

## 区位优势明显 扩张潜力大

### 投资要点:

- **背靠集团支持，打造区域电力领导者。**公司是综合性能源供应商，提供安徽地区约五分之一的电力供应，是安徽省国资委旗下唯一一家电力上市公司。截止2014年底，公司控股装机容量达到555万千瓦。公司大股东安徽省能源集团是由省政府出资设立的国有独资公司。集团已形成电力、天然气、金融三大产业互动协同发展，煤炭物流、新能源、电力生产服务等行业提供有力支撑的良性发展格局。皖能电力是大股东皖能集团旗下发电类资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，集团承诺的资产注入期限已临近。
- **区位优势明显。**安徽省是重要的能源、原材料和加工制造业基地。2015年前四月，全省累计用电量518亿千瓦时，同比增速4.32%，明显高于全国的平均增速水平。  
安徽省煤炭资源丰富，新增产能不断释放。新集、皖北、淮北、淮南四大煤炭集团的产能扩张速度较快，形成了较为宽松、稳定的煤炭供给氛围。
- **金融资产增值，提升公司估值。**公司核心资产为火电，其它资产涉及金融、风电、天然气、核电等。尤其是金融资产价值显著。公司目前持有国元证券5%股权。随着国元证券股价在2015年的持续走高，国元证券的账面价值将进一步得到提升。目前公司持有国元证券的市值为35亿元。公司还持有华安证券、国元农险股权，参股泰山核电。华安证券IPO在即，预计上市后给公司带来较大价值提升。
- **投资建议。**公司区位优势明显，发电项目盈利有保障。储备项目规模可观，未来成长性优异。公司目前正在规划中的主要项目权益装机容量约为263.69万千瓦，接近目前现有权益装机容量。公司业务布局广泛，目前非电业务主要是金融资产，提升估值。未来，随着华安证券的上市，公司金融资产价值将得到进一步大幅提升。此外，大股东皖能集团承诺的资产注入为公司外延式扩张提供动力。我们预计公司2015-2016年每股收益分别为1元和1.2元，对应市盈率为21x和17x。我们维持公司“推荐”评级。

### 主要财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	12568	12866	13449	15153	18400
归属净利(百万元)	1898	1632	1821	2136	2590
摊薄EPS(元)	1.04	0.88	1.00	1.20	1.48
PE(X)	7	15	21	18	14
PB(X)	1.13	1.53	2.87	2.46	2.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 皖能电力 (000543)

**推荐** 维持评级

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

### 市场数据

时间 2015.6.11

A股收盘价(元)	20.96
A股一年内最高价(元)	21.62
A股一年内最低价(元)	18.60
上证指数	5121.59
市净率	2.35
总股本(万股)	105317
实际流通A股(万股)	102516
流通A股市值(亿元)	215

### 相对上证综指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

## 目 录

<b>一、背靠集团支持，打造区域电力领导者</b> .....	<b>1</b>
(一) 区域电力领导者.....	1
(二) 电力业务增长显著.....	2
(三) 皖能集团实力雄厚，打造千亿皖能.....	3
(四) 资本运作持续进行中.....	5
<b>二、区位优势明显</b> .....	<b>6</b>
(一) 安徽省用电需求逐年增长.....	6
(二) 长三角一体化进程推进，助力安徽省产业升级.....	7
(三) 煤炭产销区燃料供给充足，煤价低位运行.....	8
<b>三、金融资产增值，提升公司估值</b> .....	<b>8</b>
<b>四、电力改革与国企改革齐飞，清洁能源发力</b> .....	<b>9</b>
(一) 华东能源基地，安徽火电受益于电力改革.....	9
(二) 安徽国企改革提速，省属集团整体上市.....	10
(三) 省内清洁能源和核电资源丰富.....	10
<b>五、估值与投资建议</b> .....	<b>11</b>
<b>六、风险因素分析</b> .....	<b>11</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>13</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>13</b>

## 一、背靠集团支持，打造区域电力领导者

### (一) 区域电力领导者

皖能股份有限公司是安徽省第一批规范化改制的上市公司之一。公司是电力、燃料并举的综合性能源供应商，提供安徽地区五分之一左右的电力供应，且是安徽省国资委唯一一家电力上市公司。公司投资建成的电力项目分布于煤电、风电、核电等领域，实现了电源结构多元化和电力生产清洁化。“十一五”末，公司完成了从小机组向大容量、高参数机组、单一火电向多重能源开发利用并存、粗放型经营向集约创新型经营的转变，实现了公司的可持续发展，为股东创造了良好稳定的回报。公司电力项目分布于多个领域，可以有效地平滑单个煤电波动对公司业绩的影响，降低公司经营风险，增强公司抗风险能力。

