

分析师： 虞亚新 (8627)65799581 yuyx@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

电力、铝业双轮驱动；铝价上涨催生业绩弹性

事件描述

近日，我们拜访了漳泽电力，就公司的生产经营状况及公司未来的发展与公司高管进行了充分交流。

事件评论

第一，电力、铝业双轮驱动业绩

公司主营火力发电生产，拥有 3 座全资火电厂和 2 座全资风电厂，此外公司参股秦皇岛热电 40% 的股权和华泽铝电股份公司 40% 的股权。其中，华泽铝电股份公司是公司与中国铝业合资成立的国内最大的铝电联营项目，建设规模为年产 35 万吨电解铝、16 万吨阳极碳素和 2 个 30 万千瓦发电机组。

表 1：公司下属电力资产

电厂名称	所在区域	电源性质	机组构成（万 kw）	装机容量	权益比例	权益容量（万 kw）	投运时间
漳泽电厂	山西	火电	4 × 21	84	100%	84	1991
河津电厂	山西	火电	2 × 35	70	100%	70	2000
蒲洲电厂	山西	火电	2 × 30	60	100%	60	06-10; 06-12
内蒙达茂旗	内蒙古	风电	33 × 0.15	4.95	100%	4.95	2009
内蒙乌拉特中旗	内蒙古	风电	33 × 0.15	4.95	100%	4.95	2008
秦皇岛热电（参股）	河北	热电	2 × 30	60	40%	24	06-11; 07-03
华泽铝电（托管）	山西	火电	2 × 30	60	40%	24	2005
合计				343.9		271.9	

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第二，火电机组明年业绩仍不乐观

最近一期的电价调整中，山西省火电上网电价上调了 1 分/度，潜在的煤价上调和利用小时下滑风险或将冲击电价调整的正面影响，火电机组明年业绩仍不乐观。

表 2：下属电厂电价调整情况

	2006-6-30	2006-11-1	2008-7-23	2008-8-20	2008-11-26	2009-11-20	调整幅度
漳泽发电	244.8	250.9	274.8	294.8	302.3	325.3	23

河津发电	261.4	281.3	301.3	316.3	326.3	10
蒲州发电		295.3	315.3	315.3	325.3	10
达茂旗风电					0.51	
古拉特中期风电				0.51	0.51	

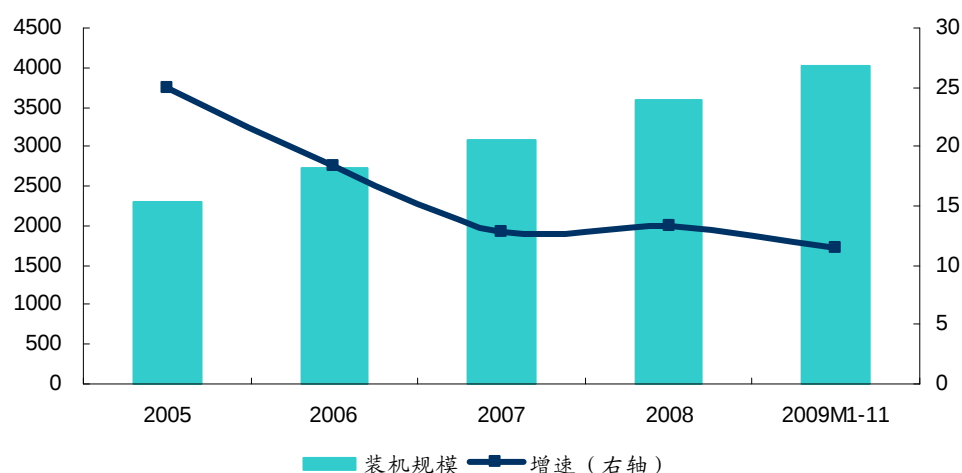
资料来源：公司公告、长江证券研究部

利用小时面临下降风险

截止到 2009 年 11 月份，山西省火电机组的平均利用小时为 4495 小时，我们预计 2009 年全年山西省火电机组利用小时约为 5000 小时。漳泽电力作为山西电网和华北电网的骨干发电企业，其利用小时有望高于省内火电机组平均水平，预计 2009 年全年利用小时有望达到 5500 小时。

