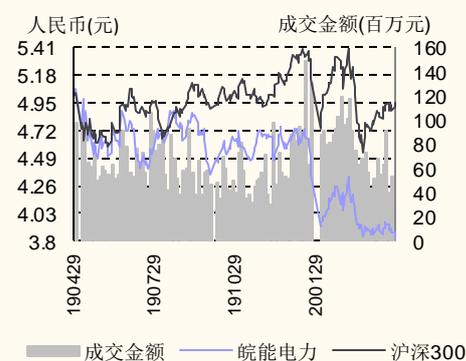


市场价格 (人民币): 3.80 元

## 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)	86.14
年内股价最高最低(元)	3.96/3.80
沪深 300 指数	3849
深证成指	10501



## 相关报告

1. 《煤价下跌增厚利润，股权过户收益落袋-皖能电力三季报点评》，2019.11.4

杜旷舟 联系人  
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人  
lirong@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005  
guojingpu@gjzq.com.cn

## 疫情冲击基本面不改，预计业绩持续向好

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,416	16,092	16,145	16,902	17,841
营业收入增长率	9.90%	19.94%	0.33%	4.69%	5.55%
归母净利润(百万元)	556	774	1,067	1,219	1,340
归母净利润增长率	321.24%	39.12%	37.82%	14.32%	9.89%
摊薄每股收益(元)	0.311	0.341	0.470	0.538	0.591
每股经营性现金流净额	0.76	1.18	1.09	1.42	1.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.68%	5.74%	7.38%	7.82%	7.96%
P/E	15.42	13.59	8.08	7.06	6.43
P/B	0.88	0.78	0.60	0.55	0.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司 2019 年实现营业收入 160.92 亿元，同比增长 19.94%；归母净利润为 7.74 亿元，同比增长 39.12%。公司 2020 年一季度实现营业收入 34.76 亿元，同比下降 15.39%；归母净利润为 1.31 亿元，同比下降 10.75%。

## 经营分析

- **2019 年发电量高增长叠加煤价下跌，投资收益增厚公司业绩：**公司作为安徽省火电龙头，2019 年实发电量 372 亿千瓦时，同比增长 24%，增速远高于全国及省内水平。同时，2019 年安徽省电煤价格指数均值为 584.37 元/吨，同比下降 4.79%。发电量高增长叠加燃料成本下降，火电盈利改善，助力公司 2019 年实现营业收入 160.92 亿元，同比增长 19.94%。此外公司收购集团持有的神皖能源 49% 股份，2019 年 6 月并表。神皖能源背靠神华集团，成本优势显著，利用小时高，本次交易完成后，增加公司权益装机容量 290.08 万千瓦，权益装机规模增长 42.45%，6-12 月份核算神皖能源投资收益 2.28 亿元，占本年净利润的 21.50%，显著增厚公司业绩。
- **Q1 疫情影响发电量下降，成本持续下行缩小业绩损失：**受新冠疫情冲击，2020 年一季度安徽省用电量累计下降 7.32%，造成公司营业收入大幅下降 15%。但 2020 年 1 月安徽电煤价格指数同比下降 5.33%，秦皇岛 5500 动力煤一季度均价下降近 5%。在成本持续下降的利好下，公司归母净利润同比下降 11%，扣非归母净利润同比下降仅 8%，公司业绩损失进一步缩小。
- **煤价下行叠加优质资产注入，未来公司业绩有望持续向好：**截至 2019 年，动力煤产量累计同比增速 5.57%，煤炭固定资产投资完成额累计同比增速 29.6%，煤炭供给宽松。2020 年煤炭价格中枢 520-540 元/吨，火电盈利改善有望带动业绩上扬。另外，根据公司避免同业竞争的承诺，皖能集团旗下国电蚌埠等多家电厂（权益装机容量 138.9 万千瓦）未来或将注入上市公司，进一步增厚公司装机规模，经营业绩有望持续向好。

## 投资建议

■ 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 161/169/178 亿元，归母净利润分别为 11/12/13 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.54/0.59 元，对应 P/E 为 8/7/6X，维持“买入”评级。

