



皖能电力 (000543)

投资评级: 增持

报告日期: 2015-03-31



主要数据

总股本(百万股)	1053.17
A股股本(百万股)	1053.17
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	147.7
A股流通比例(%)	97.3
第一大股东	安徽省能源集团
第一大股东持股比例	42.69%
12个月最高/最低(元)	14.49/5.87

节能环保研究组

朱程辉

021-60956109

zhuxdong@163.com

S0010514050001

主业稳健, 关注国资改革

——皖能电力专题报告

主要观点:

- **公司是皖能集团核心资产及唯一的上市平台。**按照集团发展战略, 及在集团支持背景下, 公司充分利用国家政策, 加快从小机组、高能耗向大容量、高参数、低能耗机组的转变。随着“三个战略转移”实施, 公司的市场地位及盈利能力和稳定性逐步提升。同时公司继续加大金融投资及产业链延伸, 总体发展态势良好。
- **区域发展保障用电需求。**“十二五”以来, 安徽省在国家促进中部崛起和扩大内需的重大机遇下, 经济继续保持快速增长, 第二产业占比持续提升, 增速远高于全国水平。预计“十二五”后期, 安徽省工业城镇化进入中期加速阶段, 地区经济稳定增长将保障本省电力需求。
- **动力煤价格保持低位运行。**动力煤价格自2013年进入下跌通道, 中长期来看, 我国煤炭需求增速将持续下滑。根据2-3年的产能释放周期, 我们预计煤炭行业未来几年将形成较大的新增产能规模。煤炭总量削减计划将使煤炭供需失衡更加显著。预计未来几年环渤海动力煤价格仍将处在500-600元/吨的低位震荡。
- **金融资产提升公司内在价值。**作为安徽省属国资控股企业, 公司积极参与省内金融企业的投资, 已参股多家金融企业。公司金融资产当前公允价值近50亿元, 占到目前上市公司总市值的1/3。
- **安徽国资改革进程加速, 关注集团资产注入进程。**我们认为集团整体上市是安徽本轮国企改革的主要路径, 省属国资是重点。集团增发时承诺剩余权益装机在5年内分两步注入, 目前距离集团承诺的第一步时间已过半, 密切关注集团承诺兑现进展。
- **盈利预测与估值:**我们预测公司2015-2017年每股EPS为1.06/1.18/1.27元, 对应当前股价PE为13/12/11倍, 公司的主要看点在于安徽国企改革背景下, 作为省属国资企业外延式发展机遇, 公司成为安徽省能源资产整合平台的确定性较强, 但具体时点及内容需要跟踪。同时综合考虑可比公司PB和PE估值, 给予公司“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	12866	13291	14487	15646
收入同比 (%)	2%	3%	9%	8%
归属母公司净利润	928	1121	1239	1337
净利润同比 (%)	-15%	21%	11%	8%
毛利率 (%)	19.5%	19.5%	19.1%	18.7%
ROE (%)	13.0%	18.2%	16.2%	15.6%
每股收益	0.88	1.06	1.18	1.27
P/E	15.91	13.17	11.92	11.04
P/B	1.67	2.40	1.90	1.75
EV/EBITDA	5	7	6	5

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

公司是皖能集团核心资产及唯一的上市平台	3
区域发展保障用电需求	4
预计动力煤价格保持低位运行	5
金融资产提升公司内在价值	6
安徽国资改革进程加速	6
重点关注集团资产注入进程	7
盈利预测与估值	8
风险提示	9
附录：财务报表预测	10

图表目录

图表 1 公司装机规结构	3
图表 2 公司装机规模变化 (万千瓦)	4
图表 3:供电煤耗下降情况 (G/KWH)	4
图表 4 公司营收变化(百万, %)... ..	4
图表 5:公司净利润变化(百万, %)... ..	4
图表 6 安徽省历年 GDP 增长情况	5
图表 7:安徽省经济结构	5
图表 8 安徽省用电量及增速	5
图表 9:安徽省火电设备利用小时比较	5
图表 10 淮南动力煤价格走势	6
图表 11 公司所持证券资产财务简表	6
图表 12 皖能集团相关发电资产	7
图表 13 公司 PB-BAND	9

