

皖能电力(000543)

—火电机组升级、大力进军核电成为公司腾飞的双引擎

提升评级

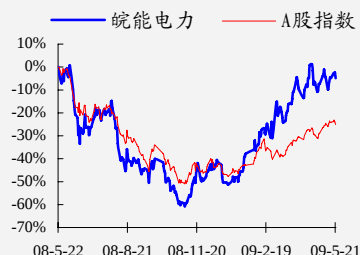
公用事业/电力生产

2009 年 5 月 22 日

投资要点:

- 电煤价格大幅上涨导致公司 2008 年净利润出现大幅下滑, 国元证券分红及转让皖能合肥发电有限公司 12% 股权获得 3338.27 万元投资收益对公司当年盈利起到关键作用; 2009 年一季度公司经营情况出现好转。
- 公司把握“上大压小”机遇, 积极推进资产规模、质量双提升。截止到目前, 公司权益装机容量为 160.5 万千瓦, 可控装机容量为 184 万千瓦, 参股、控股机组均为 30 万千瓦以上机组。
- 综合考虑省内新增装机容量和安徽省经济发展趋势, 我们判断 2009 年公司发电机组小时利用数会出现小幅下滑。
- 公司积极应对煤炭价格波动风险, 拓展上游煤炭资源渠道。近期公司加快与煤炭企业开展深层次合作, 通过股权转让、增资扩股、共同建设煤电联营项目等方式实现向上游的拓展。
- 参股核电项目成为公司发展战略的重点之一, 核电机组投产会给公司带来相对稳定的投资收益。
- 投资风险: 未来用电需求出现超预期下降; 电煤价格(包括重点合同煤价格)依然存在不确定性。
- 投资评级: 2009-2010 年分别实现每股收益 0.237 元、0.314 元, 给予谨慎推荐评级。

走势图



市场数据

2009-5-21

收盘价:	8.06 元
52 周最高价:	8.93 元
52 周最低价:	3.29 元
平均持仓成本:	7.72 元

基本数据

2009Q1

总股本(万股):	77,301
流通 A 股(万股):	77,301
每股收益(元):	0.03
每股净资产(元):	4.82
每股经营现金流(元):	0.24
市净率:	1.67

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	282,061	7.05	4,004	(37.02)	0.05			
2009E	310,816	10.19	18,348	358.24	0.24			
2010E	339,644	9.27	24,265	32.25	0.31			
2011E								

分析师: 吴江涛

TEL: (8621)6336 7000-234

FAX: (8621)6337 3209

Email: wujt@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 公司 2008 年年报、2009 年一季报回顾

1.1 2008 年年报回顾

2008 年公司年报披露，公司全年实现主营业务收入 28.21 亿元，同比增长 7.05%；实现归属母公司所有者净利润 4004 万元，同比下降 37.02%；每股收益 0.052 元，低于前期预测值。

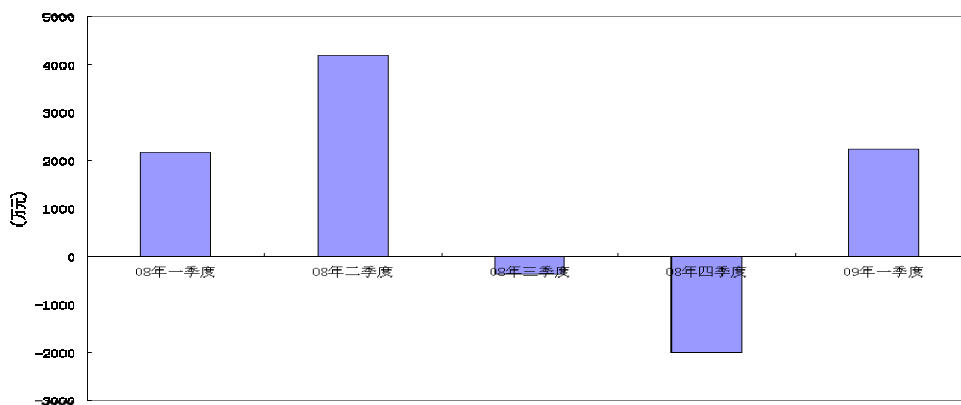
公司净利润出现大幅下滑主要归因于电煤价格在 2008 年度出现大幅上涨所致，1-12 月份公司累计平均耗用标煤单价同比上涨 155 元/吨，增加变动成本约 3.51 亿元。08 年全年营业成本 27.28 亿元，同比上涨 18.85%，远高于营业收入同比增幅 7.05%。公司在当年能够盈利，收到国元证券股份有限公司 2007 年度分红款及转让皖能合肥发电有限公司 12%股权获得 3338.27 万元投资收益起到关键作用。

