

吉电股份

000875

中性/ 首次评级

股 价	2009/08/24
RMB4.85	

基础数据

总股本（百万股）	839
流通 A 股（百万股）	660
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3538

财务数据

市净率 (X)	2.00
TRACING P/E (X)*	-10.78
EPS (元)	-0.04
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

规模增长与电煤瓶颈突破

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1560.6	917.1	1789	2071	5247
(+/-%)	-14.4	14.7	14.6	15.8	153.4
归属母公司净利润(百万元)	-406.9	-33.5	11	122	224
(+/-%)	-430.0	-44.0	-	1009.1	83.6
EPS(元)	-0.48	-0.04	0.01	0.09	0.16
P/E(倍)	-11.1	-134.4	640.8	55.3	30.2

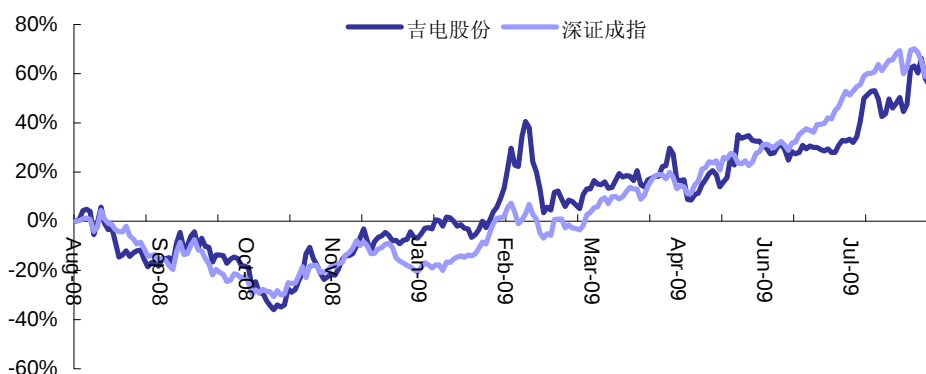
■ **受益上大压小，2011 年装机规模翻三倍。**公司四平热电（上大压小）、松花江热电（上大压小）以及白城电厂等新项目预计将于 2011 年初投产，届时公司全资电厂的装机容量有望达 274.9 万千瓦时，是已有装机的 3.23 倍。

■ **大股东中电投保障装机规模增长。**中电投在股改时承诺，将会把东北区域的优质资产不断注入公司，把公司打造成东北及蒙东区域的旗舰企业。目前中电投在东北拥有 500 万千瓦左右的权益装机容量（不包含公司资产），预计至 2011 年中电投在东北地区的权益装机容量将达到 900 万千瓦左右。我们下一步期待中电投向公司注入辽宁资产。

■ **露天煤业供煤将提升毛利率。**吉林是煤炭短缺的省份，煤炭生产企业规模较小，布局分散，导致煤价波动大，煤炭质量和数量难以保证。露天煤业是中电投下属上市公司，其电煤供应量占吉电股份电煤总采购量比例由 08 年的 2.91%提高 09 年上半年的 12.04%。公司的白城电厂、松花江热电和四平热电的电煤主要由露天煤业供应。露天煤业的电煤大比例供应将显著降低公司发电成本，提升毛利率。

■ **投资评级。**我们预测公司 2009-2011 年摊薄后的 EPS 分别为 0.01、0.09、0.16 元，目前股价对应的 PE 较高。公司长期价值较为突出，但考虑到在近 2 年内无明显的令股价上升的催化剂，我们给予公司“中性”评级。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 王 爽
 +755-82493570
 wangshuang@lhqz.com

周衍长
 +755-82364464
 zhouyc@lhqz.com

装机规模将爆发式增长，股东支持保障长期发展

受益上大压小，2011 年装机规模将翻三倍

公司目前全资拥有浑江电厂、二道江电厂和松花江电厂，合计装机容量为 85 万千瓦。随着四平热电（上大压小）、松花江热电（上大压小）以及白城电厂等新项目的投产，预计 2011 年公司全资电厂的装机容量有望达 274.9 万千瓦时，是已有装机的 3.2 倍。

表 1、控股电厂装机容量情况			万千瓦			
电厂名称	装机构成	权益比例	2008A	2009E	2010E	2011E
浑江电厂	2*20	100%	40	40	40	40
二道江电厂	2*10	100%	20	20	20	20
松花江热电	2*12.5	100%	25	25	25	25
四平热电扩建	1*30	100%	30			30
白城电厂新建	2*60	100%	120			120
松花江热电扩建	1*30	100%	30			30
长岭风电	2*4.95	100%	9.5		9.9	9.9
合计				85	94.9	274.9

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

大股东扶持，装机规模扩张长期有保证

吉电股份作为中电投在东北的唯一一家电力上市公司，公司实际控制人中电投集团在股改时承诺，集团将会把东北区域的优质资产不断注入公司，把公司打造成东北及蒙东区域的旗舰企业。在大股东的扶持下，公司具备广阔的发展空间。

自中电投于 2005 年入主以来，通过定向增发注入资产及从二级市场增持，其股权比例逐年提高，预计 2009 年中电投持有的股权比例将达到 34.56%，公司作为中电投在东北地区的能源资产和资本运作平台作用开始体现。

表 2、中电投拥有公司的股权变化情况

时间	股权比例	股权变化原因
2005 年	18.73%	受让吉林省能源交通公司全部股权
2006 年	19.85%	吉林省能源交通公司通过二级市场增持股份
2008 年	28.25%	向吉林省能源交通集团定向增发
2009 年（预计）	34.56%	中国电能成套设备公司通过二级市场增持股份 向吉林省能源交通集团定向增发

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

中电投第一步将先向吉电股份注入现有吉林省的电力资产。白山热电和通化热电公司目前各参股 40%，根据大股东承诺，在白山和通化热电在实现盈利后的一年内，大股东将所持有的 60% 股权注入吉电股份。

由于通化和白山热电的 4 台新机组的设计煤种均为地煤，当地地煤产量无法满足通白机组发电用煤需要，而公司采用社会化采购燃煤，燃煤质量难以得到保障。2008 年电煤价格持续上涨，电煤质量大幅度下降，导致通白两项目机组出力不足，助燃用油增加，致使该两个热电项目亏损。我们认为在供煤形势偏紧的情况下，未来 1-2 年内该两个电厂煤质难以大幅改善，预计 2011 年有望实现盈利，2012 年履行承诺注入资产，届时公司全资拥有的装机规模将增加 100 万千瓦。

表 3、参股电厂装机容量情况

万千瓦

电厂名称	装机容量	装机构成	权益比例	权益容量
白山热电	60	2*30	40%	24
通化热电	40	2*20	40%	16
四平合营	20	2*5+1*10	20%	4
合计	120			44

数据来源：公司公告，联合证券研究所。

中电投在东北的发电资产基本上集中于东北电力负荷中心的辽宁省，目前中电投在东北拥有 500 万千瓦左右的权益装机容量（不包含公司资产），按照集团规划，至 2011 年中电投在东北地区的权益装机容量将达到 900 万千瓦左右。按照股东的承诺，可以想象公司未来发展空间十分广阔。

我们关注在资产与资本同步扩张的过程中，公司能否为股东带来回报的增厚

不过，我们认为，这一过程将是比较缓慢的，将与融资同步进行。从股改承诺注入至今，白山和通化热电的注入未完成，除了公司提到的亏损原因，其中也包含同步融资的考虑。因此，我们更关注在资产与资本同步扩张的过程中，公司是否能够为股东带来回报的增厚。

表 4、*中电投东北分公司拥有资产

万千瓦

电厂名称	权益比例	已有装机容量	新增装机容量	新增投产时间
辽宁东方发电	61.22%	70	-	-
抚顺热电	100.00%	60	-	-
阜新发电	93.88%	110	-	-
抚顺发电	95.00%	100	-	-
大连泰山热电	80.00%	27	27	2009 年
大连发电	95.00%	140	60	2010 年
燕山湖发电	100.00%	-	120	2010 年
东北新能源	100.00%	-	20	2010 年
本溪热电	100.00%	-	70	2010 年
大兴安岭能源开发	100.00%	-	60	2011 年
北票发电	100.00%	-	60	2011 年
红岩河核电	45.00%	-	300	2013 年
辽宁发电	100.00%	-	120	2013 年

