	10
图表 22：皖能集团历年毛利情况 .....	10

图表 23: 集团注入预期强, 皖能电力长期成长可期.....	11
图表 24: 扣除国元证券后公司的 ROE 水平.....	12
图表 25: 2012 年公司下属参控股电厂 ROE 情况.....	13

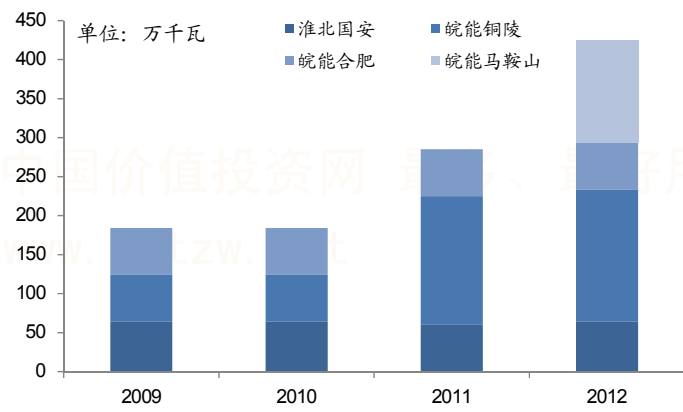
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

### 立足于安徽的电力能源投资公司

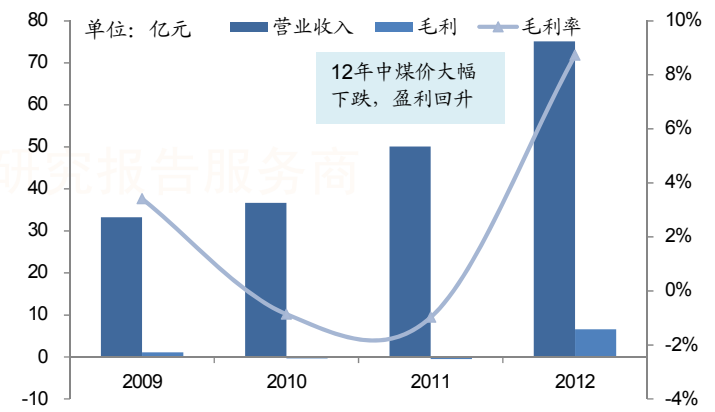
- 公司目前主要从事投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目，下属发电机组均位于安徽省内，所生产的电力产品主要用于满足安徽省的用电需求；皖能集团为公司的控股股东，安徽省国资委为实际控制人。
- 公司是安徽省主要发电企业之一，伴随安徽省经济的快速发展以及近两年公司抓住上大压下的政策机遇，业务规模快速发展，大容量装机比例快速提升，在安徽省的市场份额也呈上升趋势。

图表1: 皖能电力历年控股装机容量变化



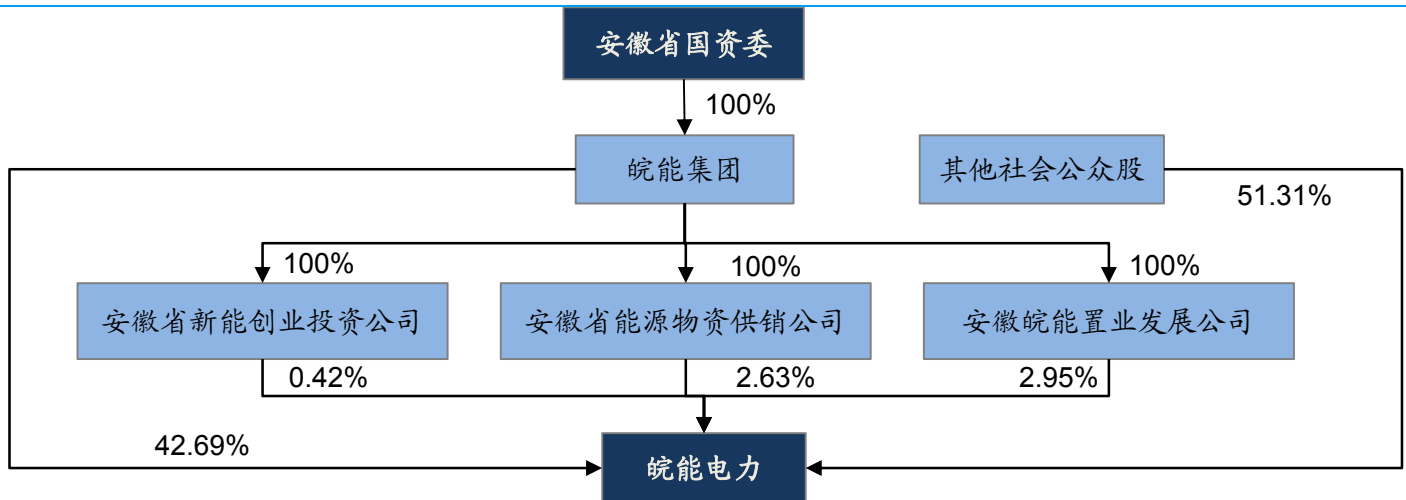
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 皖能电力历年营业收入和毛利情况



- 13年公司已经完成定向增发，增发后安徽省国资委下属皖能集团通过直接或间接的方式持有公司48.69%的股权，为公司实际控制人，公司的定位仍为皖能集团旗下专业电力资产上市和资本运作平台。

图表3: 皖能电力股权结构图



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 目前公司下属发电机组均位于安徽省内，所生产的电力产品主要用于满足安徽省的用电需求，伴随增发的完成，公司又新增大容量装机、煤矸石发电机组以及参股核电，电源结构不断丰富。
- 截至2012年底，公司控股装机容量达到427.5万千瓦，其中60万千瓦及以上容量机组约占69.47%，此外公司参股40%的阜阳华润拥有2台64万千瓦火电机组。
- 增发完成后，公司又新增控股在建1台60万千瓦机组，参股2台30万千瓦煤矸石CFB机组以及秦山二期2%股权，电源结构更加丰富。