公司是皖能集团核心资产及唯一的上市平台

皖能电力是皖能集团唯一的上市平台。作为皖能集团核心资产板块，皖能电力积极贯彻实施集团公司的“三个转移、两个加大、一个延伸”战略部署，充分利用国家出台的“上大压小”政策，一方面新建、扩建一批大机组，另一方面加快公司从小机组、高能耗向大容量、高参数、低能耗机组的转变，实现公司电力资产结构的优化。

公司借助 2007 年“上大压小”的契机，完成第一轮规模扩张、结构升级。2009-2013 年新机组陆续投产，公司装机规模进一步扩张。随着“三个战略转移”实施，公司的盈利能力及稳定性逐步提升。

截止 2014 年末，公司可控装机规模达到 555 万千瓦，过去五年时间增加 366.5 万千瓦，提高了 197%。完成发电量 281.38 亿千瓦时，在安徽省的占比由 2009 年的 6.7%，提高至 14.4%。战略调整显著提升了公司的市场地位及盈利能力。

同时，公司继续加大在金融领域的投资，在参股华安证券、马鞍山商业银行、安徽能源集团财务公司，投资国元证券的基础上，2014 年再次增资国元农保。产业链延伸方面，公司通过增发收购电燃公司 80% 股权，参股天然气公司，积极布局上游资源领域。

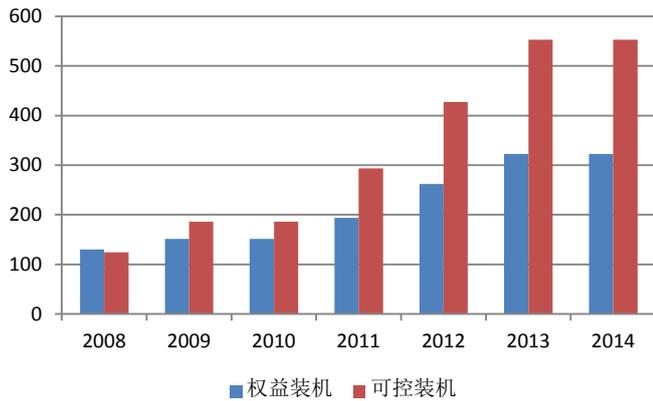
总体来看，公司在集团的支持下，业务发展态势良好，区域优势明显。

图表 1 公司装机结构

持股性质	电厂名称	股权比例	机组结构 (万千瓦)	总装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	机组投产时间
控股	铜陵发电	51%	2*32+105	169	86.19	2006、2011 年
	合肥发电	51%	2*63	126	64.26	2009.1、2013.6
	淮北国安电力	40%	2*32	64	25.6	2000 年 4 月、7 月
	马鞍山“上大压小”项目	51%	2*66	132	67.32	2012 年 3 月、6 月
	临涣一期	50%	2*32	555	32	已投运
	合计			547.5		
参股/待建	阜阳华润电力	40%	2*64	128	51.2	2006 年 3 月、6 月
	皖能铜陵		1*105	105		
	淮北平山电厂		2*66	132		
	安徽利辛板集电厂	45%	2*100	200	90	前期
	钱营孜电厂	50%	2*35	70	35	前期
	临涣煤泥矸石电厂二期	50%	2*33	66	16.5	前期

