

# 漳泽电力(000767)调研报告

上网电价上调、铝业盈利回升助力公司年内扭亏目标

谨慎推荐

首次评级

公用事业/电力生产

2009 年 12 月 18 日

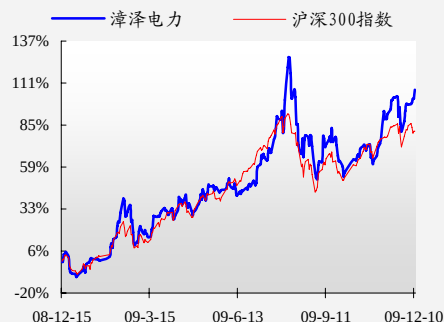
## 投资要点:

- 2009 年前三季度, 公司上半年年实现营业收入和归属母公司股东净利润分别为: 28.92 亿元、-9491 万元, 同比分别增长 14.1%、减亏 79.25%; 实现稀释每股收益-0.07 元。三季度, 山西用电需求回暖加速、电解铝价格回升使得公司减亏幅度加大, 同比减亏幅度达到 90%。
- 公司机组以 30 万千瓦单机容量为主, 机组建成时间相对较久, 单机装机容量优势不突出, 加之公司上网电价低于全省平均水平, 导致公司毛利率较低。11 月 20 日公司上网电价上调幅度超预期, 将提升公司盈利水平。
- 经济回暖, 电解铝需求回升(新建产能释放有限), 谨慎判断 2010 年电解铝价格有望站上 16000 元/吨; 此外, 华泽铝电具备自备电厂及氧化铝价格相对锁定, 都将使得华泽铝电成为公司业绩反弹的重要推手。
- 公司后备项目可观, 在建及等待核准的项目包括娘子关发电项目(120 万千瓦)、侯马热电(60 万千瓦)、临汾热电(60 万千瓦)等。考虑到发改委审批节奏仍然放缓, 因此, 侯马、娘子关项目投产日期存在一定的不确定性。
- 公司涉足风电开发, 后续有望加大新能源投入。
- 投资风险: 煤炭价格上涨风险(目前较难实质取得煤炭资源); 负债率较高, 利率风险较大(此外, 日元贷款进入还本期)。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公司<br>净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2008  | 338,621      | (8.93)     | (96,009)             | (300.55)   | (0.73)     | ---        | ---        | ---          |
| 2009E | 422,162      | 24.67      | 2,887                | ----       | 0.02       | 294.5      | ---        | ---          |
| 2010E | 489,248      | 15.89      | 24,871               | 761.48     | 0.19       | 31.0       | ---        | ---          |
| 2011E |              |            |                      |            |            |            |            |              |

走势图



市场数据

2009-12-17

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价:     | 5.89 元 |
| 52 周最高价: | 6.84 元 |
| 52 周最低价: | 2.61 元 |
| 平均持仓成本:  | 5.55 元 |

基本数据

2009Q3

|             |         |
|-------------|---------|
| 总股本(万股):    | 132,373 |
| 流通 A 股(万股): | 132,373 |
| 每股收益(元):    | (0.07)  |
| 每股净资产(元):   | 1.61    |
| 每股经营现金流(元): | 1.04    |
| 市净率:        | 3.66    |

分析师: 吴江涛

TEL: (8621)6337 7000-234

FAX: (8621)6337 3209

Email: wujt@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 F

邮编: 200002

## 1. 公司概况

### 1.1 公司演变

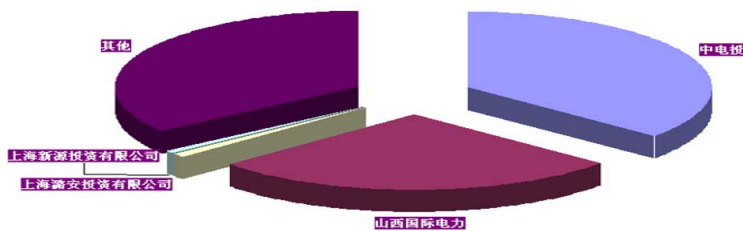
漳泽电力股份有限公司前身为漳泽发电厂，其筹建于 1976 年 7 月，由山西省电力公司和山西省地方电力公司共同投资，并于 1985 年 3 建成投产。1992 年电厂改制，1993 年 2 月，漳泽电力股份有限公司成立，1997 年 6 月上市。2001 年 1 月公司整体收购山西河津发电有限责任公司，2005 年受托管理山西华泽铝电公司两台 30 万千瓦自备火电机组，2006 年实现对山西蒲洲发电有限公司、秦皇岛热电有限责任公司的股权收购。截止目前，公司总股本为 132372.5 万股，中电投为公司第一大股东。