山西省近几年装机规模迅速增长，截止到 2009 年 11 月，山西省新投机组 445 万千瓦，装机规模 4010 万千瓦，同比增长 11.5%。根据山西省电力工业“十一五”发展规划，到 2010 年，全省发电装机容量将达到 4700 万千瓦，预计明年装机增速仍将维持在 10% 以上。我们预计 2010 年山西省火电机组平均利用小时仍将继续下滑 5-10% 左右，漳泽电力的利用小时或将下滑至 5000-5250 小时。

图 1: 山西省新增装机增速维持在 10% 以上



资料来源：长江证券研究部

表 3: 山西省在建项目一览

项 目	类 型	机组构成 (MW)	总装机 (MW)	投产时间
大同二电厂三期扩建工程	火电	2 × 600	1200	2009 年
山西古交电厂二期扩建工程	火电	2 × 600	1200	2010 年
平朔煤矸石发电有限责任公司二期扩建	火电	2 × 300	600	2009 年
朔州市格瑞特煤矸石综合利用电厂	火电	2 × 35	70	2009 年
国电榆次热电厂新建工程	热电	2 × 300	600	2009 年
大同云岗热电厂二期扩建工程	热电	2 × 300	600	2009 年
晋城热电厂新建工程	热电	2 × 300	600	2010 年

国电长治热电厂新建工程	热电	2 × 300	600	1#: 09, 2#: 10
国电霍州“上大压小”工程	火电	2 × 600	1200	2011 年
大唐临汾河西热电厂“上大压小”扩建工程	热电	2 × 300	600	2010 年
合计			7270	

资料来源：长江证券研究部

燃料成本面临上行风险

目前，公司标煤单价约 540 元/吨，其中 60% 的煤量来自山西省内，价格约为 560 元/吨；40% 煤量来自陕西，价格约为 520 元/吨。随着 2009 年 11 月份，山西和陕西两地上网电价分别上调了 1 分和 1.2 分，明年合同煤价将面临上行风险，预计煤价可能上调 40 元/吨。根据测算上网电价上调 1 分钱约可弥补煤价上涨 30 元/吨，电价上调利好将被煤价上涨所侵蚀。

临汾热电将于明年投产，其余项目仍存在不确定性

临汾热电进度将晚于市场预期，第一台机组将推迟至明年 3-4 月份投产，第二台机组将于 2010 年年底投产；侯马电厂将于明年开工；其余项目处于前期阶段，仍存在较大不确定性。

表 3：公司储备项目一览

电厂名称	机组构成 (万 kw)	装机容量	权益比例	投运时间
临汾热电	2 × 30	60	50%	2010
侯马	2 × 30	60	100%	2010 开工
长治	1 × 60			前期
娘子关	2 × 60	120	66%	待核准
漳泽改扩建	2*100	200	100%	前期
漳泽上大压小	2 × 60	120	100%	前期