- 公司除已经投运以及正在建设的装机外，还有大量装机在前期工作和规划中，未来潜在的装机成长空间大。

图表4: 公司目前下属投运、在建及规划装机情况

电厂名称	所处地区	发电类型	权益比例	装机容量 (万千瓦)	装机明细 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	投运时间
淮北国安	安徽	火电	40%	64	2×32	26	2000
皖能铜陵#3-#5	安徽	火电	51%	169	2×32+105	86	#3-#4:06;#5:11
皖能合肥#5	安徽	火电	51%	60	1×60	31	#5:09
皖能马鞍山	安徽	火电	51%	132	2×66	67	#1:12M3;#2:12M6
阜阳华润一期	安徽	火电	40%	128	2×64	51	2006
临涣一期	安徽	火电	50%	60	2×30	30	已投运
<b>已投运合计</b>				<b>613</b>		<b>291</b>	
皖能合肥#6	安徽	火电	51%	60	1×60	31	2013年中
临涣二期	安徽	火电	49%	66	2×33	32	2013年中
利辛板集	安徽	火电	45%	200	2×100	90	2015年初
皖能铜陵#2	安徽	火电	51%	100	1×100	51	2015年
<b>2013-2015年投运合计</b>				<b>360</b>		<b>172</b>	

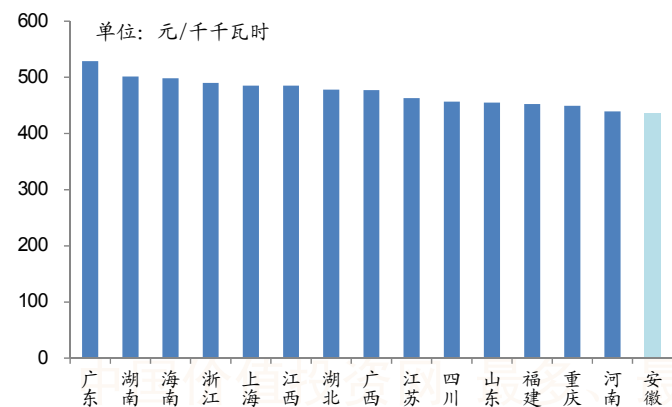
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 盈利性回升, 成长性确定

### 盈利性回升: 区位优势明显, 成本控制力强

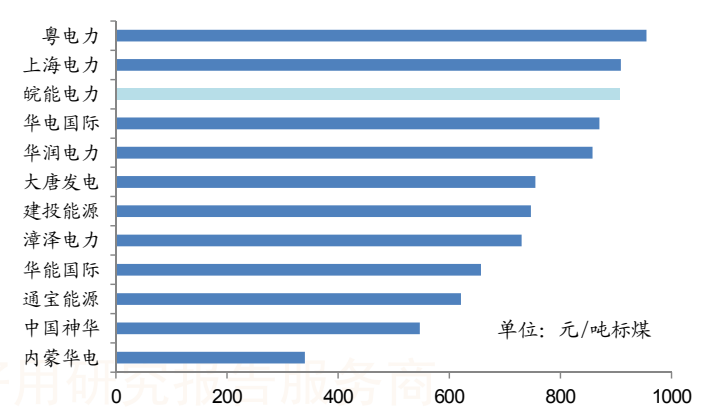
- 公司所处的安徽电力市场长期受到当地高煤价、低电价的影响, 成为国内火电亏损面较大的地区, 加上公司之前经营管理水平与同类优质火电企业相比尚存在差距, 因此下属电厂历史盈利性较差。
  - 与其他省份相比, 安徽省标杆上网电价明显偏低, 压制了其下属电厂的盈利能力。
  - 公司目前发电所需的煤炭主要来自省内的淮南矿业, 淮北矿业, 国投新集和皖北煤电四大煤炭集团, 到厂煤价较同类火电企业相比明显偏高。