公司主营业务包括：电力生产和销售；热力生产和销售等。

### 1.2 公司股权结构

中国电力投资集团公司持有公司 36.24% 的股份，为第一大股东；山西国际电力集团有限公司持有 27.34% 的股份，为第二大股东。除此以外，其他股东持股比例均不超过 1%。

图一 公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

### 1.3 公司装机容量情况

公司全资控股漳泽电厂、河津电厂、蒲洲发电及内蒙古乌拉特中、达茂风电项目，参股秦皇岛热电，受托经营华泽铝电自备电厂。目前自有发电机组总装机容量为 223.9 万千瓦，受托经营机组容量为 60 万千瓦，权益装机容量达到 271.9 万千瓦。

表一 公司在役装机明细表

| 电厂名称       | 装机容量 (万千瓦) | 权益比重 | 权益装机容量 | 备注              |
|------------|------------|------|--------|-----------------|
| 漳泽电厂       | 4 × 21     | 100% | 84     |                 |
| 河津电厂       | 2 × 35     | 100% | 70     |                 |
| 秦皇岛热电厂     | 2 × 30     | 40%  | 24     |                 |
| 蒲洲发电       | 2 × 30     | 100% | 60     |                 |
| 内蒙古乌拉特中旗风电 | 4.95       | 100% | 4.95   |                 |
| 内蒙古达茂旗风电   | 4.95       | 100% | 4.95   | 09 年 6 月投产      |
| 华泽铝电       | 2 × 30     | 40%  | 24     | 2 台 30 万机组由公司托管 |
| 合计         |            |      | 271.9  |                 |

资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

## 2. 公司经营分析

### 2.1 公司 09 年前三季度经营回顾

2009 年前三季度，公司上半年实现营业收入和归属母公司股东净利润分别为：28.92 亿元、-9491 万元，同比分别增长 14.1%、减亏 79.25%；实现稀释每股收益-0.07 元。三季度当月而言，公司实现营业收入和归属母公司股东净利润分别为：9.55 亿元、-2237 万元，同比分别增长 6.07%、减亏 90.06%。

公司营业收入前三季度同比较大正增长，主要得益于以下几点因素：其一，08 年年初的暴风雪导致当年基数有所降低的效应；其二，08 年下半年两次上调上网电价；其三，经济刺激计划带动经济好转，进而用电需求回暖。三季度营业收入环比及同比增幅均出现下滑，也是由几方面原因造成的，第一，公司热电机组三季度基本不发电，环比发电量下滑；第二，山西省内小煤矿关闭整顿力度有所加强。

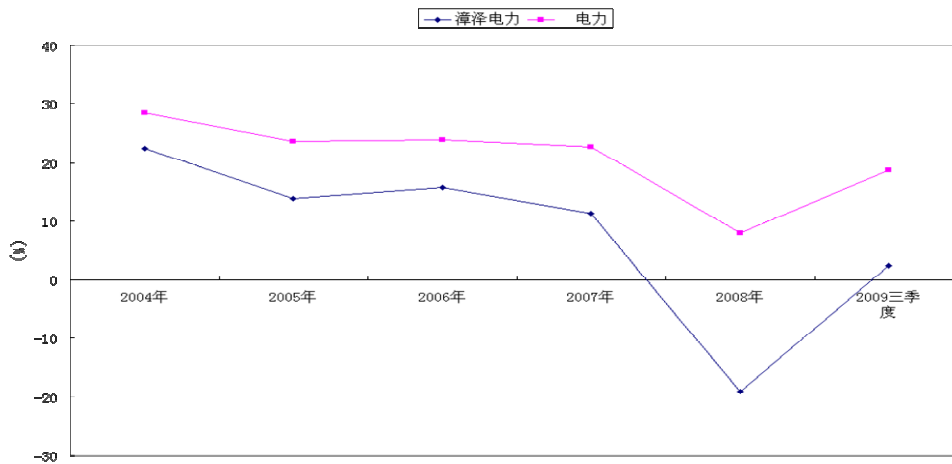
2008 年山西开始小煤矿的整合，鉴于公司较大比例煤源来自于小煤矿，整合导致了公司进厂煤炭价格上涨，09 年上半年，公司发电综合标煤单价同比上涨了 50.85 元/吨，加之，公司机组以单机容量为 30 万千瓦的机组为主，煤耗优势不明显，影响利润达 1.25 亿元。

