

盈利能力改善 装机规模增长

投资要点:

- 2007 年, 公司迈出了转型的重要一步。公司以“上大压小”为契机, 获得了扩张规模和资产升级的机会。公司在建、拟建的铜陵皖能 1×100 万千瓦、马鞍山电厂 2×60 万千瓦等“上大压小”项目有望于 2010-2011 年间陆续投产。同时, 在关停小机组后, 公司存量资产质量快速提升。
- 安徽是煤炭产、销大省, 供给氛围宽松, 对发电公司降低煤炭采购成本十分有利。我们预计 2009 年公司控股电厂重点合同煤出矿含税价格有望回落至 2008 年初的水平, 市场煤价格回落至 450 元/吨以下。煤价回落有助于公司盈利能力快速改善。
- 安徽受益于华东地区产业转移, 省内用电需求持续快速增长, 其增速明显高于全国平均水平。虽然 08 年省内装机投产较多, 可能导致 09 年利用率明显下降。但是, 我们认为对利用率贡献最大、最持久的是需求增长, 因此不必过于担心短期供给造成的“脉冲式”的发电小时数波动。随着电源供给增速放缓, 2010 年省内发电小时数有望回升。
- 在煤价下跌的推动下, 我们预计 2009-2010 年公司电力资产贡献的每股收益分别达到 0.26 元和 0.30 元。
- 我们对公司采取分部估值的方法来定价, 即核心资产价值 (电力资产价值) + 非核心资产价值 (证券资产价值)。我们给予公司电力资产 2009 年 16 倍动态市盈率估值水平; 对公司持有的国元证券股权估价 8 亿元。两部分资产价值加总得到公司的合理估值为 5.6 元/股。
- 公司发展脉络清晰, 将完成从“盈利能力改善”到“装机规模增长”的过渡。我们首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2213	2635	2629	3102	3402
EBITDA(百万元)	384	591	374	718	838
归属净利(百万元)	59	64	17	201	233
摊薄 EPS(元)	0.08	0.08	0.02	0.26	0.30
PE(X)	75.02	78.44	214.17	17.73	15.26
EV/EBITDA(X)	15.88	13.86	19.77	13.84	14.86
PB(X)	1.85	0.95	1.39	1.27	1.21
ROIC	2.60%	2.94%	0.91%	2.66%	2.93%
总资产周转率	0.49	0.34	0.29	0.32	0.28

资料来源: 中国银河证券研究所

谨慎推荐 首次评级

合理价值: 5.60 元

分析师

邹序元

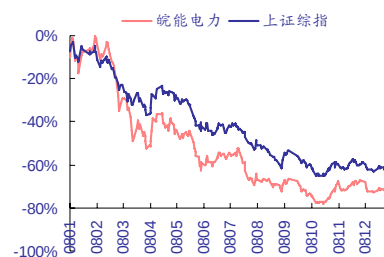
✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8668

市场数据 时间 2009.01.16

A 股收盘价(元)	4.61
A 股一年内最高价(元)	16.94
A 股一年内最低价(元)	3.29
上证指数	1954.44
市净率	0.91
总股本 (万股)	77300.88
实际流通 A 股 (万股)	34041.01
限售的流通 A 股 (万股)	43259.87
流通 A 股市值(亿元)	15.69

公司股价及上证指数表现



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

一、资产升级，规模扩张

(一) 皖能集团旗下电力资产运营平台

公司是皖能集团旗下电力专业化管理公司。截至目前，公司控股装机容量 184 万千瓦，权益装机容量 161 万千瓦，控、参股的电力资产包括：控股淮北国安电厂(2×32 万千瓦，40%)、铜陵皖能电厂(2×30 万千瓦，68.5%)、合肥皖能电厂#5 机组(1×60 万千瓦，51%)；参股阜阳华润电厂(2×64 万千瓦，40%)、马鞍山万能达电厂(4×30 万千瓦，10%)。此外，公司持有国元证券 9800 万股。

表 1: 公司已投运电力资产情况

电厂名称	所处地区	类型	机组构成 (万千瓦)	装机规模 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)
已投运（控股）						
铜陵皖能	铜陵	火电	2×30	60	68.5%	41
淮北国安	淮北	火电	2×32	64	40%	26
合肥皖能 5#	合肥	火电	1×60	60	51%	31
已投运（参股）						
阜阳华润	阜阳	火电	2×64	128	40%	51
马鞍山万能达发电	马鞍山	火电	4×30	120	10%	12

资料来源：皖能电力；中国银河证券研究所

表 2: 公司持有的金融资产情况

	初始投资 (万元)	占该公司 股权比例	持股数量 (万股)	市值/账面价值 (亿元)
国元证券	14900	6.71%	9800	11.76
华安证券	10000	4.45%	-	0.20