1.2 2009 年一季报回顾

公司 2009 年一季报说明，报告期公司实现营业收入 6.60 亿元，同比下降 4.71%；实现归属母公司所有者净利润 2246 万元，同比增长 3.01%；每股收益 0.03 元，与去年持平。

- ✓ 公司 09 年一季度归属母公司股东净利润在 2008 年 3、4 季度出现持续亏损的背景下取得较大幅度增长，并取得同比增长 3.01%。

图一 公司近 4 个季度归属母公司股东净利润变化情况



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所整理

- ✓ 公司控股公司皖能合肥发电有限公司一台 60 万千瓦机组于 2009 年 1 月初正式投产，新增权益装机容量 30.6 万千瓦，增幅达到 23.56%，再考虑到 2008 年两次上调上网电价 2.7 分钱，同比上调 7.27%，今年一季度营业收

入同比下降 4.71%，凸显一季度机组利用率有所下降。究其原因，一方面金融危机对安徽省电力需求造成一定影响，另一方面（更重要原因）今年一季度替发电量安排较少。

2. 借“上大压小”之契机，积极推进资产规模、质量双提升

2.1 火电机组是公司主役机组的主旋律

皖能电力作为地方电力企业，其实际控制人为安徽省国资委。公司目前在役机组均为火电机组，截止到 2008 年底，公司发电装机权益容量为 129.9 万千瓦，可控容量为 124 万千瓦；2009 年一月初皖能合肥发电有限公司一台 60 万千瓦火电机组正式投产后，公司权益装机容量变为 160.5 万千瓦，可控装机容量变为 184 万千瓦。

公司目前控股参股发电公司及证券公司，主要包括：淮北国安电力有限公司、铜陵皖能发电有限公司、皖能合肥发电有限公司、阜阳华润电力有限公司、马鞍山万能达发电有限责任公司、华安证券有限责任公司、国元证券股份有限公司。

表一 公司控股、参股发电企业在役机组

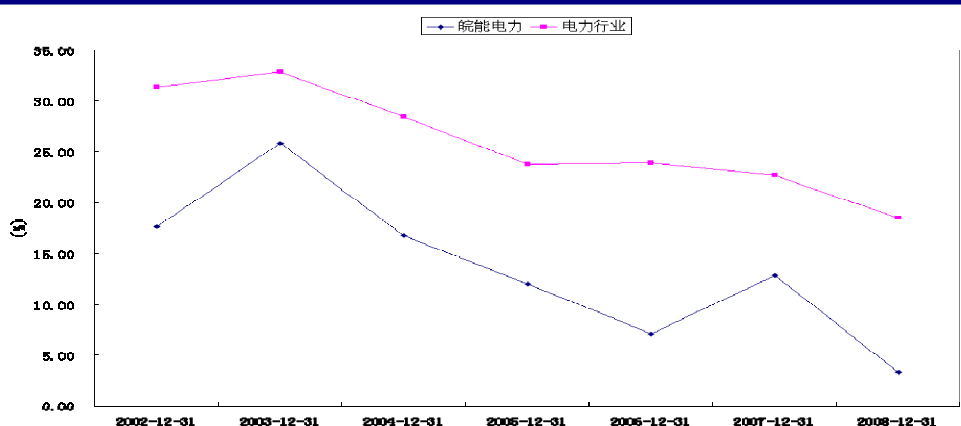
公司名称	持股比例（%）	装机容量（万千瓦）	附注
淮北国安电力有限公司	40	2×30	
铜陵皖能发电有限公司	68.5	2×30	1 台 100 万千瓦机组处于建设期
皖能合肥发电有限公司	51	60	1 台 60 万千瓦机组处于前期准备
阜阳华润电力有限公司	40	2×64	
安徽马鞍山万能达有限责任公司	10	4×30	

资料来源：公司 08 年报，东北证券金融与产业研究所

2.2 关停小机组以推动公司经营效率提升

从历史来看，皖能电力在电力上市公司中资产质地不算好，盈利能力也不强。2007 年，公司抓住国家“上大压小”的政策机遇，关停了合肥电厂、马鞍山电厂及铜陵电厂 5 台 12.5 万千瓦小机组，并以此获得了铜陵皖能发电有限公司一台 100 万千瓦燃煤机组（处于建设期）、皖能马鞍山发电公司 2 台 60 万千瓦燃煤机组（待核）的开发机会，这为公司资产的规模、质量上台阶奠定良好基础。至此，公司参股、控股机组均为 30 万千瓦以上机组。2008 年公司煤耗在 2007 年的基础上下降了 8.59 克/千瓦时，略低于全国平均水平。