## 风险提示

■ 疫情影响超过预期；煤价大幅上升；电价大幅下降。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,207</b>	<b>13,416</b>	<b>16,092</b>	<b>16,145</b>	<b>16,902</b>	<b>17,841</b>	货币资金	908	1,551	1,210	2,010	3,439	5,016
增长率	9.9%	19.9%	19.9%	0.3%	4.7%	5.6%	应收账款	1,417	2,123	1,877	2,014	2,103	2,171
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,787</b>	<b>-12,610</b>	<b>-14,696</b>	<b>-14,381</b>	<b>-14,834</b>	<b>-15,521</b>	存货	145	412	342	374	390	417
%销售收入	96.6%	94.0%	91.3%	89.1%	87.8%	87.0%	其他流动资产	136	396	241	364	368	375
<b>毛利</b>	<b>420</b>	<b>806</b>	<b>1,396</b>	<b>1,764</b>	<b>2,068</b>	<b>2,320</b>	流动资产	2,605	4,482	3,669	4,762	6,300	7,979
%销售收入	3.4%	6.0%	8.7%	10.9%	12.2%	13.0%	%总资产	9.8%	15.5%	11.2%	13.7%	17.2%	20.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-101</b>	<b>-100</b>	<b>-122</b>	<b>-121</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	长期投资	7,345	5,812	11,721	11,721	11,721	11,721
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	16,020	17,819	16,709	17,241	17,694	18,112
<b>销售费用</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	%总资产	60.3%	61.7%	50.8%	49.8%	48.3%	46.7%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	563	750	772	780	788	796
<b>管理费用</b>	<b>-44</b>	<b>-49</b>	<b>-50</b>	<b>-60</b>	<b>-63</b>	<b>-66</b>	非流动资产	23,943	24,418	29,231	29,892	30,353	30,779
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	%总资产	90.2%	84.5%	88.8%	86.3%	82.8%	79.4%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>26,548</b>	<b>28,900</b>	<b>32,899</b>	<b>34,654</b>	<b>36,653</b>	<b>38,758</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	3,957	5,227	5,304	5,572	5,752	5,774
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>274</b>	<b>653</b>	<b>1,221</b>	<b>1,579</b>	<b>1,877</b>	<b>2,120</b>	应付款项	2,220	2,577	2,090	2,323	2,359	2,444
%销售收入	2.2%	4.9%	7.6%	9.8%	11.1%	11.9%	其他流动负债	283	301	443	333	388	436
<b>财务费用</b>	<b>-336</b>	<b>-423</b>	<b>-495</b>	<b>-531</b>	<b>-534</b>	<b>-518</b>	流动负债	6,459	8,105	7,837	8,228	8,499	8,655
%销售收入	2.8%	3.2%	3.1%	3.3%	3.2%	2.9%	长期贷款	5,307	5,558	4,744	4,944	5,144	5,344
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-24</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	其他长期负债	997	842	2,079	1,966	1,966	1,966
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>12,763</b>	<b>14,505</b>	<b>14,660</b>	<b>15,138</b>	<b>15,609</b>	<b>15,965</b>
<b>投资收益</b>	<b>160</b>	<b>468</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>10,136</b>	<b>9,797</b>	<b>13,485</b>	<b>14,461</b>	<b>15,590</b>	<b>16,839</b>
%税前利润	116.0%	65.6%	40.4%	32.3%	27.3%	24.0%	其中：股本	1,790	1,790	2,267	2,267	2,267	2,267
<b>营业利润</b>	<b>131</b>	<b>710</b>	<b>1,265</b>	<b>1,588</b>	<b>1,885</b>	<b>2,145</b>	未分配利润	3,076	3,583	4,224	5,200	6,328	7,577
营业利润率	1.1%	5.3%	7.9%	9.8%	11.2%	12.0%	少数股东权益	3,648	4,598	4,754	5,054	5,454	5,954
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>26,548</b>	<b>28,900</b>	<b>32,899</b>	<b>34,654</b>	<b>36,653</b>	<b>38,758</b>
<b>税前利润</b>	<b>138</b>	<b>714</b>	<b>1,286</b>	<b>1,608</b>	<b>1,905</b>	<b>2,165</b>							
利润率	1.1%	5.3%	8.0%	10.0%	11.3%	12.1%							
<b>所得税</b>	<b>-58</b>	<b>-74</b>	<b>-227</b>	<b>-241</b>	<b>-286</b>	<b>-325</b>							
所得税率	42.4%	10.4%	17.6%	15.0%	15.0%	15.0%							
<b>净利润</b>	<b>79</b>	<b>640</b>	<b>1,059</b>	<b>1,367</b>	<b>1,619</b>	<b>1,840</b>							
少数股东损益	-53	83	285	300	400	500							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>132</b>	<b>556</b>	<b>774</b>	<b>1,067</b>	<b>1,219</b>	<b>1,340</b>							
净利率	1.1%	4.1%	4.8%	6.6%	7.2%	7.5%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>79</b>	<b>640</b>	<b>1,059</b>	<b>1,367</b>	<b>1,619</b>	<b>1,840</b>
少数股东损益	-53	83	285	300	400	500
<b>非现金支出</b>	<b>1,160</b>	<b>1,245</b>	<b>1,435</b>	<b>1,416</b>	<b>1,562</b>	<b>1,718</b>
非经营收益	188	-35	-23	-139	48	63
营运资金变动	-438	-482	197	-173	-18	33
<b>经营活动现金净流</b>	<b>989</b>	<b>1,367</b>	<b>2,668</b>	<b>2,471</b>	<b>3,211</b>	<b>3,654</b>
<b>资本开支</b>	<b>-1,671</b>	<b>-773</b>	<b>-489</b>	<b>-1,977</b>	<b>-2,001</b>	<b>-2,122</b>
投资	-695	-488	-2,021	0	0	0
其他	375	257	249	520	520	520
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,991</b>	<b>-1,004</b>	<b>-2,261</b>	<b>-1,457</b>	<b>-1,481</b>	<b>-1,602</b>
<b>股权募资</b>	<b>145</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>1,773</b>	<b>793</b>	<b>247</b>	<b>441</b>	<b>380</b>	<b>222</b>
其他	-1,141	-534	-957	-654	-681	-696
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>777</b>	<b>259</b>	<b>-710</b>	<b>-213</b>	<b>-301</b>	<b>-474</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-225</b>	<b>623</b>	<b>-302</b>	<b>800</b>	<b>1,429</b>	<b>1,578</b>

