

皖能电力 (000543)

外延式增长+区位优势+资产重估

——地方国资企业之一：皖能电力

 陆凤鸣 刘建刚
lufm@xyzq.com.cn
021-68419393-1218
电力行业研究员
2009 年 02 月 12 日

火电

估值区间:7.50 ± 0.50

推荐

(首次)

公司未来装机规模有较大的成长空间，且大机组上马会进一步提升其资产的盈利能力，当前其电力资产与金融资产价值明显低估，首次给予推荐评级。

投资要点：

- 公司具有巨大的外延式成长空间，主要来自两个方面：新增在建项目规模是目前可控装机总量的一倍；母公司所持电力资产的权益装机总量是上市公司的 2 倍。
- 安徽地区电力市场需求具有良好前景：一方面，省内汽车、钢铁、煤炭、家电等工业制造已逐渐形成规模，未来还将进一步承接长三角地区的产业转移；另一方面，在经济好转时，其未来向华东电网外输电的规模也会增长较快。
- 公司电力资产价值有待重估：通过比较央企、地方国资企业、私人投资火电企业的盈利与估值水平，我们发现对像皖能这样具有一定盈利能力且成长性明确的公司目前估值明显偏低。
- 公司所持的金融股权价值有待重估：公司每股折合含 0.13 股国元证券，按照当前市场价值来看，其至少可为公司每股股价增加 1.9 元的金融资产价值。
- 盈利预测：预计公司 08-11 年每股收益分别为 0.02、0.25、0.26、0.35 元，每股净资产 3.34、3.59、3.84、4.17 元（扣除国元证券的金融资产部分）。参考同等盈利能力央企、地方国资及私人投资火电企业的 PB 估值水平，以及当前火电企业 PE 估值与金融资产重估等方法，其合理价格在 7.5 元左右，给予推荐评级。

市场数据

2009 年 02 月 11 日

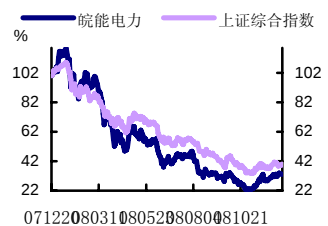
收盘价(元)	5.90
一年内最低/最高(元)	3.29/15.70
深证成指	8,289.21
市盈率	-466.97
市净率	1.17

基础数据

2008Q3

每股净资产(元)	5.04
净资产收益率(%)	1.54
资产负债率(%)	47.23
总股本/A股(万股)	77,301/34,041

股价走势



相关报告

《关注新建项目，期待 2010 年成功转型——皖能电力调研信息速递》2008-12-25

主要财务指标

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2634.75	2863.35	3234.17	3398.9	每股收益(元)	0.08	0.02	0.26	0.35
同比增长率(%)		8.68%	12.95%	5.09%	每股经营性净现金流(元)	0.33	0.17	0.36	0.13
营业利润(百万元)	124.1	-0.59	511.86	566.39	每股净资产(元)	6.82	3.34	3.85	4.20
同比增长率(%)		-100.5%	-86855%	10.6%	净资产收益率(%)	1.21%	0.49%	6.77%	8.38%
净利润(百万元)	112.87	27.87	437.15	468.75	股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
同比增长率(%)		-75.31%	1468.5%	7.23%	负债率(%)	40.5%	58.8%	68.9%	68.5%
营业利润率(%)	4.71%	-0.02%	15.83%	16.6%	P/E(倍)	62.99	313.7	22.61	16.75
净利润率(%)	4.28%	0.97%	13.52%	13.8%	P/B(倍)	0.76	1.55	1.53	1.40

目录

概要	- 3 -
1 未来三年公司控股发电装机翻一倍	- 4 -
1.1 现有发电资产	- 4 -
1.2 在建项目将新增可控装机 292 万千瓦	- 4 -
1.3 集团权益装机 2 倍于上市公司	- 5 -
2 地区电力需求前景广阔	- 6 -
2.1 安徽工业进入加速发展阶段	- 6 -
2.2 安徽电力需求增速明显高于全国	- 6 -
2.3 新增机组增多，09 年火电利用小时有所回落	- 7 -
2.4 安徽省内机组上网电价	- 8 -
3 资产重估	- 9 -
3.1 电力资产价值重估	- 9 -
3.2 金融资产价值	- 10 -
4 盈利预测假设及预测结果	- 11 -
4.1 盈利预测假设	- 11 -
4.2 盈利预测结果	- 11 -
5 估值与目标价	- 12 -
5.1 保守算法——PB 相对估值	- 12 -
5.2 激进算法——PE 估值+每股金融资产价值	- 12 -
附录 公司历次融资与股权结构	- 13 -

表 1、公司下属参控股电厂情况（单位：万千瓦）	4
表 2、皖能电力主要在建项目（单位：万千瓦，亿元）	4
表 3、皖能电力母公司除上市公司外参控股电厂（单位：亿千瓦时，亿元）	5
表 4、工业化阶段判断指标	6
表 5、安徽电力需求弹性（2007-2011）	7
表 6、安徽火电机组利用小时预测（2007-2011）	8
表 7、央企、地方国资、私人投资不同背景、不同规模分类列表	9
表 8、央企、地方国资、私人投资不同规模企业盈利与估值比较	9
表 9、公司参与投资金融资产（2008-6-30）	10
表 10、公司盈利预测结果（2007-2011）	12
表 11、公司历次股本变化及资金用途情况	13
表 12、公司投资各电厂的立项到建成时间	13