图二 皖能电力与电力行业平均毛利率对比



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

公司 2008 年盈利能力有所下滑，主要在于公司发电机组均为火电机组，电煤价格大幅上涨对公司影响较大，2009 年一季度，伴随煤炭价格回落，公司该季度毛利率恢复到去年同期水平。皖能合肥 60 万千瓦机组年初投产及铜陵皖能 100 万千瓦机组、皖能马鞍山 2 台 60 万千瓦机组的陆续投产，将大大提升公司的盈利水平。

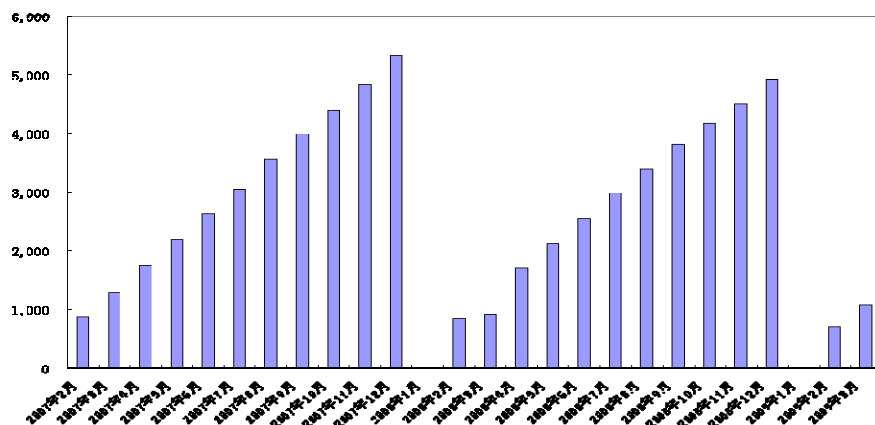
3. 公司机组小时利用数 2009 年预期呈现小幅下滑态势

3.1 公司 2009 年一季度小时利用数出现较大幅度下滑

公司一季度安排替发电量较少，加之皖电东送机组发电小时利用数较高，公司一季度机组平均利用小时数出现较大幅度下降，策略测算下来，公司一季度机组小时利用数大约在 1000 小时左右，低于全国火电机组平均小时利用数 1100 小时。

图 3 全国火电机组平均小时利用数（累计）

单位：小时



资料来源：CEIC，东北证券金融与产业研究所

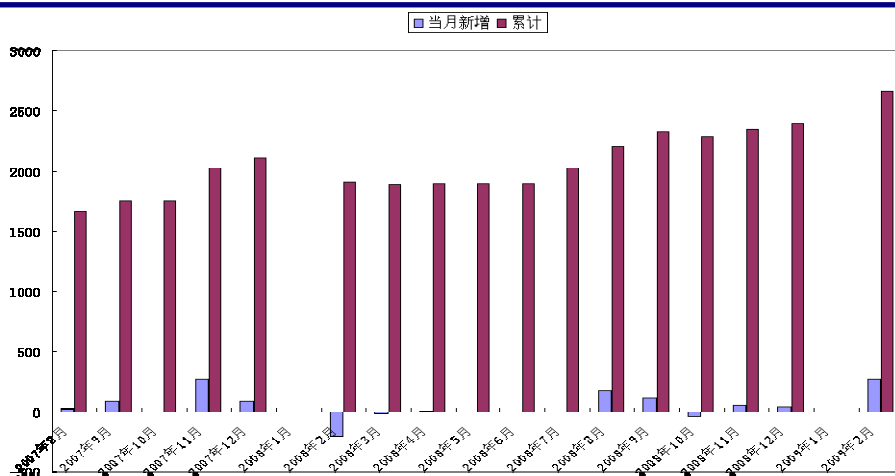
3.2 安徽省新增装机容量加剧火电机组利用率萎缩压力

2006 年以后，安徽省每年省内发电机组投产数量较大，2008 年投产的机组容量达到 700 多万千瓦（其中近一半为皖电东送项目），统计数据表明，2008 年新投产项目多集中在下半年投产，难免对 2009 年发电机组小时利用数产生消极影响。

截止到 2009 年 2 月底，安徽省累计装机容量达到 2667 万千瓦，其中包含将要关停的 200 万千瓦小机组及 668 万千瓦皖电东送机组，预计近两年安徽新投产机组仍保持每年两百万千瓦左右的规模。