数据来源：中电投集团，联合证券研究所。*不包含中国电力（02380.HK）资产

图 1、中电投在东北地区的资产分布情况



数据来源：中电投集团公告，联合证券研究所。

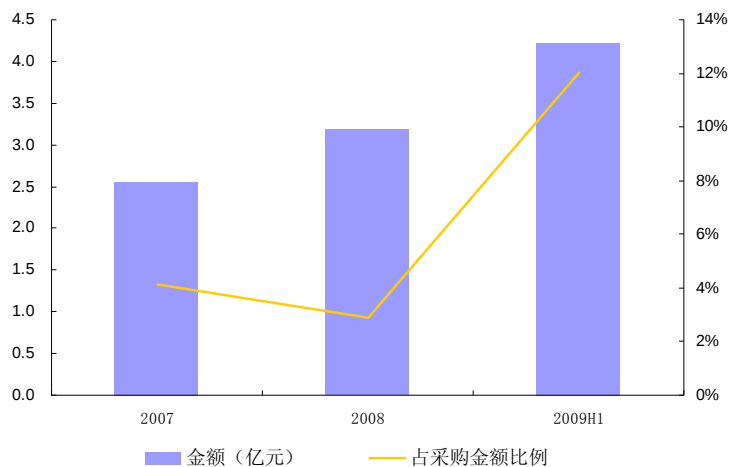
电煤来源将改变，露天煤业助毛利率提升

吉林是煤炭短缺的省份，2008 年吉林生实际生产原煤 3618 万吨，同比增幅达 20.6%，但煤炭自给率仍不足 50%，煤炭供给严重依赖黑龙江和内蒙古，而外省煤炭供给数量和价格的变动，将对吉林电力行业和公司经营业绩带来严重的影响。另外，吉林煤炭生产企业规模较小，布局分散，造成公司在采购燃煤时难以采用重点煤合同形式，更多地采取社会化采购，从而使公司难以保障燃煤数量和质量。

股东中电投集团对公司电煤供应上的支持将提升公司盈利能力。露天煤业是中电投下属上市公司，其电煤供应量占吉电股份电煤总采购量比例逐年提高，其占比已经由 08 年的 2.91% 提高 09 年上半年的 12.04%。公司在建的白城电厂、松花江热电和四平热电的电煤主要由露天煤业供应。在吉林煤炭短缺及煤质较低的情况，露天煤业的电煤大比例供应将显著降低公司发电成本，提升市场竞争力。

露天煤业公司下属的霍林河煤田是全国五大露天煤田之一，2008 年露天煤业煤炭销量为 3862 万吨，占蒙东地区煤炭总产量的 54%。根据露天煤业规划，预计 2011 年其煤炭产能将达到 8600 万吨左右，实际产量将达 4500 万吨。

图 2、露天煤业燃煤供应情况



数据来源：公司公告，联合证券研究所。

辽宁资产若注入，提升资产质量

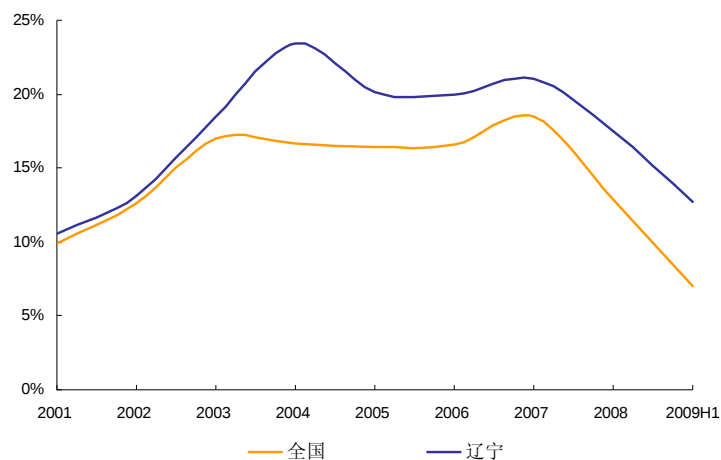
如图 2 所示，中电投东北的电力资产在吉林的较少，主要分布在辽宁。白山热电、通化热电注入之后，中电投的吉林项目已基本全部在上市公司里，因此，未来将注入的资产将是辽宁资产。我们认为辽宁资产的注入才能真正为公司带来盈利水平的提高，原因如下：