图 1、安徽地区工业增加值及用电增速（单位：%）（2006/4-2008/11）	6
图 2、全国各地区单月用电同比增速（2008 年 6、7、8 月）	7
图 3、全国、安徽 2008 年各月火电机组利用小时同比变化	7
图 4、华东地区 2008 年各月度最高用电负荷及总装机容量（单位：万千瓦）	8
图 5、央企、地方国资（中型）、私企 PB 估值折价率历史趋势（2003-2008）	10
图 6、国元证券过去一年股价走势图	11
图 7、公司股权结构（前五大股东）	13

概要

我们推荐皖能电力的主要理由有如下三点：

- **装机规模的发展空间**——公司现有控股装机总量 259 万千瓦（含关停机组 75 万千瓦）、权益装机总量 215.4 万千瓦（含关停 54.9 万千瓦）；在建项目将新增控股装机总量 292 万千瓦，权益装机总量 166.42 万千瓦；母公司皖能集团合计控股装机容量为 240 万千瓦，权益装机容量为 432.6 万千瓦。
- **安徽省地区经济的发展**——安徽省内已经形成汽车、钢铁、煤炭、家电等多个工业制造基地，目前正处在工业化中期的加速阶段，用电增速明显高于其他地区。同时安徽也是华东地区重要的电力输出点，依托长三角地区的经济增长，未来整个电力市场需求发展也更为稳定。
- **电力资产重估区间**——从估值的角度来看，以往因为对地方国资下属电力公司的盈利能力和扩张能力质疑所造成的估值折价已经处于历史低位。而对于皖能电力这样正处在机组运行效率明显提升，装机规模大幅成长的企业来说，无疑是当前火电类上市公司中的“估值洼地”，具有明显的投资价值。
- **目标价格 7 元**——参考目前盈利水平相似的央企背景、地方国资背景、以及私人投资类火电上市公司的 PB 估值水平，我们认为皖能电力当前合理的 PB 估值应该在 2 倍；同时，参考火电行业 PE 与金融资产重估的动态方法，设定短期目标价位在 7.5 元左右，给予推荐评级。

风险提示：

- 1、如果公司机组利用小时及燃料进价波动与我们预期不同，会造成盈利预测有所偏差，从而对每股净资产有影响。
- 2、公司与母公司安徽能源集团资产整合尚没有时间表。

1 未来三年公司控股发电装机翻一倍

1.1 现有发电资产

皖能电力主营业务为燃煤发电，其主要发电资产基本上是在原有资产——合肥、铜陵、马鞍山、淮北国安电厂的基础上发展而来。通过“一厂一司”化资产重组后，截至 2008 年底，公司参控股 6 家电厂，可控装机容量为 259 万千瓦（含已关停机组 75 万千瓦），权益装机容量为 215.4 万千瓦。

其中，下属合肥电厂#3-4 机组、铜陵电厂#1-2 机组、马鞍山电厂#11-12 机组的小机组已经作为“上大压小”项目于 2007 年间陆续关停，并在当年全额计提了相应的固定资产减值。

由于属于省内第一批关停机组，所以上述电厂不仅可以享受 2008-2010 年三年财政补贴（详见公司 09 年 1 月 8 日公告），同时还可享受 2008-2010 年三年的“代发电”政策（所谓“代发电”，就是公司将下属机组的发电指标转由其他供电煤耗更低的机组发电，自己则支付对方燃料费用及 1.5 分/度的管理费）。

表 1、公司下属参控股电厂情况（单位：万千瓦）

	电厂名称	装机类型	装机容量	权益比例	权益装机容量	投产时间
控股	合肥#3-4	2 × 12.5	25	51%	12.8	1986
	铜陵#1-2	2 × 12.5	25	68.5%	17.1	1989、1990
	马鞍山#11-12	2 × 12.5	25	100%	25.0	1991、1992
	淮北国安	2 × 32	64	40%	25.6	2000
	铜陵皖能	2 × 30	60	68.5%	41.1	2006
	合肥皖能	1 × 60	60	51%	30.6	2008
	小计		259		152.2	
参股	马鞍山万能达	4 × 30	120	10%	12.0	1996、2006
	阜阳华润	2 × 64	128	40%	51.2	2006
	总计		503		215.4	

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心（灰色为已关停机组）

注：合肥#3-4 机组、铜陵#1-2 机组分别重组到合肥皖能、铜陵皖能公司。

1.2 在建项目将新增可控装机 292 万千瓦

目前公司已经确定的在建项目有 3 个：铜陵皖能 100 万千瓦机组，皖能马鞍山 2 台 66 万千瓦机组和合肥皖能第二台 60 万千瓦机组。其中，铜陵皖能作为安徽省内第一台百万千瓦机组，已经在 08 年底开工，其他也将陆续在 2009 年开工，并于 2010 年到 2011 年投产。

表 2、皖能电力主要在建项目（单位：万千瓦，亿元）

电厂项目	装机类型	总装机	持股比例	权益装机	项目总投资	预计建成期
铜陵皖能	1 × 100	100	68.5%	68.5	38	2010-12
皖能马鞍山	2 × 66	132	51%	67.32	40	2011-2、4
合肥皖能#6	1 × 60	60	51%	30.6	21	2011-6
确定项目合计		292		166.42	99	

板集电厂	2 × 60	120	45%	54	42	待定
舒城生物质能	2 × 1.5	3	100%	3	3	待定
含山生物质能	2 × 1.5	3	100%	3	3	待定

数据来源：兴业证券研发中心（灰色为确定项目）

大规模新建项目需从外部融资。根据上述确定的在建项目中公司的持股比例来看，如果按照 20% 的资本金推算，则公司至少需要现金 11.4 亿元。从公司 08 年半年经审计的资产负债表来看，合并报表后公司的账面货币资金有 2.6 亿元，再加上下属子公司所有的 3-4 亿元节余现金，预计公司仍存在现金缺口 5-6 亿元。