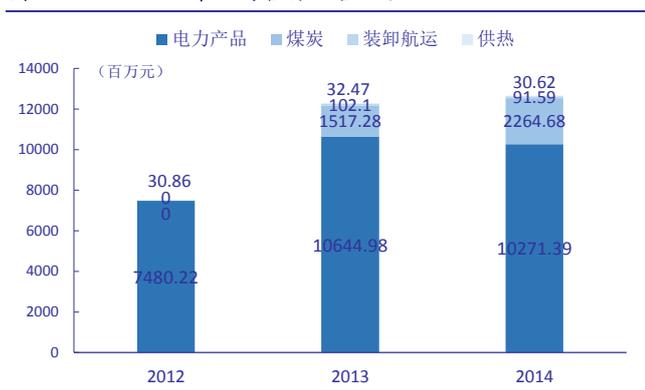
根据2012年到2014年的经营状况，无论从营业收入还是从毛利润上看，电力产品在公司的经营中都占据了核心地位，且相比于第二大业务煤炭业务，电力业务的毛利率远高于煤炭业务。2014年安徽省全社会用电量1585.18亿千瓦时，公司全年共完成销售电量281.38亿千瓦时，其中争取到计划外电量8.3亿千瓦，全年售电量占安徽省全省用电量的17.8%，区域内领导效应显著。

表 1：公司 2014 年主营业务构成

行业	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率	毛利率比上年同期增减
发电	10,302,008,107	8,012,310,923	22.23%	1.23%
煤炭	2,264,682,438	2,245,057,724	0.87%	-0.17%
运输	91,592,652	88,099,251	3.81%	-0.95%
合计	12,866,266,303	10,345,467,898	26.91%	0.11%

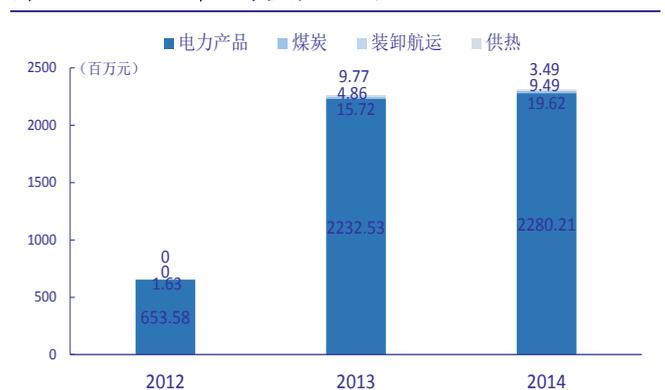
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 1：2012-2014 年公司各行业营业收入



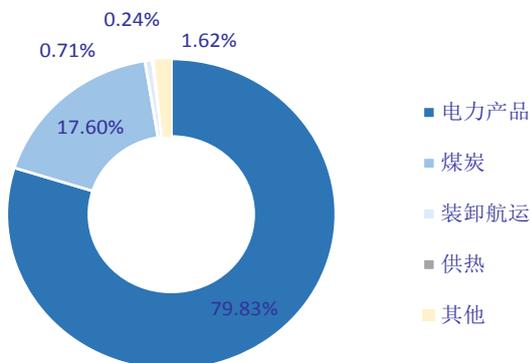
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 2：2012-2014 年公司各行业毛利润



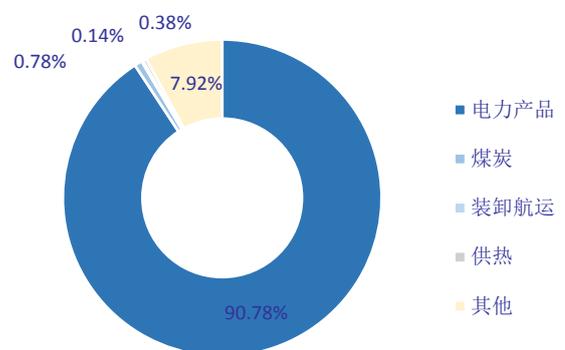
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3：2014 年公司各行业营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 4：2014 年公司各行业毛利润占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）电力业务增长显著

公司作为皖能集团电力板块专业化管理公司，充分利用国家出台的“上大压小”政策，通过新建、扩建一批大机组，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，不断优化发电资产结构，提高能源利用效率。2008 年 6 月，国家发展改革委核准了安徽铜陵电厂六期“上大压小”扩建工程。工程建设 1 台百万千瓦级国产超超临界燃煤发电机组，同步安装烟气脱硫和脱硝装置。工程动态投资 42 亿元。项目资本金为 8.4 亿元，约占动态投资的 20%，皖能股份有限公司以 68.5% 的比例以自有资金出资。

近年来公司投资建成的发电机组大多是 60 万千瓦及以上高参数低能耗的大型发电机组，符合国家产业政策，目前公司铜陵 5 号 105 万千瓦机组和合肥 5 号 63 万千瓦机组供电煤耗已进入全国同类机组先进行列。公司 2014 年全年共完成销售电量 281.38 亿千瓦时，其中争取到计划外电量 8.3 亿千瓦时，实现归属净利润约 9.3 亿元。所属控股机组通过节能环保技术改造，均已达到环保标准并取得环保电价。截至 2014 年底，公司控股运营发电机组 11 台，控股发电装机容量为 555 万千瓦，占安徽省总装机容量 4332 万千瓦的 12.81%，为安徽省最大的电力类主体上市公司。