资料来源：皖能电力；中国银河证券研究所

我们认为，公司是电力专业化管理公司，将其下属电力资产视为核心资产。公司对国元证券的持股作为可供出售金融资产，是公司的非核心资产。明确公司核心资产与非核心资产对分析公司未来发展和进行估值分析有意义。

(二) 把握契机，谋转型

2002-2007 年是电力行业快速扩张的时期。在此期间，公司运营的稳健有余，而扩张速度略显不足。2007 年，公司迈出了转型的重要一步。公司以“上大压小”为契机，关停了全资拥有合肥电厂、铜陵电厂、马鞍山电厂计 5 台 12.5 万千瓦发电机组。虽然关停小机组造成了 07 年短期内的巨额资产减值和装机规模下降，但是公司获得了扩张规模和资产升级的机会。

公司获得了新开发大容量机组的机会。公司在建项目为铜陵皖能 1×100 万千瓦（70%股权，“上大压小”项目），拟建项目为马鞍山电厂 2×60 万千瓦（“上大压小”项目，预计 09

年上半年可获得核准)。公司拟建的合肥皖能 6#机组 (1×60 万千瓦) 已经获得“路条”。我们预计, 铜陵皖能 1×100 万千瓦、马鞍山电厂 2×60 万千瓦等项目有望于 2010 年底至 2011 年上半年陆续投产。

表 3: 公司在建、拟建电力项目

电厂名称	所处地区	类型	机组构成 (万千瓦)	装机规模 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	预计投产时间
在建							
铜陵皖能	铜陵	火电	1×100	100	70%	70	2010-2011
拟建							
马鞍山电厂	马鞍山	火电	2×60	120	100%	120	2010-2011
合肥皖能 6#	合肥	火电	1×60	60	51%	31	已经获得“路条”
板集电厂	利辛	火电	2×60	120	45%	54	申报阶段
舒城、含山生物质		生物质	4×1.5	6	100%	6	已获安徽发改委核准
芜湖核电		核电			15%		申报阶段

资料来源: 皖能电力; 中国银河证券研究所

公司在关停小机组后, 存量资产质量快速提升, 单机装机容量提高, 供电煤耗降低。

二、身处煤炭产销区, 燃料供给氛围宽松

安徽是煤炭产、销大省 (生产区和流通区的结合), 煤炭供给氛围宽松。从“产”的角度看, 安徽省煤炭资源丰富, 新增产能不断释放, 预计 2009 年安徽省电煤产量有望达到 6000-7000 万吨。尤其是安徽省境内的新集、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。基于对安徽省煤炭新增产能释放与市场供给主体多元化的判断, 我们预计安徽省内煤炭产、销的宽松环境对发电公司降低煤炭采购成本十分有利。

公司控股电厂用煤量的 60%-70% 是重点合同煤, 其余为市场煤。重点合同煤均来自省内的新集、皖北、淮北、淮南四大煤炭集团。2007 年公司重点合同煤出矿含税价格为 380 元/吨; 2008 年初的重点合同煤价格较 07 年上涨了 10% 左右, 达到 420 元/吨。2008 年三季度由于煤炭市场整体供需关系紧张, 重点合同煤实际结算价格上涨至 480 元/吨 (较 08 年初价格约上涨 15%), 并在第三季度出现峰值。目前重点合同煤价格较峰值有所回落。安徽省内市场煤价格随供需变化, 回落明显。目前市场煤出矿含税价格约降至 450 元/吨的水平, 接近甚至低于现阶段重点合同煤价格。我们预计 2009 年重点合同煤有望回落至 430 元/吨, 接近 2008 年初的水平。

公司参股的阜阳华润电厂位于皖北地区, 市场煤采购比例大, 并在山西、河南地区建立了稳定的市场煤采购渠道。在市场煤趋势性回落的过程中, 预计 2009 年山西、河南市场煤价格有望回落至 2007 年的水平, 阜阳华润电厂受益明显。

公司煤炭主要为省内的铁路+水路运输, 综合运输成本是 50-60 元/吨, 其中淮北国安是坑口电厂, 运费 20-30 元/吨; 铜陵电厂是“铁路+水路”的运输方式, 成本 70-80 元/吨; 阜阳华

