

成功步入发展快车道

研究结论:

- 随着 2007 年 5 台 12.5 万老机组关停, 皖能电力资产质量得到明显提升, 目前公司参控股机组均为 30 万以上大机组, 于此同时通过持续增容改造计划的实施, 近年来现役机组运行指标不断优化, 公司控股电厂供电煤耗低于全国及安徽省平均水平。
- 作为华东能源基地安徽省属电力企业, 皖能拥有的资源优势显然是其他电力企业所无法比拟的。2008 年公司燃料构成 60% 以上来自安徽省四大煤矿, 其余部分则分别来自山西、河南, 公司合同煤比重约为 65% 左右, 目前公司下属电厂煤炭库存保持在 20 天以上。现阶段由于煤炭供应形势明显缓和, 省内电煤市场采购价格和公司合同煤价格出现倒挂现象, 09 年预计公司燃料采购比重将做出一定调整。
- 2009 年预计安徽省内机组利用小时数将出现较大幅度下滑, 主要原因, 一方面 06—08 年是省内机组投产高峰期, 特别是 08 年全省新增机组容量超过 800 万千瓦, 其中 180 万为皖电东送项目。根据目前省内在建项目工程进度以及项目审批情况, 预计 2009—2010 安徽省新增装机容量分别为 260 万、200 万。从电力需求来看, 安徽省 08 年全社会用电量增速为 11.04%, 远高于全国平均水平, 预计 09 年全省用电量增速保持 8% 的可能性较大。综合考虑供需两方面影响, 预计 09 年安徽省机组利用小时数下滑幅度在 700 小时左右, 2010 年以后将出现反弹。
- 未来几年皖能电力不仅仅成长性非常明确 (皖能合肥 5# 机组已于 2009 年 1 月份投产, 至 2011 年公司将新增权益装机 306 万, 是 08 年底的 2.56 倍), 更重要的是新建电厂均为煤电联营项目, 这有利于公司长期保持盈利水平稳定, 同时公司也在积极开拓新的燃料采购渠道以及探讨收购煤炭资源的可能性。
- 近期公司公告获得“上大压小”财政补贴 13562 万元, 按照新会计准则处理方法, 分三年计入公司损益, 2008—2010 年可增加公司年度利润 4520.7 万元, 对应每股收益 0.058 元。
- 保守预测皖能电力 2008—2010 年 EPS 分别为 0.03、0.24、0.33 元, 对应动态市盈率分别为 26、19 倍, PB 仅为 1.2 倍, 受短期经济波动因素影响, 公司大机组的盈利能力并未得到真正体现, 即便给予 1.5 倍 PB 估值, 其合理股价应在 7.5 元左右, 同时考虑到公司未来良好的成长性以及参股国元证券的贡献, 目前公司股价存在明显低估, 因此给予“增持”的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张仲华

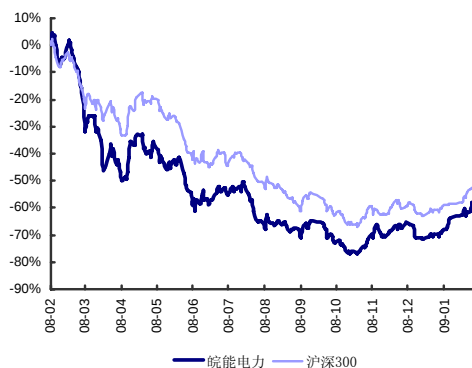
电力行业资深分析师
8621-63325888 × 6067
zhangzh@orientsec.com.cn

王晶

能源行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持
股价 (2009 年 2 月 16 日)	6.21 元
目标价格 (6 个月)	8.00 元
总股本/A 股 (万股)	77301/77301
国家/地区	中国
行业	电力
报告日期	2009 年 2 月 17 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	2635	2546	3298	3479
主营业务利润 (百万)	123	91	607	828
净利润 (百万)	113	59	430	588
EBITDA (百万)	500	607	1241	1609
每股收益 (元)	0.08	0.03	0.24	0.33
市盈率(X)	76	210	26	19

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

附表.财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1128	1869	3710	4208	4483	营业收入	2213	2635	2546	3298	3479
现金	458	294	2542	2583	2887	营业成本	2056	2296	2400	2706	2663
应收账款	393	467	452	585	617	营业税金及附加	12	13	13	16	17
其它应收款	134	256	168	244	275	营业费用	1	0	0	0	0
预付账款	86	689	410	637	541	管理费用	28	16	16	20	21
存货	56	112	96	104	113	财务费用	55	95	117	122	158
其他	0	50	42	53	49	资产减值损失	8	213	0	0	0
非流动资产	3945	8414	6303	7170	8023	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	684	585	592	593	590	投资净收益	65	122	45	129	164
固定资产	2851	3273	3972	4390	4673	营业利润	117	124	46	562	783
无形资产	29	230	209	223	221	营业外收入	2	2	45	45	45
其他	381	4327	1530	1963	2539	营业外支出	6	3	0	0	0
资产总计	5073	10283	10013	11377	12506	利润总额	113	123	91	607	828
流动负债	1657	2312	2119	2365	2349	所得税	-2	10	32	178	240
短期借款	918	1347	1300	1500	1500	净利润	115	113	59	430	588
应付账款	125	156	155	180	174	少数股东损益	56	49	37	243	332
其他	614	809	664	686	675	归属于母公司净利润	59	64	23	186	256
非流动负债	399	1852	1781	2493	3242	EBITDA	441	500	607	1241	1609
长期借款	399	846	1446	2046	2646	EPS (元)	0.08	0.08	0.03	0.24	0.33
其他	0	1006	335	447	596	主要财务比率					
负债合计	2056	4164	3900	4858	5591	会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	635	846	882	1126	1458	成长能力					
股本	773	773	773	773	773	营业收入	-3.0%	19.0%	-3.4%	29.5%	5.5%
资本公积	963	3790	3790	3790	3790	营业利润	-37.6%	5.9%	-62.8%	1118.8%	39.2%
留存收益	645	711	668	831	894	归属于母公司净利润	494.2%	7.5%	-64.0%	714.2%	37.5%
归属母公司股东权益合计	2382	5274	5231	5394	5457	获利能力					
负债和股东权益	5073	10283	10013	11377	12506	毛利率	7.1%	12.9%	5.8%	18.0%	23.4%
现金流量表						净利率	2.7%	2.4%	0.9%	5.7%	7.4%
单位: 百万元						ROE	2.5%	1.2%	0.4%	3.5%	4.7%
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力					
经营活动现金流	600	256	116	682	1469	资产负债率	40.5%	40.5%	38.9%	42.7%	44.7%
净利润	115	113	59	430	588	净负债比率					
折旧摊销	269	281	444	556	668	流动比率	0.68	0.81	1.75	1.78	1.91
财务费用	55	95	117	122	158	速动比率	0.64	0.76	1.70	1.73	1.86
投资损失	-65	-122	-45	-129	-164	营运能力					
营运资金变动	237	-300	288	-445	17	总资产周转率	0.49	0.34	0.25	0.31	0.29
其它	-12	190	-747	148	203	应收账款周转率	5	6	6	6	6
投资活动现金流	-630	-754	1762	-1295	-1415	应付账款周转率	17.76	16.30	15.42	16.18	15.06
资本支出	669	828	795	1014	1015	每股指标 (元)					
长期投资	54	-58	-2517	420	559	每股收益	0.08	0.08	0.03	0.24	0.33
其他	93	16	40	139	159	每股经营现金流	0.78	0.33	0.15	0.88	1.90
筹资活动现金流	155	334	369	654	250	每股净资产	3.08	6.82	5.04	5.15	5.23
短期借款	818	429	-47	200	0	估值比率					
长期借款	-80	447	600	600	600	P/E	81.17	75.52	209.73	25.76	18.73
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.02	0.91	1.23	1.21	1.19
资本公积增加	1	2827	0	0	0	EV/EBITDA	8	7	6	3	2
其他	-584	-3369	-184	-146	-350						
现金净增加额	125	-164	2248	41	304						

资料来源: 东方证券研究所预测

分析师承诺

张仲华：电力行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn