

皖能电力 (000543.SZ) 买入 (首次评级)

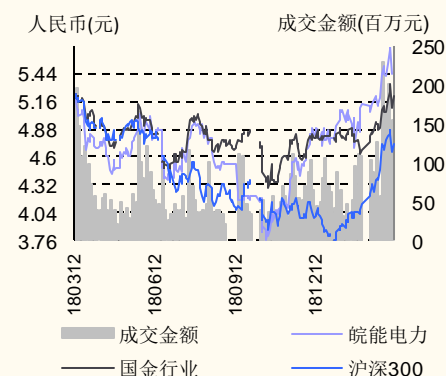
公司研究

市场价格 (人民币): 5.44 元

业绩超预期, 拟注入优质资产

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,790.40
总市值(百万元)	9,739.75
年内股价最高最低(元)	5.71/3.76
沪深 300 指数	3729.96
深证成指	9704.33



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.497	0.074	0.273	0.419	0.581
每股净资产(元)	6.15	5.66	5.91	6.30	6.83
每股经营性现金流(元)	1.08	0.55	0.68	1.15	1.41
市盈率(倍)	15.33	68.06	20.22	13.17	9.49
净利润增长率(%)	-23.02%	-85.15%	270.16%	53.46%	38.78%
净资产收益率(%)	8.07%	1.30%	4.62%	6.65%	8.51%
总股本(百万股)	1,790.40	1,790.40	1,790.40	1,790.40	1,790.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

- **火电业务盈利增强, 投资收益大幅增加。**公司预计 2018 年归母净利润约 4.30-6.30 亿元, 同比增长约 226%-377%, 业绩上升原因是: 1. 公司发电量同比增加, 机组综合平均电价同比上涨, 导致公司主营业务火电业务盈利能力同比增强。2. 参股公司投资收益较去年同期大幅上升。3. 公司对原参股公司阜阳华润电力有限公司进行单方增资达到控制, 形成非同一控制下企业合并, 按会计准则在合并层面对原持股比例按照公允价值重新计量产生投资收益。
- **安徽用电需求向好, 煤价中枢有望下移。**公司是安徽省最大的发电集团, 控股装机容量占省内调火电总装机容量 20.7%。2018 年安徽省全社会用电量同比增长 11.1%, 高于全国平均增速 2.61 个百分点, 火电发电设备平均利用小时数为 5005 小时, 高于全国平均水平 4361 小时, 处于全国第四位。2010 年 1 月国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》, 2016 年 7 月, 发改委充分肯定示范区建设取得的显著成效, 同意将规划展期至 2020 年。安徽省产业承接重点主要分布在装备制造业、原材料产业、轻纺产业及战略新兴产业。我们认为此类产业对电力的需求巨大, 安徽省的电力需求将维持较高增长。2013 年以来, 煤炭行业固定资产投资呈现逐年下滑趋势。随着煤价持续高位, 2018 年前 11 个月我国煤炭行业固定资产投资额增速达到 6.80%, 同时我国原煤产量也明显提升, 煤炭行业整体供需将逐步宽松。我们预计今年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归。
- **神皖能源待注入, 资产优质提升公司盈利能力。**2018 年 8 月公司拟发行股份及现金收购神皖能源 49% 股份。神皖能源主营电能、热力的生产及销售, 上网电量在安徽地区占比稳定在 11% 左右。神皖能源利用小时数高, 背靠神华拥有成本优势。2018H1 神皖能源毛利率为 19.70%, 高于申万(火电)指数所有公司的中值 12.42%。注入上市公司后将显著提升公司的盈利能力。

估值

- 预测公司 18-20 年营收为 143.61、159.14 和 163.24 亿元, 归母净利润为 4.89、7.50 和 10.41 亿元, EPS 为 0.27、0.42 和 0.58 元, 对应 18-20 年 PE 为 20、13 和 9 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 煤价下降幅度不达预期的风险, 标杆电价下调的风险, 资产注入进度不达预期的风险。

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

安徽火电龙头，火电业务盈利能力增强.....	4
安徽最大发电集团，火电业务为主.....	4
装机容量稳步提升，2018 年业绩反转.....	5
安徽为长三角产业转移示范区，用电需求向好.....	6
用电增速东部省份第一，制造业支撑经济高增发展.....	6
产业转移见成效，强用电需求有望保持.....	8
煤炭价格有望下移，公司业绩弹性大.....	10
煤炭固定资产投资增速由负转正，产能加速释放.....	10
煤价下行带来的业绩弹性大.....	10
神皖能源待注入，资产优质提升公司盈利能力.....	11
拟发行股份及现金收购神皖能源 49%股份.....	11
神皖能源盈利能力强.....	12
盈利预测.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图表 1：控股股东及实际控制人之间的产权及控制关系.....	4
图表 2：2017 年公司各业务营收占比.....	5
图表 3：公司现有控股及参股装机.....	5
图表 4：公司历年控股装机容量.....	6
图表 5：公司历年发电量.....	6
图表 6：公司历年营业收入.....	6
图表 7：公司历年归母净利.....	6
图表 8：2018 年安徽省装机分布.....	7
图表 9：2018 年各省用电量增速.....	7
图表 10：全国及各省 2018 年火电发电设备平均利用小时数.....	8
图表 11：皖江城市带区位示意图.....	9
图表 12：皖江城市带重点承接发展产业示意图.....	9
图表 13：长三角三省一市平均销售电价对比.....	9
图表 14：煤炭行业固定资产投资完成额（亿元）.....	10
图表 15：我国原煤产量累计同比增速（%）.....	10
图表 16：公司煤价敏感性测算.....	11
图表 17：神皖能源股权结构.....	12
图表 18：神皖能源下属子公司装机情况（截至 2018 年 11 月）.....	12
图表 19：神皖能源上网电量占安徽地区用电量比例.....	12
图表 20：神皖能源和安徽省火电设备利用小时数对比（小时）.....	13
图表 21：神皖能源 2017 和 2018H1 前五大供应商.....	13

图表 22: 神皖能源与皖能电力毛利率对比.....	13
图表 23: 公司各业务盈利预测情况	15

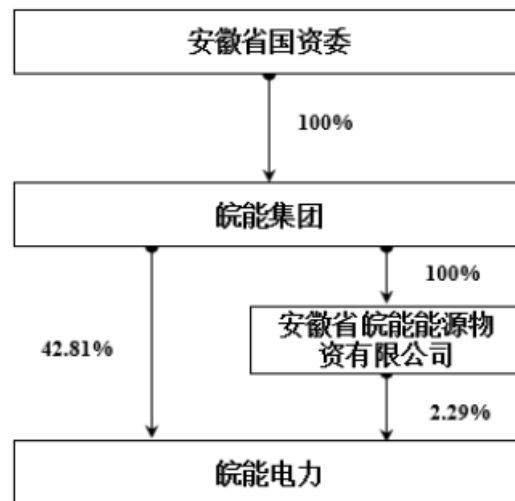
安徽火电龙头，火电业务盈利能力增强

- 公司 2018 年业绩同向上升的主要原因是：1.公司发电量较去年同期增加，机组综合平均电价较去年同期上涨，导致公司主营业务火电业务盈利能力较去年同期增强。2.本报告期公司按照权益法核算的参股公司投资收益较去年同期大幅上升。3.公司对原参股公司阜阳华润电力有限公司进行单方增资达到控制，形成了非同一控制下企业合并，按照会计准则在合并层面对原持股比例按照公允价值重新计量产生了投资收益。