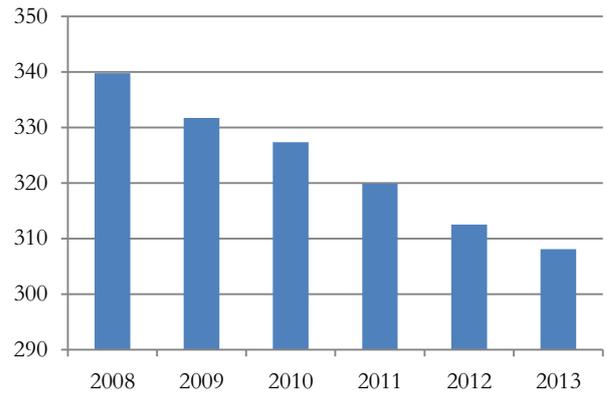
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 2 公司装机规模变化 (万千瓦)



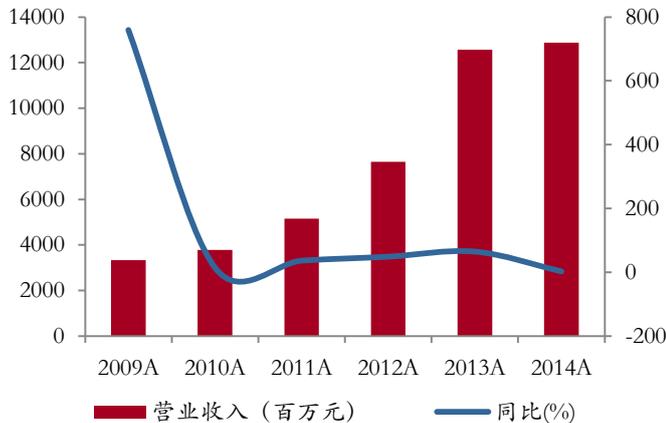
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 3:供电煤耗下降情况 (g/KWh)



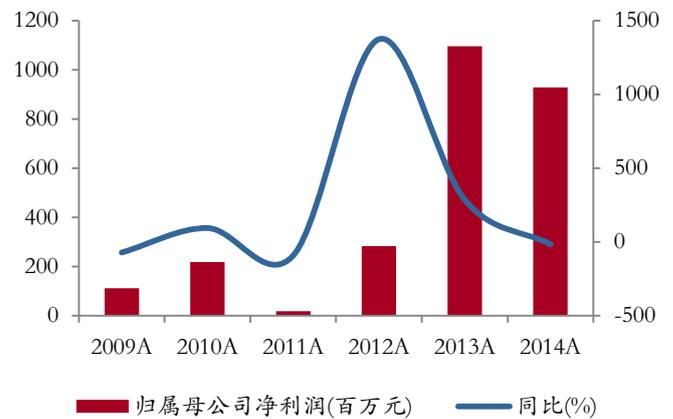
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 4 公司营收变化(百万, %)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 5:公司净利润变化(百万, %)



资料来源: wind、华安证券研究所

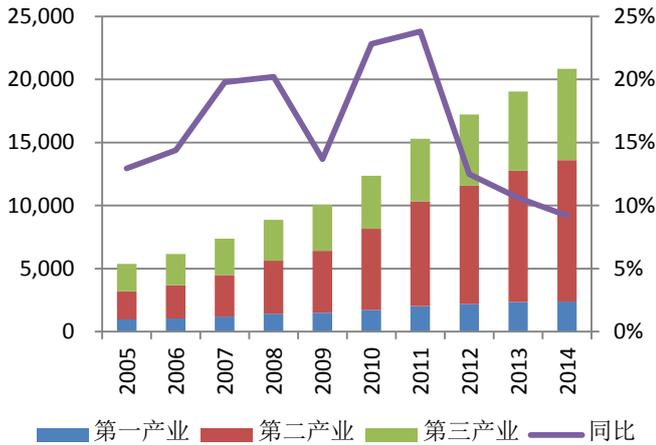
区域发展保障用电需求

“十二五”以来，安徽省在国家促进中部崛起和扩大内需的重大机遇下，经济继续保持快速增长，过去五年 GDP 复合增速 15.6%，远高于全国水平。从经济结构来看，第二产业占比持续提升，2014 年占比达到 53.74%，较 2010 年提高 1.64 个百分点。经济快速发展带动地方电力需求在过去十年持续保持两位数增长。

安徽省的电力装机结构中火电机组占比较大，约为 93%，水电冲击对其影响较小。省内发电机组的利用率主要受用电需求影响，因此能够持续保持高于全国平均的设备利用小时数。

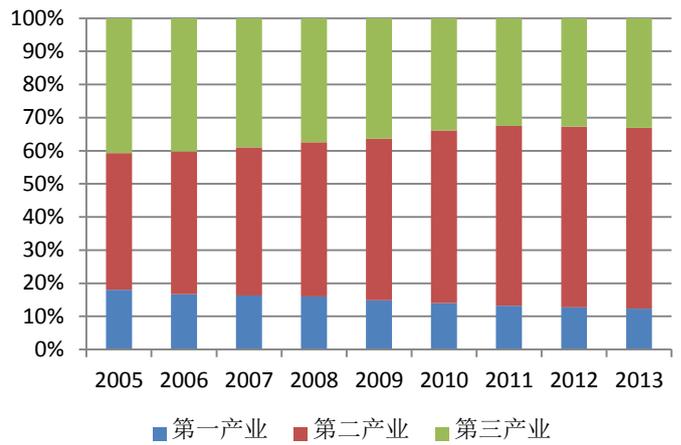
我们认为，“十二五”期间，随着产业转移深入推进，长三角区域发展分工合作不断深化；国家坚持扩大内需战略，推动经济布局逐步从沿海向内陆延伸；工业化城镇化加速推进，消费结构加快升级，持续投入效应不断释放。安徽省工业城镇化进入中期加速阶段。从规划来看，安徽省政府对“十二五”期间经济发展充满信心，力争到 2015 年地区生产总值、财政收入比 2010 年翻一番，主要指标增速位居中部前列。地区经济稳定增长将保障本省用电需求。

图表 6 安徽省历年 GDP 增长情况



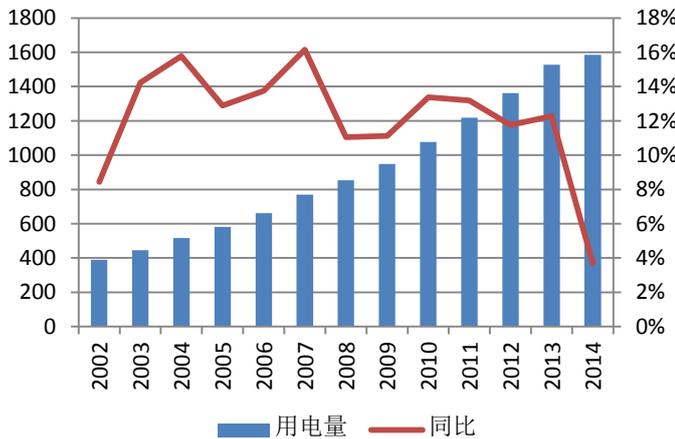
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7: 安徽省经济结构



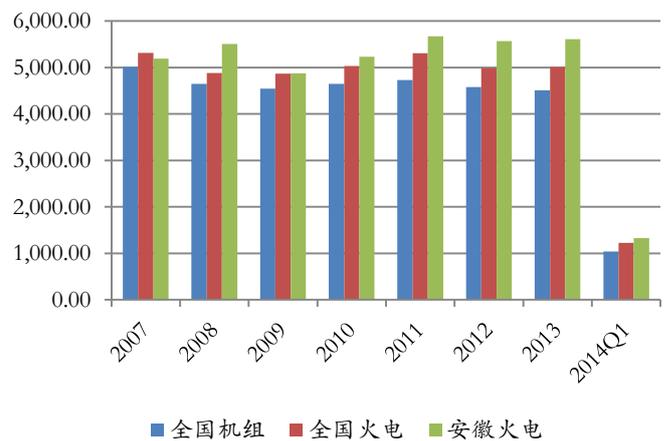
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8 安徽省用电量及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 9: 安徽省火电设备利用小时比较



