



电力行业

报告原因: 调研报告

2009 年 10 月 30 日

市场数据: 2009 年 10 月 30

收盘价 (元)	4.84
一年内最高/最低 (元)	17.06/2.1
市净率	2.2
市盈率	161
流通 A 股市值 (百万元)	

基础数据: 2009 年 10 月 30

每股净资产 (元)	1.61
资产负债率%	81
总股本/流通 A 股 (亿)	13.2/12.4
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

漳泽电力 (000767)

增 持

关注电价调整及铝业盈利弹性, 2010 年业绩或将反转

公司研究/调研报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产收益 率	市盈率
2007A	3718	18.28	478	17.76	0.37	12.91	14.85	13
2008A	3386	-8.93	-960	-300	-0.73	-26	-33.6	-
2009E	3224	-4.78	4.87	-	0.03	0.0	0.0	161
2010E	3816	18.36	279	5000	0.21	9.2	9.9	23

注: “市盈率”是指目前股价除以各年每股收益

投资要点:

● **电价调整预期明确:** 目前山西省的标杆电价水平在 0.32 元/千瓦时左右, 点火花差也维持在较低位水平, 火电企业基本处于微利状态, 目前全国范围内调整上网电价的预期再起, 预计在未来电价调整将享受较高的电价调整幅度, 调价幅度至少在 20 元/千千瓦时。此外, 公司目前下属主要火电企业的电价水平低于山西省的标杆电价, 在未来电价调整中可能要好于平均水平。

● **小煤矿复产的最直接收益者:** 公司山西火电厂燃煤均来自附近的小煤窑, 由于 2008 年开始的小煤窑整合, 公司煤炭价格快速上涨。公司目前从陕西、内蒙等地区采购煤炭, 标煤价格水平在 520 元/吨左右, 失去了坑口电厂的优势。山西省煤矿自 7 月份出现了今年的产量高峰后, 8-9 月份产量环比出现了下降, 我们认为主要是受国庆节影响, 小煤矿复产后又阶段性关停, 10 月份受过节影响产量预计较为平稳, 而 11 月份可能有一部分煤矿产量释放, 继而可能带动价格的波动, 公司将是最直接的受益者。

● **新产能投产, 电解铝进入盈利期:** 华泽铝电 08 年扩产为 35 万吨, 受金融危机影响一直运行的是 28 万吨的产能, 9 月份受下游需求回暖, 公司 7 万吨产能已经开始投入正式运营, 由于电解铝开始投运有一部分启动费用且运行初期需要磨合, 初期成本可能较高体现效益不会太明显。新电解槽的投产将摊薄公司的固定成本, 降低公司的盈亏平衡点价格, 目前公司电解铝的盈亏平衡点约为 13500 元/吨, 目前的电解铝期货价格在 15000 元/吨的水平波动, 在目前的价格下已经能够产生盈利。

● **价格弹性较大, 部分长单销售降低敏感性:** 经我们测算假设电解铝价格维持 14500 元/吨, 贡献每股收益约为 0.08 元左右; 如果未来价格维持在 15000 元, 贡献每股收益达到 0.11 元; 如果价格达到 16000 元则贡献每股收益接近 0.2 元。公司电解铝有 60% 左右以长单销售, 这降低了业绩对价格的敏感性。但马上到新的年度, 公司的长单价格将有效提高, 该部分利润水平将大幅度提高。年初签订长单能够保证公司的合同量, 有利于维持较高的产能力用率, 此外如果电解铝价格出现调整, 公司业绩风险也相对较低。

● **投资建议:** 预计 2009 年-2010 年每股收益分别为 0.003 元和 0.21 元, 在考虑了电价上调以及公司电解铝业务稳定运营的情况下, 公司 2010 年业绩将出现大幅反转。电解铝价格我们预测较为保守 (15000 元/吨), 如若电解铝价格超预期, 公司未来业绩仍有超预期的可能性。而公司目前股价对应 2010 年的业绩的市盈率仅 20 倍左右, 考虑到公司后期确定的成长性, 给与公司“增持”的投资评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