资料来源：公司公告、长江证券研究部

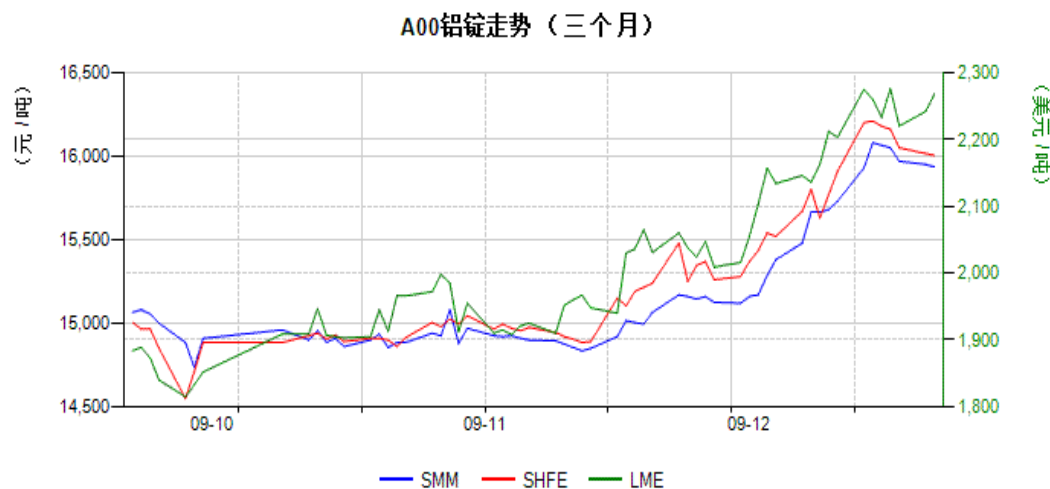
第三，风电业务和托管机组盈利稳定

内蒙达茂旗和内蒙乌拉特中旗风电机组的利用小时在 2000 小时左右，度电成本约 0.4 元/度，上网电价 0.51 元/度，目前已经取得 CDM 补贴，预计全年贡献利润约 2500 万元。

华泽铝电托管机组的盈利模式主要是通过收取托管费用，托管电价随着煤价上调而上浮，利润贡献有保障，预计全年贡献利润约 2000 万元。

第四，铝价上涨催生业绩弹性

公司持有华泽铝电 40% 的股权，目前电解铝产能已经扩展至 35 万吨。一吨电解铝约消耗 2 吨氧化铝和 1.44 万度电。其中，原材料氧化铝主要来自中铝山西铝厂，价格按照上海期铝价格的 17% 结算；电力来自自备电厂华泽铝电。电解铝盈亏平衡价格约为 14600 元（含税价格）。2009 年上半年，铝价的持续低迷使得该部分业务大幅亏损，随着 11 月份铝价开始加速上扬，公司投资收益将明显改善。预计 2010 年电解铝均价约为 16500 元/吨，华泽铝电有望贡献业绩 0.13 元。

图 2：国内铝价开始加速上扬


资料来源：长江证券研究部

表 4：华泽铝业业绩贡献的敏感性测算

电解铝价格	14500	15000	15500	16000	16500	17000	17500	18000
贡献 EPS	-0.01	0.03	0.06	0.09	0.13	0.16	0.20	0.23

资料来源：长江证券研究部

第五，给予“谨慎推荐”评级

盈利预测假设：

- ✧ 公司储备项目进展顺利；
- ✧ 2009-2011 年下属电厂上网电价保持现行水平不变；
- ✧ 2009 年火电机组利用小时为 5500，2010 年利用小时为 5025，2011 年维持 2010 年水平不变；
- ✧ 2009 年标煤单价 540 元/吨，2010 年标煤单价 574 元/吨，2011 年维持 2010 年价格不变；
- ✧ 公司税率维持目前水平不变。
- ✧ 未考虑 158 亿日元长期外债的汇兑损益。
- ✧ 2010 年电解铝均价 16500 元/吨。

我们预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.012、0.156 和 0.183 元；分业务估值来看，公司目前股价具有一定安全边际，铝价的继续反弹将进一步提升公司未来业绩，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 5：股价具有一定安全边际

	2010 年业绩	每股净资产	估值方法	合理估值
电力业务	-0.01	1.61	2.5 倍 PB 估值	4.02
华泽铝业投资收益	0.13		20 倍 PE 估值	2.6
合计				6.62