安徽最大发电集团，火电业务为主

- 公司是安徽省第一批规范化改制的上市公司，于 1993 年 12 月 20 日在深圳证券交易所挂牌上市。目前，公司是安徽省最大的发电集团，公司控股装机容量占安徽省省调火电总装机容量 20.7%。公司 60 万千瓦及以上机组占公司总装机容量的 63.86%，子公司安徽省售电开发投资有限公司系安徽最大的售电公司。

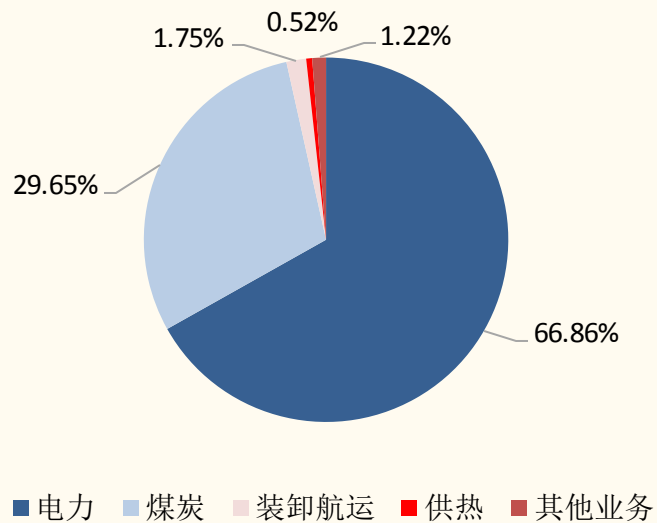
图表 1：控股股东及实际控制人之间的产权及控制关系



来源：公司公告，国金证券研究所

- 截止 2018 年 11 月 30 日，安徽省能源集团有限公司持有公司 7.66 亿股，占公司总股本的 42.81%。公司是皖能集团的电力板块专业化管理公司。公司组建之初，仅拥有 3 台 12.5 万千瓦发电机组，经过 20 多年的快速发展，截至 2018 年底，公司控股在役在建装机容量达 953 万千瓦。
- 公司的主要业务有电力、煤炭销售，同时涉足装卸航运和供热，2017 年营收的占比中，电力占比 66.86%，煤炭销售占比 29.65%。2018 年上半年由于电价上涨和用电量的增加，公司电力营收达到 41.90 亿，同比提升 16.42%，占总营收的比例提升至 71.43%。

图表 2：2017 年公司各业务营收占比



来源：wind，国金证券研究所

- 公司电力业务以燃煤火力发电为主，火电装机容量占比达 97.5%，同时涉及核电、风电、供热等能源项目。公司经营期权益发电装机容量为 661.2 万千瓦，其中含风电权益容量 11.22 万千瓦，占比为 1.70%，核电权益容量 5.2 万千瓦，占比为 0.79%。

图表 3：公司现有控股及参股装机

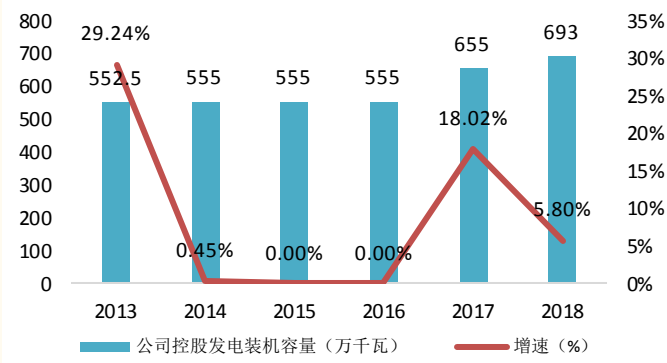
电厂名称	构成 (万千瓦)	装机 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	其他权益持有方
火电					
皖能合肥	2*63	126	51%	64.26	淮南矿业集团电力持股49%
皖能铜陵	32+105+100	237	51%	120.87	淮南矿业集团电力持股49%
皖能马鞍山	2*66	132	51%	67.32	淮南矿业集团电力持股49%
淮北国安	2*32	64	52.50%	33.6	国投电力40%；兴安控股12.5%；首达控股12.5%
临涣中利	2*32	64	51%	32.64	淮北杨柳煤业持股49%
钱营孜电厂	2*35	70	50% (直接48%，间接2%)	35	安徽恒源煤电持股50%；安徽电力燃料公司持股2%
控股合计		693			
淮北涣城	2*30	60	49%	29.4	淮北杨柳煤业持股51%
国投利辛	2*100	200	45%	90	中煤新集能源持股55%
阜阳华润	2*64	128	40%	51.2	华润电力投资公司持股55%；安徽阜阳能源交通持股5%
淮北平山	2*66	132	25%	33	中能股份持股51%；安徽神源煤化工持股24.5%
淮南洛能	2*32+2*63	190	46%	87.4	大唐安徽发电持股52.8%；淮南投资持股12%
风电					
宿松风电	4.95	4.95	49%	2.4255	国电安徽能源销售公司持股51%
宿松风电 (二期)	4.95	4.95	49%	2.4255	国电安徽能源销售公司持股51%
太湖徐桥风电	4.6	4.6	49%	2.254	国电安徽能源销售公司持股51%
寿县团山风电	3.6	3.6	49%	1.764	国电安徽能源销售公司持股51%
望江风电	4.8	4.8	49%	2.352	国电安徽能源销售公司持股51%
合计				11.221	
核电					
秦山核电	4*65	260	2%	5.2	中国核电50%；浙能电力20%；中能股份12%；江苏省国信集团10%；上海禾曦能源投资6%