资料来源: wind、华安证券研究所

预计动力煤价格保持低位运行

煤炭燃料成本占火电企业主营成本比重较大, 通常保持在 75% 左右, 在煤价上涨的过程中甚至到达 80% 以上。

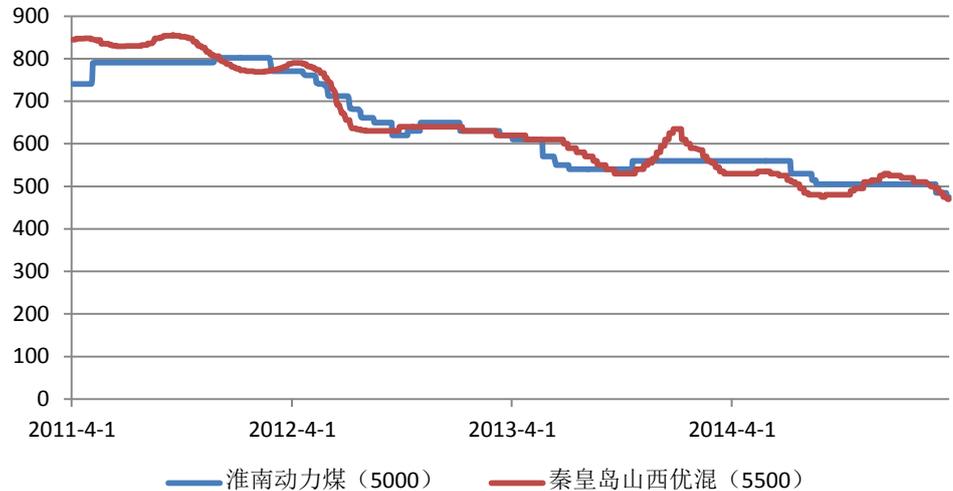
安徽省是国内煤炭大省, 其中淮南矿业、淮北矿业、皖北煤电、国投新集四大煤炭集团产量占全省煤炭产量 90% 以上。安徽省内动力煤除了本地消化外, 还有部分供应给上海、江苏和浙江。安徽省虽然是位于内陆地区, 但煤价已经与沿海地区接轨, 从秦皇岛的动力煤价和淮南动力煤价比较来看, 基本走势和价格基本一致。

动力煤价格自 2013 年延续跌势, 主要原因是工业耗煤增速下滑, 电厂库存高企、工业用电大幅减少、国际价格下跌带来的进口大幅增长。2013 年末受煤电谈判影响, 第 4 季度煤价大幅反弹, 因而全年煤价下跌幅度较小, 1~12 月环渤海 5500 大卡动力煤价格指数下跌 2 元至 631 元/吨, 跌幅 0.32%。

中长期来看, 我国煤炭需求增速将持续下滑。根据 2-3 年的产能释放周期,

我们预计煤炭行业未来几年将形成较大的新增产能规模。煤炭总量削减计划将使煤炭供需失衡更加显著。预计未来几年环渤海动力煤价格仍将处在 500-600 元/吨的低位震荡。

图表 10 淮南动力煤价格走势



资料来源: wind、华安证券研究所

金融资产提升公司内在价值

作为安徽省属国资控股企业,公司积极参与省内金融企业的投资,目前持有国元证券 5.01%、华安证券 7.09%、马鞍山商业银行 3.08%、国元农业保险 3.74% 的股权,以及持有安徽省能源投资集团财务公司 49% 股权。截止 2014 年底,除财务公司外金融资产账面价值 33.9 亿元,其中国元证券账面价值 30.64 亿元。华安证券目前处在上市进程中,根据同类上市券商目前估值,预计华安证券上市后股权价值 16 亿元。公司金融资产当前公允价值近 50 亿元,已占到目前上市公司总市值的 1/3。

图表 11 公司所持证券资产财务简表

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
国元证券	304.9	156.4	19.85	6.64
华安证券	101.3	43.3	9.94	2.42