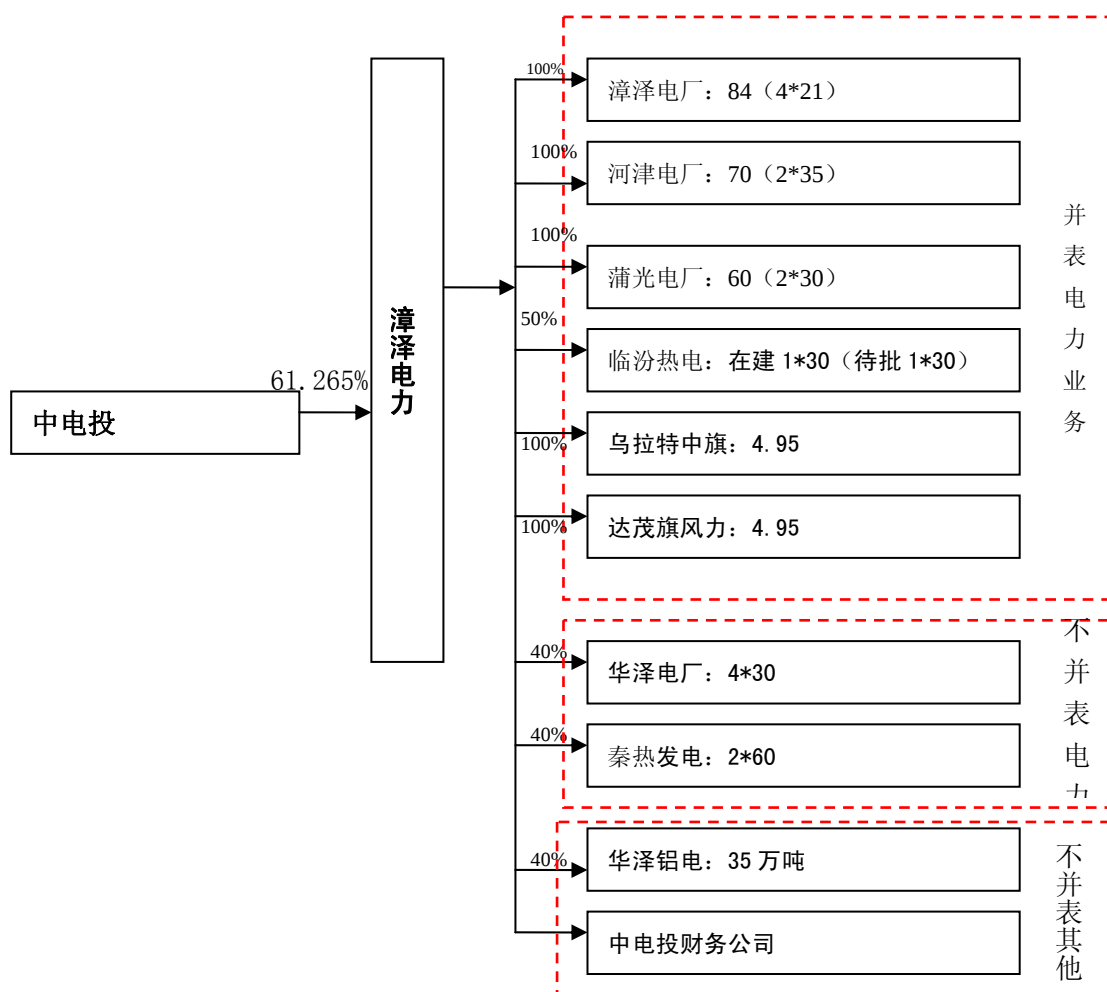
目 录

一、公司基本情况	2
二、电力业务决定于电价调整	3
电价上调预期明确	3
费用率较低，打下良好的盈利基础	4
直接受益于山西小煤矿复产进程	5
三、电解铝业务进入盈利期，价格弹性较大	6
电解铝业务进入盈利期	6
价格弹性较大	7
电解铝盈利环境向好	7
四、2010 年业绩反转确定性大	8
08 年业绩可能反转	8
五、后期储备项目丰富	9
六、投资建议	10
七、投资风险	10