目前正在规划中的主要项目的权益装机容量约为 263.69 万千瓦，接近目前现有总权益装机容量。公司未来发电业务增长显著。

表 2：公司主要控股子公司、参股公司

电厂	权益比例 (%)	总装机 (万千瓦)	机组结构 (万千瓦)	控股装机 (万千瓦)	控股/参股
皖能合肥	51	123	63+60	64.26	控股
皖能马鞍山	51	132	2*66	67.32	控股
皖能铜陵	51	169	2*32+105	86.19	控股
临涣中利	50	62	2*31	32	控股
淮北国安	40	64	2*32	25.6	控股
阜阳华润	40	128	2*64	51.2	参股
秦山核电	2	260	4*65	5.2	参股

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 3：公司主要规划建设电厂**

电厂	权益比例 (%)	总装机 (万千瓦)	机组结构 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	备注
淮北平山电厂	24.5	132	2*66	32.34	2016 年投产
皖能铜陵二期	51	105	1*105	53.55	2016 年投产
利辛板集	45	200	2*100	90	2016 年投产
钱营孜电力	50	70	2*35	35	
阜阳华润二期	40	132	2*66	52.8	
<b>总计</b>				<b>263.69</b>	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （三）皖能集团实力雄厚，打造千亿皖能

安徽省能源集团有限公司是由省政府出资设立的国有独资公司，是省政府授权的投资经营机构和国有资产投资主体，负责省级电力、天然气及其它能源建设的资金筹集、投资管理工作，并对建设项目进行资产经营和资本运作。目前，集团公司已形成了电力、天然气、金融三大产业互动协同发展，煤炭物流、新能源、电力生产服务等行业提供有力支撑的良性发展格局。2010 年，公司在中国能源集团 500 强中名列第 148 位，荣获“安徽‘十一五’经济建设十大贡献企业”称号，被评为安徽省与中央企业合作发展成果一等奖。2014 年，被省国资委授予 2011-2013 年任期考核业绩优秀企业奖、节能减排优秀企业奖。

2014 年，皖能集团公司实现利润总额 31 亿元，创历史最好水平。截至 2014 年底，集团公司总资产 365 亿元，净资产 211 亿元。现有控股电力装机容量 615 万千瓦，建成天然气支线管网 1200 千米，供气范围已覆盖除黄山以外的全省所有地级市。集团公司现全资和控股的二级子公司 18 家，其中安徽省皖能股份有限公司是 1993 年我国第一批规范化改制的电力上市公司，其控股的皖能铜陵发电有限公司 100 万千瓦机组是安徽省首台百万千瓦级发电机组。目前，集团公司围绕科学发展主题，抓住安徽省加速崛起的机遇，按照“大能源、大项目、大重组、大开放”的发展思路，努力实现 2020 年前打造“千亿皖能”的宏伟目标，为加快安徽省的经济社会发展做出更大的贡献。

#### 1、集团电力业务

目前集团控股皖能合肥、皖能马鞍山、皖能铜陵、淮北国安、临涣中利等五家发电企业，参股神皖能源等公司，权益装机容量 728 万千瓦。

#### 2、集团与神华集团合作的能源业务

神皖能源有限责任公司成立于 2011 年 7 月 8 日正式注册成立，由中国神华能源股份有限公司与安徽省能源集团有限公司按照 51%、49% 的股权比例出资组建的。经营范围涉及电力附属产品的开发，煤炭销售，港口、码头的开发，铁路的建设，能源技术开发、转让与研究等。目前下属四家发电企业，分别为神皖马鞍山万能达发电有限公司、神皖池州九华发电公司、神皖安庆皖江发电公司、神皖合肥庐江发电有限公司，正在积极洽谈年中转 2000 万吨的港储煤电一体化项目，前期储备项目约 4000MW，预计“十三五”期初开工建设，资产总额 74.7471 亿元，运营总装机容量 244 万千瓦。规划到 2015 年末，电力装机容量达 1000 万千瓦、煤炭贸易量达 2000 万吨、年销售收入达 500 亿元。

目前煤炭行业发展不平衡正在加剧,产量增量向资源条件和运输条件好的地区和大企业集中。皖能集团与神华集团携手建立的神皖能源公司有利于皖能集团在煤炭业务上的深度合作。作为皖能集团最大的煤炭供应商,神华集团拥有丰富的煤炭资源,而皖能集团拥有强大的火电开发建设能力及运营经验,神皖能源可谓两大集团强强联合之结晶。