来源：公司公告，国金证券研究所

装机容量稳步提升，2018 年业绩反转

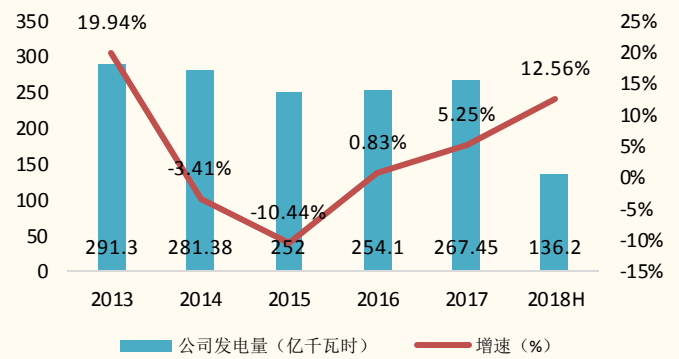
- 公司控股的钱营孜低热值煤电厂 2 台 35 万机组，分别于 2018 年 4 月和 8 月通过 168 小时试运行，顺利投产。公司控股装机容量从 2016 年的 555 万千瓦增加至 2018 年的 693 万千瓦。除火电机组外，公司还积极布局风电、核电项目，2016 年公司与国电安徽力源电力发展有限公司成立安徽国电皖能风电，公司持股 49%，目前有 5 个风电项目。
- 公司发电量在 2014 年和 2015 年经历了宏观经济增长放缓、能源需求不足而导致的下滑后，2018 年上半年发电量同比增加 12.56%，为近年最高增速。

图表 4：公司历年控股装机容量



来源：公司公告，国金证券研究所

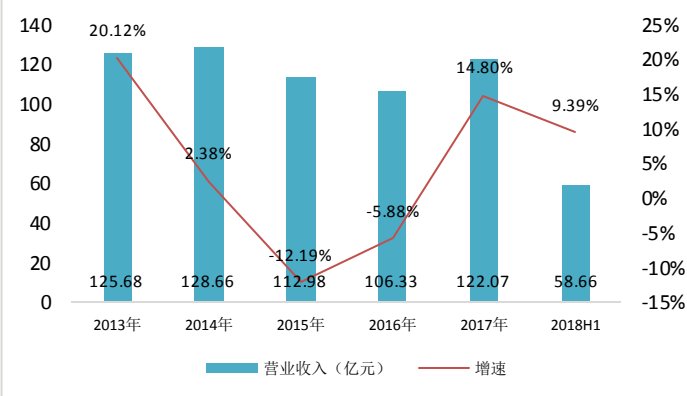
图表 5：公司历年发电量



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

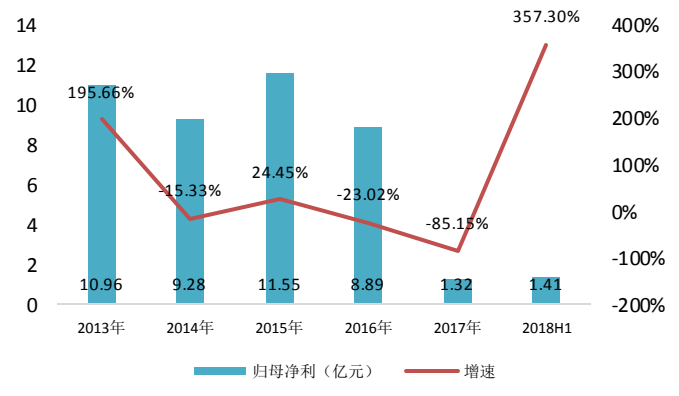
- 公司营业收入较为稳定，归母净利变动较大，2018 年公司业绩增速转负为正。2017 年，煤价高位运行、机组发电利用小时数下降，公司利润空间受到严重挤压，归母净利同比下降 85.15%至 1.32 亿元。2018 年安徽省用电需求高，公司装机容量增加、发电小时数增加、电价提升，上半年归母净利同比增加 357%至 1.41 亿。

图表 6：公司历年营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司历年归母净利



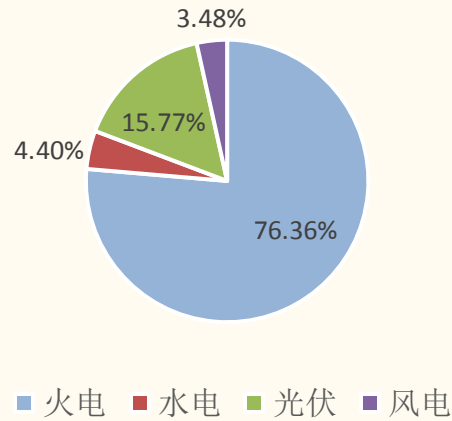
来源：公司公告，wind，国金证券研究所

安徽为长三角产业转移示范区，用电需求向好

用电增速东部省份第一，制造业支撑经济高增发展

- 2018 年安徽省全社会用电量突破 2000 亿千瓦时大关，达 2135.1 亿千瓦时，同比增长 11.1%，高于全国平均增速 2.61 个百分点。其中，第一产业累计用电量 21.7 亿千瓦时，同比增长 26.2%；第二产业累计用电量 1406.3 亿千瓦时，同比增长 8.8%；第三产业累计用电量 341 亿千瓦时，同比增长 17.4%；城乡居民累计用电量 366.1 亿千瓦时，同比增长 14.0%。
- 安徽省火电装机占比高达 76%。2018 年安徽省电力总装机为 7089 万千瓦，其中火电装机为 5413 万千瓦，占比为 76.36%，水电装机为 312 万千瓦。同时，安徽省新能源装机和发电量也保持快速增长。其中风电机组装机达 246.4 万千瓦，全年发电量达 50.1 亿千瓦时，同比增长 22.4%；光伏装机达 1117.7 万千瓦，全年发电量达 103.6 亿千瓦时，同比增长 67.4%。

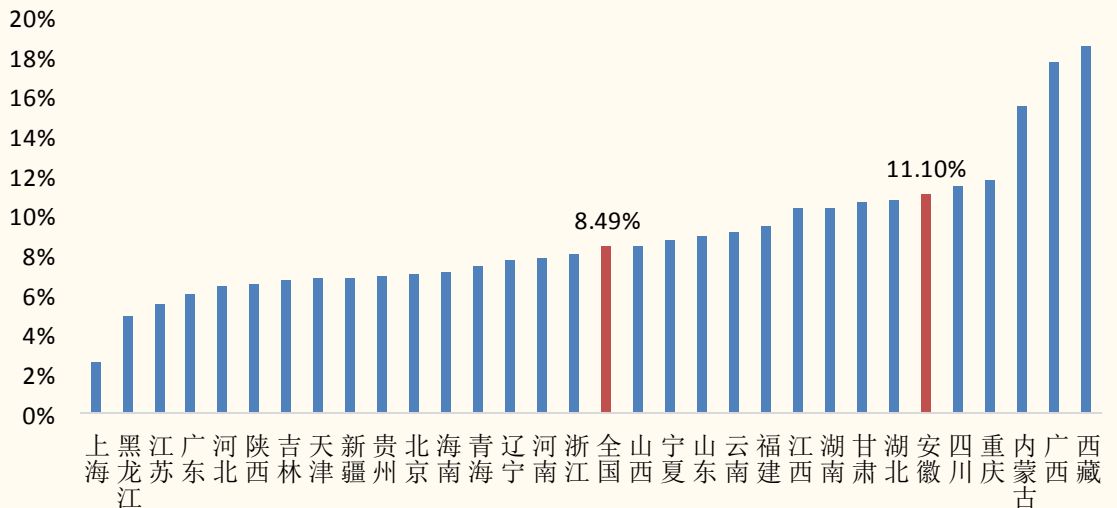
图表 8：2018 年安徽省装机分布



来源：wind，国金证券研究所

- 国网安徽电力发展策划部主任李宗表示“2018 年，我省全社会用电量和最大用电负荷均创下新高。全社会用电量增速位居华东区域和中部六省第一，这是安徽省近年来高质量发展的真实写照和重要体现。”