一、公司基本情况

公司下属3家火电全资子公司，2家风电公司，参股2家火电公司，权益装机容量272万千瓦。此外公司参股40%的35万吨的华泽铝电，曾经是业绩的主要贡献来源。

图 1：公司主要股东及并表资产构成（装机容量单位：万千瓦）



资料来源：山西证券

二、电力业务决定于电价调整

电价上调预期明确

- **电力业务经营困难：**公司下属3家火电全资子公司，2家风电公司，参股2家火电公司，权益装机容量272万千瓦，占山西省装机容量的6%左右。受煤价上涨电价调整不到位影响公司电力业务2008和2009年前三季度均出现了亏损。
- **火电区域盈利差异较大，电价调整预期再起：**从目前行业运行数据看各地火电点火价差相差幅度较大，这可以从上市公司毛利率情况看出，东部沿海地区毛利率普遍好于中西部地区公司。据相关媒体报道未来国家法改委根据区域点火价差情况出台相关上网电价调整方案，而目前点火价差较低的区域未来上调电价的幅度相对较大，而点火价差较高地区将难以再次上调，甚至存在下调的可能性。
- **西部地区点火价差普遍较低：**我们统计了各个省份的电价水平以及煤价情况，粗略测算各个区域的点火价差情况，我们发现点火价差水平较低的地区有山西、陕西、甘肃、宁夏、青海、云南、贵州、等地区，预计该类地区上调电价的可能性及幅度可能较大，详见图16。目前山西省的标杆电价水平在0.32元/千瓦时左右，点火价差也维持在较低位水平，预计在未来电价调整将享受较高的电价调整幅度，预计调价幅度至少在20元/千千瓦时。
- **公司部分电厂电价低于标杆水平：**山西省标杆电价水平为0.32元/千千瓦时，而公司目前下属主要火电企业的电价水平低于山西省的标杆电价，预计公司在未来电价调整中可能要好于平均水平。
- **电价调整区域盈利均衡有利于煤价谈判：**由于区域电价差别较大，使得部分地区可以接受较高的煤价水平，对煤炭资源丰富电价水平较低的区域造成了冲击，典型的就山西的电力企业。全国范围内电价调整有利于区域盈利平衡，继而有利于煤炭价格平稳，尤其有利于山西电力企业与当地煤矿谈判。

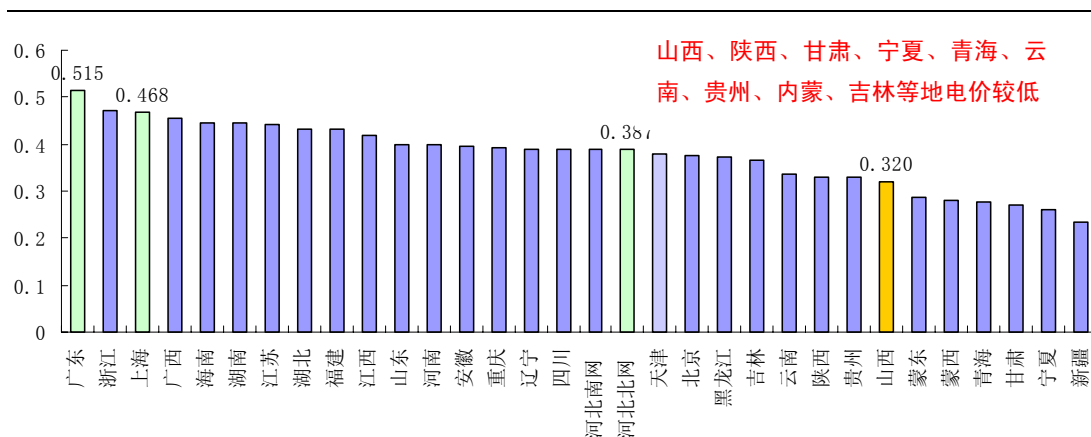
表1. 公司投产电力资产统计

电厂名称	可控装机容量 (万千瓦)	股权比例 益	权益装机容量 (万千瓦)	电价	投产时间	备注
漳泽	82 (4*21)	100%	104	0.3023	1985.11\1991.7	
河津	70 (2*35)	100%	70	0.3163	2000.8\2000.11	
蒲光	60 (2*30)	100%	60	0.3153	2006.10\2006.12	
秦热	60 (2*30)	40%	24	0.386	2006.11\2007.3	并列第一大股东
华泽	60 (2*30)	40%	24		2005.6\2005.9	铝电合营配套电厂， 运行维护由公司负责
乌拉特中旗	4.95 (20*0.15)	100%	4.95	0.51	2008.2	