公司亏损的另一个重要源头在于参股的华泽铝电公司，09 年上半年电解铝的价格下探到 12000 元左右，铝电公司亏损严重，近 1.8 亿元。但随着电解铝价格的回升，华泽铝电业绩反弹的预期强烈，有望成为公司重要盈利点。

## 2.2 公司销售毛利率分析

从历史数据来看，公司毛利率一直弱于行业整体水平，这由几方面原因所决定。

图二 公司毛利率与电力行业整体毛利率比较

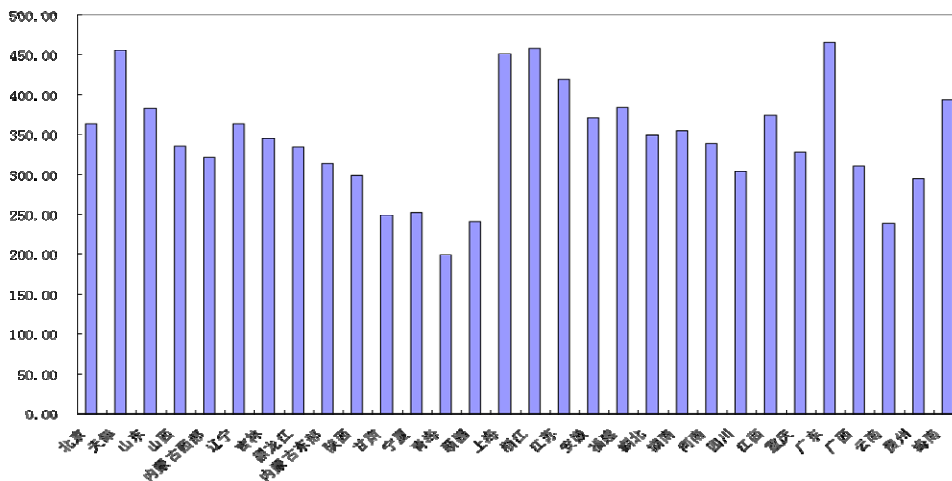


资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所

✓ 中西部地区上网电价普遍低于东部沿海地区

图三 各省市平均上网电价（时间区间 2006-2008 年）

单位：元/千千千瓦时



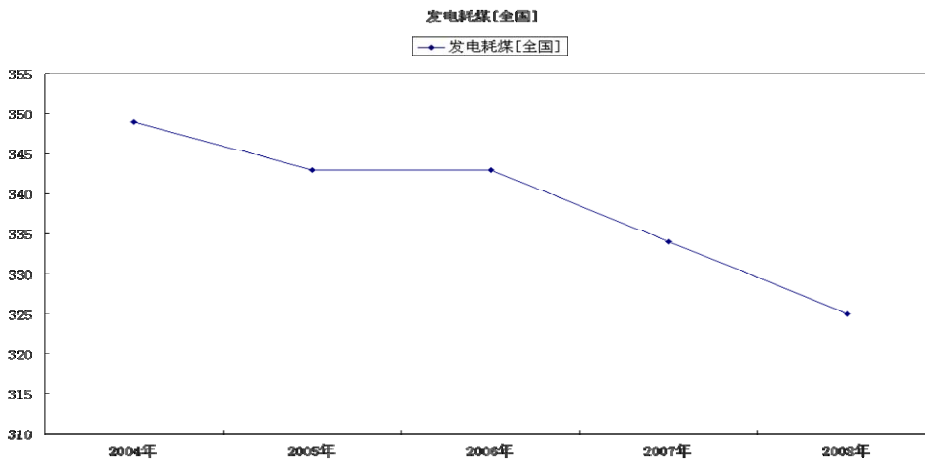
资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所