辽宁是东北地区的经济和电力负荷中心，火电资产质量较好

辽宁省是东北三省的经济和电力负荷中心，近几年其工业增加值增速和火电利用小时数远高于全国平均水平。2007 年出台“东北地区振兴规划”以及 2009 年 7 月通过“辽宁沿海经济带发展规划”等政策，更高的发展目标即将制定。

08 年和 09 年上半年增速分别高于全国平均水平 4.6 和 5.7 个百分点。

图 3、工业增加值增速比较



数据来源：国家电网，联合证券研究所。

辽宁省是东北三省的经济和电力负荷中心，其 GDP 占东北三省 46%-48% 左右，用电量占 54%-55% 左右。辽宁省的火电累计利用小时数远高于全国平均水平。

图 4、东北三省 GDP 情况比较

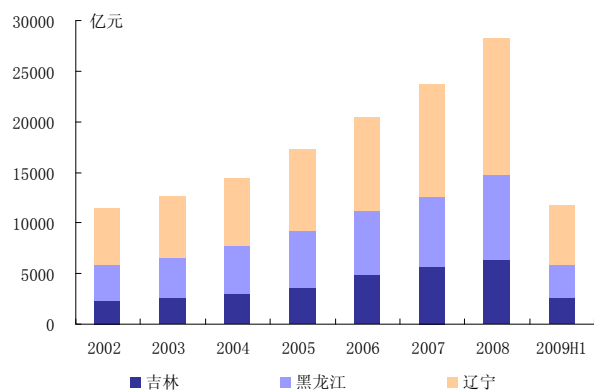
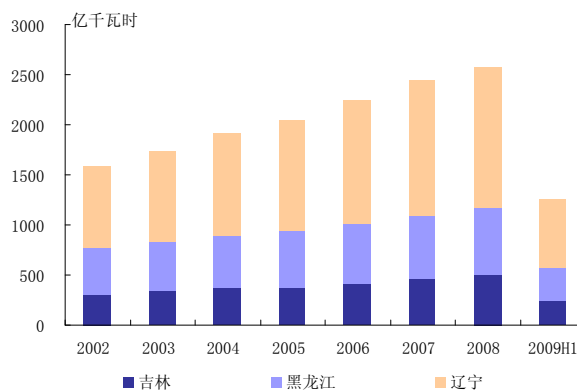
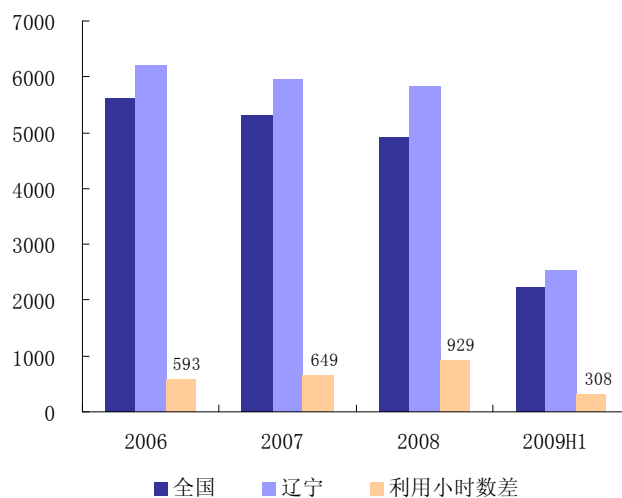


图 5、东北三省用电量情况比较



数据来源：国家统计局，中电联，联合证券研究所。

图 6、火电平均利用小时数比较



数据来源：中电联，联合证券研究所。

吉林省发电量增长乏力，影响电力资产质量

蒙东地区、吉林省和黑龙江省一直以来都作为电量输出省，地区内电源建设过剩，未来该三个地区的电量需求的增量部分将主要来源于辽宁省的用电量和发电量缺口扩大。然而随着蒙东地区坑口电厂的大规模投产以及特高压电网建设展开，我们认为吉林省和黑龙江省发电量将会受到蒙东地区发电量的挤压，其输出电量增长幅度将会减慢，导致地区发电量增长受到抑制。