图表5: 安徽省上网电价较全国水平明显偏低

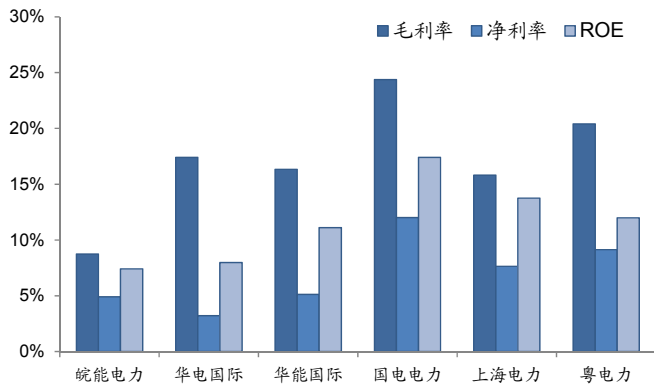


来源: 中电联, 国金证券研究所

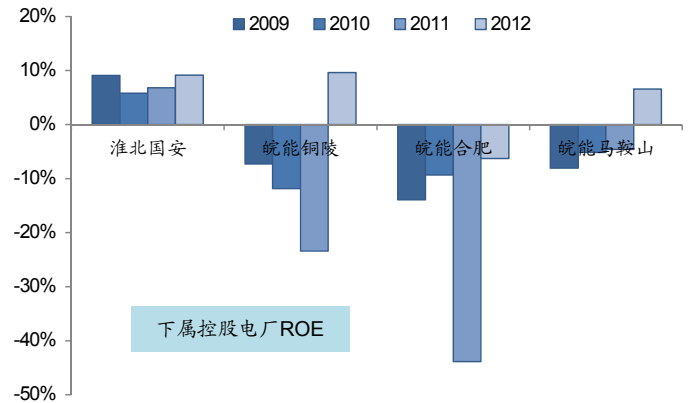
图表6: 皖能电力标煤单价较同类企业相比明显偏高



图表7: 皖能电力盈利指标较全国水平明显偏低



图表8: 皖能电力下属控股电厂历史盈利性较差



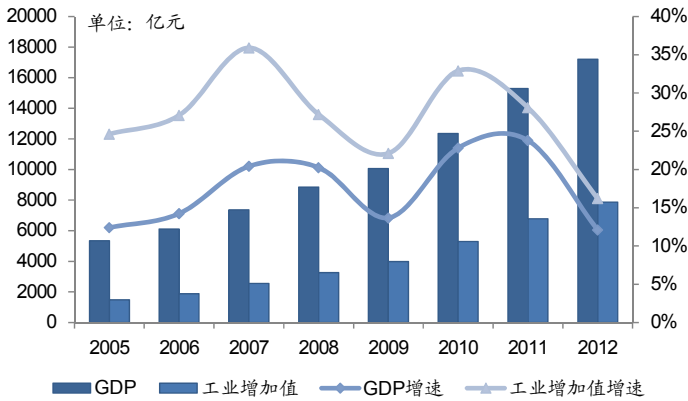
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 目前在下游需求疲弱不振、煤价持续下行的背景下, 我们认为公司所处安徽市场区位优势明显, 下属电厂利用小时高, 加上公司成本(煤价)控制力的提升, 盈利性也将逐渐修复至合理水平。
- **区位优势强:** 公司覆盖的安徽地区伴随经济的发展和工业规模的加大, 多年平均 GDP 和工业增加值增速分别保持在 13%和 18%以上, 区位优势逐渐体现, 并且当地水电出力少, 因此火电利用小时能够保持较高水平。
  - 1) “十一五”期间, 安徽省经济快速增长, 在以工业为主导的经济导向下, 地方生产总值年均保持在 13%以上增速, 工业增加值年均保持在 18%以上。
  - 2) 根据安徽省“十二五”规划, “十二五”期间当地经济仍将保持较快增长, GDP 增速保持年均 10%以上, 由此我们测算未来安徽省用电量增速仍将保持年均 10%左右的增长。

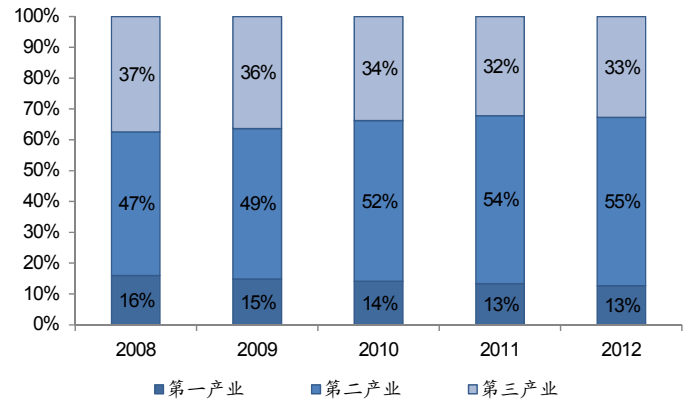
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



图表9: 安徽省 GDP 和工业增加值增速



图表10: 安徽省三大产业结构



来源: 安徽省国民经济和社会发展统计公报, 国金证券研究所

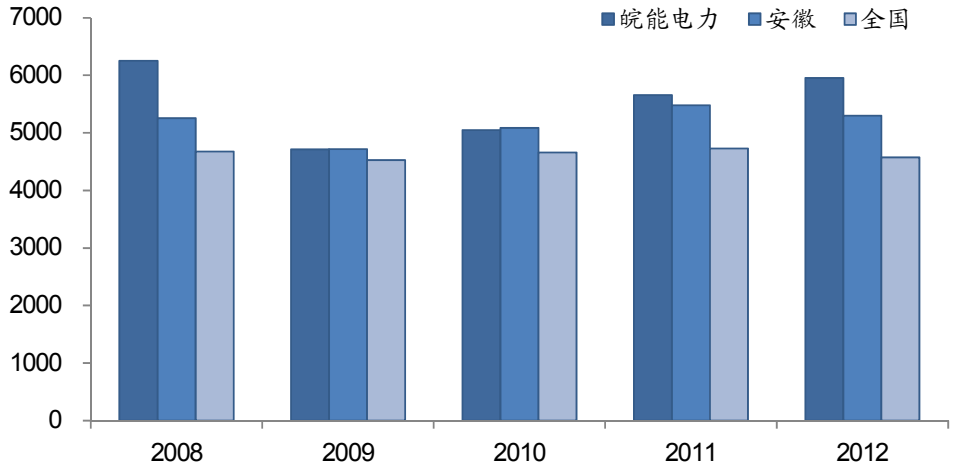
图表11: 安徽省“十二五”电力需求测算

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
GDP增长率	20.42%	20.25%	13.68%	22.82%	23.80%	12.49%	10.00%	10.00%	10.00%
电力需求弹性系数	0.73	0.60	0.81	0.59	0.55	0.94	0.95	0.95	0.95
安徽省用电量 (亿千瓦时)	762.00	854.00	949.00	1076.00	1218.00	1361.10	1490.41	1631.99	1787.03
安徽省用电量增速	14.93%	12.07%	11.12%	13.38%	13.20%	11.75%	9.50%	9.50%	9.50%