资料来源：长江证券研究部

表 6：公司 2010 年业绩对利用小时和标煤单价的敏感性测算

利用小时\标煤单价	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-8%	0.429	0.354	0.279	0.204	0.130	0.057	-0.016	-0.089	-0.162
-6%	0.441	0.364	0.288	0.212	0.137	0.062	-0.013	-0.087	-0.161
-4%	0.453	0.375	0.297	0.220	0.143	0.067	-0.009	-0.085	-0.161
-2%	0.465	0.386	0.307	0.228	0.150	0.072	-0.006	-0.083	-0.160
0%	0.478	0.396	0.316	0.236	0.156	0.077	-0.002	-0.081	-0.159
2%	0.490	0.407	0.325	0.244	0.163	0.082	0.002	-0.078	-0.158
4%	0.502	0.418	0.335	0.252	0.169	0.087	0.005	-0.076	-0.157
6%	0.515	0.429	0.344	0.260	0.176	0.092	0.009	-0.074	-0.157
8%	0.527	0.440	0.354	0.268	0.183	0.098	0.013	-0.071	-0.156

资料来源：长江证券研究部

风险提示：

- ✧ 利用小时下降幅度和煤价上涨幅度超出我们预期；
- ✧ 日元大幅升值导致大量汇兑损失；
- ✧ 电解铝价格低于预期；

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3386	3811	4140	4655	货币资金	419	572	621	698
营业成本	4035	3610	3957	4419	交易性金融资产	182	262	342	422
毛利	-648	202	183	235	应收账款	379	429	466	523
% 营业收入	-19.1%	5.3%	4.4%	5.1%	存货	444	393	431	482
营业税金及附加	18	21	22	25	预付账款	294	262	287	321
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	1778	1986	2221	2529
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	42	38	41	47	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	长期股权投资	1133	1125	1396	1666
财务费用	428	221	221	221	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	12.6%	5.8%	5.3%	4.7%	固定资产合计	7112	7039	6921	6681
资产减值损失	44	0	0	1	无形资产	110	104	99	94
公允价值变动收益	84	80	80	80	商誉	0	0	0	0
投资收益	-94	-8	270	270	递延所得税资产	278	0	0	0
营业利润	-1191	-7	248	292	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	-35.2%	-0.2%	6.0%	6.3%	资产总计	10418	10262	10644	10977
营业外收支	7	30	7	7	短期贷款	3203	3170	3226	3148
利润总额	-1185	23	255	299	应付款项	1069	955	1047	1169
% 营业收入	-35.0%	0.6%	6.2%	6.4%	预收账款	6	8	8	9
所得税费用	-225	8	48	57	应付职工薪酬	89	79	87	97
净利润	-959	15	206	242	应交税费	-58	8	20	23
归属于母公司所有者的净利润	-960.1	15.3	206.7	242.7	其他流动负债	599	537	588	657
少数股东损益	1	0	0	0	流动负债合计	4908	4756	4976	5103
EPS (元/股)	-0.73	0.01	0.16	0.18	长期借款	3177	3177	3177	3177
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	45	28	15	15
经营活动现金流净额	22	847	687	759	其他非流动负债	54	54	54	54
取得投资收益	38	0	0	0	负债合计	8185	8015	8223	8349
收回现金					归属于母公司	2220	2233	2409	2615
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	13	13	13	13
固定资产投资	-1049	-438	-441	-347	股东权益	2233	2246	2422	2628
其他	-115	0	0	0	负债及股东权益	10418	10262	10644	10977
投资活动现金流净额	-1165	-438	-441	-347	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	-0.725	0.012	0.156	0.183
银行贷款增加 (减少)	1657	-33	56	-78	BVPS	1.68	1.69	1.82	1.98
筹资成本	430	-223	-252	-257	PE	-7.82	491.87	36.30	30.92
其他	-855	0	0	0	PEG	0.05	-3.01	-0.22	-0.19
筹资活动现金流净额	1233	-256	-196	-336	PB	3.38	3.36	3.12	2.87
现金净流量	91	153	49	77	EV/EBITDA	-49.00	18.15	12.86	11.89
					ROE	-43.2%	0.7%	8.6%	9.3%

分析师介绍

虞亚新，武汉大学金融工程硕士，2008 年加盟长江证券研究部，从事电力行业研究，重点覆盖上市公司：华能国际、粤电力、国投电力、大唐发电、国电电力、长江电力、长源电力、宝新能源、广州控股。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。