另一方面，按照 80% 的新项目负债率来看，假设公司资本金缺口也通过债券方式融资，那么公司至少也需要新增外债 50.7-51.7 亿元。而公司 08 年中期总资产规模为 84 亿元，负债总计 38 亿元。在不扩充股本的情况下，公司最终负债率预计将接近 66%。

可以预见，为募集项目投资所需资金，公司未来肯定会出台相关融资方案。相较而言，同时结合股权融资与债权融资的方式可能会对股东更为有利。

1.3 集团权益装机 2 倍于上市公司

作为母公司皖能集团下属唯一的上市平台，集团下属的众多电力资产也有可能为公司带来潜在的外延式增长机会。截至 2008 年底，母公司控股 3 家、参股 12 家电厂，合计控股装机容量为 240 万千瓦，权益装机容量为 432.6 万千瓦。

表 3、皖能电力母公司除上市公司外参控股电厂（单位：亿千瓦时，亿元）

持股关系	电厂项目	装机类型	总装机	持股比例	权益装机	建成时间
控股	马鞍山万能达	4 × 30	120	47%	56.40	1995, 2006
	临涣中利	2 × 30	60	50%	30.00	2008-7, 8
	安庆皖江	2 × 30	60	60%	36.00	2005-5
	小计		240		122.4	
参股	淮南洛能	2 × 30+2 × 60	180	46%	82.80	1998, 2007
	响洪甸蓄能	2 × 4	8	45%	3.60	2001-6
	国电铜陵	2 × 60	120	42%	50.40	2008-7, 9
	田家庵发电厂	2 × 30+2 × 12+1 × 13.75	111.5	38%	42.37	1999 改制
	池州九华	2 × 30	60	35%	21.00	2005-9, 12
	国电蚌埠	2 × 60	120	35%	42.00	2008, 2009
	琅琊山抽水蓄能	4 × 15	60	30%	18.00	2007
	响水涧抽水蓄能	4 × 25	100	20%	20.00	2011-2012
	合肥联合	2 × 35	70	16%	11.20	2000
	淮南洛河一期	2 × 32	64	9.76%	6.25	1986
	浙江天荒坪蓄能	6 × 30	180	5.55%	9.99	2000
	秦山核电二期	2 × 65	130	2%	2.60	2004
	总计		1443.5		432.61	

数据来源：兴业证券研发中心（注：临涣电厂为集团与淮北煤矿共同按 50% 比例出资）

2 地区电力需求前景广阔

2.1 安徽工业进入加速发展阶段

皖能电力地处安徽，紧靠以上海为中心的长三角经济圈，中国第一大河长江和第三大河淮河自西向东横贯全境，全省自北向南分为淮北平原、江淮丘岗、沿江平原、皖西山丘和皖南山丘五个自然区，是中国重要的农业省份和煤炭、钢铁、炼铜、汽车、家电等的重要工业基地。

从经济发展水平、产业结构及城市化率来看，2006 年后安徽省人均 GDP 达到 10000 元人民币/年，从工业化初期迈入工业化中期阶段。

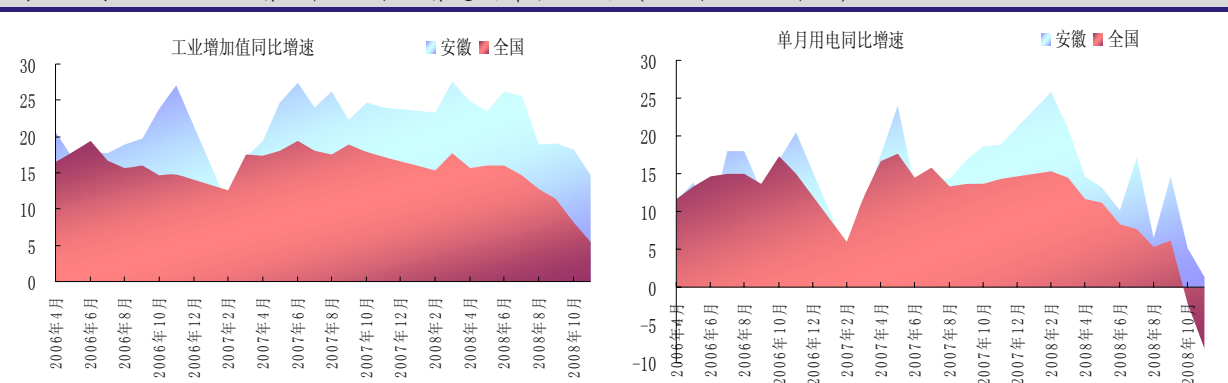
表 4、工业化阶段判断指标

基本指标	前工业化阶段	工业化实现阶段			后工业化阶段
		工业化初期	工业化中期	工业化后期	
人均 GDP	720-1440	1440-2880	2880-5760	5760-10810	10810
三次产业结构	A>I	A>20%; A<I	A<20%; I>S	A<10%; I>S	A<10%; I<S
人口城市化率	30%以上	30%-50%	50%-60%	60%-75%	75%以上

数据来源：WIND、兴业证券研发中心（注：A 表示第一产业；I 表示第二产业；S 表示第三产业）

在这一阶段，其工业发展增速明显加快，随之带来地区对电力需求增长也明显快于全国平均水平。2006-2008 年，安徽省用电增速分别为 13.7%、15.04%和 11.04%，而同期全国平均水平仅为 14%、14.8%、5.23%。