09 上半年吉林省累计全社会用电量为 246.4 亿千瓦时，同比下降-2.41%，与全国平均水平持平。由于黑龙江送吉林的电量同比只减少 4.25%，而吉林送辽宁的电量同比下降 11.6%，该电量的挤出效应导致 09 年上半年吉林省发电量同比下降 8.1%，高于全国平均降幅 6.4 个百分点。

表 5、09 年上半年黑龙江省、吉林省电量输出情况

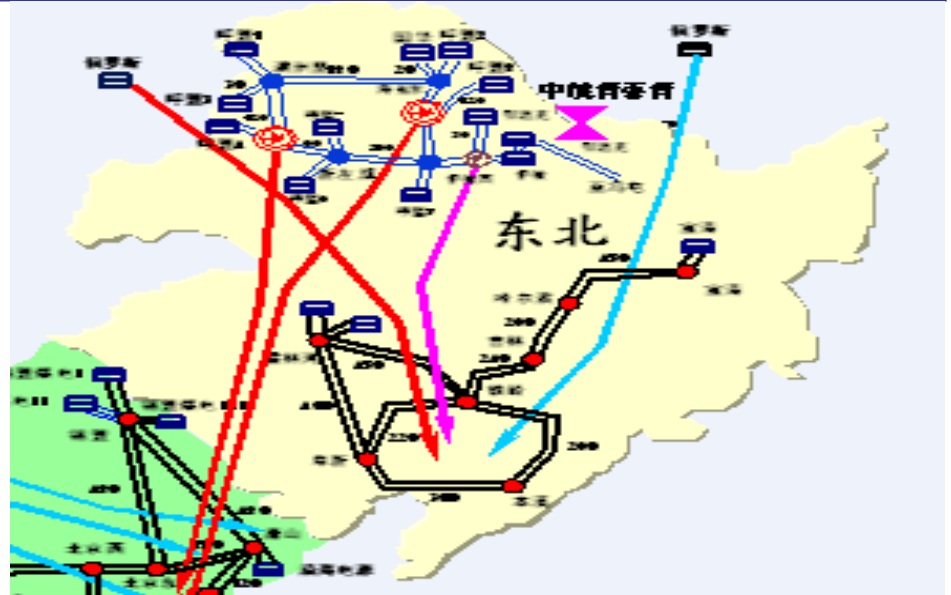
输出地区	累计输出电量 (亿千瓦时)	累计同比增长 (%)	占地区发电量比例
黑龙江	74.4	-4.25%	21.7%
吉林	17.4	-66.4%	7.3%

数据来源：中电联，联合证券研究所。

蒙东坑口电厂的大规模建设及特高压电网的建设是吉林省发电量增长的最大威胁。

吉林送辽宁电量将受蒙
东发电量的挤压

图 7、国家电网特高压规划



数据来源：国家电网，联合证券研究所。

盈利预测与估值

假设

- 白城、四平和松花江项目动态投资金额分别为 46.7 亿、14.6 亿和 14.8 亿元，资本金比例为 39.9%、20%和 20%；利用小时数分别为 5500、5300 和 5300 小时；上网电价（不含税）分别为 0.2440、0.2800 和 0.2800 元/千瓦时。
- 白城、四平和松花江项目于 2011 年年初投产；白山、通化热电项目于 2012 年履行注入承诺。
- 2011 年新投产的三个项目电煤主要由露天煤业供应，燃煤成本有所降低。
- 白山、通化热电 2009-2010 年继续亏损，2011 年扭亏为盈。
- 公司将于 2009 年发行 5.5 亿股，股本为 13.89 亿股。

估值

根据我们预测公司 2009-2011 年摊薄后的 EPS 分别为 0.01、0.09、0.16 元，目前股价对应的 PE 较高。公司长期价值较为突出，但考虑到在近 2 年内无明显的令股价上升的催化剂，因此，我们给予公司“中性”评级。