达茂旗风力	4.95 (33*0.15)	100%	4.95	0.54	2009	
合计	358.95		286.95			

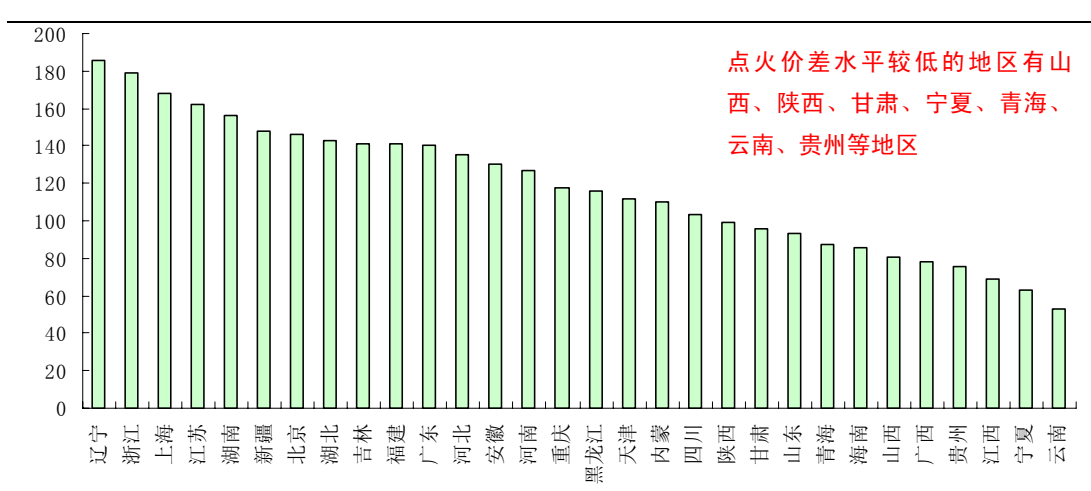
资料来源：山西证券研究所

图 2：区域电价情况（单位：元/千瓦时）



资料来源：山西证券

图 3：区域点火价差情况（分/千瓦时）



资料来源：山西证券

费用率较低，打下良好的盈利基础

- **管理费用率处于较低水平：**受到较低电价影响，公司管理费用持续压缩，2008年前三季度公司的管理费用率仅为0.95%，在火电板块中处于较低水平。从历史水平看公司的管理费用率也一直维持在2%左右的水平，远低于电力板块的平均水平，和全国性电力企业相比公司并不具备规模优势，这进一步体现了公司优秀的管理能力。良好的管理水平使得公司未来在点火价差调整合理后，能够获得合理的净利率水平，这为公司未来盈利打下了良好的基础。由于电力企业利润空间逐步被压缩，未来电力企业要想获得