图 1、安徽地区工业增加值及用电增速（单位：%）（2006/4-2008/11）



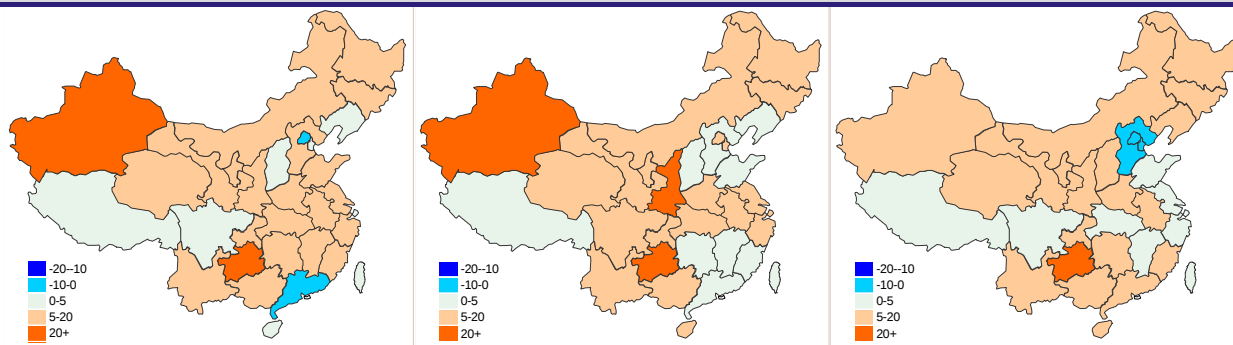
数据来源：兴业证券研发中心

2.2 安徽电力需求增速明显高于全国

安徽省电力市场不仅供应安徽省省内，同时还供给华东地区的浙江、江苏等省份。截至 2008 年 11 月底，安徽 08 年已累计向浙江省和江苏省输出电量 136 亿度和 84 亿度电。

虽然长三角地区也受到了对外出口增速下降带来的冲击，但是其受冲击时间要晚于珠三角及环渤海地区。因此 2008 年全年来看，安徽发电增速仍能同比增长 25.8%，位列全国各省市第一，远高于全国 5.18% 的平均水平。

图 2、全国各地区单月用电同比增速（2008 年 6、7、8 月）



数据来源：中电联、兴业证券研发中心

参考安徽与全国 GDP 之间的比例关系，以其电力需求 GDP 弹性系数，预计安徽 2009 年在经济悲观、经济中性、经济乐观的假设下，其用电增速分别为 3.66%、7.8% 和 13.26%。到 2010 年和 2011 年增速则恢复到 9.63% 的水平。

表 5、安徽电力需求弹性（2007-2011）

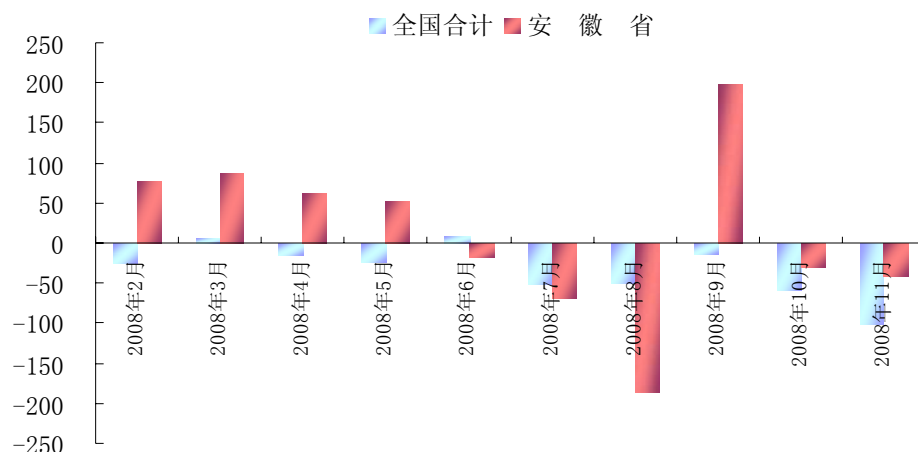
	2007A	08Q3	2009 (悲观)	2009 (中性)	2009 (乐观)	2010	2011
全国 GDP 增速	13.00	9.90	7.70	8.10	8.50	9.0	9.0
安徽 GDP 增速	13.90	13.40	7.32	8.67	10.20	9.63	9.63
安徽、全国 GDP 增速比	1.069	1.354	0.950	1.070	1.200	1.07	1.07
安徽用电增速	15.04	14.58	3.66	7.80	13.26	9.63	9.63
安徽电力需求弹性系数	1.082	1.088	0.500	0.900	1.300	1.0	1.0

数据来源：WIND、兴业证券研发中心

2.3 新增机组增多，09 年火电利用小时有所回落

截至 2008 年底，安徽省总装机容量为 2567 万千瓦，火电装机容量 2411 万千瓦，分别同比增长 33.2% 和 35.8%。由于 08 年新增装机主要集中在下半年投产，因此全年安徽火电机组累计利用小时仍达到 5509 小时，同比增长 132 小时，高于同期全国火电机组的 4911 小时和同比下降 427 小时。

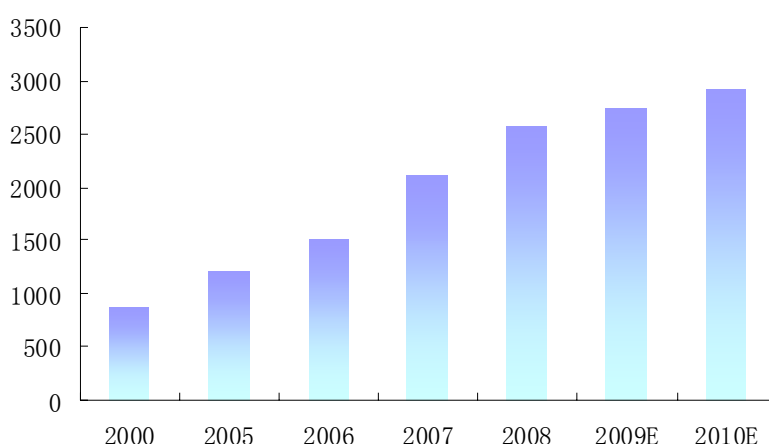
图 3、全国、安徽 2008 年各月火电机组利用小时同比变化



数据来源：中电联、兴业证券研发中心

到 2010 年末安徽规划总装机 2800-3000 万千瓦。根据安徽省十一五规划,到 2010 年末,省内将新增电力装机 1500-1700 万千瓦,实现期末总装机容量 2800-3000 万千瓦,其中,皖电东送的装机规模达到 800-1000 万千瓦。照此推算,预计 2009、2010 年安徽省每年还将新增 100-200 万千瓦机组。

图 4、华东地区 2008 年各月度最高用电负荷及总装机容量 (单位: 万千瓦)



数据来源: 中电联、兴业证券研发中心

考虑到 2009 年安徽省内、外输的用电需求增速变化、及省内火电装机规模, 预计在经济乐观、经济中性、经济悲观的情况下, 2009 年安徽省内火电机组利用小时分别约下降 1000 小时、800 小时和 600 小时。到 2010 年和 2011 年, 受益于宏观景气回升, 则会出现正向增长。

表 6、安徽火电机组利用小时预测 (2007-2011)

	2007A	2008A	2009 (悲观)	2009 (中性)	2009 (乐观)	2010	2011
安徽省省内用电量	769	854	885	921	967	1009	1106
外输电量	100	239	248	258	271	282	310
安徽全省发电量	869	1093	1133	1178	1238	1292	1416
水电发电量	20	28	26	26	26	26	26
火电发电量	848	1064	1107	1152	1212	1266	1390
火电装机容量	1775	2411	2561	2561	2561	2711	3011
火电机组利用小时	5377	5509	4453	4635	4875	4802	4859
利用小时同比变化		+132	-1056	-874	-634	+167	+57

数据来源: 中电联、兴业证券研发中心

2.4 安徽省内机组上网电价

目前安徽省内已经推行标杆电价, 但仍存在超发电量及超发电价的问题。通常在年初由电网进行总体电力需求量预算, 然后按照优先调度原则 (水电>外商投资火电>国有部属火电>独立发电集团建设机组), 安排各类发电机组的基础发电量 (对应标杆电价), 超出基础电量部分则按照超发电价计算。

另一方面，类似公司委托省内其他机组进行的“代发电”的委托价格，则取决于两者之间的谈判结果（通常要明显低于标杆电价），因为这主要基于双方对于未来一年燃煤价格的预测。

3 资产重估

3.1 电力资产价值重估

以往我们在给地方性火电上市企业估值都给予一定的折让，一方面是出于对他们与煤炭供应商谈判能力担心所带来的对他们盈利能力的质疑；另一方面是出于对他们未来持续扩张能力的疑虑。

为了更好的比较，我们将按照公司背景（央企、地方国资、私人投资）、营业收入规模（08年前三季度超过50亿元、10亿元到50亿元、小于10亿元）将相关火电上市公司进行分类，然后通过杜邦财务分析与市场估值表现进行归纳总结。

表 7、央企、地方国资、私人投资不同背景、不同规模分类列表

央企嫡系 大型公司	央企嫡系 中公司	央企嫡系 小公司	地方国资 大公司	地方国资 中公司	地方国资 小公司	私人 投资
华能国际	华银电力	东方热电	广州控股	建投能源	豫能控股	金山股份
大唐发电	漳泽电力	吉电股份	申能股份	皖能电力	川投能源	宝新能源
华电国际	九龙电力	鲁能泰山	粤电力 A	京能热电		
国电电力	长源电力	明星电力	深圳能源	赣能股份		
上海电力	华电能源			通宝能源		
内蒙华电						
国投电力						

数据来源：兴业证券研发中心

通过分析可以看到，其实地方国资企业的盈利能力并不逊于央企，而且其较低的资产负债率也为其建设新项目、实现规模扩张提供重要的财务保障。因此对于那些有一定盈利能力，且具备良好扩张性的地方国资火电企业的当前低估值未来势必有一个修正的过程。

表 8、央企、地方国资、私人投资不同规模企业盈利与估值比较

财务指标	央企嫡系 大公司	央企嫡系 中公司	央企嫡系 小公司	地方国资 大公司	地方国资 中公司	地方国资 小公司	私人 投资
ROE-06	12.1	9.17	-3.78	13.6	9.06	-1.75	16.8
ROE-07	10.9	5.65	1.13	12.6	10.2	3.04	13.5
ROE-08Q3	-5.2	-13.5	-9.23	3.32	1.61	-11.9	7.38
权益乘数-06	3.99	4.75	2.37	1.99	2.99	1.86	3.6
权益乘数-07	4.11	4.26	2.5	2.06	2.39	2.31	3.47
权益乘数-08Q3	4.64	4.43	2.85	2.23	2.58	2.53	3.75
总资产周转率-06	0.39	0.43	0.44	0.5	0.56	0.31	0.3
总资产周转率-07	0.35	0.43	0.36	0.45	0.48	0.22	0.33
总资产周转率-08Q3	0.26	0.27	0.25	0.36	0.34	0.14	0.22
净利率-06	11.7	6.57	-4.79	17.6	7.81	3.18	20.6
净利率-07	10.9	4.09	4.32	18.9	9.67	10.61	18.9
净利率-08Q3	-4.73	-13.5	-10.3	5.85	2.29	-16.3	19.9