资料来源: wind、华安证券研究所

安徽国资改革进程加速

在安徽省《2014 年深化全省国资国企改革的安排意见》中,对其国企改革的目标和路径作了仔细的说明,主要内容如下:

改革目标: 1) 在未来 3 至 5 年内,把 90% 的国有资本集中到四大板块中,即能源、交通板块,原材料板块,先进制造业板块及现代服务业板块; 2) 加大国有企业改革重组力度,培育具有国际竞争力的千亿元企业、万亿元产业。

改革方式: 1) 积极推动国有企业整体上市或主业资产整体上市。提高省属国

有企业资产证券化水平。2) 支持国有资本从一般竞争性领域退出, 国有资本投资运营更多地投向战略性新兴产业、生态环保、科技进步等领域。

在 2015 年安徽省两会会议上, 关于国资改革的要求和方式主要是: 1、以发展混合所有制经济为方向, 促进各类资本交叉持股、相云融合, 鼓励和规范投资项目引入非国有资本参股, 推动具备条件的省属企业兼并重组、整体上市。2、着力完善国有企业监管制度, 提高国有资本配置和运行效率, 防止国有资产流失。3、完善现代企业制度和法人治理结构, 健全国有企业负责人激励约束机制。

我们认为集团整体上市是安徽本轮国企改革的主要路径, 安徽省国资上市资产与未上市资产股权结构清晰, 省属国资集团基本形成一个国企一个上市平台的框架结构, 有利于推进集团整体上市的国企改革目标。同时安徽政府层面自上而下相对较为开放, 在省属国资管理上注重市场化机制, 目前资产证券化率依旧偏低。

重点关注集团资产注入进程

集团剩余权益装机容量承诺 5 年内分两步注入

公司 2013 年 3 月非公开发行完成同时, 集团承诺用 5 年时间分两步将剩余的下属符合条件的优质发电资产全部注入上市公司, 最终使公司成为集团旗下发电类资产运营的唯一境内上市平台和资本运作平台, 具体如下:

- 1) 第一步, 2 年内, 在国电铜陵、国电蚌埠、淮南洛能、安徽电力股份有限公司、神皖能源符合盈利和上市要求的前提下, 及时启动资产注入工作, 将所持股权注入上市公司。
- 2) 第二步, 5 年内, 将所持剩余的盈利良好, 整改后符合上市条件的标的企业股权注入上市公司。
- 3) 在上述两部实施过程中, 遵守避免同业竞争的承诺, 在条件具备的情况下将新建发电项目等商业机会由上市公司承接。
- 4) 5 年后仍不符合上市条件的见全部委托公司管理, 在符合条件后 1 年内启动相关资产注入工作。

目前, 集团已经没有控股发电机组, 集团参股电厂现有及在建装机容量 1760 万千瓦, 权益装机容量 637 万千瓦。目前距离集团承诺的第一步时间已过半, 密切关注集团承诺兑现进展。

图表 12 皖能集团相关发电资产

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	投运
国电铜陵	安徽铜陵	火电	25%	2×630	1260	315	投运
国电蚌埠	安徽蚌埠	火电	30%	2×600	1200	360	投运
神皖能源-池州九华	安徽池州	火电	49%	2×300	600	294	投运
神皖能源-安徽马鞍山	安徽马鞍山	火电	49%	4×300	1200	588	投运
神皖能源-安庆皖江	安徽安庆	火电	49%	2×320	640	314	投运
安徽电力	安徽	火电	4%	2×300	600	23	投运
第一步注入合计					7340	2740	
响洪甸蓄能	安徽金寨	水电	45%	8×10	80	36	投运