合理的盈利水平，管理能力将成为决定性因素之一，而优秀的管理能力也应该获得一定的估值溢价。

表2: 主要火电企业管理费用率水平

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 三季
内蒙华电	0.01	0.02	0.54	0.08	0.20	0.35	0.25	0.26	0.18
皖能电力	2.77	2.29	1.17	1.48	1.78	1.27	0.61	0.67	0.45
漳泽电力	3.74	2.54	2.63	2.87	2.73	2.41	0.72	1.25	0.95
宁波热电	4.77	3.84	4.35	3.73	2.13	2.17	1.60	1.72	1.62
申能股份	7.51	5.33	3.68	2.76	2.29	2.17	3.79	2.58	2.09
国电电力	2.52	2.61	2.88	4.74	4.06	3.62	3.71	3.07	2.37
大唐发电			3.50	2.78	2.84	3.42	3.14	3.43	2.55
华能国际	1.11	1.75	1.88	1.79	2.36	3.26	3.02	2.73	2.67
宝新能源	6.31	8.05	7.12	5.66	6.76	4.45	5.16	6.23	2.73
国投电力	2.51	2.63	2.76	2.77	2.68	2.46	2.73	2.93	2.75
九龙电力	5.77	6.82	7.15	6.72	4.99	2.78	2.76	3.71	2.79
广州控股	5.41	4.04	3.58	3.29	1.88	1.75	2.44	2.05	3.08
深圳能源	5.88	-0.92	1.83	2.11	2.09	3.23	3.20	3.38	3.15
华电国际	6.70	6.67	7.38	6.62	6.56	4.04	3.36	3.44	3.23
上海电力	2.57	2.21	5.02	5.53	5.80	5.79	6.12	4.56	3.70
吉电股份	0.90	0.91	1.99	2.42	1.92	2.76	4.34	4.22	3.73
穗恒运 A	4.60	4.80	5.37	3.81	3.47	3.89	6.16	3.91	4.35
粤电力 A	5.08	5.24	5.08	4.93	5.54	6.47	5.58	5.21	4.41
川投能源	1.51	3.92	3.06	9.21	7.59	8.24	8.68	8.91	4.70
京能热电	4.33	5.52	5.59	5.19	5.01	4.47	3.86	3.77	4.85
通宝能源	4.51	4.64	4.01	3.77	4.04	7.42	7.10	5.11	4.99
建投能源	13.23	19.58	10.68	6.37	5.77	6.18	7.34	5.65	5.80
金山股份	13.52	9.83	3.59	5.81	4.26	4.30	6.51	6.64	6.97

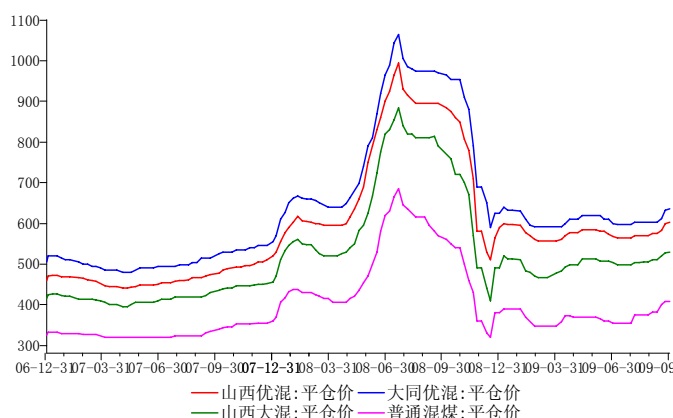
资料来源：公司公告

直接受益于山西小煤矿复产进程

- **小煤矿关停影响公司燃料采购：**公司山西火电厂燃煤均来自附近的小煤窑，由于2008年开始的小煤窑整合，公司煤炭价格快速上涨。受小煤矿关停及山西煤炭收取安全基金影响，公司无法在周边小煤矿采购，而大矿价格较高，公司目前从陕西、内蒙等地区采购煤炭，公司电厂失去了坑口电厂的优势。目前公司的标煤价格水平在520元/吨左右。
- **山西小煤矿复产的直接受益者：**短期小煤矿关停影响了公司的采购价格，但长期看公司地处煤炭资源丰富的坑口优势并未消失，未来随着山西省煤炭整合结束并正常复产，公司未来仍将享受坑口的优势。此外山西整合复产完毕当地供给增加后，煤炭价格出现回落，公司将是最直接的受益者。
- **国庆后小煤矿复产可能加快：**近期受秦皇岛库存的大幅下降，港口价格出