PE (TTM) 中位数	-7.19	-13.45	11.18	28.47	28.22	14.35	50.60
PB (最新) 中位数	2.38	1.26	1.62	1.85	2.06	5.22	3.18

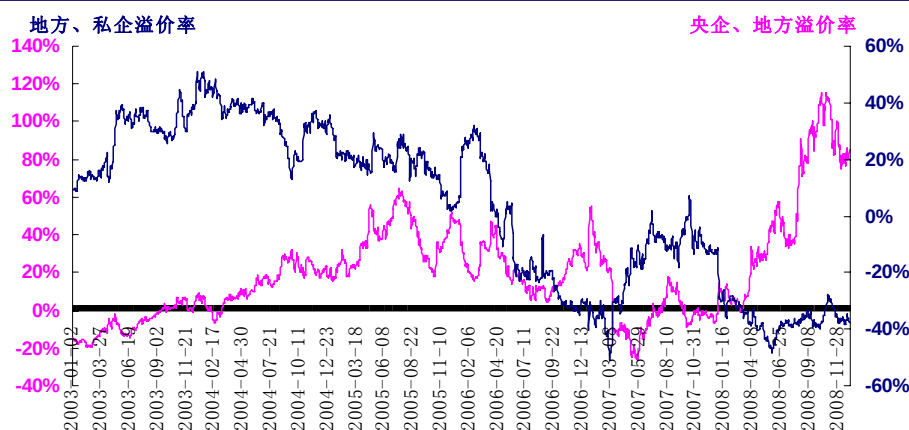
数据来源: WIND、兴业证券研发中心

(注: 非注明所有指标为该类别公司的算术平均数, 股价采用 2009 年 2 月 11 日收盘价)

而从历史估值的表现来看, 当前, 地方国资下属火电企业无论是与央企的相对估值折价, 还是与私人投资公司的相对估值折价都属于历史上最低的区域。

因此, 对于像皖能这样新机组具有盈利提升、且规模扩张的地方国资企业来说, 其 PB 估值都有望至少像央企大公司的 2 倍水平看齐。

图 5、央企、地方国资 (中型企业)、私企 PB 估值折价率历史趋势 (2003-2008)



数据来源: WIND、兴业证券研发中心 (不同颜色标识使用不同的坐标轴)

3.2 金融资产价值

上市前 10 年, 公司除参与电厂项目建设外, 还进行各类多元化投资, 涉及领域包括房地产 (皖能大厦、皖能置业)、客运 (皖能高速汽车客运)、高新技术 (安徽发展投资、深圳桑夏高科技、桃花科技、菲特科技)、证券金融 (华安证券、国元证券、北方证券) 等等。

目前, 前述多元化项目多已经转让, 只有证券金融部分的股权投资仍保留。其中, 国元证券作为可供出售金融资产, 根据新会计准则, 只会对公司的资本公积产生影响, 对当期盈利并无影响。

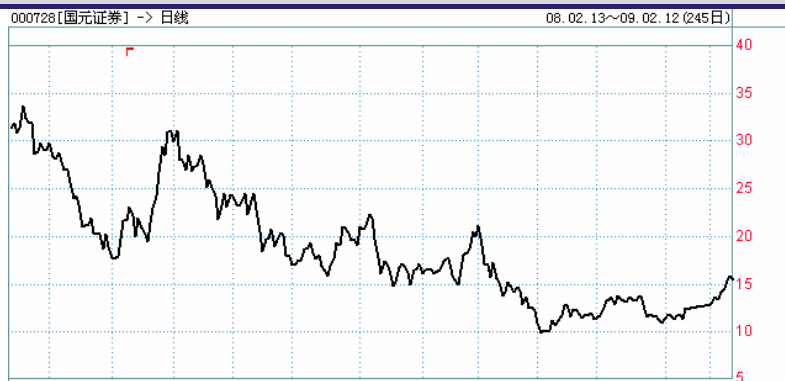
表 9、公司参与投资金融资产 (2008-6-30)

	投资金额 (亿元)	期末账面值 (亿元)	持有股份 (亿股)	合并方式
国元证券	1.49	17.15	0.983	可供出售金融资产
华安证券	1.00	0.20	1.0	成本法
北方证券	0.735	0.0	--	成本法 (已全额计提)

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

目前皖能电力持有国元证券 9830 万股, 折合公司每股含国元证券 0.13 股, 而国元证券当前股价在 15 元附近, 则公司每股金融资产价值至少为 1.9 元。

图 6、国元证券过去一年股价走势图



数据来源: WIND、兴业证券研发中心

4 盈利预测假设及预测结果

4.1 盈利预测假设:

(1) 机组利用小时

基于我们对 2009 年安徽省内火电机组运行的判断——在经济悲观、经济中性、经济乐观的情况下, 机组利用小时分别下降 1000 小时、800 小时和 600 小时。保守起见, 我们假设皖能电力下属火电机组在上述三种情况下, 机组利用小时分别同比下降 1200 小时、800 小时、500 小时。2010 年、2011 年则分别上升 200 小时和 100 小时。

(2) 煤价回落幅度

公司下属机组分为沿江机组(合肥、铜陵、马鞍山电厂)和坑口机组(阜阳华润、淮北国安), 其中, 安徽省内的煤炭占到其总用煤量中的 60%。考虑到安徽省是作为整个华东地区的主要煤炭输出省份, 而长三角沿海电厂不仅可以从安徽等地采购, 同时还可以走大秦线沿海运输采购, 因此安徽省内的煤炭价格变动基本与全国价格变动一致。考虑到国内电煤总体供需环境正变得更为宽松, 在 2009 年经济悲观、经济中性、经济乐观的情况下, 我们假设公司综合标煤采购价格分别下降 20%、15%和 10%。2010 年、2011 年则均为持平。

(3) 机组容量变化

考虑到公司机组的投产进度, 我们分别假设公司 2009 年新增装机容量 60 万千瓦(合肥皖能#5 机组在 08 年 12 月底投产, 因此仅在 2009 年贡献全年收益); 到 2010 年底, 公司下属铜陵皖能(1×100, 68.5%)投产; 到 2011 年, 皖能马鞍山(2×66, 51%)合肥皖能#6 机组(1×60, 51%)以及分别于 2 月、4 月、6 月正式进入商业运行。

4.2 盈利预测结果:

根据上述各项假设, 在电价不作进一步调整的情况下, 我们预计公司 2008、2009 (悲观)、2009 (中性)、2009 (乐观)、2010、2011 年每股 EPS 分别为 0.02 元、0.29 元、0.25 元、0.21 元、0.26 元、0.35 元。

表 10、公司盈利预测结果（2007-2011）

项目	2007	2008E	2009（中性）	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,634.75	2,863.35	3,234.17	3,398.96	5,556.51
同比增长率（%）		8.68%	12.95%	5.10%	63.48%
营业利润（百万元）	124.10	-0.59	511.86	566.38	891.14
同比增长率（%）		-100.48%	-86268.76%	10.65%	57.34%
净利润（百万元）	112.87	27.86	437.15	468.75	668.36
同比增长率（%）		-75.31%	1468.79%	7.23%	42.58%
最新摊薄每股收益（元）	0.08	0.02	0.25	0.26	0.35
每股净资产（元）	6.82	3.34	3.59	3.85	4.20

数据来源：兴业证券研发中心

5 估值与目标价

5.1 保守算法——PB 相对估值

由于 PE 的假设中隐含了对煤价的假设，为了稳妥起见，我们首先采用更为保守的 PB 相对估值方法对公司进行估值。

在资产负债表中，我们同时考虑到 2008 年底国元证券收盘价 10.89 元所造成的与 07 年底的公允价值变动、及其所带来的资本公积的变化，剔除该影响后计算得出，公司 2008-2010 年每股净资产分别为 3.34 元、3.59 元和 3.85 元。

如果参考地方国资的大型企业、央企大型企业、私人投资企业的当前 PB 估值水平，则公司的合理 PB 分别为 1.8 倍、2.4 倍、3.2 倍，对应 09 年预估净资产的合理价格分别为 6.5 元、8.6 元和 11.5 元。

5.2 激进算法——PE 估值+每股金融资产价值

在前面的盈利预测假设中，我们已经详述了对 09-11 年的公司燃煤进价的假设——2009 年在 08 年的基础上下降 15%，2010 年和 2011 年的煤价则与 2009 年持平。

做出这样的判断，一则是基于对全国电煤供需逐步趋向供大于求，电煤价格稳步回落，但由于 2010 年和 2011 年煤价影响因素更多，因此保守中采取持平的假设；二则是根据公司最新与当地煤矿的合同煤价格意向来看，基本与 2008 年年初的合同价格相同，则与 2009 年相比至少回落 15%，为保守起见，我们也是采用了 15% 的下降幅度来预计。

对应公司 2009-2011 年 0.25 元、0.26 元和 0.35 元的 EPS 业绩预测，按照市场平均 20 倍的 PE，则对应股价 5 元、5.2 元和 7 元。同时，结合公司所含的每股金融资产价值（国元证券）1.9 元，则公司合理价格为 6.9 元-8.9 元。

结合上述两种估算方法，在当前煤价回落的大背景下，基于公司盈利能力的回复、以及在建项目所带来确定的大幅成长，我们认为公司短期合理目标价应在 7.5 元左右，首次给予推荐评级。

附录 公司历次融资与股权结构

皖能电力 1993 年底以合肥电厂（#3 机组）和铜陵电厂（#1-2 机组）的资产上市，曾在 1995 年和 1997 年进行两次配股，目前总股本为 7.73 亿股。公司第一大股东为安徽省能源集团（直属于安徽省国资委），直接持股比例为 54.54%，间接合计持股比例为 62.12%。

表 11、公司历次股本变化及资金用途情况

	新增股本 (亿股)	发行后总股 本(亿股)	募集资金 (亿元)	募集资金投向
1993 年 IPO	2.3	5.55	5.75	原为芜湖电厂三期、马鞍山二电厂一期、洛河电厂二期；后更改为收购马鞍山电厂 #11-12 机组
1995 年配股	1.23	6.78	3.71	投资参股即将建成的马鞍山二电厂一期 10% 股权
1996 年红股	0.56	7.35	N.a.	每 10 股送 1 股派 1.5 元，或按每 10 股不送股派 2.5 元
1997 年配股	0.38	7.73	2.60	投资淮北二电一期 25% 股权

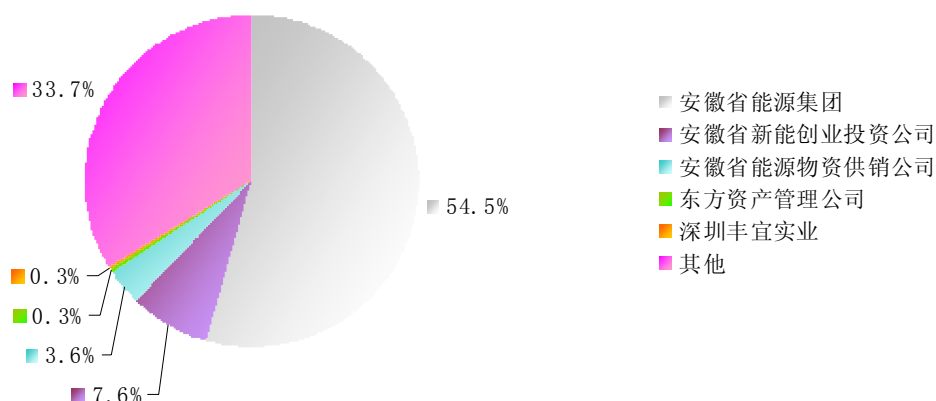
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

表 12、公司投资各电厂的立项到建成时间

IPO	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08
合肥、铜陵	马鞍山电厂		马鞍山万能达一期		淮北国安电厂											
									阜阳华润电厂							
													铜陵皖能电厂			
													马鞍山万能达电厂二期		合肥皖能	

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心（粉红色为控股电厂、蓝色为参股电厂）

图 7、公司股权结构（前五大股东）



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	1868.95	2373.15	2916.74	3497.53
货币资金	294.47	320.02	323.42	339.90
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	467.37	507.92	573.70	602.93
其他应收款	255.97	173.61	196.09	206.09
存货	112.17	130.44	130.39	135.15
非流动资产	8414.46	5981.05	8120.26	10512.24
可供出售金融	3775.83	1070.49	1070.49	1070.49
长期股权投资	584.71	567.04	717.04	867.04
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3272.50	4236.04	4236.04	6484.50
在建工程	439.01	0.00	2334.25	2687.79
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	230.42	230.31	230.19	230.08
资产总计	10283.42	8354.20	11037.00	14009.77
流动负债	2312.27	2752.54	4064.49	5527.70
短期借款	1347.00	1928.40	3311.54	4765.19
应付票据	130.00	151.17	80.05	82.98
应付账款	156.46	181.94	181.87	188.51
其他流动负债	4.79	7.39	7.39	7.39
非流动负债	1851.59	2159.58	3093.28	4134.08
长期借款	845.76	1085.76	2019.46	3060.26
其他	54.03	83.32	83.32	83.32
负债合计	4163.86	4912.12	7157.76	9661.78
股本	773.01	773.01	773.01	773.01
资本公积	3790.00	1084.66	1084.66	1084.66
未分配利润	84.84	96.32	271.21	452.72
少数股东权益	845.86	860.96	1103.80	1370.86
股东权益合计	6119.56	3442.08	3879.24	4347.99
负债及权益合	10283.42	8354.20	11037.00	14009.77

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010
税后利润	27.9	437.2	468.7
资产减值准备	0.0	0.0	0.0
固定资产折旧、油气资产折耗、	268.7	344.9	359.9
无形资产摊销	0.1	0.1	0.1
处置固定资产、无形资产和其	0.0	0.0	0.0
固定资产报废损失(收益以“-”	0.0	0.0	0.0
财务费用(收益以“-”号填列)	0.0	0.0	0.0
投资损失(收益以“-”号填列)	125.8	146.4	156.2
营运资金净变动	17.7	-150.0	-150.0
经营活动的现金流量	-311.4	-611.4	-554.7
投资活动的现金流量	2105.3	-2334.3	-2602.0
融资活动产生的现金流量	-2208.6	2170.5	2338.3
现金净变动	25.5	3.4	16.5
期初现金余额	320.0	323.4	339.9
期末现金余额	345.6	326.8	356.4

利润表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2634.75	2863.35	3234.17	3398.96
营业成本	2295.62	2669.50	2668.38	2765.89
营业税金及附	13.09	13.46	15.20	15.98
销售费用	0.20	1.15	1.29	1.36
管理费用	16.19	36.36	41.07	43.17
财务费用	94.71	125.80	146.35	156.18
资产减值损失	212.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	121.90	-17.67	150.00	150.00
营业利润	124.10	-0.59	511.86	566.39
营业外收入	2.16	34.58	34.58	34.58
营业外支出	3.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	123.03	33.98	546.44	600.96
所得税	10.16	6.12	109.29	132.21
净利润	112.87	27.87	437.15	468.75
少数股东损益	49.30	15.10	242.84	267.07
归属母公司净	63.57	12.76	194.31	201.68
EPS (元)	0.08	0.02	0.25	0.26

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	19.05%	8.68%	12.95%	2.55%
营业利润增长率	5.92%	-100.48%	-86268%	5.09%
净利润增长率	-2.28%	-75.31%	1468%	2.15%
盈利能力(%)				
毛利率	4.73%	6.77%	17.49%	18.19%
净利率	4.28%	0.97%	13.52%	13.46%
ROE	1.39%	0.27%	5.31%	4.68%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.49%	58.80%	64.85%	69.03%
流动比率	0.81	0.86	0.72	0.63
速动比率	0.76	0.81	0.69	0.60
营运能力(次)				
资产周转率	34.27%	30.73%	33.36%	26.53%
应收帐款周转率	6.13	6.13	6.13	6.13
每股资料(元)				
每股收益	0.08	0.02	0.25	0.25
每股经营现金	0.33	0.17	0.22	0.37
每股净资产	6.82	3.34	3.59	3.84
估值比率(倍)				
PE	62.99	313.72	20.61	20.84
PB	0.76	1.55	1.44	1.35

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
观 望: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元戩 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoym@xyzq.com.cn

研究报告发布

金 琼 电话: 021-68419393-1049 Email: jinq@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。