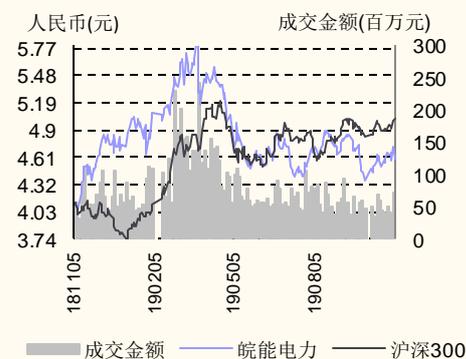


市场价格 (人民币): 4.59 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.67
已上市流通 A 股(亿股)	17.90
总市值(亿元)	104.05
年内股价最高最低(元)	4.72/4.45
沪深 300 指数	3978
深证成指	9868



相关报告

1. 《业绩超预期, 拟注入优质资产-皖能电力覆盖报告》, 2019.3.11

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

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

煤价下跌增厚利润, 股权过户收益落袋

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,207	13,416	15,178	15,719	16,226
营业收入增长率	14.80%	9.90%	13.13%	3.56%	3.23%
归母净利润(百万元)	132	556	975	1,107	1,221
归母净利润增长率	-85.15%	321.24%	75.33%	13.50%	10.26%
摊薄每股收益(元)	0.074	0.311	0.430	0.488	0.538
每股经营性现金流净额	0.55	0.76	1.49	1.26	1.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.30%	5.68%	7.54%	7.95%	8.12%
P/E	68.06	15.42	10.97	9.67	8.77
P/B	0.89	0.88	0.83	0.77	0.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2019 年前三季度实现营业收入 116.45 亿元, 同比增长 22.16%, 归母净利润 6.93 亿元, 同比增长 130.50%。

经营分析

- **煤价继续下跌, 预计利润弹性逐渐释放:** 2019 年煤价在一季度小幅反弹之后不断下跌, 目前秦皇岛 Q5500 动力煤价格已跌至 565 元/吨。受益于煤价下跌, 公司第三季度单季归母净利润 3.40 亿元, 相比去年同期增长 112.74%, 比第二季度环比增长 65.51%。预计四季度煤价将继续走低, 燃料成本的持续缩减将进一步增厚公司利润。
- **神皖能源 49%股权完成过户, 未来投资收益贡献可观:** 公司收购神皖能源 49% 股份, 5 月底完成股权过户, 6-9 月核算神皖能源投资收益 1.71 亿元, 投资收益本期金额 4.81 亿元, 较上年同期上升 107.50%。神皖能源利用小时数高, 背靠神华拥有成本优势。7 月公司发布公告继续收购神皖能源 24% 股权, 完成后将继续提升公司的盈利能力。
- **安徽用电需求向好, 公司作为安徽发电龙头有望受益:** 公司控股发电装机容量为 953 万千瓦, 占安徽省省调火电总装机容量 22.1%, 是安徽省最大的发电集团。2019 年 1-9 月安徽省全社会用电量同比增长 7.35%, 高于全国平均增速 2.95 个百分点, 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、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。

投资建议

■ 考虑到神皖能源投资收益和煤价下跌, 我们上调归母净利润预测 30%, 预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 152/157/162 亿元, 归母净利润分别为 9.8/11.1/12.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.43/0.49/0.54 元, 当前股价对应 P/E 为 11/10/9X, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	10,633	12,207	13,416	15,178	15,719	16,226
增长率		14.8%	9.9%	13.1%	3.6%	3.2%
主营业务成本	-9,379	-11,787	-12,610	-13,837	-14,239	-14,621
%销售收入	88.2%	96.6%	94.0%	91.2%	90.6%	90.1%
毛利	1,254	420	806	1,341	1,480	1,605
%销售收入	11.8%	3.4%	6.0%	8.8%	9.4%	9.9%
营业税金及附加	-89	-101	-100	-114	-116	-118
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
销售费用	0	-2	-3	-3	-3	-3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-42	-44	-49	-56	-58	-60
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,123	274	653	1,168	1,302	1,423
%销售收入	10.6%	2.2%	4.9%	7.7%	8.3%	8.8%
财务费用	-291	-336	-423	-520	-532	-519
%销售收入	2.7%	2.8%	3.2%	3.4%	3.4%	3.2%
资产减值损失	-10	-5	-24	-32	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	1	1
投资收益	568	160	468	500	500	500
%税前利润	39.2%	116.0%	65.6%	43.6%	38.4%	34.8%
营业利润	1,390	131	710	1,137	1,292	1,426
营业利润率	13.1%	1.1%	5.3%	7.5%	8.2%	8.8%
营业外收支	61	7	4	10	10	10
税前利润	1,451	138	714	1,147	1,302	1,436
利润率	13.6%	1.1%	5.3%	7.6%	8.3%	8.8%
所得税	-233	-58	-74	-172	-195	-215
所得税率	16.0%	42.4%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,218	79	640	975	1,107	1,221
少数股东损益	329	-53	83	0	0	0
归属于母公司的净利润	889	132	556	975	1,107	1,221
净利率	8.4%	1.1%	4.1%	6.4%	7.0%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,218	79	640	975	1,107	1,221
少数股东损益	329	-53	83	0	0	0
非现金支出	1,051	1,160	1,245	1,475	1,537	1,545
非经营收益	-268	188	-35	120	100	159
营运资金变动	-61	-438	-482	810	102	117
经营活动现金净流	1,941	989	1,367	3,380	2,846	3,042
资本开支	-1,380	-1,671	-773	-148	-212	-213
投资	-297	-695	-488	-5,409	0	0
其他	703	375	257	500	500	500
投资活动现金净流	-974	-1,991	-1,004	-5,057	288	287
股权募资	158	145	0	2,274	0	0
债权募资	1,472	1,773	793	1,074	274	1,657
其他	-2,128	-1,141	-534	-674	-726	-784
筹资活动现金净流	-498	777	259	2,674	-452	873
现金净流量	469	-225	623	997	2,682	4,201

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,215	908	1,551	2,548	5,230	9,431
应收账款	1,479	1,417	2,123	1,873	1,913	1,948
存货	236	145	412	319	332	345
其他流动资产	96	136	396	388	408	414
流动资产	3,026	2,605	4,482	5,128	7,883	12,138
%总资产	11.2%	9.8%	15.5%	15.2%	22.4%	31.8%
长期投资	8,009	7,345	5,812	11,221	11,221	11,221
固定资产	15,444	16,020	17,819	16,511	15,208	13,897
%总资产	57.0%	60.3%	61.7%	48.9%	43.2%	36.5%
无形资产	583	563	750	738	727	718
非流动资产	24,059	23,943	24,418	28,620	27,306	25,986
%总资产	88.8%	90.2%	84.5%	84.8%	77.6%	68.2%
资产总计	27,086	26,548	28,900	33,748	35,190	38,124
短期借款	3,305	3,957	5,227	6,139	6,212	7,669
应付款项	3,035	2,220	2,577	3,120	3,266	3,411
其他流动负债	208	283	301	248	277	303
流动负债	6,547	6,459	8,105	9,507	9,756	11,382
长期贷款	4,406	5,307	5,558	5,758	5,958	6,158
其他长期负债	1,253	997	842	950	950	950
负债	12,207	12,763	14,505	16,215	16,664	18,490
普通股股东权益	11,018	10,136	9,797	12,934	13,928	15,035
其中：股本	1,790	1,790	1,790	2,267	2,267	2,267
未分配利润	3,078	3,076	3,583	4,445	5,438	6,546
少数股东权益	3,861	3,648	4,598	4,598	4,598	4,598
负债股东权益合计	27,086	26,548	28,900	33,748	35,190	38,124

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.497	0.074	0.311	0.430	0.488	0.538
每股净资产	6.154	5.661	5.472	5.706	6.144	6.633
每股经营现金净流	1.084	0.553	0.764	1.491	1.256	1.342
每股股利	0.050	0.010	0.040	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	8.07%	1.30%	5.68%	7.54%	7.95%	8.12%
总资产收益率	3.28%	0.50%	1.92%	2.89%	3.15%	3.20%
投入资本收益率	3.99%	0.66%	2.27%	3.29%	3.52%	3.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.88%	14.80%	9.90%	13.13%	3.56%	3.23%
EBIT 增长率	-54.32%	-75.62%	138.59%	78.74%	11.55%	9.29%
净利润增长率	-23.02%	-85.15%	321.24%	75.33%	13.50%	10.26%
总资产增长率	18.91%	-1.99%	8.86%	16.77%	4.27%	8.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.3	39.2	37.2	35.0	34.0	33.0
存货周转天数	8.0	5.9	8.1	8.5	8.6	8.7
应付账款周转天数	36.0	36.3	39.8	40.0	41.0	42.0
固定资产周转天数	426.6	414.8	478.3	390.1	344.1	301.6
偿债能力						
净负债/股东权益	43.66%	60.62%	64.14%	53.31%	37.45%	22.37%
EBIT 利息保障倍数	3.9	0.8	1.5	2.2	2.4	2.7
资产负债率	45.07%	48.08%	50.19%	48.05%	47.35%	48.50%

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	2	3	6	12	15
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.29

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-11	买入	5.44	7.15~7.15

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视作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