来源: 安徽省国民经济和社会发展统计公报, 国金证券研究所

- **利用小时高:** 由于安徽省区位优势明显, 加上公司下属电厂多处于负荷中心, 因此历年均保持较高的利用小时, 比较优势明显。

图表12: 安徽省和公司控股机组利用小时明显高于全国水平

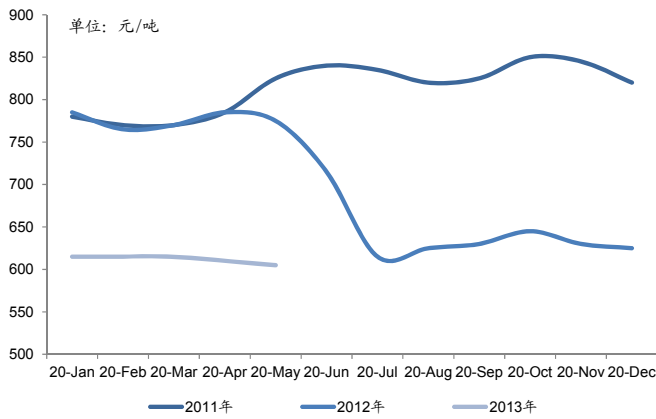


来源: 国金证券研究所注: 皖能电力利用小时根据发电量以及装机容量测算

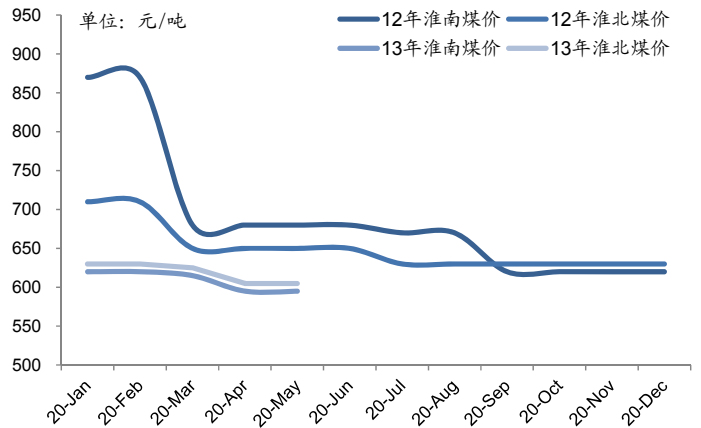
- **成本控制力提升:** 高煤价时代已经逐渐过去, 并且伴随“海煤进江”的制约, 不支持安徽本地煤炭价格继续保持高位, 因此我们认为公司未来的成本控制力会显著提升。
  - 1) 公司目前采购煤炭的来源是省内重点合同煤以及神华、中煤等企业的长协煤, 伴随国内煤炭价格的大幅回落, 公司煤炭采购价格有望出现显著下降。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表13: 秦皇岛 5500 大卡动力煤价格



图表14: 淮南/淮北 5000 大卡动力煤车板价



来源: 国金证券研究所

2) 受到“海进江”煤炭价格的制约, 我们认为安徽本地煤炭价格未来也很难出现反弹, 对公司的煤炭成本控制形成了良好的保障; 注: “海进江”是指煤炭从大秦线运抵秦皇岛港后, 经海运到江苏江阴或者南通等港口换船, 再逆长江而上, 转运至沿江各港口; 自 2012 年经济不振导致港口煤价和海运费大幅下跌以来, 之前较贵的下水煤价格已持续低于安徽省内煤价, 并有效降低沿江电厂的采煤成本。

图表15: “海进江”模式将制约安徽省当地煤价的上涨

淮北5000大卡车板价 605元/吨	+	至铜陵铁路运费 55.3元/吨	+	站台/装卸费用 15元/吨	=	到厂价 675元/吨
						↑ 价差42元/吨
秦皇岛5000大卡煤价 535元/吨	+	至铜陵海路运费 75元/吨	+	站台/装卸费用 23元/吨	=	到厂价 633元/吨
淮北5000大卡车板价 605元/吨	+	至马鞍山铁路运费 44.4元/吨	+	站台/装卸费用 15元/吨	=	到厂价 664元/吨
						↑ 价差36元/吨
秦皇岛5000大卡煤价 535元/吨	+	至马鞍山海路运费 70元/吨	+	站台/装卸费用 23元/吨	=	到厂价 628元/吨

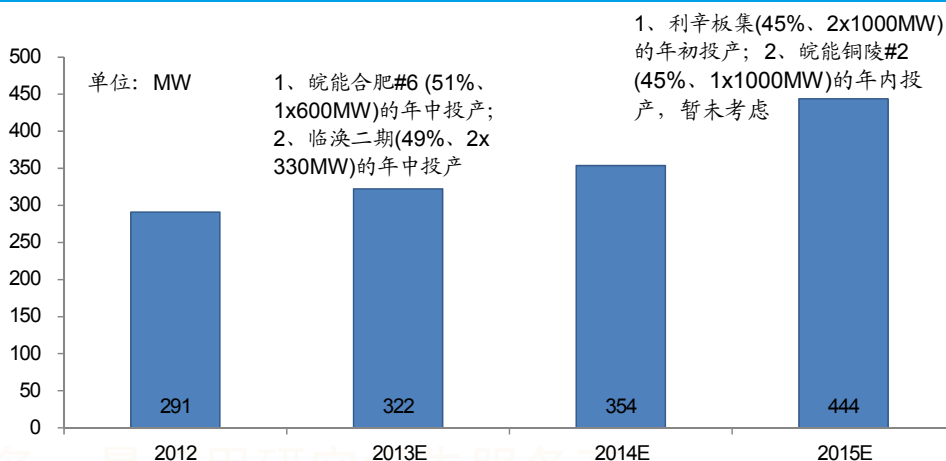
来源: 国金证券研究所

成长性确定: 大机组陆续投产带来确定性成长

- 目前皖能电力除现有正在运营的电力装机外, 仍拥有大量在建及筹建项目, 未来伴随在建电站的陆续投产以及筹建项目的逐渐开工, 我们认为将对公司未来确定性的成长带来良好支撑。
  - 2013 年的增长来自于皖能合肥#6(1x600MW)的年中投产以及临涣二期(2x330MW)的年中投产。
  - 2014 年的增长来自于皖能合肥#6 和临涣二期机组的全年投运。
  - 2015 年的增长来自于利辛板集(2x1000MW)的年初投产以及皖能铜陵#2(1x1000MW)的年内投产。