### 3、集团天然气业务

天然气是优质高效清洁的低碳能源。皖能集团坚持电气并举,控股成立安徽省天然气开发股份有限公司,对全省天然气产业规划、气量衔接、支干线管网建设等实施统一管理。作为政府授权特许从事天然气建设和经营的企业,目前已建成支干线管网长度超过1200千米,管道供气范围基本覆盖全省。力争2015年实现上市目标,建成支干线管网1800千米,年输售气量30亿立方米。2020年前打造“百亿燃气”,实现“气化安徽”。

皖能集团大力推进能源结构调整,积极拓展新的清洁能源。准备投资300亿元,建设淮南年产40亿立方米煤制天然气项目。同时,开展页岩气勘探工作,着力提高清洁能源在能源供给中的比重。

### 4、集团新能源业务

#### (1) 垃圾焚烧发电

垃圾焚烧发电可以有效减少对土地资源的占用,是资源综合利用和循环经济的重要形式。实施垃圾无害化处理,促进城乡清洁工程开展,推广皖能“乡收集、县转运、市焚烧”垃圾运营模式,统一规划建设全省垃圾焚烧发电项目,目前集团已经开展了安庆(装机24MW)、淮南(装机24MW)、阜阳(装机12MW)、滁州(装机12MW)、池州(装机7.5MW)、长丰(装机20MW)、宿州(装机12MW)、临泉8个环保发电项目。

#### (2) 水电

水电是绿色清洁的可再生能源。抽水蓄能电站承担电网调峰填谷、调频调相和事故备用任务,是电力供应安全和质量的重要保障。皖能集团加快新兴能源发展,参与投资建设天荒坪(持股5.55%,总装机1800MW)、响洪甸(持股45%,总装机80MW)、琅琊山(持股30%,总装机600MW)、响水涧(持股9.25%,总装机1000MW)等抽水蓄能电站,促进能源行业结构优化。

#### (3) 风力发电

风力发电是风能利用的重要形式,是调整能源结构、实施能源可持续发展的有效手段,发展风电前景广阔。皖能集团积极抢占风电资源,做好项目储备开发工作。目前与国电安徽电力有限公司合作,共同开发建设宿松(持股49%,总装机49.5MW)、太湖(持股49%,总装机46MW)和寿县(持股49%,总装机36MW)风电项目。

#### (4) 核电

皖能集团已与中国核工业集团、中国广东核电集团和中国华能集团分别达成建设安徽内陆核电站的合作意向。

#### (四) 资本运作持续进行中

皖能集团于 2012 年作出承诺将目前已符合注入上市公司条件的资产和权益注入皖能电力。公司承诺在对皖能电力拥有控制权期间，将持续在电力投资、资本运作、资产并购等方面优先支持皖能电力，协助其做大做强主营业务。皖能电力成为公司旗下发电类资产整合的唯一上市平台和资本运作平台。同时凡是集团获得的与皖能电力主营业务相同、相似并构成竞争关系的发电类业务的商业机会或投资项目，该等商业机会均由皖能电力享有，该等投资项目将由皖能电力负责投资、建设、经营。

早在 2012 年 2 月，皖能电力便向包括皖能集团等投资者发行股份，投资合肥发电厂 6 号机组扩建工程项目以及收购皖能集团所持电燃公司 80% 股权、临涣中利 50% 股权及泰山二期 2% 股权。2013 年 3 月份，皖能电力完成增发事宜，皖能集团重申了向皖能电力注入资产的承诺。

(1) 第一步，2 年内，皖能集团持有标的企业中国电铜陵发电有限公司、国电蚌埠发电有限公司、安徽淮南洛能发电有限责任公司、安徽电力股份有限公司、神皖能源有限责任公司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。

(2) 第二步，5 年内，皖能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。

(3) 在上述第一步及第二步实施过程中，皖能集团将严格遵照已做出的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交由皖能电力承接。

5 年后，标的企业仍不符合注入上市公司条件的，在符合国有资产监管及公司治理要求的基础上，皖能集团持有的该等发电企业股权将全部委托皖能电力管理。皖能集团后续将加强管理并进行整合，努力提高该等标的企业的盈利能力，待其业绩改善并符合注入上市公司的法定要求后 1 年内启动将相关资产注入上市公司的工作。

**表 4：皖能集团相关发电资产**

电厂名称	总装机 (万千瓦)	权益 (%)	权益装机 (万千瓦)	类型	状态
淮南洛能发电	184	46	84.64	火电	投运
国电铜陵发电	126	25	31.5	火电	投运
国电蚌埠发电	120	30	36	火电	投运
安徽电力	60	4	2.4	火电	投运
神皖能源-池州九华	60	49	29.4	火电	投运
神皖能源-安徽马鞍山	120	49	58.8	火电	投运
神皖能源-安庆皖江	64	49	31.36	火电	投运
<b>第一步拟注入资产总计</b>	<b>734</b>		<b>274.1</b>		
响洪甸抽水蓄能	8	45	3.6	水电	投运
琅琊山抽水蓄能	60	35	18	水电	投运
天荒坪抽水蓄能	180	5.55	9.99	水电	投运
响水涧抽水蓄能	100	25	25	水电	投运