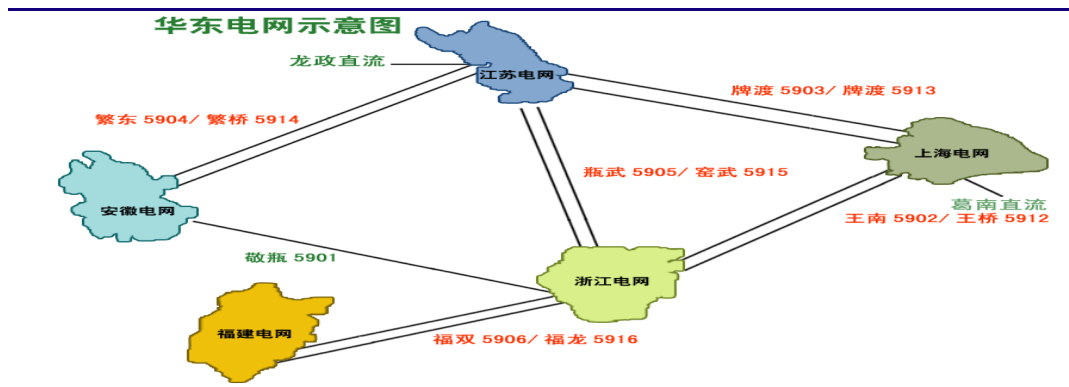
润是铁路运输采购山西、河南地区的市场煤，运输成本稳定。

三、服务区内电力需求持续增长

（一）面向华东

安徽电网属于华东电网的组成部分之一，并通过“繁东-繁桥线”、“敬瓶线”与江苏、浙江电网相连。安徽省是华东地区的能源基地，对江苏、浙江的跨省送电迅猛增长。2008年1-11月，安徽省累计向浙江、江苏分别送电136亿kwh和85亿kwh，同比增长90%和338%。我们认为，安徽面向华东服务，跨省区送电将持续增长。

图 1：安徽电网与江苏、浙江电网相连



资料来源：华东电网公司

表 4：皖电东送

2008年1-11月跨省累计输出电量情况		输出电量 (万千瓦时)	同比增长 (%)
安徽省		2209664	142.32
	浙江省	1364278	89.84
	江苏省	845386	337.51
江苏省		1868487	7.45
	上海市	1302484	4.87
	浙江省	398253	6.36
	安徽省	41631	-36.57
	华中（龙政线）	126119	121.90
浙江省		364374	-26.04
	上海市	234868	-42.46
	江苏省	46028	-32.22
	安徽省	170	-97.34
	福建省	83308	717.07

资料来源：中国电力新闻网

（二）省内长期用电需求有保证

安徽作为能源大省，受益于华东沿海地区的产业转移，其省内工业发展持续快速增长。相应的，省内用电需求旺盛，08年1-11月省内用电量累计增速达到12.5%，明显高于全国平均6.7%的增速水平。即使是在11月份全国月度用电量下降8.14%的极端情况下，安徽省的用电量仍然同比增长1.34%，实属难能可贵。我们预计09年安徽省内用电需求的增长能够达到7%以上，高于全国平均水平。

2008年1-11月安徽省火电累计发电小时数达到5058小时，同比上升了132小时，优于全国平均水平。但是由于省内08年新装机投产数量较多（550万千瓦新装机投产，电源供给增速约为25%），短期供给速度明显高于需求增速。因此，09年省内机组利用率面临较大压力。

我们认为，09年可能面临的利用率压力是由于短期内电源项目集中投产造成的，因此对利用率的影响具有明显的“脉冲式”特征，表现为电源项目投产后发电小时数骤降，之后持续回升。我们认为对利用率贡献最大、最持久的是需求增长，因此不必过于担心短期供给造成的“脉冲式”的发电小时数波动。而且，预计2009年安徽省内新投产电源为150-200万千瓦，供给增速已经明显降低，2010年发电小时数有望回升。

（三）公司机组具备竞争优势

公司在利用率上具备竞争优势，并主要体现在两个方面：

（1）公司机组规模在省内具有一定优势。其中，公司控股的合肥皖能电厂和参股的阜阳华润均为60万千瓦以上级机组，分配到的计划内发电小时数高于省内平均水平。公司控股的铜陵皖能电厂（30万千瓦级机组）位于负荷中心，并接入在220千伏的电网中，对局部电网的支撑贡献明显。其发电小时数具备竞争优势。

（2）公司关停小机组后享受代发电量政策（2008-2010年间）。公司可以把小机组的电量委托给淮北国安、铜陵皖能、安庆皖江（皖能集团控股，由公司托管）、阜阳华润等控、参股、托管电厂代发。因此，公司相关电厂可以获得更多的发电小时数。

四、首次给予“谨慎推荐”评级

（一）电力资产：从“盈利能力改善”到“装机规模增长”

公司未来3年发展脉络清晰。2009-2010年，受益于煤价下跌（安徽煤炭供给多元化、增量大的特点鲜明）和单机规模提升（上大压小为契机的转型），公司电力资产盈利能力有望快速改善。公司新项目集中在2010年底至2011年上半年投产，完成从“盈利能力改善”到“装机规模增长”的过渡。