图表16: 公司未来装机稳定增长, 成长性确定 (按照权益装机测算)



来源: 国金证券研究所

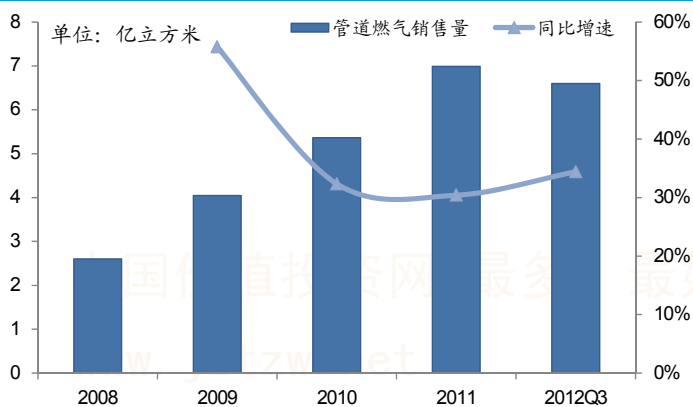
### 资源整合平台地位显著, 长期成长可期

#### 大股东皖能集团实力不可小觑

■ 皖能集团是安徽省国有独资企业, 是安徽省在能源领域领域重要的投融资平台, 经过多年的产业布局, 已经形成以电力、天然气管输为主业, 包括新能源开发、煤炭供销等产业的大型企业集团。

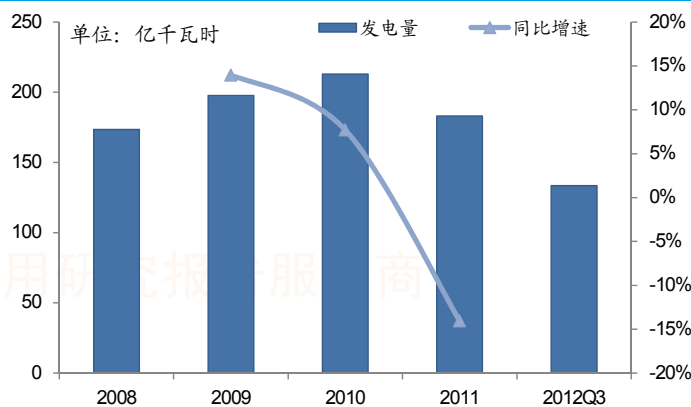
- 电力业务: 截至 2012 年三季度, 集团可控装机容量达 487.5 万千瓦, 约占全省总装机容量的 21.76%, 是安徽省最大的省属发电企业。
- 天然气业务: 集团代表安徽省向中石油 (西气东输) 和中石化 (川气东送) 管线购买天然气, 通过省内城际支线向城市管网和大用户销售天然气, 在省内具有区域专营地位。
  - 1) 截至 2012 年三季度, 集团已建成城际支线 780 公里, 供气范围覆盖蚌埠、淮南、合肥等 15 个地区。
  - 2) 随着下游需求的快速增长, 公司 2011 年实现天然气输销售量 6.99 亿立方米、同比增长 30.41%, 2012 年前三季度实现输售气量 6.60 亿立方米, 同比增长 34.42%。

图表17: 皖能集团历年天然气销售量及增速



来源: 皖能集团债券募集书, 国金证券研究所

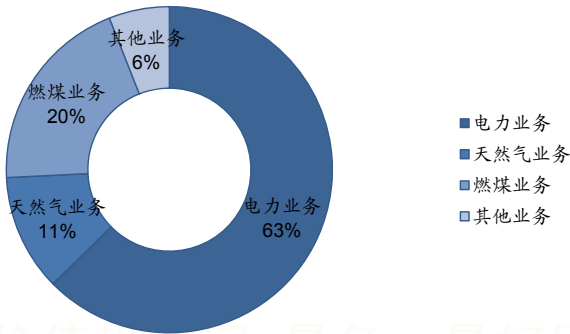
图表18: 皖能集团历年发电量及增速



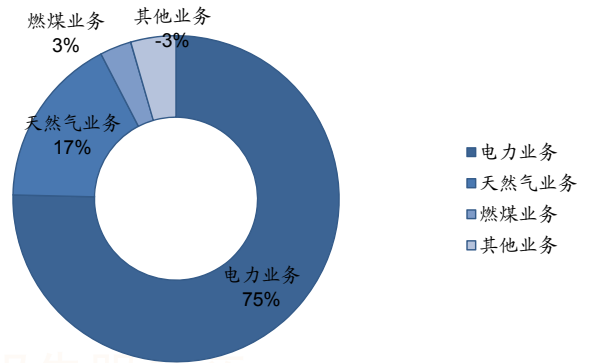
- 燃煤业务: 集团的燃煤业务主要来自电燃公司, 在保障公司系统电煤供应同时, 还向系统外销售, 增发完成后, 集团持有的电燃公司 80%

股权已经进入上市公司，未来将继续完善公司的采购渠道，以有效降低发电企业的燃料成本。

图表19: 皖能集团 2012Q3 主营业务收入占比

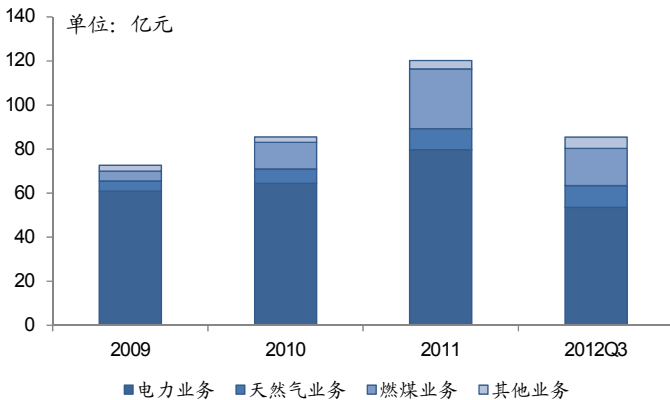


图表20: 皖能集团 2012Q3 主营业务毛利占比

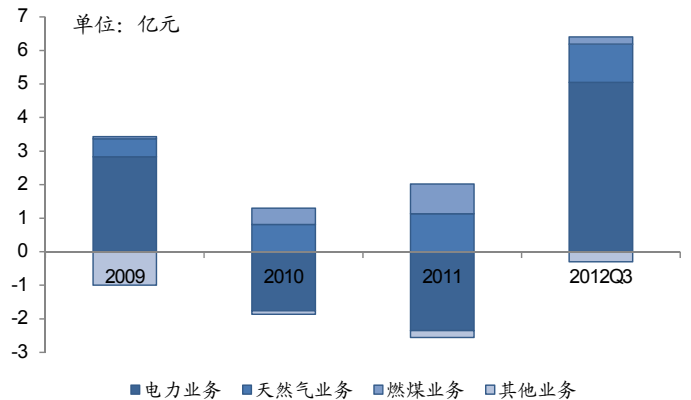


来源: 皖能集团债券募集书, 国金证券研究所

图表21: 皖能集团历年营业收入情况



图表22: 皖能集团历年毛利情况



来源: 皖能集团债券募集书, 国金证券研究所

- 从未来皖能集团的发展战略看, 将坚持“3个转移、2个加大、1个延伸”的总体思路; 即新增机组向坑口转移、新建机组由小向大转移、发电结构向火电和核电等多种形式转移(三个转移), 加大天然气产业和金融产业的投入(2个加大), 积极向发电产业链上下游延伸(1个延伸)。
- 从集团“十二五”规划目标看, 我们认为未来集团的电力、天然气、煤炭和金融等板块仍将保持较快发展; “十二五”末, 集团也有望成为集电力、煤炭和天然气能源以及金融等板块一体化的环保能源和投资集团。
  - 资产规模: 2015年, 集团规划资产总额超过650亿元, 净资产超过250亿元, 营业收入超过250亿元, 年净利润超过10亿元。
  - 电力板块: 2015年, 集团规划电力板块控股装机规模达到1000万千瓦, 发电量超过500亿千瓦时。
  - 天然气板块: 2015年, 集团规划省内干线总长度达到1800公里, 新增CNG加气母站5座, LNG加气站20座, CNG加气子站60座(含新建、收购、合作), 年输售气量30亿立方米, 年产22亿立方米的煤制气项目建成投产。

资产注入预期强, 长期成长可期

- 皖能集团已经承诺, 将皖能电力作为旗下发电类资产整合的唯一上市平台和资本运作平台, 并且承诺对于目前尚不具备注入条件的资产及权益, 拟

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类资产全部注入皖能电力；因此我们认为长期看，集团注入预期强，而公司的长期成长性将得到保障。

- 第一步：增发后的两年内，集团持有标的企业中的国电铜陵、国电蚌埠、淮南洛能、安徽电力和神皖能源的股权在符合盈利要求和上市公司规范性要求的前提下，将及时启动资产注入工作，将其注入皖能电力；注入资产权益规模是目前权益装机的 1 倍左右，成长可期。
- 第二步：增发后的五年内，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。

图表23：集团注入预期强，皖能电力长期成长可期

电厂名称	地区	发电类型	权益比例	机组构成	总装机 (MW)	权益装机 (MW)	备注
淮南洛能	安徽淮南	火电	46%	2×300+2×600	1840	846	已投运
国电铜陵	安徽铜陵	火电	25%	2×630	1260	315	已投运
国电蚌埠	安徽蚌埠	火电	30%	2×600	1200	360	已投运
神皖能源-池州九华	安徽池州	火电	49%	2×300	600	294	已投运
神皖能源-马鞍山万能达	安徽马鞍山	火电	49%	4×300	1200	588	已投运
神皖能源-安庆皖江	安徽安庆	火电	49%	2×320	640	314	已投运
安徽电力	安徽	火电	4%	2×300	600	23	已投运
<b>第一步注入合计</b>					<b>7340</b>	<b>2740</b>	
响洪甸蓄能	安徽金寨	水电	45%	8×10	80	36	已投运
琅琊山抽水蓄能	安徽滁州	水电	30%	4×150	600	180	已投运
天荒坪抽水蓄能	浙江安吉	水电	5.55%	6×300	1800	99.9	已投运
响水涧抽水蓄能	安徽芜湖	水电	25%	4×250	1000	250	已投运
合肥联合发电	安徽合肥	火电	16%	2×350	700	112	已投运
蚌埠热电	安徽蚌埠	火电	15%	--	80	12	已投运
皖能环保发电	--	--	100%	--	--	--	--
兴安控股	--	--	100%	--	--	--	--
神皖能源-池州九华扩建	安徽池州	火电	49%	2×1000	2000	980	前期
神皖能源-安庆二期	安徽安庆	火电	49%	2×1000	2000	980	前期
神皖能源-万能达扩建	安徽马鞍山	火电	49%	2×1000	2000	980	前期
<b>剩余潜在项目合计</b>					<b>10260</b>	<b>3630</b>	