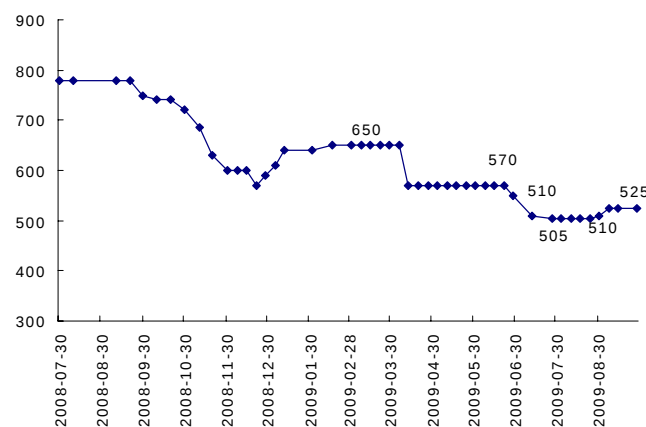
现了较大幅度的上涨，上涨超过了10%。但山西地区坑口煤价格涨幅并没有市场煤的幅度大，代表性的大同坑口煤价格9月份仅上涨15元/吨，上涨约3%左右，且近几周基本平稳。山西省煤矿自7月份出现了今年的产量高峰后，8-9月份产量环比出现了下降，我们认为主要是受国庆节影响，小煤矿复产后又阶段性关停，而10月份受过节影响产量预计较为平稳，而11月份可能有一部分煤矿产量释放，继而可能带动价格的波动。

图 3：秦皇岛煤价近三年走势



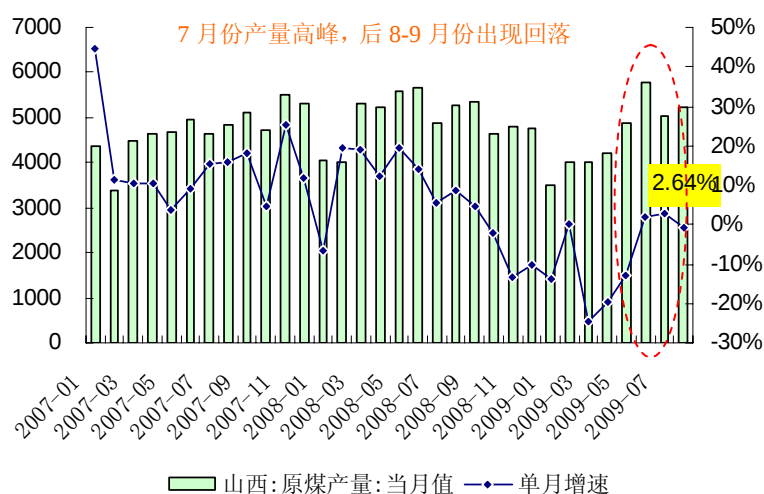
资料来源：Wind

图 4：大同坑口煤价格走势



资料来源：Wind

图 5：山西地区原煤产量稳步增长



资料来源：Wind

三、电解铝业务进入盈利期，价格弹性较大

电解铝业务进入盈利期

- **华泽铝电基本情况：**华泽铝电是2003年由中国铝电和漳泽电力按6:4出资组建的大型电解铝企业，是国务院批准的国内第一家铝电联营项目。2006-2007年，华泽铝电分别实现净利润3.12亿元和5.55亿元，对公司贡献

较大。

- **新产能投产，产能充分利用：**华泽铝电原来的产能是28万吨，07 年新建一条7 万吨生产线，08 年可正式投产，受金融危机影响一直运行的是28万吨的产能，7万吨新建产能一直闲置。9月份受下游需求回暖 7万吨产能已经开始投入正式运营，但由于电解铝开始投运有一部分启动费用且运行初期需要磨合，初期成本可能较高，体现效益不会太明显。如果电解铝能够维持目前的价格得话，运行成熟稳定后将为公司功效明显的效益。
- **电解铝进入盈利期：**新电解槽的投产将摊薄公司的固定成本，降低公司的盈亏平衡点价格。现在公司电解铝的盈亏平衡点约为13500元/吨，目前的电解铝期货价格在15000元/吨的水平波动，在目前的价格下已经能够产生盈利。