基于下列关键假设，我们计算得到2009-2010年公司电力资产贡献的每股收益预计分别为0.26元和0.30元。

- 假设2009-2010年公司控股火电机组平均利用率为5000小时和5200小时；参股的阜阳华润电厂发电小时数为5400小时和5600小时。

- 假设 2009-2010 年公司控股火电机组综合标煤价格同比变化幅度为-20%和 0%。2009 年公司参股的阜阳华润电厂采购的市场煤价格回落至 2008 年初的水平, 2010 年无变化。
- 假设 2009-2010 年公司每年获得“上大压小”财政补贴 4500 万元(请参阅公司公告)。

(二) 分部估值: 电力+证券

我们对公司采取分部估值的方法来定价, 即核心资产价值(电力资产价值)+非核心资产价值(证券资产价值)。

(1) 我们给予公司电力资产 2009 年 16 倍动态市盈率的估值水平, 合理价值 4.6 元/股。

(2) 公司将国元证券列入可供出售金融资产, 我们将其视为非核心资产。国元证券近三个月的均价为 12 元/股, 相应的皖能电力持有国元证券的资产价值接近 12 亿元。通过与证券行业研究员的交流, 并出于谨慎性的考虑, 我们按照皖能电力持有的这部分资产价值为 8 亿元计算, 对应皖能电力 1 元/股。

我们将电力资产和证券资产的价值加总, 得到公司合理估值为 5.60 元/股, 首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

详细分析与预测请见我们随后推出的公司深度研究报告。

五、风险因素

- 煤炭市场供需关系变化导致煤炭价格大幅上升。
- 用电需求超预期下降, 导致利用率低于预期。
- 国元证券价值剧烈波动。

公司财务报表预测（百万元）

附表 1：公司财务预测及相对估值分析

资产负债表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	458	294	210	248	272	营业收入	2213	2635	2629	3102	3402
应收票据	0	50	7	8	9	营业成本	2056	2296	2525	2754	2930
应收账款	393	467	461	552	615	营业税金及附加	12	13	14	17	19
预付款项	257	689	689	689	689	销售费用	1	0	0	0	0
其他应收款	134	256	256	256	256	管理费用	28	16	16	19	20
存货	56	112	118	128	136	财务费用	55	95	131	162	239
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	213	0	0	0
长期股权投资	682	585	585	585	585	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2789	3273	3028	4646	4264	投资收益	65	122	44	118	136
在建工程	206	439	1439	2439	5439	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	4	13	13	13	13	营业利润	117	124	-13	268	330
无形资产	91	230	207	184	161	营业外收支净额	-4	-1	0	45	45
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	113	123	-13	313	375
资产总计	5091	10283	8130	10992	13682	减：所得税	-2	10	-1	38	45
短期借款	918	1347	1420	2433	3366	净利润	115	113	-12	276	330
应付票据	133	130	138	151	161	归属于母公司的净利润	59	64	17	201	233
应付账款	125	156	166	181	193	少数股东损益	56	49	-28	75	97
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.08	0.08	0.02	0.26	0.30
应付职工薪酬	61	55	55	55	55	稀释每股收益	0.08	0.08	0.02	0.26	0.30
应交税费	19	49	49	49	49	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	226	156	156	156	156	成长性					
其他流动负债	0	5	5	5	5	营收增长率	-2.98%	19.05%	-0.20%	17.99%	9.66%
长期借款	399	846	1346	2846	4346	EBIT 增长率	-47.70%	168.50%	-76.14%	323.2%	38.27%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-694.2%	7.48%	-73.88%	1108%	16.17%
负债合计	2056	4164	4752	7292	9746	盈利性					
股东权益合计	3035	6120	3378	3699	3936	销售毛利率	7.08%	12.87%	3.97%	11.24%	13.87%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	5.22%	4.28%	-0.45%	8.89%	9.70%
净利润	115	113	-12	276	330	ROE	2.47%	1.21%	0.65%	7.15%	7.91%
折旧与摊销	269	281	300	405	405	ROIC	2.60%	2.94%	0.91%	2.66%	2.93%
经营活动现金流	600	256	434	649	787	估值倍数					
投资活动现金流	-630	-754	-1769	-3008	-2864	PE	75.02	78.44	214.17	17.73	15.26
融资活动现金流	155	334	2287	2396	2101	P/B	1.85	0.95	1.39	1.27	1.21
现金净变动	125	-164	-84	38	24	P/S	2.00	1.89	1.35	1.15	1.05
期初现金余额	333	458	294	210	248	股息收益率	0.43%	1.85%	0.12%	2.26%	2.62%
期末现金余额	458	294	210	248	272	EV/EBITDA	15.88	13.86	19.77	13.84	14.86

资料来源：中国银河证券研究所

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。

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）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独立财务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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908