公司机组上网电价低于山西全省平均上网电价，加剧毛利率偏低。

✓ 公司机组单机装机容量优势不明显

公司机组以 30 万千瓦单机容量为主，机组建成时间相对较久，其中，漳泽电厂于 1991 年投产，河津电厂于 2000 年投产。目前，公司的煤耗仍然超过 350 克标煤/千瓦时，高于全国平均水平。

图四 发电煤耗变化情况（单位：克/千瓦时）



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

### ✓ 电厂接受煤价上涨

公司地处产煤大省山西省，其所需煤炭均来自于当地的小煤矿，考虑到山西省整合省内煤炭资源，关闭部分小煤矿，对公司煤炭价格上涨起到推动作用。

## 2.3 公司净资产收益率

08年公司净资产收益率大幅下滑，主要是煤炭价格暴涨、汇兑损失导致财务费用大幅增加、投资收益大幅下降等原因造成净利润大幅下滑形成。

图五 公司与电力行业净资产收益率比较

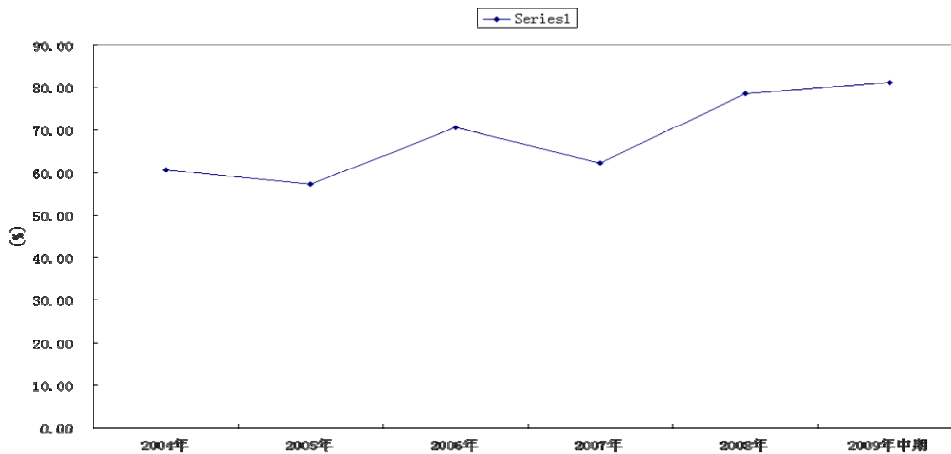


资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所

## 2.4 公司负债率分析

07年以来,公司负债水平不断提高,目前已近八成,负债提高由于临汾热电等在建项目、脱硫改造工程等原因造成,一旦贷款利息上调,对公司财务费用的影响还是显著的。

图六 公司近几年资产负债率变化情况



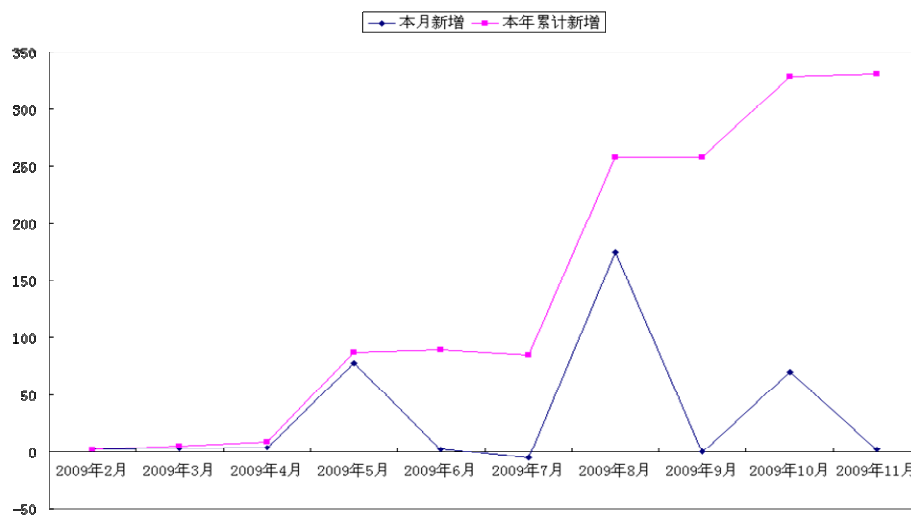
资料来源: WIND 资讯, 东北证券金融与产业研究所

## 3. 公司经营区域供、用电环境分析

### 3.1 山西省装机容量增量

图七 山西省上半年装机容量增量变化

单位: 万千瓦