价格弹性较大，部分长单销售降低敏感性

- **价格弹性较大：**经我们测算，假设未来电解铝价格平均维持14500元/吨，贡献每股收益约为0.08元左右；如果未来价格维持在15000元，贡献公司每股收益达到0.11元；如果价格达到16000元则贡献公司每股收益接近0.2元。公司业绩对铝价敏感性较高。
- **部分长单销售，降低盈利敏感性，有利于稳定性：**公司电解铝有一部分长单，长单比例大概在60%左右，所以公司电解铝贡献利润对电解铝价格的敏感性没有那么快。但马上到新的年度，公司的长单价格将有效提高，公司该部分利润水平将大幅度提高。年初签订长单能够保证公司的合同量，有力用公司维持较高的产能力用率，此外如果电解铝价格出现调整，公司的业绩风险也相对较低。

表3：华泽铝电贡献每股收益对价格敏感性测试

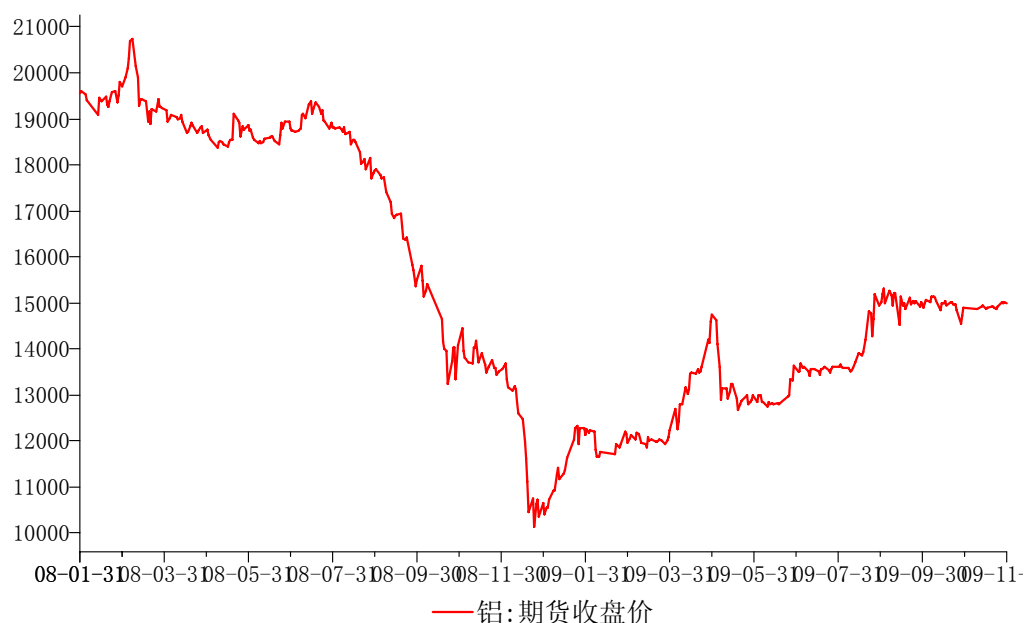
电解铝价格（元/吨）	14000	14500	15000	15500	16000	16500
贡献公司每股收益	0.04	0.08	0.114	0.152	0.19	0.23

资料来源：山西证券

电解铝盈利环境向好

- **自备电厂受销售电价上调影响有限：**华泽铝电自备2*30万千瓦电厂，在目前的产能下基本满负荷运行，自备电厂使得公司盈利不受国家销售电价上调的影响。华泽铝电的电价成本主要取决于自备电厂的燃煤成本，预计未来山西地区煤价水平较为稳定，而未来复产加快还可能出现小幅下降，华泽铝电的电价成本基本稳定甚至存在下降的可能性。电网企业受到盈利压力，目前销售电价上调的预期较为明确，未来销售电价上调以后公司的自备电厂的竞争优势将体现。
- **电解铝价格向下可能性较小：**目前经济恢复较为明确，未来销售电价上调以后电解铝企业的成本将进一步增加，成本压力下电解铝的价格维持在15000元以上的可能性还是较大的。而受美元贬值的影响未来可能价格存在走高的可能性。