风险提示

公司机组利用小时数不如预期

东北地区经济属于重化工业经济，电力消费弹性系数较高，在地区工业经济长期快速发展的同时将带来用电量的高速增长，然而由于东北三省及蒙东地区的风电和火电等电源建设步伐较快，未来机组利用小时数的恢复程度可能不如预期。

电煤价格波动的风险

公司新投产的三个电厂的电煤主要由露天煤业供应，将有益减少公司电煤价格的波动，但无法消除电煤市场的整体波动，因此在电煤价格上依旧存在不确定性。另外，公司与露天煤业的合作程度也将影响公司电煤平均价格。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	807	543	708	1643
现金	349	200	300	600
应收账款	147	139	161	407
其它应收款	20	43	49	132
预付账款	27	32	36	91
存货	201	81	107	272
其他	63	48	56	142
非流动资产	4897	4782	5589	12864
长期投资	615	600	600	600
固定资产	2195	2570	3919	11109
无形资产	34	34	34	34
其他	2053	1578	1035	1121
资产总计	5704	5325	6297	14507
流动负债	2323	1383	2231	10218
短期借款	1750	922	1634	8867
应付账款	346	243	356	905
其他	227	218	242	445
非流动负债	1078	1078	1078	1078
长期借款	1078	1078	1078	1078
其他	0	0	0	0
负债合计	3401	2461	3310	11296
少数股东权益	21	21	22	23
股本	839	1389	1389	1389
资本公积	1744	1744	1744	1744
留存收益	-301	-290	-168	56
归属母公司股东权益	2282	2843	2965	3189
负债和股东权益	5704	5325	6297	14507

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	11	184	466	829
净利润	-405	11	124	224
折旧摊销	0	122	173	400
财务费用	40	44	73	312
投资损失	116	20	-20	-100
营运资金变动	0	58	69	64
其它	259	-70	47	-72
投资活动现金流	-1661	16	-1005	-7490
资本支出	1710	0	1025	7590
长期投资	0	-15	0	0
其他	49	2	20	100
筹资活动现金流	1395	-350	639	6961
短期借款	1250	-828	712	7233
长期借款	978	0	0	0
普通股增加	60	550	0	0
资本公积增加	312	0	0	0
其他	-1205	-72	-73	-272
现金净增加额	-255	-149	100	300

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1561	1789	2071	5247
营业成本	1567	1621	1778	4526
营业税金及附加	12	14	16	24
营业费用	0	0	0	0
管理费用	66	77	89	226
财务费用	40	44	73	312
资产减值损失	200	10	10	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-116	-20	20	100
营业利润	-441	3	124	230
营业外收入	7	8	8	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-433	11	132	240
所得税	-29	1	9	16
净利润	-405	11	124	224
少数股东损益	2	0	1	0
归属母公司净利润	-407	11	122	224
EBITDA	-400	169	370	942
EPS (元)	-0.48	0.01	0.09	0.16

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	-14.4%	14.6%	15.8%	153.4%
营业利润	-443.8%	-99.2%	3565.7%	84.8%
归属于母公司净利润	-430.0%	-97.4%	1062.3%	82.8%
获利能力				
毛利率	-0.4%	9.4%	14.1%	13.7%
净利率		-26.1%	0.6%	5.9%
ROE	-17.8%	0.4%	4.1%	7.0%
ROIC	-9.0%	1.1%	3.8%	4.2%
偿债能力				
资产负债率	59.6%	46.2%	52.6%	77.9%
净负债比率	84.71%	82.88%	83.15%	88.75%
流动比率	0.35	0.39	0.32	0.16
速动比率	0.26	0.33	0.27	0.13
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.32	0.36	0.50
应收账款周转率	12	12	13	18
应付账款周转率	5.33	5.50	5.94	7.18
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	-0.29	0.01	0.09	0.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.01	0.13	0.34	0.60
每股净资产 (最新摊薄)	1.64	2.05	2.13	2.30
估值比率				
P/E	-10.52	406.40	34.96	19.13
P/B	1.87	1.51	1.44	1.34
EV/EBITDA	-11	27	12	5

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。