琅琊山抽水蓄能	安徽滁州	水电	30%	4×150	600	180	投运
天荒坪抽水蓄能	浙江安吉	水电	5.55%	6×300	1800	99.9	投运
响水涧抽水蓄能	安徽芜湖	水电	25%	4×250	1000	250	投运
合肥联合发电	安徽合肥	火电	16%	2×350	700	112	投运
蚌埠热电	安徽蚌埠	火电	15%	-	80	12	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
剩余潜在项目合计					10260	3630	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

盈利预测与估值

预测假设：

装机规模：不考虑资产注入，2015-2016 年维持现有装机规模，铜陵第二台百万机组及临涣二期预计 2016 年投产。

利用小时：假设 2015 年利用小时数较 2014 年同比上升 3%，2016、2017 年环比增长 5%。

煤价：假设 2015 年煤价较 2014 持平，2016-2017 年环比增 5%。

电价：2013 年电价调整后，假设未来电价不进行调整。

我们预测公司 2015-2017 年每股 EPS 为 1.06/1.18/1.27 元，对应当前股价 PE 为 13/12/11 倍。

投资建议

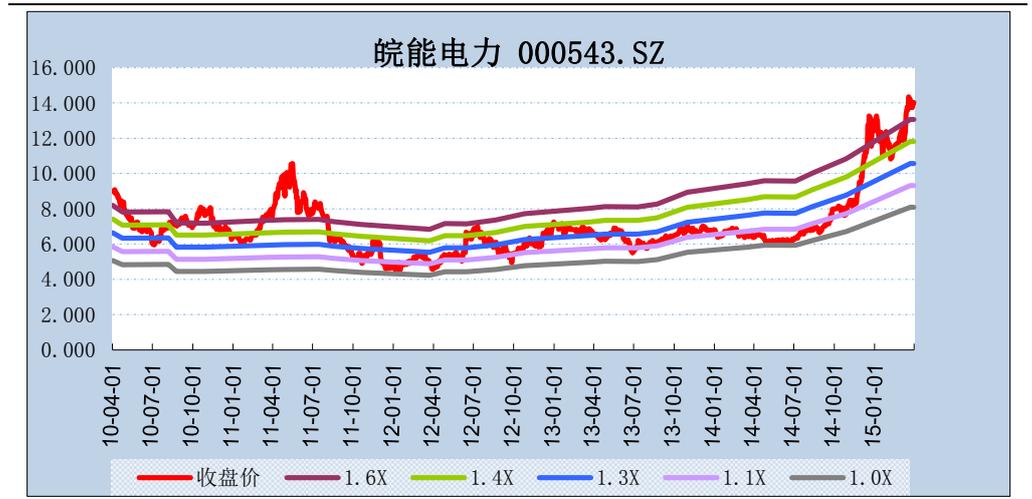
根据 wind 统计，申万二级子行业火电板块当前 PE (TTM) 为 16 倍，一致预期 2015-2016 年 PE 为 12.3/11 倍。静态 PB 为 2.12 倍。

公司当前股价对应静态 PE 为 16 倍，静态 PB 为 1.67 倍。按照我们预测，公司 2015-2016 年对应 PE 为 13/11 倍，与行业板块持平。

我们认为，目前行业估值水平合理，能够反映煤电联动后火电行业顺周期、稳健增长的特性。公司地处中部，主营业务能够受益于中部崛起带来本地用电需求超越平均的增长，经营业绩将主要受电力需求及煤价波动的影响。公司的主要看点在于安徽国企改革背景下，作为省属国资企业外延式发展机遇，公司成为安徽省能源资产整合平台的确定性较强，但具体时点及内容需要跟踪。