图6：铝期货价格走势



资料来源：Wind

四、2010 年业绩反转确定性大

08 年业绩可能反转

盈利预测假设

- 临汾热电于2010年初投产；
- 2010年公司综合电价上调0.02元/千瓦时；
- 2010年电解铝平均价格15000元；
- 未考虑日元贷款的汇兑损益以及套期保值带来的公允价值变动损益及投资收益；
- 其他假设见表。

盈利预测结果

- 预计公司2009年-2010年每股收益分别为0.003元和0.21元，在考虑了电价上调以及公司电解铝业务稳定运营的情况下，公司2010年业绩将出现大幅反转。

表 4：主要盈利预测假设

	2007A	2008A	2009	2010E
可控 投产 装机容量		214	214	244
平均发电小时	6543	5500	6000	5800
发电量（亿千瓦时）	153.11	116.28	128.4	141.52
上网电量（亿千瓦时）		45	119	132
平均电价（元/千瓦时）		0.27	0.270	0.290
平均标煤单价（元/吨）		700	520	520
供电煤耗（克/千万时）		340	340	340
平均燃料成本（元/千瓦时）		0.2380	0.1768	0.1768
厂电利用率		7.00%	7.00%	7.00%

资料来源：山西证券

表 5：盈利预测

单位：百万元	2007 年	2008 年	2009E	2010E
营业收入	3,718.05	3,386.21	3224.12	3816.79
毛利	11.28%	-19.15%	5.84%	12.02%
营业成本	3,298.63	4,034.63	3035.97	3357.93
燃料		2,748.42	2,255.97	2,487.93
折旧			400.00	470.00
人工			230.00	250.00
其他			150.00	150.00
营业税金及附加	34.13	18.35	20	20
销售费用				
管理费用	26.63	42.45	40.00	40.00
财务费用	108.94	427.8	240	240
资产减值损失	0.33	43.97	0	0
公允价值变动净收益	98.03	83.54	65	0
投资净收益	240.5	-93.69	0	160
营业利润	587.93	-1,191.13	-46.84	318.86
营业外收入	12.18	10.98	40	0
营业外支出	3.74	4.42	0	0
利润总额	596.36	-1,184.57	-6.84	318.86
所得税	116.47	-225.46	-11.71	39.72
净利润	479.89	-959.11	4.87	279.15
少数股东损益	1.17	0.99	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	478.72	-960.09	4.87	279.15
基本每股收益(元)	0.37	-0.73	0.0037	0.2115

资料来源：山西证券

五、后期储备项目丰富

- **电力项目储备丰富：**从公司目前在筹建发电项目来看，公司只有临汾热电1

号机组核准，预计2010年初投产。娘子关、临汾热电2号机组和侯马热电有望在年底获得核准。目前较为确定即将核准的装机容量就有150万千瓦，规模增长约50%，而娘子关项目为60万千瓦机组，盈利能力可能较强。

- **期待煤矿资源整合：**一直以来公司希望向上游扩展，目前在临汾等地有些煤矿正在谈判。但由于山西省政府此次煤矿整合不鼓励电力企业主导，使得相关整合相对困难。

表6：公司审批阶段项目基本情况

	可控装机容量 (万千瓦)	备注
娘子关	120 (2*60)	上大压小
临汾热电 2#	30 (1*30)	
永济	60 (2*30)	
侯马	60 (2*30)	
合计	270	

资料来源：山西证券研究所

六、投资建议

- **投资建议：**预计 2009 年-2010 年每股收益分别为 0.003 元和 0.21 元，在考虑了电价上调以及公司电解铝业务稳定运营的情况下，公司 2010 年业绩将出现大幅反转。电价调整我们认为较为确定；电解铝价格我们预测较为保守（15000 元/吨），如若电解铝价格超预期，公司未来业绩仍有超预期的可能性。而公司目前股价对应 2010 年的业绩的市盈率仅 20 倍左右，考虑到公司后期确定的成长性，给与公司“增持”的投资评级。

七、投资风险

- 电解铝价格下滑
- 煤炭价格上涨
- 电价中短期内不能合理上调
- 日元贷款汇率风险和套期保值合同风险

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。