合肥联合发电	70	16	11.2	火电	投运
蚌埠热电	8	15	1.2	火电	投运
神皖能源-池州九华扩建	200	49	98	火电	前期
神皖能源-安庆二期	200	49	98	火电	前期
神皖能源-万能达扩建	200	49	98	火电	前期
<b>第二步拟注入资产总计</b>	<b>1026</b>		<b>362.99</b>		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

皖能电力目前控股运营发电机组 11 台，控股装机容量 555 万千瓦，占安徽省总装机容量 4332 万千瓦的 12.81%，。皖能集团首批承诺注入电厂权益装机约 274.1 万千瓦。公司作为皖能集团火电整合平台，现首期资产注入期限已临近。我们预计，公司并购扩张速度正在加快，公司电力业务也将随之迎来迅猛增长。

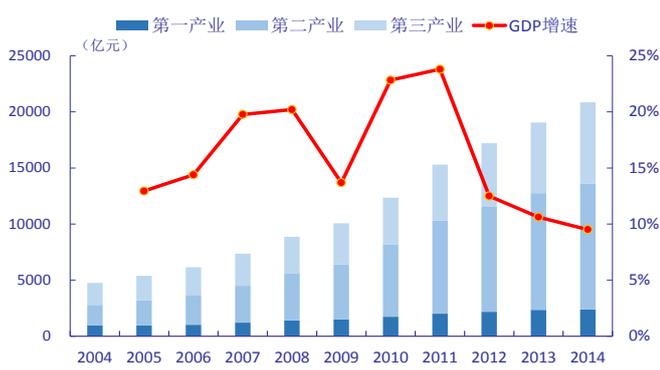
## 二、区位优势明显

### （一）安徽省用电需求逐年增长

安徽省是我国重要的农产品生产、能源、原材料和加工制造业基地，2014 年全省生产总值 20848.8 亿元，按可比价格计算，较 2013 年增长 9.2%，高于全国平均水平。从经济结构上看，安徽省第二、三产业比重逐年增加，第二产业比重占据绝对优势，增长迅猛。

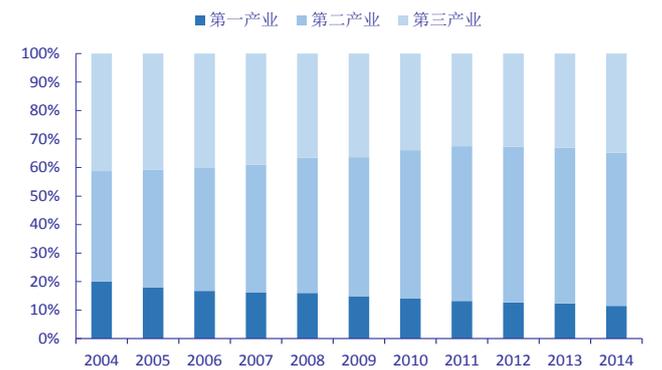
2015 年以来，全省工业生产延续了 2014 年以来的良好态势，继续呈现出有速度、有质量、有效益的增长。随着工业生产的稳步增长，全省对电力的需求进一步增加。2015 年前四月，安徽省累计用电量达到 518 亿千瓦时，同比增速 4.32%，高于全国平均增速水平 0.93%。

图 5：安徽省历年 GDP 变化情况



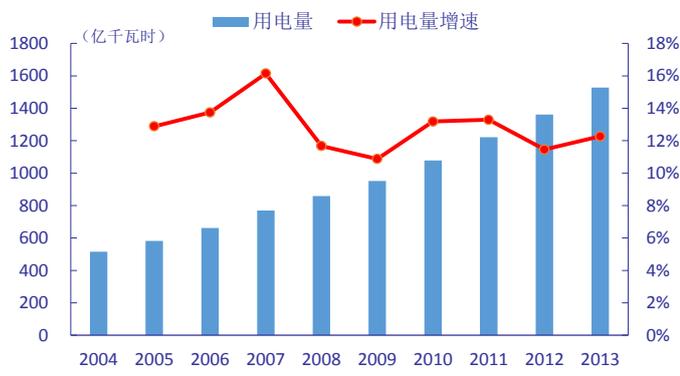
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 6：安徽省历年经济结构