资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

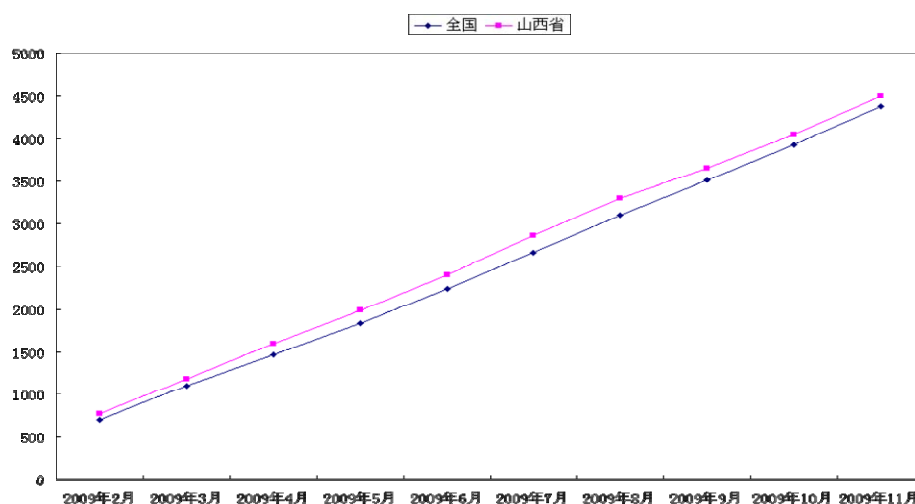
截止到 11 月底，山西省新增火电装机容量 330 万千瓦，预计 09 年山西省火电机组容量同比增幅在 10% 左右。

### 3.2 山西省用电回暖低于预期 火电机组小时利用数却好于全国平均水平

截止到 11 月底，山西省累计发电量同比降幅为 5.99%，列倒数第一，11 月份当月同比增幅达到 19.87%，有所起色，但远低于全国平均水平 27.63%。考虑到山西省独特的产业结构，即其高度依赖煤炭资源、原材料工业等产业，全省近 2/3 的县域经济发展依赖煤炭，未来用电需求变化在很大程度上取决于煤炭及原材料工业产能的变化（产业结构升级需要较长时间）。

尽管前 11 月山西火电机组小时利用数同比下降近 7.8%，但仍高于全国平均水平。

图八 火电机组全国及山西逐月累计小时利用数（单位：小时）



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

公司机组平均小时利用数 09 年大约达到 5500 小时，高于山西省火电机组平均小时利用数。

## 4. 公司储备项目可观 进度存在不确定性

公司目前在建及等待核准的项目包括娘子关发电项目（120 万千瓦）、侯马热电（60 万千瓦）、临汾热电（60 万千瓦）等。公司公告披露，目前投资完成比例较多的是临汾热电，而侯马热电、娘子关项目还处在待核状态。

鉴于 08 年经济危机冲击，电力特别是火电存在产能过剩现象，尽管公司以上项目属于上大压小项目，发改委审批节奏仍然放缓，因此，侯马、娘子关项目投产日期存在一定的不确定性。



## 5. 多因素助推公司业绩回升

### 5.1 上网电价上调、申请热电联供调度

✓ 电价上调幅度高于预期

2009 年 11 月 20 日起，公司根据山西省物价局通知上调所属发电公司上网电价，具体上调情况如下：

表二 电价调整情况

| 电厂名称 | 装机容量（万千瓦） | 调整前电价<br>（元/千千瓦时） | 调整后电价<br>（元/千千瓦时） | 调整额<br>（元/千千瓦时） |
|------|-----------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 漳泽电厂 | 4 × 21    | 302.3             | 325.3             | 23              |
| 河津电厂 | 2 × 35    | 316.3             | 326.3             | 10              |
| 蒲洲发电 | 2 × 30    | 315.3             | 325.3             | 10              |

资料来源：公司公告

漳泽电厂每千瓦时上调 2.3 分钱，高于火电机组上网电价上调的最高限，超出预期。初步测算，此次调价将增加公司 2000 万元左右收入。

✓ 公司将对热电机组申请热电联供调度

为了增加机组小时利用数，公司将对以前未按热电联供调度机组申请热电联供调度，以提升机组利用率。

### 5.2 华泽铝电有望成为公司业绩反弹的重要推手

华泽铝电项目是由公司和中国铝业在 03 年合资成立，其中，中国铝业持有 60% 股份，公司持有 40% 股份，目前产能扩展为 35 万吨。电解铝的生产成本主要来自氧化铝及电，一般而言，电力成本占到四成左右，氧化铝成本占到三成半到四成，但华泽铝电的氧化铝来自中国铝业临近的生产基地中铝山西公司，价格锁定为上海期交所三月期铝合约的 17%，氧化铝成本占比相对低些。

08 年及 09 年上半年，铝价大幅下跌，导致大幅亏损，09 年下半年以后，随着需求回暖，电解铝价格出现反弹，盈利状况发生好转，近期达到 16000 元/吨，而华泽铝电的盈亏平衡点目前大约在 14600 元/吨。

2010 年经济复苏（考虑到房地产市场不确定性），预计铝需求将保持温和增长态势，铝价站上 16000 元/吨问题不大。我们还考虑到公司相当一部分电解铝以长单形式出售，



近期铝价上涨亦为 2010 年签单价有望提升。

考虑到煤价变动对自备电厂电价影响，预计 2010 年华泽铝电盈亏平衡点预计将超过 15000 元/吨，谨慎测算铝价为 16000 元/吨，盈亏平衡点为 15000 元/吨，每股增厚近 0.11 元。

图九 长江金属交易电解铝现货价格及上海期交所三月期货价格



资料来源：BLOOMBERG，东北证券金融与产业研究所

## 6. 盈利预测

预测假设：

1. 小时利用数：09 年为 5500 小时左右；10 年为 5800-6000 小时。
2. 煤炭价格：09 年为 530 元/吨-540 元/吨（标煤）；10 年为 600 元/吨。
3. 临汾一号机组 2010 年底投产。
4. 风电项目收益暂不考虑。

利润预测

| 单位：百万元    | 2007    | 2008     | 2009E   | 2010E   |
|-----------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入      | 3718.05 | 3387.06  | 4221.62 | 4892.48 |
| 营业成本      | 3298.63 | 4039.30  | 3950.43 | 4387.83 |
| 营业税金及附加   | 34.13   | 15.16    | 11.34   | 13.32   |
| 销售费用      | 0       | 0        | 0       | 0       |
| 管理费用      | 26.63   | 42.45    | 37.16   | 37.16   |
| 财务费用      | 108.94  | 427.86   | 302.45  | 354.23  |
| 营业利润      | 587.93  | -1192.73 | 23.81   | 297.64  |
| 营业外净收入    | 8.42    | 6.56     | 13.42   | 13.42   |
| 利润总额      | 596.36  | -1186.16 | 37.23   | 311.06  |
| 所得税       | 116.47  | -226.46  | 7.26    | 61.23   |
| 少数股东权益    | 1.17    | 0.99     | 1.10    | 1.12    |
| 归属于母公司净利润 | 478.72  | -960.09  | 28.87   | 248.71  |
| 总股本（百万股）  | 1323.73 | 1323.73  | 1323.73 | 1323.73 |
| 每股收益 EPS  | 0.37    | -0.73    | 0.02    | 0.19    |

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。