从现有业务来看，当前股价对应的 PE 或 PB 与同类公司持平，根据公司历史 PB 表现，当前股价处在较高水平。综合衡量，给予“增持”评级。

图表 13 公司 PB-band



资料来源: wind、华安证券研究所

风险提示

煤价及利用小时变动对于公司利润影响较大

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,732	4,052	7,113	10,043	营业收入	12,866	13,291	14,487	15,646
现金	605	1,329	4,054	6,643	营业成本	10,354	10,696	11,717	12,718
应收账款	1,292	1,540	1,612	1,708	营业税金及附加	66	46	59	66
其他应收款	90	96	101	110	销售费用	0	0	0	0
预付账款	518	780	1,067	1,252	管理费用	48	53	57	63
存货	308	385	355	406	财务费用	465	438	439	388
其他流动资产	(80)	(79)	(75)	(77)	资产减值损失	59	80	(20)	(13)
非流动资产	20,249	17,745	17,669	16,357	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,669	1,477	1,619	1,588	投资净收益	220	256	238	247
固定资产	13,912	13,031	12,150	11,269	营业利润	2,093	2,234	2,473	2,672
无形资产	570	532	497	464	营业外收入	46	50	50	50
其他非流动资产	4,098	2,705	3,403	3,037	营业外支出	38	10	10	10
资产总计	22,982	21,797	24,782	26,400	利润总额	2,100	2,274	2,513	2,712
流动负债	3,964	4,977	5,413	5,356	所得税	468	341	377	407
短期借款	559	1,226	1,212	1,183	净利润	1,632	1,933	2,136	2,305
应付账款	822	1,708	1,712	1,617	少数股东损益	704	812	897	968
其他流动负债	2,583	2,043	2,489	2,556	归属母公司净利润	928	1,121	1,239	1,337
非流动负债	6,503	6,174	6,214	6,238	EBITDA	3,580	3,591	3,829	3,974
长期借款	4,802	4,802	4,802	4,802	EPS (元)	0.88	1.06	1.18	1.27
其他非流动负	1,701	1,372	1,412	1,436					
负债合计	10,468	11,152	11,627	11,594					
少数股东权益	3,679	4,491	5,389	6,357					
股本	1,053	1,053	1,053	1,053					
资本公积	2,532	1,130	1,831	1,481					
留存收益	3,063	3,971	4,882	5,915					
归属母公司股东权	8,835	6,155	7,767	8,449					
负债和股东权益	22,982	21,797	24,782	26,400					

主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	2.38%	3.30%	9.00%	8.00%
营业利润	-2.90%	6.73%	10.72%	8.02%
归属于母公司净利润	-15.33%	20.81%	10.53%	7.89%
获利能力				
毛利率(%)	19.52%	19.52%	19.12%	18.72%
净利率(%)	7.21%	8.43%	8.55%	8.54%
ROE(%)	13.04%	18.16%	16.24%	15.57%
ROIC(%)	13.55%	16.01%	16.81%	18.54%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.55%	51.16%	46.92%	43.92%
净负债比率(%)	28.74%	26.23%	2.90%	-12.17%
流动比率	0.69	0.81	1.31	1.88
速动比率	0.61	0.74	1.25	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.59	0.62	0.61
应收账款周转率	9.91	10.05	9.80	10.06
应付账款周转率	12.49	10.51	8.47	9.40
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.06	1.18	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	3.36	2.70	3.15	2.82
每股净资产(最新摊薄)	8.39	5.84	7.37	8.02
估值比率				
P/E	15.9	13.2	11.9	11.0
P/B	1.7	2.4	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.33	6.56	5.54	5.05

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	3,536	2,843	3,314	2,974
净利润	1,632	1,121	1,239	1,337
折旧摊销	1,024	919	917	914
财务费用	479	438	439	388
投资损失	(220)	(256)	(238)	(247)
营运资金变动	488	(272)	81	(372)
其他经营现金	131	892	877	955
投资活动现金流	(1,157)	1,791	(593)	640
资本支出	0	0	0	0
长期投资	123	133	(130)	42
其他投资现金	(1,280)	1,658	(463)	598
筹资活动现金流	(2,875)	(1,684)	3	(1,027)
短期借款	(760)	667	(14)	(29)
长期借款	(891)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(640)	(1,402)	701	(351)
其他筹资现金	(584)	(948)	(684)	(648)
现金净增加额	(496)	2,950	2,725	2,587

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。