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 7：安徽省历年用电量变化情况

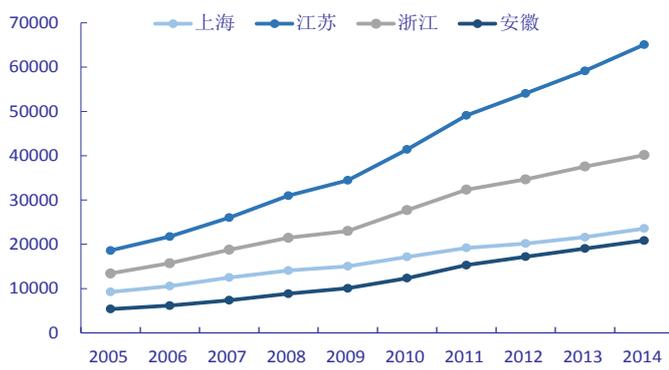


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

## （二）长三角一体化进程推进，助力安徽省产业升级

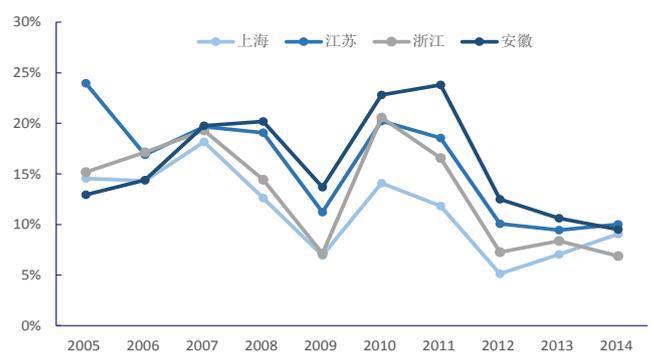
2014 年 9 月，《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》一经公布，备受关注的沿江城市群建设思路更加明晰，其中首次明确了安徽作为长江三角洲城市群的一部分，参与长三角一体化发展。长三角一体化发展有利于推进安徽省工业化进程，与周边省会共建面向长三角地区的能源、原材料和化工产业基地。吸引长三角投资，实现股份合作，加快两淮煤炭资源的深度开发和转化，建成长三角乃至华东地区重要的煤电能源基地。开拓长三角地区的电力市场，与上海和浙江省相关部门建立战略性合作关系。安徽省的发展水平与长三角地区的上海、江苏和浙江有一定的差距，但是其经济增长速度却高于这三个地区，这种差异为安徽省承接长三角地区的产业转移提供了条件。我们认为，安徽省发展的优势在：（1）民俗文化的历史渊源；（2）交通便利的区位优势；（3）较好的工业发展基础；（4）长期合作关系的坚持基础；（5）资源和产业的优势互补。

图 8：泛长三角地区历年 GDP 变化情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

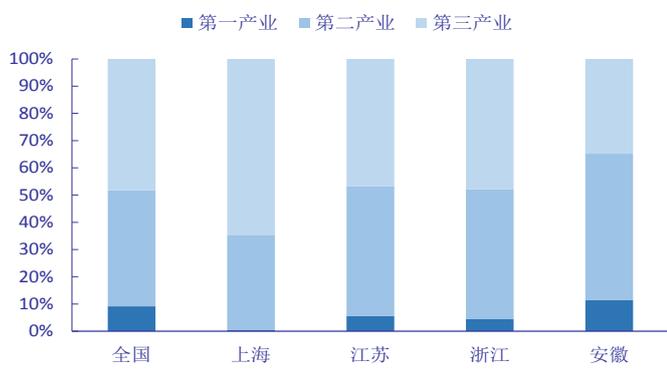
图 9：泛长三角地区历年 GDP 增长情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

从经济结构上看，安徽省第二产业占据了全年 GDP 的半壁江山，比重显著高于长三角地区的上海、江苏和浙江，同时也高于全国平均水平。长三角一体化得推进，将为安徽省第二产业的升级注入新的活力。

图 10：2014 年泛长三角地区产业结构对比



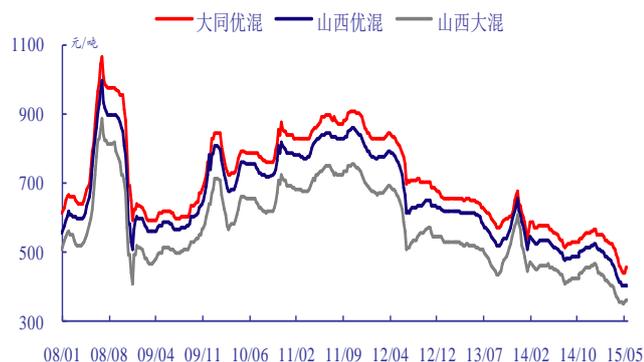
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

### (三) 煤炭产销区燃料供给充足，煤价低位运行

上游煤炭行业产能过剩，致使煤价自 2012 年以来持续低迷。进入 2015 年第二季度，动力煤价格继续呈现下跌趋势。6 月 1 日最新报价，秦皇岛沿海煤种山西优混（5500 大卡热值）价格为 405 元/吨，较 2014 年同期下跌 120 元（22.9%）。由于供大于求的局面在短期内很难得以改善，我们预计 2015 年煤价低位运行是大概率事件。公司火电主营业务对煤价敏感度高，煤价下跌可能给公司带来超市场预期盈利表现。