图 4 安徽省近期每月新增装机容量及累计装机容量

单位：万千瓦



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

3.3 安徽省经济快速发展抑制省内用电需求大幅下滑

安徽地处华东，是中国经济最发达的地区之一的长江三角洲腹地。其地理位置较好，东临江苏、浙江，北接山东，承接沿海发达地区经济辐射，是产业转移的前沿地带；西面毗邻湖北、河南，南有江西，起到实施西部大开发、加快中、西部发展战略的桥头堡作用。可以看出，安徽具有独特的承东启西、连接南北的区位优势。

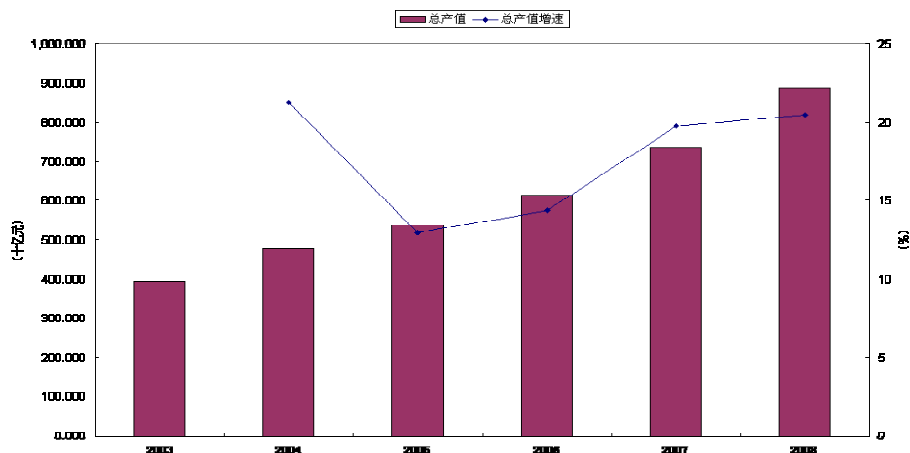
近几年安徽经济保持较快增长，每年 GDP 都以两位数增加（尽管 GDP 能耗有所下降），这为电力需求增长提供有力支撑。

作为安徽省会的合肥大力发展家电产业。根据《合肥市城市总体规划（2006-2020 年）》和《合肥市城市近期建设规划》，合肥市通过组建五大工业组团，打造家电产业集群，到 2012 年家电产值达到 1000 亿元，其中冰箱 1650 万台，洗衣机 1300 万台，空调 800 万台，电视机 800 万台；到“十二五”末，产值争取达到 1400 亿元-1600 亿元，其中，冰箱产量将达到 1800 万台，洗衣机产量达到 1600 万台，空调产量达到 1100 万台，彩电产量达到 1500 万台。

此外，安徽还大力发展汽车（江淮、奇瑞）、重化工产业，劳动密集型产业（产

业转移)等,这些产业发展在一定程度上降低用电需求波动的风险。

图5 安徽省 GDP 产值及年增长率



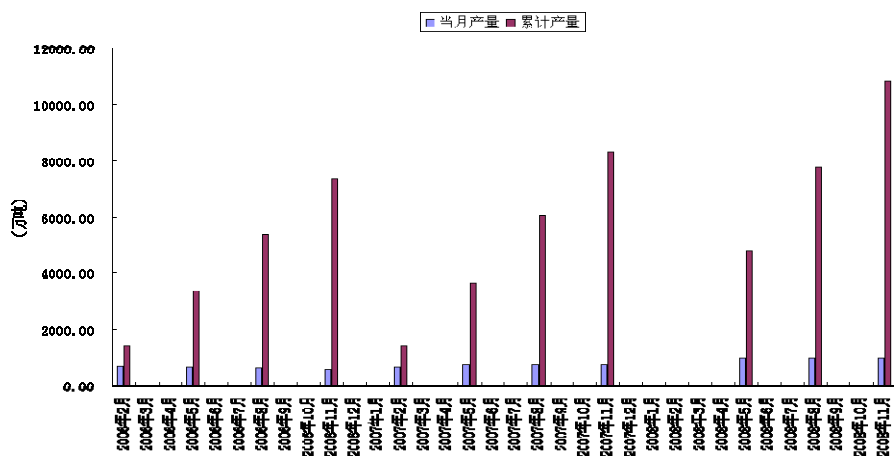
资料来源: CEIC, 东北证券金融与产业研究所

4. 公司积极应对煤炭价格波动风险

4.1 安徽省煤炭资源较为丰富 为公司用煤提供保障

安徽是华东地区煤炭资源大省,拥有淮南、淮北、皖北及新集四大矿业集团,全省产能也在不断扩大,煤炭供应环境宽松。目前公司大部分电煤均采购于四大矿业集团,2008 年公司控、参股发电企业用煤量中有六、七成来自省内,其他的来自河南、山西等地。

图6 安徽省煤炭产量



资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

4.2 煤炭价格大幅上涨引致经营成本压力骤现

2008 年 5 月份后市场煤价格出现快速上涨，作为一家几乎全为火电的上市公司，皖能电力承受了很大压力，2008 年年初重点合同煤在总用煤量中的占比为六成以上，到了下半年，重点合同煤占比出现下滑。公司 2008 年年报披露，公司当年平均耗用标煤单价同比上升 155 元/吨，增加变动成本约 3.51 亿元，同年两次上调上网电价，仅消化成本约 7375 万元。

公司 2008 年平均电煤（标煤）入厂价格为 790 元左右（不含税），到了 2009 年一季度，公司电煤（标煤）入厂价格出现回落，测算大约在 660-680 元（不含税）。

4.3 公司煤炭采用统一采购模式

在煤炭采购方面，公司采用统一采购模式，除了少量机组由厂方组织单独采购以外，公司控股发电企业燃料采购均通过安徽电力燃料有限公司集中采购，增强议价能力，节约管理费用。

公司紧密跟踪宏观经济走势，在重点合同煤价格未定情况下，公司根据国内、国际煤炭价格走势，适当签订煤炭供货期限，目前公司在经济还没有出现拐点、煤炭价格短期不会大幅上涨的判断下，基本上以短签为主，以防范煤炭价格下跌风险。

4.4 积极拓展上游煤炭资源渠道 保证公司电煤供应

发电企业经历了 2008 年电煤价格暴涨、供应短缺的尴尬局面，纷纷采取各种措施来保障电煤供应。皖能电力也不例外，积极拓展上游煤炭资源渠道，公司与煤炭企业开展深层次合作，通过股权转让、增资扩股、共同建设煤电联营项目等方式实现向上游的拓展。

- ✓ 值得关注的是，公司与国投新集能源股份有限公司共同投资设立国投新集电力利辛有限公司，公司和国投新集出资比例分别为 45%、55%，一期规划建设 2 台 60 万千瓦超临界燃煤机组，项目目前处于待核状态。该项目的实施标志着公司踏出煤电联营坚实的一步。
- ✓ 公司与淮南矿业（集团）有限公司共同对公司控股子公司皖能马鞍山发电有限公司进行增资扩股，增资扩股完成以后，公司出资比例为 51%，淮南矿业出资比例为 49%。可以看出，公司在不丧失控制权的情况下，加强与淮南矿业集团的联系，从而保证电煤的供应。

5. 以核电为代表的新能源成为公司未来业绩增长的推手

公司抓住国家大力发展新能源的契机，切实做好与各方沟通工作，参股了两大核电项目，即：芜湖核电及吉阳核电。芜湖核电一期计划建设 2 台百万千瓦机组，

该项目是由公司与中广核、申能股份、上海电力分别按 15%、51%、20%、14%比例出资设立的芜湖核电有限公司运作；吉阳核电则是由公司和中核集团按照 49%、51%出资比例运作的，该项目得到省政府的大力支持，吉阳核电规划装机容量为 4 台百万千瓦级机组，其中一期为 2 台百万千瓦级机组。目前芜湖核电项目已处于申报工作阶段，

考虑到核电建设周期长，投入资金大，未来核电项目会给公司带来较大的财务压力，但建成后，公司能够获得稳定的收益。

6. 盈利预测

公司公告披露，公司获得“上大压小”财政补贴 13562 万元，分三年计入公司损益，也即是：2008-2010 年公司每年可额外获得 4521 万元利润。

假设 2009-2010 年公司控股火电机组平均小时利用数分别为 4800 小时、5200 小时，煤炭价格按照 2009 年一季度公司平均进厂煤价下浮 5% 计算。

利润预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	2634.75	2820.61	3108.16	3396.44
营业成本	2295.62	2728.30	2762.25	2967.43
营业税金及附加	13.09	9.03	11.00	11.00
销售费用	0.20	0.30	0.30	0.30
管理费用	16.19	18.77	21.00	21.00
财务费用	94.71	125.93	135.21	140.00
营业利润	124.10	33.29	244.31	327.01
营业外净收入	-1.06	41.23	0	0
利润总额	123.03	74.52	244.31	327.01
所得税	10.16	41.01	34.21	43.13
少数股东权益	49.30	-6.52	26.62	41.23
归属于母公司净利润	63.57	40.04	183.48	242.65
总股本（百万股）	773.01	773.01	773.01	773.01
每股收益 EPS	0.08	0.052	0.237	0.314

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209