



分析师

曹腾、闵丹

电话: 010-62296874

Email: mindan@hysec.com

漳泽电力 (000767)
买入 (首次)



不应被遗忘的半个铝业股

1 电力行业仍将面临成本压力，持续亏损

漳泽电力公司是一家以火力发电为主营业务的上市公司，控股股东中国电力投资集团公司持股比例为 36.24%。目前可实现营业收入的分支机构主要是漳泽发电分公司、河津发电分公司、蒲洲发电分公司和秦皇岛秦热发电有限公司等。公司目前可控装机容量合计数为 275.26 万千瓦，权益装机容量为 239.26 万千瓦。

2008 年，公司完成发电量 150.68 亿千瓦时。其中自有发电机组发电量 116.28 亿千瓦时，销售电量 136.91 亿千瓦时，分别比上年同期减少 20.03% 和 20.74%，自有发电机组平均利用小时达 5191 小时，比上年同期下降了约 20%；公司受托经营的山西华泽铝电有限公司发电机组完成发电量 34.40 亿千瓦时，销售电量 30.92 亿千瓦时。根据 08 年公司营业收入、营业成本及销售电量计算，公司每销售一度电亏损约 0.0219 元。

2009 年，金融危机对实体经济的影响正进一步加深，国家发展的外部经济环境更加严峻，保持经济平稳较快发展的任务十分艰巨。行业看，全国发电装机容量继续增长，但全社会用电量近期快速萎缩，发电利用小时数持续下滑，同时受国内经济环境及电力需求下降影响，电价矛盾难以及时疏导。煤炭价格虽有回落，但仍然高于去年同期水平，火电成本压力继续存在，对公司而言，因此我们预计 2009 年公司依然面临持续亏损状态。我们预计公司 09 年完成发电量约为 120 亿千瓦时，销售电量 105 亿千瓦时，同比下降约 13%。根据当前的煤炭价格较 08 年均价降低 20% 计算，预计一度电将亏损 0.015 元，09 年发电业务将导致公司业绩亏损约 1.57 亿元左右。

2 华泽铝电成亮点

公司立足火电，积极向上下游产业链拓展，与中国铝业合资组建了国内最大的铝电联营项目——华泽铝电公司，公司持股 40%。公司规模为年产 28 万吨电解铝。由于电解铝产业中的两大成本分别是氧化铝占 40%，电价占 35%，而这两大原料则恰恰是公司两大股东中国铝业和漳泽电力都能提供的。氧化铝方面，与华泽铝电一路之隔的是中铝 80 万吨氧化铝山西分公司，华泽铝电全部氧化铝由该公司提供，公司的氧化铝成本能够锁定为电解铝价格的 17%。华泽铝电的电力优势在于，华泽铝电自备 2×30 万机组电站委托河津电厂生产管理，发挥了漳泽电力的电力技术优势，同时在采购燃煤方面可以发挥规模优势，因此电力成本通常优于生产电解铝的其他公司。因此氧化铝价格的上涨，对公司盈利水平影响不大。正是由于这两方面的成本优势使得 07 年公司从华泽铝电获得投资收益 2.2 亿元，占公司利润总额的 46%。但是 08 年由于煤炭价格的大幅增长和电解铝价格的大幅回落导致公司出现亏损。09 年随着铝价的逐步回升，有望继续为公司贡献利润。

3 盈利预测及估值

3.1 电力业务部分

根据公司面临的实际环境，我们假设公司 09 年电机组平均利用小时将继续降低，预计全年发电量约为 120 亿千瓦时，销售电量约为 105 亿千瓦时，假设煤炭价格较 08 年降低 20%，公司 09 年电力业务将亏损约 1.57 亿元，对应每股收益约为-0.12 元。

相对估值可见，火电行业主要发电公司的平均单位权益装机容量市值为 333.45 万元/兆瓦，公司 08 年权益装机容量为 2392.6 兆瓦，按行业平均单位装机容量市值计算，电力部分对应的公司市值约为 79.78 亿元，与公司当前市值水平 65.92 亿元相比，增值空间约为 21%。同时考虑到未来公司装机容量仍有望提升，因此我们预计电力业务部分未来具有升值空间。

表 1：火电行业主要发电企业单位权益装机容量市值

证券代码	上市公司	7 月 17 日收盘价	7 月 17 日总市值	08 年权益装机容量 (兆瓦)	单位装机容量市值 (元/兆瓦)
600011	华能国际	8.18	98010267367	39203	2500070.591
600795	国电电力	7.56	40858267935	11088.7	3684676.106
600642	申能股份	11.56	33924275618	4720	7187346.529
600027	华电国际	5.59	33176173942	18473.3	1795898.618
000539	粤电力 A	7.67	20477410800	5103	4012818.107
600863	内蒙华电	6.38	12461873800	5650	2205641.381
600021	上海电力	5.67	11982539839	6553.4	1828446.278
600886	国投电力	10.91	11421624879	3300	3461098.448
平均					3334499.507
000767	漳泽电力	4.98	6592150500	2392.6	2755224.65

3.2 铝业部分

A 股公司中，主要的铝业公司包括中国铝业、南山铝业、中孚实业、云铝股份、焦作万方、关铝股份等。中国铝业和南山铝业在产业链上下游延伸范围比较广，和华泽铝电业务可比度较差。后面四家公司在业务上和华泽铝电更加接近，其中又以焦作万方和关铝股份与之最为相近，主要原因包括：1、焦作万方和华泽铝电都由中铝控股，而关铝参股 49% 的华圣铝电则由中铝控股；2、焦作万方、华泽铝电和华圣铝电的氧化铝主要以长单的形式来自中铝，价格为铝价的 17%，而且，这三家公司都与中铝下属的氧化铝分公司相邻，运输成本低廉，因此，三家公司在氧化铝成本及其变动上具有高度的一致性。

在此，我们选择中孚实业、云铝股份、焦作万方、关铝股份作为样本，从下表可以看出，以上周五收盘价计

算，四家公司每万吨铝平均市值为 2.53 亿元，按照漳泽电力 11.2 万吨权益产能所对应的市值为 28.3 亿元。

表 2：铝业公司的吨铝市值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	电解铝权益产能 (万吨)	每万吨铝市值 (亿元)
000612	焦作万方	19.10	4.80	91.71	42.00	2.18
000807	云铝股份	11.94	10.54	125.79	40.00	3.14
000831	关铝股份	9.71	6.53	63.45	22.00	2.88
600595	中孚实业	13.87	6.57	91.16	48.00	1.90
						2.53

综合电力和铝业估值，我们认为，漳泽电力的理论市值为 $79.78+28.3=108$ 亿元，合每股 8.16 元，考虑到公司短期盈利能力略逊于可比公司，我们给予 10%-20%的折价，其合理估值为 6.53-7.34 元，给予“买入”评级

销售经理：万玮
联系电话：010-62294618
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上