来源：国金证券研究所

## 盈利预测和投资建议

### 盈利预测和假设

- 我们基于以下假设对公司业务进行盈利预测：
  - 装机投运：假设皖能合肥#6 和临涣二期于 2013 年中期投运，利辛板集于 2015 年初投运。
  - 利用小时：假设 13 年利用小时较 12 年同比增长 2%，14 年较 13 年同比增长 2%，15 年较 14 年持平。
  - 煤价：假设 13 年煤价较 12 年同比下降 3%，14 和 15 年煤价较 13 年持平。
  - 电价：假设未来电价不进行调整，与 12 年水平持平。
- 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.653 元、0.785 元和 0.959 元，同比增速分别为 142.14%、20.16%和 22.16%。
- 我们预测公司 2013-2015 年主营业务收入分别为 9340 百万元、10119 百万元和 10145 百万元，同比增速分别为 22.2%、8.3%和 0.3%。

- 我们预测公司 2013-2015 年归属母公司净利润分别为 688 百万元、827 百万元和 1010 百万元，同比增速分别为 142.14%、20.16%和 22.16%。

**投资建议：价值被明显低估，价值回归带来 30%以上空间**

- 目前公司股价对应 PE 估值分别为 11×13PE、9×14PE 和 7×15PE，按照 13 年一季报每股净资产测算的 PB 仅为 1.28，公司 PB 估值明显低于其他火电企业，我们认为主要是由于公司整体的 ROE 较低导致。
- 但是通过对于公司的资产分析，我们认为公司的 PB 被明显低估，原因主要有两点：
  - 从公司主业看，明显处于景气度上升的阶段，13-15 年 ROE 仍将处于上升通道，而目前的 PB 并没有充分反映这一预期。
  - 公司长期 ROE 偏低的另一个原因在于其投资的金融资产每年仅获取分红收益（尤其是国元证券被列为可供出售金融资产），这样测算出来的金融资产 ROE 显著偏低，压制了公司整体的 ROE 水平。
- 基于以上原因，我们对于公司采用 PB-ROE 的估值测算，并且将其可供出售金融资产分拆估值：
  - 由于公司投资参股的国元证券股权被列为可供出售金融资产，因此其按照国元证券市值的股权比例计入资产负债表，而公司获得的仅有国元证券每年的分红，压制了公司正常的 ROE 水平。
  - 如果扣除国元证券对于公司的 ROE 影响，我们重新测算公司的 ROE 水平，12 年约为 9%左右，13 年持续向上的概率大。

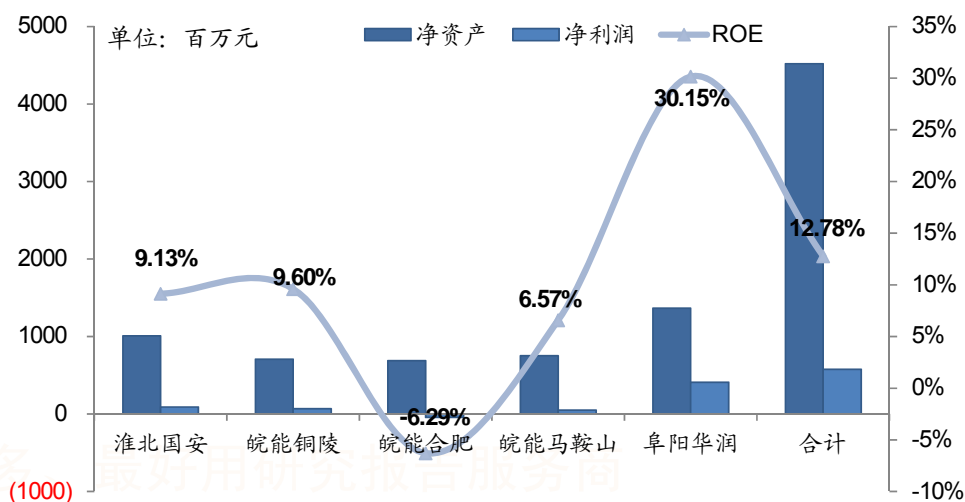
**图表24：扣除国元证券后公司的 ROE 水平**

单位：百万元		2009	2010	2011	2012
国元证券	账面值	2094.84	1205.20	835.58	1095.10
	分红	17.69	49.15	29.49	9.83
	账面收益率	0.84%	4.08%	3.53%	0.90%
皖能电力	净资产	4318.5	3854.57	3581.18	4060.15
	净利润	112.38	218.76	19.27	284.08
	ROE	2.60%	5.68%	0.54%	7.00%
皖能电力 扣除国元	净资产	2223.66	2649.37	2745.60	2965.05
	净利润	94.69	169.61	(10.22)	274.25
	ROE	4.26%	6.40%	-0.37%	9.25%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 从分拆估值的角度看：国元证券我们按照账面价值的 1 倍 PB 测算归属皖能的市值；除去国元证券部分我们认为 13 年及以后其 ROE 回升至 10%以上并稳定是大概率事件，因此保守给予该资产 1.8 倍 PB 测算。
  - 目前国元证券市值为 205 亿，公司持股 5.01%，持有市值为 10.27 亿元。
  - 截至 13 年一季度，公司归属母公司权益约为 57.87 亿元，扣除国元证券市值约为 47.60 亿元，按照我们对于公司基本面的分析，我们认为公司核心 ROE 稳定向上的概率非常大，给予 1.8 倍 PB，合理市值为 85.68 亿元。
  - 综合：综合国元证券市值以及公司核心业务市值水平，我们给予公司目标市值 95.95 亿元，按照增发后 10.53 亿股本测算，对应目标价格 9.11 元。
- 公司目前价格 6.93 元，价值明显被低估，我们给予买入评级，目标价 9.11 元，对应 PE 估值分别为目前价格向上尚存在 30%以上空间。

图表25: 2012年公司下属参控股电厂ROE情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

特别声明

- 本期报告涉及股票皖能电力(代码: 000543), 国金证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例为 1.95%; 本期研究报告系公司研究员根据皖能电力公开信息所做的独立判断。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,784	5,150	7,645	9,340	10,119	10,145
增长率		36.1%	48.4%	22.2%	8.3%	0.3%
主营业务成本	-3,763	-5,129	-6,871	-8,135	-8,787	-8,805
%销售收入	99.4%	99.6%	89.9%	87.1%	86.8%	86.8%
毛利	21	22	774	1,205	1,332	1,340
%销售收入	0.6%	0.4%	10.1%	12.9%	13.2%	13.2%
营业税金及附加	-3	-6	-12	-9	-10	-10
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-20	-21	-27	-33	-30	-30
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-2	-6	734	1,163	1,291	1,300
%销售收入	n.a	n.a	9.6%	12.5%	12.8%	12.8%
财务费用	-135	-248	-535	-480	-442	-379
%销售收入	3.6%	4.8%	7.0%	5.1%	4.4%	3.7%
资产减值损失	-8	-22	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	172	143	198	397	460	589
%税前利润	89.4%	-187.2%	50.4%	36.4%	34.8%	38.7%
营业利润	27	-132	386	1,080	1,310	1,510
营业利润率	0.7%	n.a	5.1%	11.6%	12.9%	14.9%
营业外收支	166	56	6	10	10	10
税前利润	193	-76	393	1,090	1,320	1,520
利润率	5.1%	n.a	5.1%	11.7%	13.0%	15.0%
所得税	-23	-14	-16	-173	-215	-233
所得税率	11.9%	n.a	4.1%	15.9%	16.3%	15.3%
净利润	170	-91	376	917	1,105	1,287
少数股东损益	-49	-110	92	229	278	278
归属于母公司的净利润	219	19	284	688	827	1,010
净利率	5.8%	0.4%	3.7%	7.4%	8.2%	10.0%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	170	-91	376	917	1,105	1,287
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	351	465	597	808	874	901
非经营收益	-94	113	318	122	21	-139
营运资金变动	-50	-296	189	-26	49	1
经营活动现金净流	377	191	1,480	1,820	2,049	2,049
资本开支	-2,320	-2,485	-1,936	-1,467	-500	-500
投资	50	-10	-176	0	0	0
其他	158	136	123	397	460	589
投资活动现金净流	-2,112	-2,359	-1,988	-1,070	-40	89
股权募资	291	0	221	1,667	0	0
债权募资	1,060	1,908	1,706	-890	-1,007	119
其他	36	370	-1,248	-527	-501	-470
筹资活动现金净流	1,387	2,278	679	250	-1,508	-351
现金净流量	-348	111	171	1,000	500	1,788
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	189	309	500	1,500	2,000	3,788
应收款项	481	674	996	854	925	927
存货	139	296	157	334	361	362
其他流动资产	139	252	29	41	44	44
流动资产	948	1,532	1,681	2,729	3,330	5,121
%总资产	7.5%	10.4%	9.8%	14.4%	17.3%	24.9%
长期投资	2,038	1,674	2,167	2,167	2,167	2,167
固定资产	9,300	11,083	12,833	13,532	13,165	12,772
%总资产	73.2%	75.0%	74.4%	71.4%	68.6%	62.0%
无形资产	403	461	508	491	493	496
非流动资产	11,754	13,238	15,557	16,230	15,866	15,475
%总资产	92.5%	89.6%	90.2%	85.6%	82.7%	75.1%
<b>资产总计</b>	<b>12,701</b>	<b>14,770</b>	<b>17,238</b>	<b>18,959</b>	<b>19,196</b>	<b>20,596</b>
短期借款	2,596	1,568	2,397	1,688	481	400
应付款项	1,447	2,323	2,009	1,897	2,050	2,054
其他流动负债	-72	-211	-116	22	21	20
流动负债	3,971	3,680	4,290	3,608	2,551	2,474
长期贷款	2,765	5,703	6,494	6,294	6,494	6,694
其他长期负债	643	476	770	800	800	800
<b>负债</b>	<b>7,379</b>	<b>9,859</b>	<b>11,554</b>	<b>10,702</b>	<b>9,845</b>	<b>9,968</b>
普通股股东权益	3,855	3,581	4,060	6,404	7,220	8,219
少数股东权益	1,468	1,329	1,624	1,853	2,131	2,409
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,701</b>	<b>14,769</b>	<b>17,238</b>	<b>18,959</b>	<b>19,196</b>	<b>20,596</b>
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.283	0.025	0.367	0.653	0.785	0.959
每股净资产	4.986	4.633	5.252	6.081	6.856	7.804
每股经营现金净流	0.488	0.248	1.915	1.728	1.945	1.946
每股股利	0.020	0.020	0.010	0.010	0.010	0.010
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.68%	0.54%	7.00%	10.74%	11.45%	12.28%
总资产收益率	1.72%	0.13%	1.65%	3.63%	4.31%	4.90%
投入资本收益率	-0.02%	-0.05%	4.74%	5.91%	6.50%	6.11%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	13.79%	36.10%	48.43%	22.18%	8.34%	0.26%
EBIT增长率	N/A	160.87%	#####	58.39%	11.01%	0.65%
净利润增长率	#####	-91.19%	#####	142.14%	20.16%	22.16%
总资产增长率	12.45%	16.28%	16.72%	9.98%	1.25%	7.29%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.0	36.9	37.3	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	14.1	15.5	12.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	52.9	56.9	69.7	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	474.8	563.1	543.4	472.1	422.6	400.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	97.18%	141.79%	147.62%	78.50%	53.20%	31.11%
EBIT利息保障倍数	0.0	0.0	1.4	2.4	2.9	3.4
资产负债率	58.09%	66.75%	67.02%	56.45%	51.29%	48.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	9	12
增持	0	0	0	4	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.24	1.32

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net