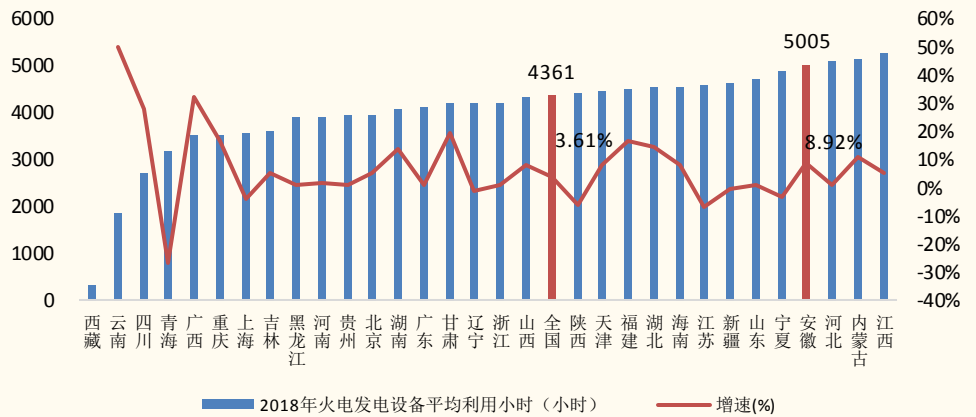
图表 9：2018 年各省用电量增速



来源：wind，国金证券研究所

- 安徽省政府新闻办初步核算，2018 年全省生产总值突破 3 万亿元大关，达到 30006.8 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.02%。其中，第一产业增加值 2638 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 13842.1 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 13526.7 亿元，增长 8.6%。主要指标增速全国靠前，在中部地区和长三角地区均处于领先地位。
- 工业经济特别是制造业加快迈向高质量发展，夯实了经济稳定健康发展的根基。全年规模以上工业增加值增长 9.3%，创近 4 年新高，居全国第四位、中部第一位。其中，采矿业增加值增长 0.8%，制造业增长 9.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.9%。
- 2018 年安徽省火电发电设备平均利用小时数为 5005 小时，远高于全国平均水平 4361 小时，处于全国第四位，仅次于江西、内蒙古和河北。同时，安徽省 2018 年火电发电设备平均利用小时数同比增长 8.92%，也远高于全国平均水平 3.61%。

图表 10：全国及各省 2018 年火电发电设备平均利用小时数

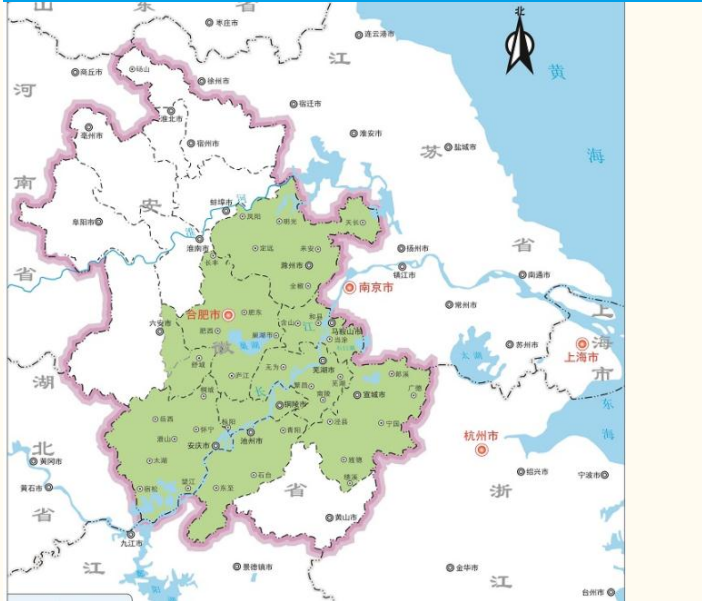


来源：公司公告，国金证券研究所

产业转移见成效，强用电需求有望保持

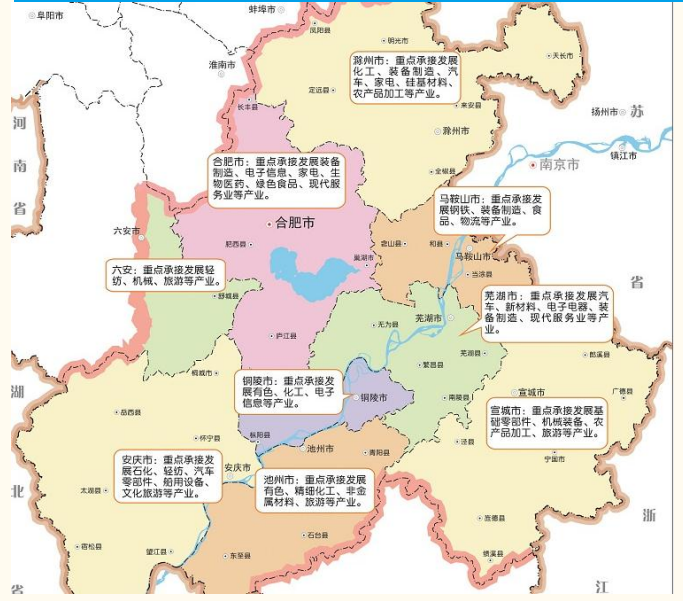
- 2010年1月12日，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，安徽沿江城市带承接产业转移示范区建设纳入国家发展战略。这是迄今全国唯一以产业转移为主题的区域发展规划，是促进区域协调发展的重大举措。产业转移示范区目标成为全国重要的先进制造业和现代服务业基地。积极承接产业转移，进一步做大做强优势产业，着力培育高技术产业，重点领域在汽车、钢铁、有色、机械设备、化工、建材、家电、农产品加工八大优势产业。
- 2016年7月，国家发展改革委充分肯定了示范区建设取得的显著成效，同意将规划展期至2020年，并要求按照修订意见作进一步修改完善，由省政府印发并组织实施。2016年10月21日，省政府正式印发《皖江城市带承接产业转移示范区规划（修订）》。此次《规划》更加细化，提出依托现有产业基础，发挥区位和资源优势，以沿江一线为发展轴，合肥和芜湖为双核，滁州和宣城为两翼，构筑“一轴双核两翼”产业分布格局。
- 沿江发展轴：形成现代化大工业和物流业的重要集聚区域。合肥核：重点承接发展装备制造、电子信息、家电、生物医药、绿色食品、现代服务业等产业。芜湖核：高起点承接发展汽车、新材料、电子电器、装备制造、现代服务业等产业。滁州、宣城两翼：重点承接发展装备制造、汽车、家电、农产品加工、现代化工等产业，建设重要的盐化工和硅基材料产业基地。

图表 11: 皖江城市带区位示意图



来源: 安徽省政府网站, 国金证券研究所

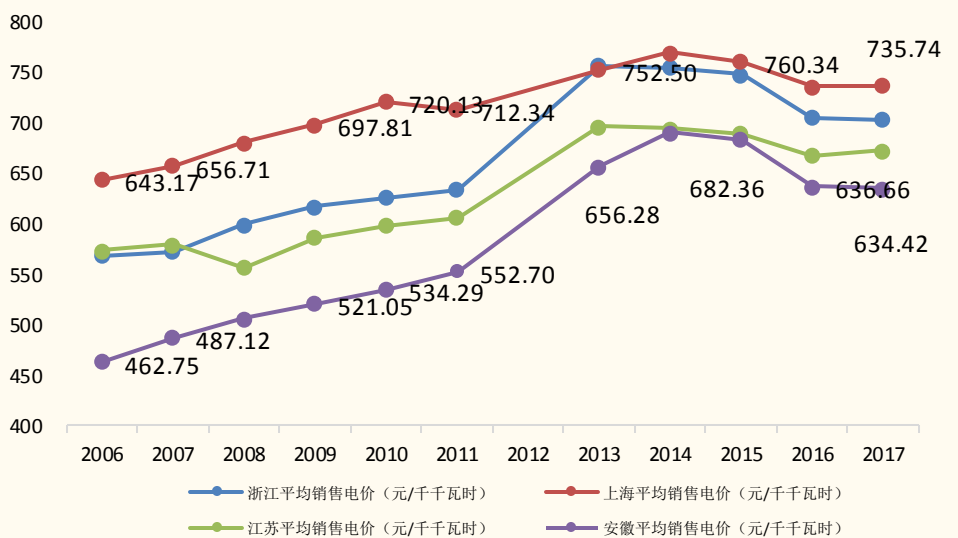
图表 12: 皖江城市带重点承接发展产业示意图



来源: 安徽省政府网站, 国金证券研究所

- 本次《规划》要求的产业承接的重点主要分布在装备制造业、原材料产业、轻纺产业及战略新兴产业。我们认为此类产业对电力的需求巨大, 安徽省的电力需求将维持较高增长。我们统计了长三角三省一市的历年平均销售电价, 安徽省历年平均销售电价均低于上海、浙江和江苏, 2017 年安徽平均销售电价为 634.42 元/千千瓦时, 分别低于上海、浙江和江苏 101.32、68.32 和 37.80 元/千千瓦时, 较低的电价为长三角地区的企业搬迁至安徽提供了成本优势。

图表 13: 长三角三省一市平均销售电价对比



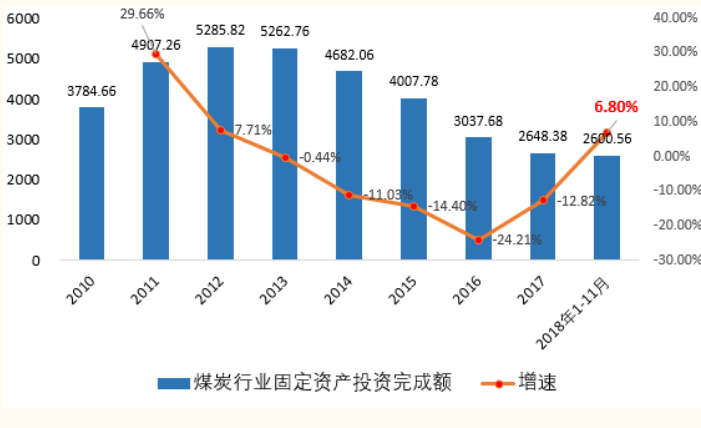
来源: wind, 国金证券研究所

煤炭价格有望下移，公司业绩弹性大

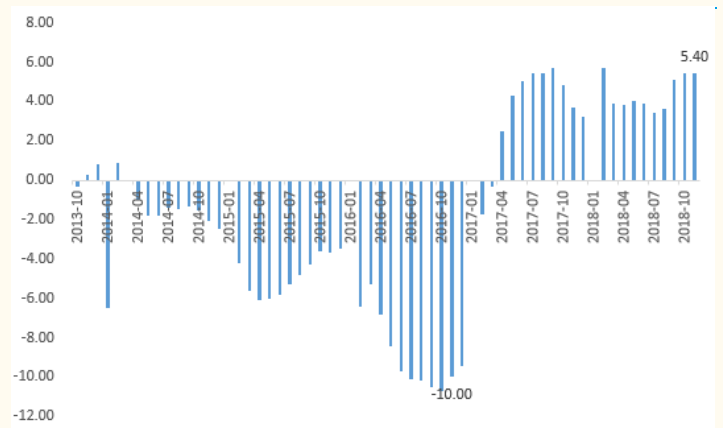
煤炭固定资产投资增速由负转正，产能加速释放

- 2018年10月10日，国家能源局发布公告，截至2018年6月底，全国范围内安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿共有3816处，在运产能合计为34.91亿吨/年。另外，已核准（审批）、开工建设煤矿1138处（含生产煤矿同步改建、改造项目96处），对应产能9.76亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿201处，产能3.35亿吨/年，未来还有6.41亿吨/年的产能将逐步投产并释放供给。
- 受煤价持续高位影响，煤炭固定资产投资增速自2013年以来首次转正。自2013年以来，我们煤炭行业固定资产投资呈现逐年下滑趋势，2017年下滑至2648亿元。随着煤价持续高位的影响，2018年前11个月，我国煤炭行业固定资产投资额增速达到6.80%。同时我国原煤产量也明显提升，2018年前11个月我国原煤产量同比增长5.4%，同比去年提高了1.7个百分点。我们预计2018年我国原煤产量增速将超过5%，明显高于2017年的3.2%。煤炭行业整体供需将逐步宽松。

图表 14：煤炭行业固定资产投资完成额（亿元）



图表 15：我国原煤产量累计同比增速 (%)



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 2018年11月27日，发改委印发了《关于做好2019年煤炭长协合同签订履行有关工作的通知》，文件中明确鼓励支持更多签订2年及以上量价齐长的中长期合同，同时中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的75%以上，且不能低于上年水平因此。2018年12月，中国神华月度长协价格为631元/吨，年度长协价格为555元/吨，环比分别下跌10元/吨、2元/吨。我们预计2019年煤价中枢将进一步向500-570元/吨的绿色空间回归，全年平均煤价预计将回落至600-620元/吨左右，同比2018年下降30-50元/吨。

煤价下行带来的业绩弹性大

- 公司电厂主要分为沿江电厂和内陆电厂。其中沿江电厂包括皖能马鞍山、皖能铜陵，合计装机容量369万千瓦，煤炭主要来自于铁路和水路供应。往年情况下，由于水路运输费相对较低，因此一般沿江电厂煤炭采购成本要低于内陆电厂，但公司2018年半年报披露，上半年由于海运费、江运费、滞期费等中间费用一直处于高位，1月份沿江电厂招标原煤价一度高达750-760元/吨，为2012年以来最高市场价，对以来煤船运为主的沿江电厂影响较大。内陆电厂：包括钱营孜、皖能合肥、淮北国安、临涣中利等，合计装机容量324万千瓦，煤炭主要来自于省内开采和铁路供应，一方面省内煤炭质量较高导致开采成本较高、另一方面铁路运输价格较高，使得内陆电厂煤炭成本高于沿江电厂。

- 我们预计公司煤炭年采购量约为 1100 万吨，2018 年安徽省平均电煤价格指数为 613.76 元/吨，在所有省份中排名靠前，显著高于 531.04 元/吨的全国平均水平。我们以 2018 年业绩为基准，在其他假设条件不变的前提下，如果煤价下跌 10 元/吨，则有望增加公司净利润 0.62 亿元，占比 2018 年业绩（4.89 亿）为 12.64%。

图表 16：公司煤价敏感性测算

煤价波幅 (元/吨)	煤价 (元/吨)	归母净利润增加 (万元)	2018年归母净利润 (万元)	2018年现预计归母净利润 (万元)	业绩波动幅度
50	663.76	(30915.50)	48900	17984.50	-63.22%
40	653.76	(24732.40)	48900	24167.60	-50.58%
30	643.76	(18549.30)	48900	30350.70	-37.93%
20	633.76	(12366.20)	48900	36533.80	-25.29%
10	623.76	(6183.10)	48900	42716.90	-12.64%
0	613.76	0.00	48900	48900.00	0.00%
-10	603.76	6183.10	48900	55083.10	12.64%
-20	593.76	12366.20	48900	61266.20	25.29%
-30	583.76	18549.30	48900	67449.30	37.93%
-40	573.76	24732.40	48900	73632.40	50.58%
-50	563.76	30915.50	48900	79815.50	63.22%

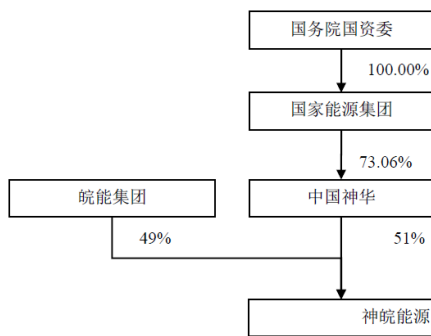
来源：wind，国金证券研究所

神皖能源待注入，资产优质提升公司盈利能力

拟发行股份及现金收购神皖能源 49%股份

- 公司 2018 年 8 月 30 日发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》，公司拟向皖能集团以 4.87 元/股的价格发行股份约 47,254.86 万股购买神皖能源 24%股权。公司于 2018 年 8 月 29 日与皖能集团签署有关《安徽省能源集团有限公司与安徽省皖能股份有限公司之支付现金购买资产协议》，拟向皖能集团支付 239,722.64 万元现金购买神皖能源 25%股权。目前，上述两项交易经公司第九届董事会第四次会议审议通过。2018 年 12 月 25 日，关于发行股份购买资产暨关联交易事项已经获得中国证监会受理。
- 公司支付现金购买皖能集团持有神皖能源 25%股权的交易以及发行股份购买皖能集团持有神皖能源 24%股权的交易完成后，公司将持有神皖能源 49%的股权。
- 神皖能源控股股东为中国神华，中国神华持股 51%。公司主营电能、热力的生产及销售，其下属子公司九华发电、万能达发电和皖江发电主要产品为电能和热力，下属子公司庐江发电尚未开展实际经营，相关机组正在建设当中，待该等机组建成投运后，其主要产品为电力。截至 2018 年 11 月，神皖能源已运营装机 460 万千瓦，在建装机 132 万千瓦，其中包括 2 台百万千瓦等级机组和 8 台 30 万千瓦等级机组。庐江发电#1、#2 机组分别于 2018 年 11 月 20 日、2018 年 12 月 24 日启动试运行，并分别于 2018 年 11 月 26 日、2018 年 12 月 30 日顺利通过 168 小时试运行，实现双机投产。

图表 17: 神皖能源股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 神皖能源下属子公司装机情况 (截至 2018 年 11 月)

公司	主营业务	装机容量 (万千瓦)	经营状况
庐江发电	火电	132 (在建)	2×660MW 超超临界凝汽式燃煤发电机组在建
九华发电	火电、热力及电力副产品	64	一期工程 2×320MW 机组于 2005 年投产运营
万能达发电	火电、供热	132	一期工程 2×330MW 燃煤发电集资机组于 1996 年投产运营, 二期工程 2×330MW 亚临界凝汽式燃煤发电机组于 2006 年投产运营
皖江发电	火电	264	一期工程 2×320MW 燃煤发电机组于 2005 年投产运营, 二期 2×1000MW 超超临界燃煤发电机组于 2015 年投产运营

来源: 公司公告, 国金证券研究所

神皖能源盈利能力强

- 神皖能源主营电能、热力的生产及销售, 所属电站发电量将主要售往安徽地区。神皖能源在安徽省内电力市场的行业地位较为稳定, 近几年上网电量在安徽地区用电量的占比稳定在 11% 左右。

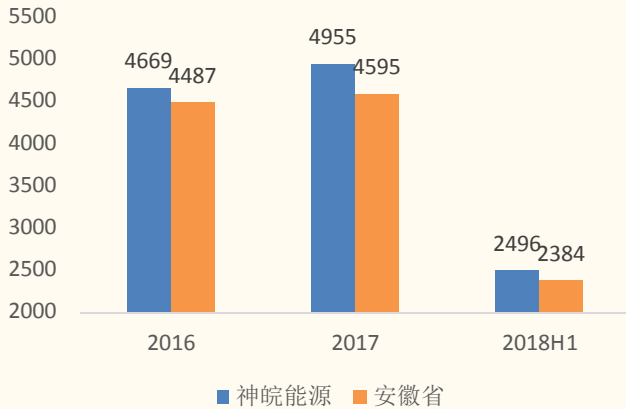
图表 19: 神皖能源上网电量占安徽地区用电量比例

时间	神皖能源上网电量 (亿千瓦时)	安徽地区用电量 (亿千瓦时)	占比
2015 年度	165.82	1,639.79	10.11%
2016 年度	204.53	1,794.98	11.39%
2017 年度	217.76	1,921.48	11.33%
2018 年 1-6 月	109.73	1,001.00	10.96%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 神皖能源利用小时数高, 背靠神华拥有成本优势。公司 2016-2018 年上半年的利用小时数分别为 4660、4955 和 2496 小时, 均高于同时期安徽省火电平均利用小时数。神皖能源采购的主要原材料为煤炭, 从公司前五大供应商可以看出, 占公司采购额高达 97% 的供应商为控股股东子公司神华销售集团华东能源有限公司。2016-2018 年上半年公司燃料成本 (含税) 为 476、592 和 598 元/吨, 低于同期安徽省电煤价格指数 460、606 和 622 元/吨。

图表 20: 神皖能源和安徽省火电设备利用小时数对比 (小时)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

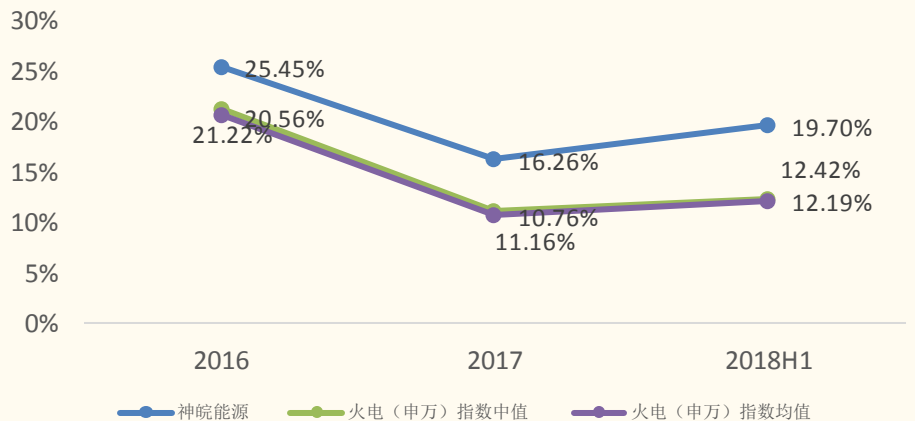
图表 21: 神皖能源 2017 和 2018H1 前五大供应商

报告期	供应商	采购金额 (万元)	占当期采购总额的比例
2018 年度 1-6 月	神华销售集团华东能源有限公司	207,964.85	97.24%
	安庆康裕通荣商贸有限公司	1,203.14	0.56%
	安徽海华建材有限公司	621.52	0.29%
	神华物资贸易有限责任公司	593.43	0.28%
	当涂县琪强液氨有限公司	211.41	0.10%
	合计	210,594.35	98.47%
2017 年度	神华销售集团华东能源有限公司	431,568.65	97.35%
	安庆康裕通荣商贸有限公司	1,088.72	0.54%
	当涂县琪强液氨有限公司	309.64	0.25%
	神华物资集团有限公司	363.41	0.07%
	马鞍山市安运物资有限公司	204.80	0.05%
	合计	433,535.21	98.26%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **毛利率高, 资产注入后提高公司盈利能力。**神皖能源 2018 年上半年实现营收 35.59 亿元, 实现归母净利润为 3.35 亿元。2018 年上半年神皖能源毛利率为 19.70%, 高于申万 (火电) 指数所有公司的中值 12.42%。神皖能源子公司中, 2018 年上半年皖江电力毛利率高达 21.40%, 万能达发电毛利率为 15.73%。公司子公司盈利能力也高于皖能电力和同类上市公司, 因此神皖能源注入上市公司后会显著提升公司的盈利能力。

图表 22: 神皖能源与皖能电力毛利率对比



来源: wind, 国金证券研究所

- 本次交易完成后, 将增加公司的权益装机容量 290.08 万千瓦, 以截至目前公司权益装机容量 661.2 万千瓦为基础计算, 增幅达到 43.87%。

盈利预测

- **装机容量：**公司控股的钱营孜低热值煤电厂 2 台 35 万千瓦机组，分别于 2018 年 4 月和 8 月通过 168 小时试运行，顺利投产。目前公司控股装机容量 693 万千瓦。公司 2018 年 11 月 24 日发布公告，公司拟通过增资扩股形式对所持阜润公司股权比例进行调整，增资扩股后，公司持有阜润公司的股份比例由 40% 增至 56.3636%，目前阜润公司注册资本为 9.19 亿元，拥有一期 2×640MW 超临界燃煤发电机组，二期拟扩建 2×660MW 超超临界燃煤发电机组。我们预计此次增资扩股将于 2019 年内完成，预计公司 2019 年和 2020 年控股发电装机容量将增加至 821 万千瓦。
- **发电小时数及发电量：**安徽省电力需求强，2018 年全省火电设备利用小时数为 5005 小时，高于全国 614 小时，比 2017 年提升了 410 个小时。我们预计公司 2019-2020 年发电小时数将提高 150 小时和 100 小时。预计 2018-2020 年发电量分别为 300、340 和 350 亿千瓦时，上网电量分别为 285、323 和 333 亿千瓦时。
- **上网电价：**目前安徽省燃煤发电机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝、除尘）为每千瓦时 0.3844 元。2018 年安徽省全年电力直接交易成交量为 580 亿千瓦时，平均成交价为 0.357 元/千瓦时，平均度电折价为 2.74 分。安徽省能源局日前发布《2019 年全省电力直接交易实施方案》的通知，2019 年，综合考虑电力供需平稳、电力迎峰度夏（冬）、清洁能源消纳、区外来电增长等因素，直接交易电量规模为 750 亿千瓦时。我们预计 2019-2020 年安徽省市场电交易占比将达到 35% 和 40%，公司的市场电比例与安徽省保持一致，则公司 2019-2020 年的综合上网电价约为 0.3748 和 0.3734 元/千瓦时。
- **发电平均标煤单价：**我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，2019 年平均煤价预计将回落至 600 元/吨左右，2020 年回落至 580 元/吨。
- **电力业务：**综合公司售电量和上网电价，我们预测公司电力业务收入 2018-2020 年为 105、121 和 124 亿元。随着煤价下跌，电力业务毛利率将逐步回升。
- **供热业务：**2018 年此业务板块营收为 6115 万元，同比大增 98%，我们预计此业务板块将继续保持高速增长。预计 2018-2020 年营业收入分别为 1.25、1.88 和 2.50 亿元。
- **煤炭业务：**此业务板块收入将随着煤价下跌，预计 2018-2020 年营业收入分别为 34.58、33.89 和 33.56 亿元。
- **综上，**我们预测公司 18-20 年营收为 143.61、159.14 和 163.24 亿元，归母净利润为 4.89、7.50 和 10.41 亿元，EPS 为 0.27、0.42 和 0.58 元，对应 18-20 年 PE 为 20、13 和 9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 23：公司各业务盈利预测情况

报告期	2016	2017	2018E	2019E	2020E
电力					
收入	75.36	81.61	105	121	124
增速	-16%	8%	29%	15%	2%
毛利率	14.14%	2.64%	5%	8%	11%
供热					
收入	0.43	0.64	1.25	1.88	2.5
增速	43%	49%	95%	50%	33%
毛利率		23.54%	24%	25%	25%
煤炭					
收入	26.91	36.19	33.68	32.29	32.56
增速	32%	34%	-7%	-4%	1%
毛利率	0.84%	1.32%	2%	2%	2%
装卸航运					
收入	1.96	2.14	2.03	2.21	2.34
增速	-16%	9%	-5%	9%	6%
毛利率	94.64%	0.78%	18%	18%	18%
其他业务					
收入	1.67	1.49	1.65	1.76	1.84
增速		-11%	11%	7%	5%
毛利率	1147.00%	93.82%	87.00%	85.00%	85.00%
总计					
收入	106.33	122.07	143.61	159.14	163.24
增速	-5.88%	14.80%	17.65%	10.81%	2.58%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 煤价下降幅度不达预期的风险。我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，全年平均煤价预计将回落至 600-620 元/吨左右，同比 2018 年下降 30-50 元/吨。如果煤价下降幅度不达预期，则公司盈利将下滑。
- 标杆电价下调的风险。标杆电价下调将直接带来公司盈利的下滑。
- 资产注入进度不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	11,298	10,633	12,207	14,361	15,914	16,324
增长率		-5.9%	14.8%	17.6%	10.8%	2.6%
主营业务成本	-8,704	-9,379	-11,787	-13,349	-14,524	-14,510
%销售收入	77.0%	88.2%	96.6%	93.0%	91.3%	88.9%
毛利	2,593	1,254	420	1,012	1,390	1,814
%销售收入	23.0%	11.8%	3.4%	7.0%	8.7%	11.1%
营业税金及附加	-87	-89	-101	-120	-132	-136
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	0	0	-2	-3	-3	-7
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-49	-42	-44	-49	-56	-56
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	2,458	1,123	274	841	1,199	1,616
%销售收入	21.8%	10.6%	2.2%	5.9%	7.5%	9.9%
财务费用	-357	-291	-336	-417	-443	-433
%销售收入	3.2%	2.7%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%
资产减值损失	-7	-10	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	344	568	160	200	220	250
%税前利润	13.8%	39.2%	116.0%	30.3%	21.7%	17.1%
营业利润	2,437	1,390	131	624	976	1,432
营业利润率	21.6%	13.1%	1.1%	4.3%	6.1%	8.8%
营业外收支	53	61	7	35	40	33
税前利润	2,490	1,451	138	659	1,016	1,465
利润率	22.0%	13.6%	1.1%	4.6%	6.4%	9.0%
所得税	-509	-233	-58	-115	-186	-284
所得税率	20.4%	16.0%	42.4%	17.5%	18.3%	19.4%
净利润	1,981	1,218	79	544	830	1,181
少数股东损益	826	329	-53	55	80	140
归属于母公司的净利润	1,155	889	132	489	750	1,041
净利率	10.2%	8.4%	1.1%	3.4%	4.7%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,981	1,218	79	544	830	1,181
少数股东损益	826	329	-53	55	80	140
非现金支出	1,034	1,051	1,160	1,052	1,164	1,241
非经营收益	23	-268	188	-12	195	174
营运资金变动	147	-61	-438	-372	-139	-74
经营活动现金净流	3,185	1,941	989	1,212	2,050	2,523
资本开支	-617	-1,380	-1,671	-776	-1,015	-931
投资	-989	-297	-695	-201	-200	-350
其他	305	703	375	200	220	250
投资活动现金净流	-1,301	-974	-1,991	-776	-995	-1,031
股权募资	0	158	145	0	0	0
债权募资	25	1,472	1,773	671	411	-407
其他	-1,756	-2,128	-1,141	-503	-504	-532
筹资活动现金净流	-1,730	-498	777	167	-93	-939
现金净流量	154	469	-225	602	963	553

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	706	1,215	908	1,510	2,473	3,025
应收款项	1,216	1,479	1,417	1,779	2,003	2,104
存货	176	236	145	263	279	290
其他流动资产	49	96	136	411	507	542
流动资产	2,148	3,026	2,605	3,963	5,261	5,962
%总资产	9.4%	11.2%	9.8%	14.2%	18.0%	19.8%
长期投资	5,641	8,009	7,345	7,545	7,745	8,095
固定资产	14,344	15,444	16,020	15,678	15,529	15,202
%总资产	63.0%	57.0%	60.3%	56.3%	53.0%	50.6%
无形资产	605	583	563	583	613	653
非流动资产	20,631	24,059	23,943	23,906	24,013	24,100
%总资产	90.6%	88.8%	90.2%	85.8%	82.0%	80.2%
资产总计	22,779	27,086	26,548	27,870	29,274	30,062
短期借款	2,855	3,305	3,957	4,028	3,825	2,799
应付款项	2,059	3,009	2,170	2,650	2,774	2,768
其他流动负债	364	233	332	199	272	351
流动负债	5,278	6,547	6,459	6,877	6,871	5,918
长期贷款	3,525	4,406	5,307	5,907	6,207	6,607
其他长期负债	876	1,253	997	797	1,130	1,380
负债	9,678	12,207	12,763	13,580	14,208	13,904
普通股股东权益	9,108	11,018	10,136	10,586	11,283	12,234
少数股东权益	3,993	3,861	3,648	3,703	3,783	3,923
负债股东权益合计	22,779	27,086	26,548	27,870	29,274	30,062

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.645	0.497	0.074	0.273	0.419	0.581
每股净资产	5.087	6.154	5.661	5.913	6.302	6.833
每股经营现金净流	1.779	1.084	0.553	0.677	1.145	1.409
每股股利	0.310	0.050	0.010	0.020	0.030	0.050
回报率						
净资产收益率	12.68%	8.07%	1.30%	4.62%	6.65%	8.51%
总资产收益率	5.07%	3.28%	0.50%	1.75%	2.56%	3.46%
投入资本收益率	9.76%	3.99%	0.66%	2.80%	3.77%	4.88%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.19%	-5.88%	14.80%	17.64%	10.81%	2.58%
EBIT增长率	2.55%	-54.32%	-75.62%	207.16%	42.59%	34.72%
净利润增长率	24.45%	-23.02%	-85.15%	270.16%	53.46%	38.78%
总资产增长率	-0.88%	18.91%	-1.99%	4.98%	5.04%	2.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.8	43.3	39.2	39.0	40.0	41.0
存货周转天数	10.1	8.0	5.9	7.2	7.0	7.3
应付账款周转天数	34.0	36.0	36.3	39.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	424.2	426.6	414.8	377.0	341.2	327.5
偿债能力						
净负债/股东权益	43.31%	43.66%	60.62%	58.95%	52.16%	42.57%
EBIT利息保障倍数	6.9	3.9	0.8	2.0	2.7	3.7
资产负债率	42.49%	45.07%	48.08%	48.73%	48.53%	46.25%

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	1	3	4	4	9
增持	0	1	2	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.33	1.43	1.31

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 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%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH