

电力行业

报告原因：业绩公布

2009 年 4 月 28 日

市场数据：2009 年 4 月 28 日

收盘价（元）	7.6
一年内最高/最低（元）	24.58 / 3.3
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值（百万元）	

基础数据：2009 年 3 月 31 日

每股净资产（元）	4.82
资产负债率%	52.54
总股本/流通 A 股（亿）	7.73/7.73
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

皖能电力 (000543)

增持

盈利回升、PB 估值较低、核电最大看点

公司研究

盈利预测：

单位：百万、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	净资产收益 率	市盈率
2007A	2635	19.05	63.57	7.48	0.08	1.21	95
2008A	2821	7.05	40.04	-37.02	0.05	1.24	146
2009E	2695	-4.45	70	74.8	0.09	2.1	83
2010E	2830	5	92.78	32.5	0.12	2.8	63

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益

投资要点：

● **业绩环比回升幅度较大：**公司一季度实现归属母公司净利润 2246 万元，对应每股收益 0.03 元（扣除非经常损益每股收益 0.02 元），同比增长 3.03%，扣除非经常损益同比下降约 30%。从环比看公司 1 季度业绩较 08 年 4 季度回升 212.13%，扣除非经常损益回升 170%左右，环比好转明显。

● **发电小时大幅下降：**公司 1 季度实现营业收入 6.6 亿元，同比下降 4.71%，在电价同比上调 7%左右的情况下，预计发电量同比下降 11%左右；而公司装机容量同比增加 30%左右（一月份投产 60 万千瓦），粗略测算发电小时降幅在 40%左右。主要由于去年同期公司替发电量较多（包括为 5*12.5 万千瓦关停机组和其他公司替发）基数较高，此外新投产 60 万千瓦机组初期磨合发电小时较低，拉低了今年一季度平均发电小时。根据营业收入及发电量粗略测算公司 1 季度发电小时在 1000 小时左右；一季度全国的火电发电小时为 1100 小时；安徽地区为 1116 小时，公司的发电小时低于当地平均水平，主要由于皖电东送企业的发电小时较高，拉高了安徽地区火电的平均发电小时，而公司电厂均供本地，预计全年发电小时在 4500 小时左右。

● **燃料成本同比涨幅不大、环比大幅下降：**在发电量同比下降 11%左右的情况下，公司营业成本下降 4.83%，粗略测算公司燃料成本同比上涨在 7%左右。从环比看，1 季度营业收入较四季度环比下降 7.62%（由于电价相同主要由于电量的增长），而营业成本环比下降 21.94%，可以粗略测算出 1 季度燃料成本较 08 年四季环比下降超过 15%。目前合同煤尚未签订，按照预付暂估入账，未来燃料成本取决于合同煤签订情况。公司一季度燃料有部分库存高价煤，如果合同煤能够按目前预付的价格签订，公司 2 季度燃料成本还会有一定的下降。

- **盈利能力基本回复到去年同期，仍处于较低水平：**公司一季度毛利率为 8.79%，已经回复到去年同期的水平（去年同期为 8.66%），电价的同比上升抵消了煤价的上涨和发电小时的恶化。从历史看公司的盈利能力一直不强，毛利率水平一直较低，扣除非经常损益的净资产收益率也在 0%-3% 左右波动，一直处于亏损边缘。主要由于前几年公司机组装机容量较小（5×12.5 万千瓦机组于 2007 年关停）、公司人力成本负担较大经营成本较高，公司已经甩掉历史包袱，目前运行及储备的机组均为 30 万千瓦以上大型机组，但现在受经济影响发电小时较低，公司盈利能力短期仍无法达到较高水平。
- **参股两大核电项目是未来的盈利点：**公司参与安徽省内两大核电项目芜湖核电和吉阳核电的开发工作，参股比例分别达到 15% 和 49%。其中芜湖核电一期计划建设 2 台百万千瓦机组；吉阳核电站规划容量为 4×100 万千瓦机组，一期建设 2×100 千瓦。由于核电建设周期较长，预计该两个项目在 2015 年后才能投产，而核电投资规模较大，公司近期面临较高的资本支出。但从现有核电站的运行来看，在其建成投产后盈利能力很强，仅一期预计可为公司每年贡献 7 亿元左右（详见下文测算）稳定的投资收益，是目前公司盈利的近十倍。
- **火电机组规模、质量将同步增长：**公司目前可控装机容量为 184 万千瓦，预计 2010 年将有一台 100 万千瓦机组投产，此外还有很多储备项目（详见表 5）在进行前期或审批工作，未来仍有很大增长空间。公司新投产的机组单机容量均在 60 万千瓦以上，且新机组全部为坑口电厂，运行效率高，预计随着经济好转发电小时回升新建项目盈利能力较为可观。
- **盈利预测及投资建议：**预计 09-10 年公司每股收益分别为 0.09 元、0.12 元，对应动态市盈率分别为 83 倍、63 倍，从动态市盈率来看公司估值较高，主要由于经济危机影响，近 2 年公司盈利能力不能体现；但公司目前的 PB 仅为 1.5 倍，低于行业平均水平。考虑到：1、公司较大规模的涉及核电项目；2、公司未来储备项目较多且质量较好；3、发电小时好转后盈利能力进一步提升，给予“增持”的投资评级。

盈利预测假设

- 公司燃煤成本较08年下降13%；2010年与09年持平。
- 2009年发电小时4500小时；2010年发电小时同比增长5%。
- 铜陵皖能1*100机组于2010年后投产。
- 其他假设见下表。

表1：盈利预测假设

	2007A	2008A	2009E	2010E
可控投产装机容量		124	184	184
平均发电小时		6937	4500	4725
发电量（亿千瓦时）		86.02	83	87
上网电量（亿千瓦时）		80	77	81
平均电价（元/千瓦时）		0.33	0.350	0.350
平均标煤单价（元/吨）		650	560	560
供电煤耗（克/千万时）		343	340	340
平均燃料成本（元/千瓦时）		0.2230	0.1904	0.1904
厂电利用率		7.00%	7.00%	7.00%

资料来源：山西证券

表2：盈利预测结果

单位：百万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
营业收入	2,634.75	2,820.61	2695.14	2829.90
毛利	12.87%	3.27%	8.11%	8.64%
营业成本	2,295.62	2,728.30	2476.51	2585.34
燃料		1,917.85	1,576.51	1,655.34
折旧		440.00	550.00	560.00
人工		300.00	300.00	300.00
其他		70.45	50.00	70.00
营业税金及附加	13.09	9.03	10	10
销售费用	0.2	0.3	0.3	0.3
管理费用	16.19	18.77	20.00	20.00
财务费用	94.71	125.93	130	130
资产减值损失	212.76	5.94	0	0
公允价值变动净收益			0	0
投资净收益	121.9	100.96	70	90
营业利润	124.1	33.29	128.33	174.26
营业外收入	2.16	46.73	0	0
营业外支出	3.22	5.5	0	0

利润总额	123.03	74.52	128.33	174.26
所得税	10.16	41.01	32.08	43.56
净利润	112.87	33.52	96.25	130.69
少数股东损益	49.3	-6.52	26.25	37.92
归属于母公司所有者的净利润	63.57	40.04	70.00	92.78
基本每股收益(元)	0.08	0.052	0.0906	0.1200

资料来源：山西证券

表3：单季度财务分析

百万元	08 一季度	08 二季度	08 三季度	08 四季度	09 一季度	QoQ	YoY
营业收入	692.8	697.2	715.99	714.62	660.15	-7.62%	-4.71%
营业成本	632.69	688.06	636.22	771.34	602.11	-21.94%	-4.83%
毛利率	8.68%	1.31%	11.14%	-7.94%	8.79%		
营业税金及附加	3.47	2.39	2.4	0.76	1.34	76.32%	-61.38%
销售费用	0.04	0.05	0.18	0.05	0.05	0.00%	25.00%
管理费用	4.28	3.33	3.38	7.78	3.57	-54.11%	-16.59%
财务费用	38.72	27.79	26.91	32.51	34.42	5.88%	-11.11%
投资净收益	32.4	52.05	-21.71	38.22	16.64	-56.46%	-48.64%
营业利润	46	27.63	25.25	-65.59	35.29	153.80%	-23.28%
营业外收入	1.92	0.29	0.32	44.2	12.45	-71.83%	548.44%
营业外支出	0.53	0.75	-0.24	4.46	0.28	-93.72%	-47.17%
利润总额	47.4	27.17	25.81	-25.86	47.46	283.53%	0.13%
所得税	8.54	2.14	17.92	12.4	13.58	9.52%	59.02%
净利润	38.85	25.03	7.89	-38.26	33.88	188.55%	-12.79%
少数股东损益	17.05	-17.03	11.68	-18.23	11.42	162.64%	-33.02%
归属母公司净利润	21.8	42.06	-3.79	-20.03	22.46	212.13%	3.03%

资料来源：山西证券

表4：公司运行电厂情况

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					
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
合计		184		152.2	
参股					
马鞍山万能达	4×30	120	10%	12	1996, 2006
阜阳华润	2×64	128	40%	51.2	2006
合计		248		63.2	

资料来源：山西证券

表5：公司储备项目情况

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)	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	已核准
芜湖核电		核电	2×100	200	15%	30	申报阶段
吉阳核电		核电	2×100	200	49%	98	前期

资料来源：山西证券

表6：核电贡献投资收益测算

项目	机组构成	装机规模 (万千瓦)	权益 比例	发电 小时	发电量 (万千瓦 时)	电价 (元/千瓦 时)	营业收入 (万元)	销售 净利率	归属公司投 资收益(万 元)
芜湖核电	2*100	200	15%	7500	1500000	0.38	576923	20%	17307.69
吉阳核电	2*100	200	49%	7500	1500000	0.38	576923	20%	56538.46
合计		400							73846.15

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分