比率分析						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.074	0.311	0.341	0.470	0.538	0.591
每股净资产	5.661	5.472	5.949	6.379	6.877	7.428
每股经营现金净流	0.553	0.764	1.177	1.090	1.416	1.612
每股股利	0.050	0.010	0.040	0.040	0.040	0.040
<b>回报率</b>						
净资产收益率	1.30%	5.68%	5.74%	7.38%	7.82%	7.96%
总资产收益率	0.50%	1.92%	2.35%	3.08%	3.33%	3.46%
投入资本收益率	0.66%	2.27%	3.34%	4.22%	4.73%	5.05%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	14.80%	9.90%	19.94%	0.33%	4.69%	5.55%
EBIT 增长率	-75.62%	138.59%	86.86%	29.39%	18.83%	12.97%
净利润增长率	-85.15%	321.24%	39.12%	37.82%	14.32%	9.89%
总资产增长率	-1.99%	8.86%	13.84%	5.33%	5.77%	5.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	39.2	37.2	34.7	34.5	34.0	33.0
存货周转天数	5.9	8.1	9.4	9.5	9.6	9.8
应付账款周转天数	36.3	39.8	30.8	32.0	31.0	30.0
固定资产周转天数	414.8	478.3	374.6	382.6	373.2	359.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	60.62%	64.14%	54.03%	48.80%	40.27%	31.23%
EBIT 利息保障倍数	0.8	1.5	2.5	3.0	3.5	4.1
资产负债率	48.08%	50.19%	44.56%	43.68%	42.59%	41.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	4	15
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.06

来源：朝阳永续

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
2	2019-11-04	买入	4.72	N/A

来源：国金证券研究所

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，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