安徽省煤炭资源丰富，新增产能也在不断释放。从“产”的角度看，安徽省大力推进落后产能结构调整，计划于 2015 年关闭所有年产 30 万吨及以下小煤矿，优化产能结构。新集、皖北、淮北、淮南四大煤炭集团的产能扩张速度较快，形成了较为宽松、稳定的煤炭供给氛围。从“销”的角度看，安徽位于中部交通枢纽地带，煤炭物流顺畅。皖北地区可以承接山西、河南地区的煤炭，皖南沿江地区则可承接顺江而下的川煤以及其他水运煤炭。

图 11：秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

图 12：环渤海指数变动情况



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

## 三、金融资产增值，提升公司估值

根据 2014 年年报披露，公司持有华安证券 7.09%、马鞍山农村商业银行 3.08%、安徽省

能源集团财务 49%、国元农业保险 3.74%和国元证券 5.01%的股份。

随着国元证券股价在 2015 年的持续走高，国元证券的账面价值将进一步得到提升。目前公司持有国元证券的市值为 35 亿元。

公司对华安证券的持股数量为 2 亿股，华安证券已经在 2014 年底之前报送招股说明书，目前正处于审批过程中，预计今年有可能上市发行。2014 年华安证券总资产达 230 亿元，营业收入 16.9 亿元，实现净利润 6.9 亿元。参照市场上同类券商的估值，预计华安证券上市之后的市值约为 300 亿，公司所持股权价值约为 16.4 亿元。我们选取了三家与华安证券规模接近的已上市的证券公司，综合对比，它们在过去一年内的走势显著优于上证综合指数。在券商板块整体利好的形势下，公司持有的金融股份的估值将得到进一步的提升。

表 5: 公司持有金融企业股权情况 (截止到 2014 年 12 月 21 日)

公司名称	公司类别	持股数量 (股)	持股比例	账面价值 (元)	会计核算科目	股份来源
华安证券股份有限公司	证券公司	200,000,000	7.09%	16,000,000.00	可供出售金融资产	出资和受让
马鞍山农村商业银行股份有限公司	商业银行	46,200,000	3.08%	710,000.00	可供出售金融资产	出资
国元农业保险股份有限公司	保险公司	78,651,720	3.74%	88,876,443.60	可供出售金融资产	出资
安徽省能源集团财务有限公司	其他	—	49.00%	163,762,434.46	长期股权投资	出资
国元证券股份有限公司	证券公司	98,303,300	5.01%	3,064,113,861.00	可供出售金融资产	出资
合计	—	423,155,020	—	489,038,878.06	—	—

资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

图 13: 相关证券公司相对上证综指表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 四、电力改革与国企改革齐飞，清洁能源发力

### (一) 华东能源基地，安徽火电受益于电力改革

根据电改“九号文”《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(中发[2015]9号)，新一轮电改的重点和路径是：按照管住中间、放开两头的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；

推进交易机构相对独立，规范运行。目前，国内电力市场存在的主要问题是，电网企业集电力输送、电力统购统销、调度交易为一体，发电企业与用户直接交易规模有限；现行上网电价、销售电价仍由政府定价，交易双方没有定价权。管住中间是指对具有自然垄断属性的输配电网环节加强政府监管、实行政府定价，确保电网公平开放、市场公平交易，有利于更好实现电网科学规划，发挥电网规模效益、提高管理效率，避免拆分式改革增加大量管理成本和协调成本。放开两头是指在发电侧和售电侧实行市场开放准入，引入竞争，放开用户选择权，形成多买多卖的市场格局，价格由市场形成，发挥市场配置资源的决定性作用。

## （二）安徽国企改革提速，省属集团整体上市

2014年4月，安徽省出台《关于全面深化改革的意见》，其中针对国有企业改革，提出了以下几点指导意见：

（1）积极发展混合所有制经济。分类推进不同功能的国有企业改革，大力发展各类资本交叉持股、相互融合的混合所有制经济。

（2）切实增强国企竞争力。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。

（3）加快完善现代市场体系。应加快完善现代市场体系，建立公平开放的市场规则，实行统一的市场准入制度，清理多个行业准入规则中不适当的资金、技术、资质等限制条件，加快推进工商注册制度便利化。

截至2014年6月底，安徽省全省国有控股上市公司有30户。其中省国资委监管的30户省属企业控股的上市公司15户，总股本275.62亿股，总市值达2039亿元。省属企业总持股110.98亿股，资产证券化率约36%。为支持国有企业改革，创造良好的环境，安徽省政府政策层面较为开放，在全省资产证券化率偏低的情形下，我们认为安徽省此轮国企改革的重点将在于扶持大型国有企业整体上市。安徽省属国资集团已经陆续开始集团整体上市的试点，江淮集团和海螺集团基本完成，海淮南矿业集团、建工集团等集团都在筹划中。

## （三）省内清洁能源和核电资源丰富

安徽清洁能源资源储量总体来讲较为丰富，分布广泛，特别是水能、生物质能、煤层气资源具有比较优势和现实的开发价值，其余清洁能源资源也具有长远潜在的开发价值。安徽省地属长江、淮河、新安江三大流域，水力资源主要分布在大别山和皖南山区二十多个山区县。安徽水力资源复查理论总蕴藏量为4118兆瓦，已经开发的和正在开发的年发电量占理论发电量比例为5.4%，按理论蕴藏量大于10兆瓦的河流统计，则全省的蕴藏量为3144兆瓦。新一轮电改正在重构电力市场，打破旧有的电力市场格局和交易秩序。

安徽省地质情况好，交通也比较便利，而且处于丘陵地带，不少地区人口不多，具有发展核能的比较优势，预计在2025~2050年间将会建成商用核聚变堆。随着制氮技术的发展，氢能将成为其他新能源和对再生能源的最佳载体替代化石燃料。安徽芜湖核电项目位于安徽省芜湖市繁昌县荻港镇芭茅山，处于皖电东送通道上，毗邻长江三角洲负荷中心，具有良好的选址条件和区位优势。项目规划建设4台百万千瓦级压水堆核电机组，总投资近500亿人民币，建

成后年发电量约 300 亿千瓦时，可就近向皖南负荷中心供电，也兼顾“皖电东送”，为长三角以及上海地区经济发展提供电力支持。中能股份与中国广东核电集团有限公司、安徽省皖能股份有限公司、上海电力股份有限公司分别按 20、51、15、14 的比例共同投资设立安徽芜湖核电有限公司，负责建设、经营安徽芜湖核电站一期工程，一期工程建设规模为两台百万千瓦级核电机组。

图 14：安徽芜湖核电站鸟瞰图



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

## 五、估值与投资建议

公司区位优势明显，发电项目盈利有保障。储备项目规模可观，未来成长性优异。公司目前正在规划中的主要项目权益装机容量约为 263.69 万千瓦，接近目前现有权益装机容量。公司业务布局广泛，目前非电业务主要是金融资产，提升估值。未来，随着华安证券的上市，公司金融资产价值将得到进一步大幅提升。此外，大股东皖能集团承诺的资产注入为公司外延式扩张提供动力。我们预计公司 2015-2016 年每股收益分别为 1 元和 1.2 元，对应市盈率为 21x 和 17x。我们维持公司“推荐”评级。

## 六、风险因素分析

安徽省经济增长速度可能放缓，影响区域社会用电需求增速减缓，导致公司发电量减少，可能会对公司盈利水平产生影响。

公司的发电机组主要集中在安徽省境内。未来几年安徽省新投产机组可能增幅较大，进一步降低公司占安徽省发电市场份额，导致公司机组发电利用小时进一步下降，可能会对公司盈利水平产生影响。

燃料成本在公司营业成本中占有较大比重。目前我国的燃料价格主要由市场供求关系决定。若我国燃料价格出现大幅上涨，将会增加公司的燃料成本和营业成本，进而可能会对公司的盈利产生影响。

在中国现行的电力监管体系下，发电企业的上网电价主要由国家价格主管部门核定，发电

企业无法控制或改变上网电价的核定标准。如果相关部门对上网电价向下调整，则公司的业务及利润或会受到影响。

2015年是实施“十二五”减排目标的最后一年，政府可能会进一步加大节能减排控制力度，将对企业的生产经营提出更高的要求，进一步加大企业对节能减排的投入。

## 插图目录

图 1: 2012-2014 年公司各行业营业收入 .....	1
图 2: 2012-2014 年公司各行业毛利润 .....	1
图 3: 2014 年公司各行业营收占比 .....	2
图 4: 2014 年公司各行业毛利润占比 .....	2
图 5: 安徽省历年 GDP 变化情况 .....	6
图 6: 安徽省历年经济结构 .....	6
图 7: 安徽省历年用电量变化情况 .....	7
图 8: 泛长三角地区历年 GDP 变化情况 .....	7
图 9: 泛长三角地区历年 GDP 增长情况 .....	7
图 10: 2014 年泛长三角地区产业结构对比 .....	8
图 11: 秦皇岛动力煤价格变动情况 .....	8
图 12: 环渤海指数变动情况 .....	8
图 13: 相关证券公司相对上证综指表现 .....	9
图 14: 安徽芜湖核电站鸟瞰图 .....	11

## 表格目录

表 1: 公司 2014 年主营业务构成 .....	1
表 2: 公司主要子公司、参股公司装机规模 .....	2
表 3: 公司规划建设电厂装机规模 .....	3
表 4: 皖能集团相关发电资产 .....	5
表 5: 公司持有金融企业股权情况 (截止到 2014 年 12 月 21 日) .....	9

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**邹序元、周然，电力等公用事业证券分析师。**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，本人承诺，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任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn