

电力行业

报告原因：深度报告

2014年7月2日

市场数据：2014年7月2日

总股本/流通股本(亿股)	22.5/15.7
收盘价(元)	2.74
流通市值(亿元)	43.02

基础数据：2014年3月31日

资产负债率	81.78%
毛利率	14.75%
净资产收益率(摊薄)	1.14%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

漳泽电力 (000767)

维持

盈利有望持续改善，规模成长可期

增持

公司研究/深度报告

投资要点：

● **公司基本情况。**公司目前控股的装机容量 597.9 万千瓦，权益装机容量 564.0 万千瓦。其中，塔山发电、同华发电、王坪发电、同煤热电为向同煤集团发行股份购买的电力资产。

● **煤价持续低迷，2014 年盈利有望环比回升。**在煤炭市场疲软的环境下，公司目前采取市场价的模式，煤炭价格的下跌公司将直接受益。截止目前看 2014 年的大同南郊动力煤均价 408.02 元/吨，较 2013 年均价下跌了-9.85%，如果按照目前的煤炭均价看，公司 2014 年盈利能力进一步提升。

● **发电小时持续恶化。**山西省电力需求增速持续低迷，1-5 月用电需求累计增速下滑到 0.74%。火电发电小时也持续下滑，1-5 月份发电小时增速同比下滑-4.56%，进一步恶化。目前看山西省以能源原材料为主的产业结构，用电需求在能源需求及价格持续下滑的背景下，短期难以出现大幅好转。上半年公司发电小时较为低迷，根据历史经验，3、4 季度公司由于夏季空调降温及冬季取暖影响用电需求相对较好，预计 3、4 季度公司发电量有所好转。

● **电价下调预期再起。**目前煤炭价格较 2014 年有约 10% 的下降，煤电联动预期又起。但由于煤电联动以年为周期，我们预计近期煤电联动不会出台，预计如若煤炭价格持续下跌态势，煤电联动有望在 2014 年底启动。上次煤电联动，山西省降低 0.9 分/千瓦时，低于全国平均水平的 1 分/千瓦时。根据煤价下跌幅度预计这次煤炭价格下调 1 分/千瓦时左右。

● **后期储备项目丰富，装机规模有望翻番。**公司目前在建装机容量 250 万千瓦，权益装机容量 250 万千瓦。公司集团建成的电力资产有大唐热电二期 2*33 万千瓦及山阴织女泉风电 4*4.95 万千瓦，集团承诺建成后注入上市公司，预计有望在近期启动注入。此外，公司集团层面储备的塔山 2 期 2*60 万千瓦机组以及朔南热电 2*35 机组，未来可能采取集团建设后注入上市公司的模式，也可能采取直接由上市公司主体建设的模式。综合看，公司层面及集团层面合计储备火电装机容量 500 万千瓦，风电装机容量 19.8 万千瓦，储备权益装机容量基本接近公司目前的权益装机容量 564.0 万千瓦。

● **资产注入值得期待。**(一) 承诺电力资产近期有望注入。我们预计大唐二期 2*33 万千瓦和山阴织女泉风电有望率先注入上市公司，预计采取现金收购或者向同煤集团增发的方式进行收购。但注入资产整体体量较公司目前资产较小，预计对增厚公司每股收益影响较弱。(二) 承诺煤炭资源注入受煤炭盈利恶化预计可能暂时搁浅。

● **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2014-2015 年每股收益分别为 0.23、0.26 元，对应目前市盈率分别为 12 倍、11 倍，考虑到公司目前在建装机容量较多，在火电公司中装机规模成长性较好，此外公司背靠同煤集团，未来煤炭盈利能力好转后有望注入部分优质煤炭资源，保证公司煤电一体化经营，降低经营风险，综合考虑给予“增持”的投资评级。

● **投资风险。**1、电价超预期下调；2、山西省宏观经济持续低迷，发电小时持续下滑；3、煤炭价格超预期上涨。



目 录

一、	公司基本情况	3
二、	煤价持续低迷，2014 年盈利有望环比回升	3
三、	发电小时持续恶化	5
四、	电价下调预期再起	7
五、	后期储备项目丰富	7
六、	同煤集团后续资产注入	8
	(一) 承诺电力资产近期有望注入	8
	(二) 承诺煤炭资源注入受煤炭盈利恶化预计可能暂时搁浅	9
七、	盈利预测及投资评级	10
八、	投资风险	12

一、公司基本情况

公司目前控股的装机容量 597.9 万千瓦，权益装机容量 564.0 万千瓦，详见表 1。其中，塔山发电、同华发电、王坪发电、同煤热电有限公司为向同煤集团发行股份购买的电力资产。

除了电力资产外，公司参股华泽铝电，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。

表 1：公司电力资产情况

运营机组	机组类型	装机容量	机组	权益	权益装机	备注
一、控股机组						
漳泽电厂（改供热）	燃煤	84	4*21	100%	84	
河津电厂	燃煤	70	2*35	100%	70	
蒲洲（永济）电厂	燃煤	60	2*30	100%	60	
塔山发电	燃煤	120	2*60	60%	72	收购
同华发电	燃煤	132	2*66	95%	125.4	收购
王坪发电	燃煤	42	2*21	60%	25.2	收购
临汾热电有限公司	燃煤	60	30*2	86%	51.6	二期去年年底投产
同煤热电有限公司	燃煤	20	4*5	0.8898	17.796	收购
达茂旗风电	风电	4.95	33×0.15	1	5	
乌拉特中旗风电	风电	4.95	33×0.15	1	5	
小计		597.9			516.00	
二、参股机组						
1 秦热发电	燃煤	60	2*30	40%	24	
2 华泽铝电	燃煤	60	2*30	40%	24	
小计		120			48	

资料来源：山西证券研究所

二、煤价持续低迷，2014年盈利有望环比回升

在煤炭市场疲软的环境下，公司目前采取市场价的模式，煤炭价格的下跌公司将直接受益。

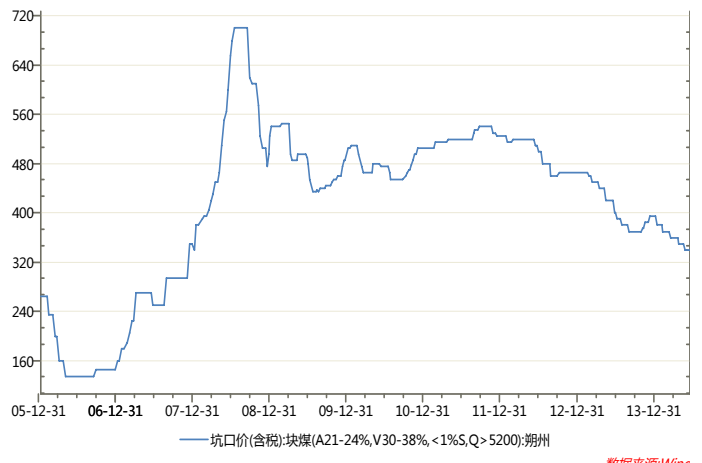
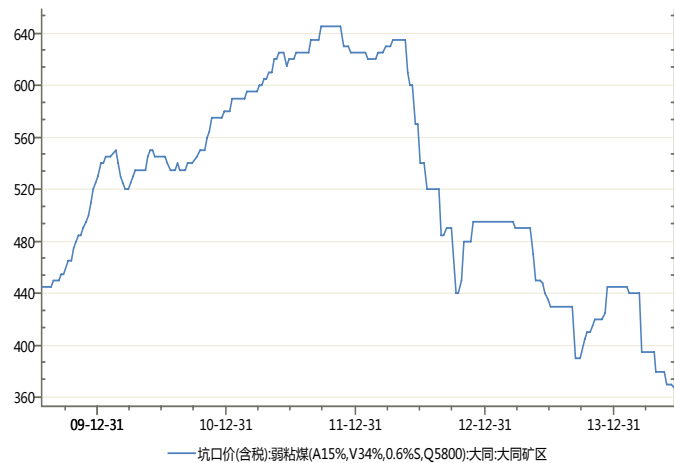
截止目前看 2014 年的大同南郊动力煤均价 408.02 元/吨，较 2013 年均价下跌了-9.85%，如果按照目前的煤炭均价看，公司 2014 年净利润环比进一步好转。

而分季度看 2014 年一季度煤炭价格有所反弹，但二季度出现了较大跌幅，2014 年 1 季度煤炭价格较 2013 年 4 季度上涨 3.58%，而 2014 年二季度较 2014 年一季度下跌了-12.21%。

公司的毛利率水平走势也反映出了这一点,公司单季度毛利率水平 4 季度达到最高的 21.74%, 一季度下滑到 14.75%, 一方面由于发电小时疲软, 另一方面也由于 1 季度煤炭价格的反弹, 但目前二季度煤炭较一季度跌幅较大, 预计公司二季度净利润环比大幅好转。

图 1: 大同南郊动力煤价格走势

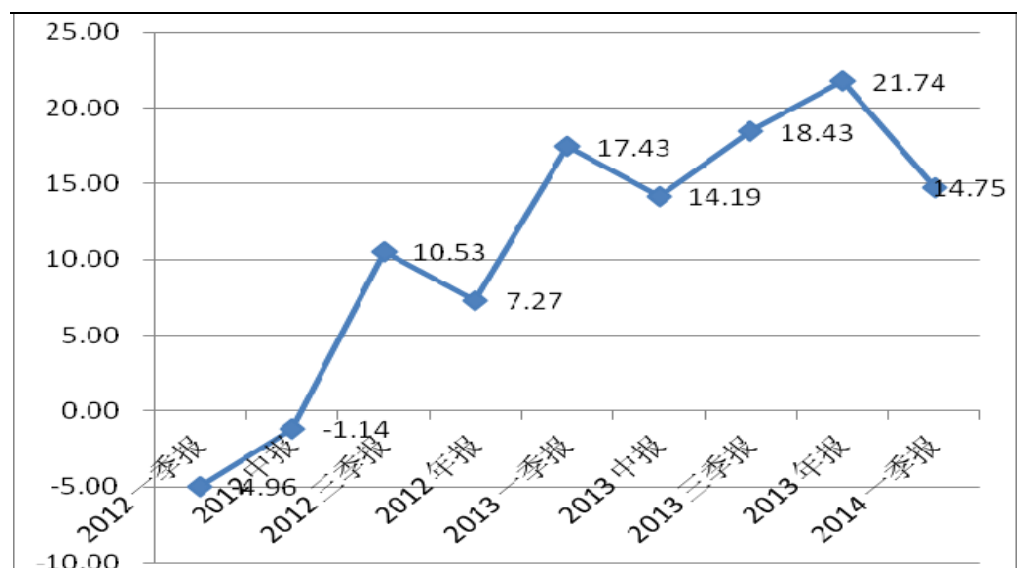
图 2: 朔州坑口价格走势图



数据来源:Wind

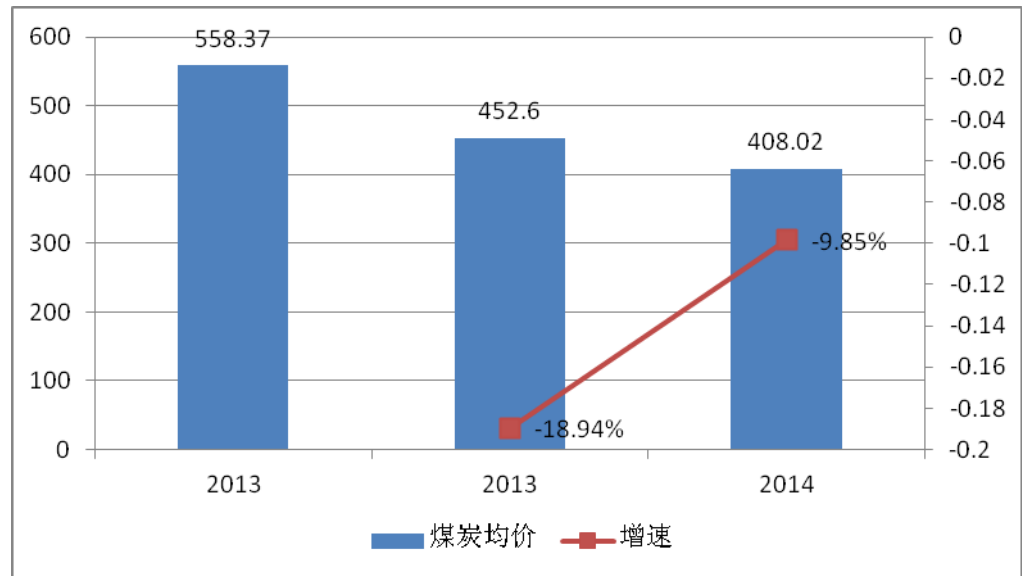
资料来源: Wind

图3: 销售毛利率情况



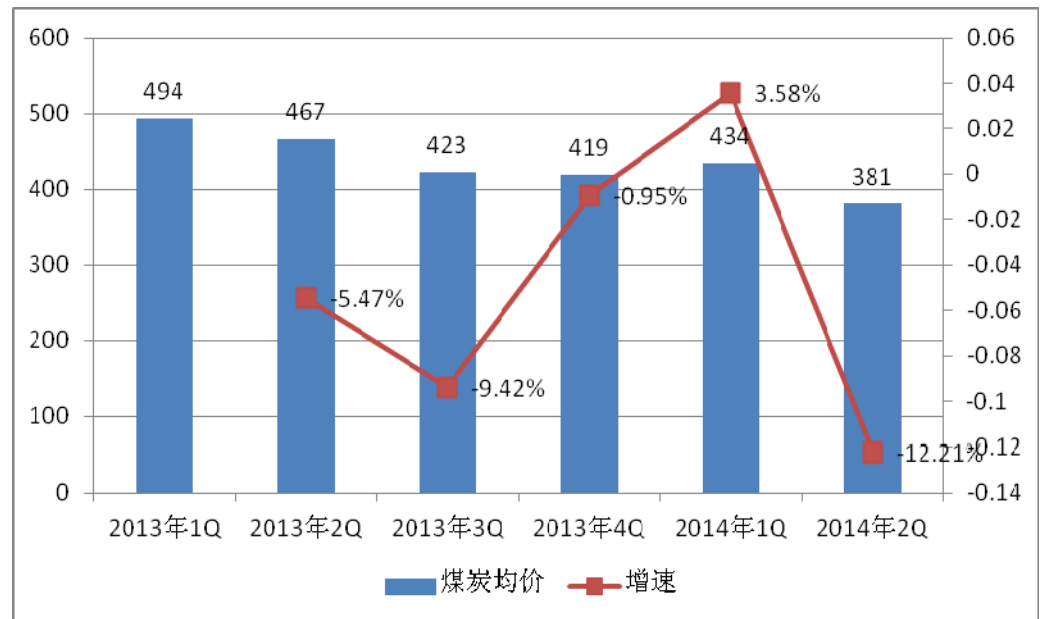
资料来源: Wind

图4：大同南郊动力煤年度均价情况



资料来源：Wind 注：2014年均价截止上半年

图5：大同南郊动力煤季度均价走势



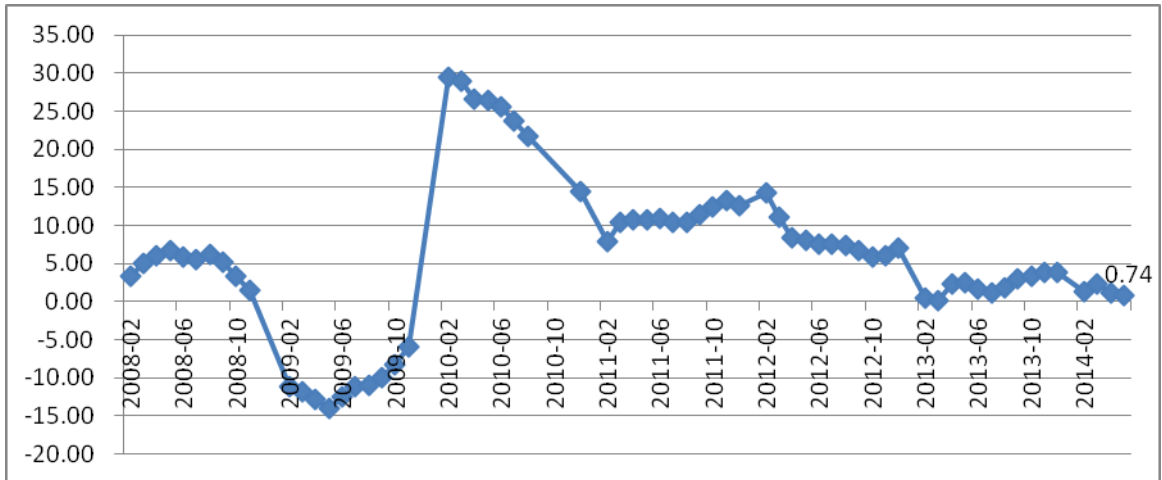
资料来源：Wind

三、发电小时持续恶化

山西省电力需求增速持续低迷，1-5月用电需求累计增速下滑到0.74%。火电发电小时也持续下滑，1-5月份发电小时增速同比下滑-4.56%，进一步恶化。目前看山西省以能源原材料为主的产业结构，用电需求在能源需求及价格持续下滑的背景下，短期难以出现大幅好转。

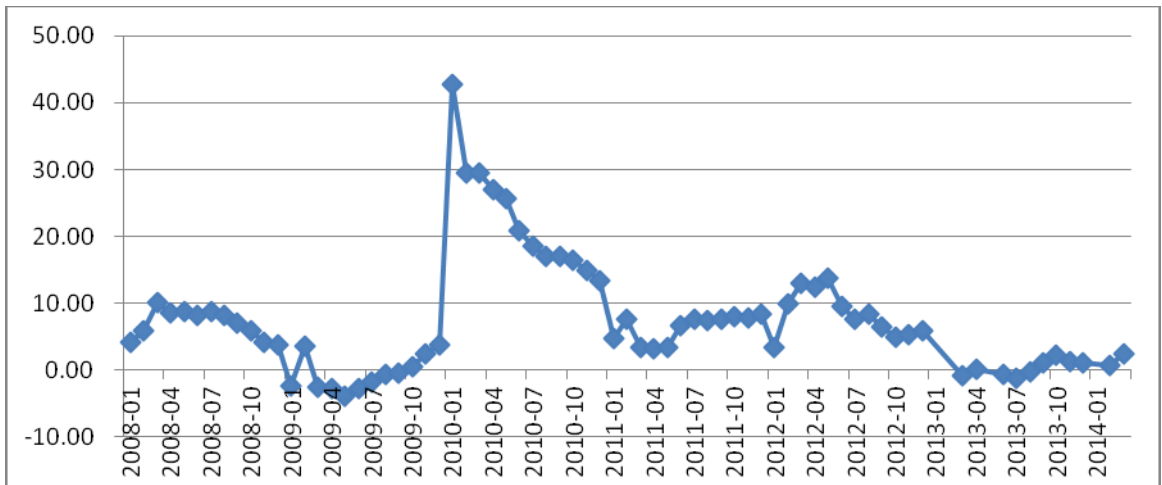
上半年公司发电小时较为低迷，根据历史经验，3、4 季度公司由于夏季空调降温及冬季取暖影响用电需求相对较好，预计 3、4 季度公司发电量有所好转。

图6: 山西省用电量需求增速



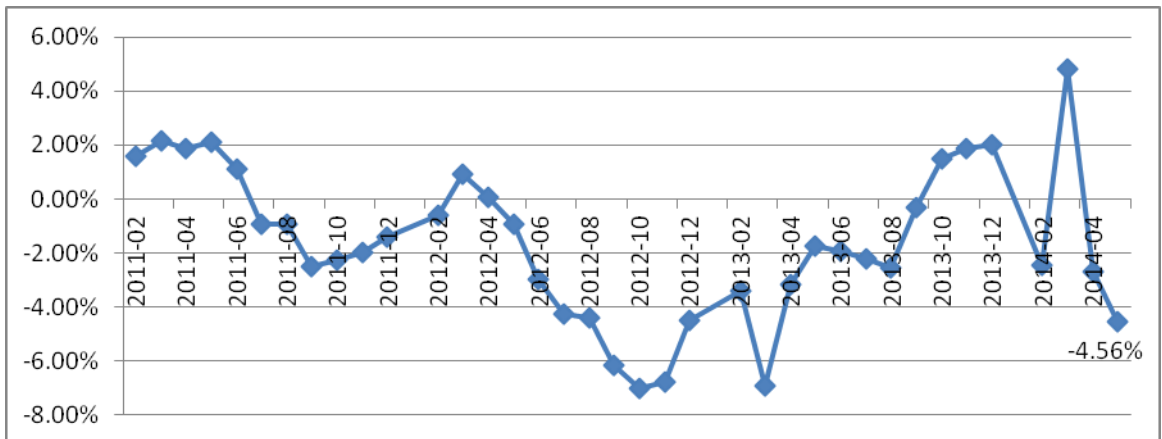
资料来源: Wind

图7: 山西省火电发电量增速



资料来源: Wind

图8: 山西省火电发电小时累计增速



资料来源: Wind

四、 电价下调预期再起

目前煤炭价格较 2014 年有约 10% 的下降，煤电联动预期又起。但由于煤电联动以年为周期，我们预计近期煤电联动不会出台，预计如若煤炭价格持续下跌态势，煤电联动有望在 2014 年底启动。

上次煤电联动，山西省降低 0.9 分/千瓦时，低于全国平均水平的 1 分/千瓦时。根据煤价下跌幅度预计这次煤炭价格下调 1 分/千瓦时左右。

公司基本所有机组都实施了脱硫设施的建设，获得了脱硫电价补贴。部分机组未完成脱硝，完成脱硝后将获得脱硝电价补贴，综合电价还有一定的提升。

表6：公司电厂电价情况

序号	发电公司	装机容量	调整后 电价（含税）	备注
1	漳泽发电分公司	84	376.7	脱硫机组
2	河津发电分公司1#机组	35	377.7	脱硫机组
3	河津发电分公司2#机组	35	387.7	脱硫、脱硝机组
4	蒲洲发电分公司1#机组	30	376.7	脱硫机组
5	蒲洲发电分公司2#机组	30	386.7	脱硫、脱硝机组
6	临汾热电有限公司	60	361.7	
7	同煤热电有限公司	20	376.7	脱硫机组
8	塔山发电有限公司1#机组	60	386.7	脱硫、脱硝机组
9	塔山发电有限公司2#机组	60	376.7	脱硫机组
10	同华发电有限公司1#	66	386.7	脱硫、脱硝机组
11	同华发电有限公司2#	66	376.7	脱硫机组

资料来源：山西证券研究所

五、 后期储备项目丰富

公司目前在建装机容量 250 万千瓦，权益装机容量 250 万千瓦，其中侯马热电 2*30 万千瓦机组将于 2014 年年底投产，永济热电有望于 2015 年投产。与目前公司的权益装机容量相比公司权益装机容量有望增长 50%。而在建机组中热电占比较大，在目前发电小时低迷的情况下，热电受冬季热负荷的影响发电小时高于普通火电，预计未来投产运营稳定后盈利能力较强。

公司集团建成的电力资产有大唐热电二期 2*33 万千瓦及山阴织女泉风电

4*4.95 万千瓦。集团承诺建成后注入上市公司，预计有望在近期启动注入。

此外，公司集团层面储备的塔山 2 期 2*60 万千瓦机组以及朔南热电 2*35 机组，未来可能采取集团建设后注入上市公司的模式，也可能采取直接有上市公司主体建设的模式。塔山 2 期 2*60 万千瓦机组，属于低热值燃煤机组，受到政府的政策支持，预计取得核准较快。

综合看，公司层面及集团层面合计储备火电装机容量 500 万千瓦，风电装机容量 19.8 万千瓦。权益装机容量基本接近公司目前的权益装机容量 564.0 万千瓦。

表 2：公司在建电厂情况

运营机组	机组类型	装机容量	权益比例	权益装机容量	预计投产时间
娘子关发电	燃煤	2*60	100%	120	2016 年
永济热电	燃煤	2*35	100%	70	2015 年
侯马热电	燃煤	2*30	100%	60	2014 年底
合计				250	

资料来源：山西证券研究所整理

表 3：集团层面储备的电厂项目

运营机组	机组类型	装机容量	权益比例	权益装机容量	预计投产时间
塔山二期	燃煤	2*60	1	120	低热值
朔南热电	燃煤	2*35	1	70	
合计				190	

资料来源：山西证券研究所整理

表 4：集团建成电厂情况

运营机组	机组类型	装机容量	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)
大唐热电二期	燃煤	2*33	100%	60
山阴织女泉风电	风电	4*4.95	100%	19.8
合计				79.8

资料来源：山西证券研究所整理

六、同煤集团后续资产注入

(一) 承诺电力资产近期有望注入

为避免同业竞争，同煤集团承诺，自本次重组完成之日起：

- (1) 漳泽电力将做为同煤集团境内发电资产整合的唯一上市平台。
- (2) 大唐热电二期“上大压小”扩建项目取得核准批文后二十四个月内，同

煤集团将选择适当的时机将该项目注入漳泽电力。

(3)在同煤能源山阴织女泉风电场 49.5MW 风力发电项目取得核准批文后二十四个月内，同煤集团将选择适当的时机将该项目注入漳泽电力。

(2)大唐热电二期 2×330MW“上大压小”扩建项目 1 号机组、2 号机组已分别于 2014 年 1 月 25 日及 2014 年 3 月 12 日交付生产。截至本持续督导意见出具之日，上述承诺仍在履行中。本独立财务顾问将继续督导上述承诺的履行。

(3)山阴织女泉风电项目规划容量为 4×49.5MW，一期、二期机组已分别于 2012 年 10 月及 2014 年 3 月交付生产。截至本持续督导意见出具之日，上述承诺仍在履行中。

我们预计大唐二期 2*33 万千瓦和山阴织女泉风电有望率先注入上市公司。我们预计采取现金收购或者向同煤集团增发的方式进行收购。但注入资产整体体量较公司目前资产较小，预计对增厚公司每股收益影响较弱。

表 5：集团建成电厂情况

运营机组	机组类型	装机容量	权益比例	权益装机容量 (万千瓦)
大唐热电二期	燃煤	2*33	100%	60
山阴织女泉风电	风电	4*4.95	100%	19.8
合计				79.8

资料来源：山西证券研究所整理

（二）承诺煤炭资源注入受煤炭盈利恶化预计可能暂时搁浅

根据重组后漳泽电力的发展战略和业务方向，同煤集团曾就有关事项做出如下承诺：

(1) 重组后的漳泽电力是同煤集团发展以火电和煤电联营业务为唯一的发电资产运营平台，同煤集团和下属各控股公司不再从事同一业务；

(2) 大同煤矿集团临汾宏大豁口煤业有限公司和大同煤矿集团临汾宏大锦程煤业有限公司为山西临汾热电有限公司配套煤矿，合计生产能力 150 万吨，同煤集团前期为将这两座煤矿注入漳泽电力已做了大量的准备工作，在满足有关法律法规及监管要求的前提下，同煤集团承诺在 2014 年底前将这两座煤矿的股权注入上市公司；

(3) 同煤集团所属的现直接为重组后漳泽电力各电厂供煤或具备条件供煤的煤矿，在符合有关法律法规及监管要求后，生产经营性资产的权属完善清晰的情况下，逐步分期注入上市公司；

(4) 对于原漳泽电力所属电厂，同煤集团将采取就近申请划拨煤炭资源，与同行业公司进行资源置换、合作开发等方式，逐步将这些电厂改造成为坑口电厂，并争取将其配套提供煤炭燃料的煤矿注入上市公司；

(5) 对原有的规划电厂建设项目、“路条项目”和待核准项目，凡附近没有煤炭资产的申请迁址建设。今后漳泽电力所建电厂全部在拥有煤炭资源的地方选址，并且实行电厂、煤矿同步规划，同步报批，同步建设，全部由上市公司承担和享有。

2014年3月27日，公司发布《关于相关方承诺履行情况的补充公告》说明由于拟注入的煤矿资产受到市场环境的影响利润下滑，尚不具备注入条件，同时也无法明确具体履行期限，因此为切实维护和保护中小股东、投资者的利益，公司决定召开董事会、股东大会，豁免上述承诺事项。此外，公司坚持“煤电联营，煤电一体化”的发展战略不变，仍将积极争取注入配套煤炭资源。

同煤集团承诺煤炭资源注入受煤炭盈利恶化预计可能暂时搁浅，但公司仍坚持“煤电联营，煤电一体化”的发展战略不变，预计如若煤炭经营形式好转公司将重新启动注入配套煤炭资源战略。

七、盈利预测及投资评级

我们预计公司2014-2015年每股收益分别为0.23、0.26元，对应目前市盈率分别为12倍、11倍，考虑到公司目前在建装机容量较多，在火电公司中装机规模成长性较好，此外公司背靠同煤集团，未来煤炭盈利能力好转后有望注入部分优质煤炭资源，保证公司煤电一体化经营，降低经营风险，综合考虑给予“增持”的投资评级。

盈利预测假设

- 1、假设2015年电价下调0.9分/千瓦时
- 2、煤炭价格与目前持平
- 3、发电小时2014年较2013年下滑5%；2015年与2014年持平。
- 4、侯马热电2*30万千瓦机组2014年年底投产。
- 5、不考虑资产注入

表7：盈利预测

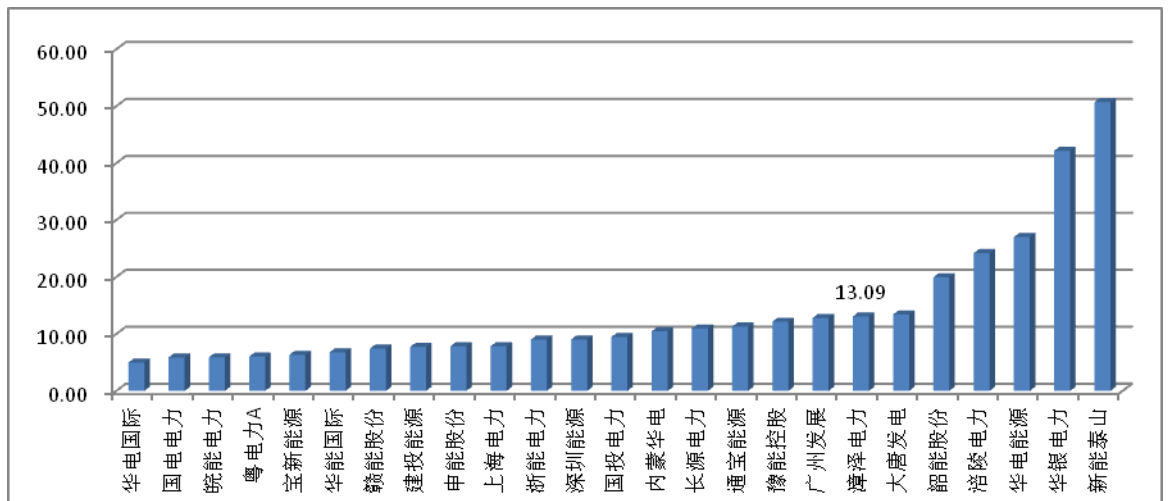
	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014E	2015E
营业收入	41.03	49.38	91.51	93.52	102.87
营业收入增速		20.35%	85.32%	2.20%	10.00%
营业成本	45.68	47.86	74.98	73.88	82.30
毛利率	-11.33%	3.08%	18.06%	21.00%	20.00%



营业税金及附加	0.05	0.21	0.45	0.46	0.51
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.45	0.54	0.79	0.81	0.89
财务费用	3.45	4.83	9.03	11.00	11.00
资产减值损失	0.17	0.00	-0.13	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-0.79	-1.42	-0.74	0.00	0.00
投资净收益	1.41	1.12	1.13	1.20	1.20
营业利润	-8.15	-4.38	6.78	7.37	8.18
加：营业外收入	0.12	4.52	1.23	1.20	1.20
减：营业外支出	0.02	0.07	0.45	0.00	0.00
利润总额	-8.05	0.07	7.56	8.57	9.38
减：所得税	-0.17	-0.34	1.54	1.71	1.88
净利润	-7.89	0.41	6.02	6.86	7.50
减：少数股东损益	-0.08	-0.21	1.47	1.76	1.76
归属母公司净利润	-7.81	0.62	4.55	5.09	5.74
每股收益(元)	-0.35	0.03	0.20	0.23	0.26

资料来源：山西证券研究所

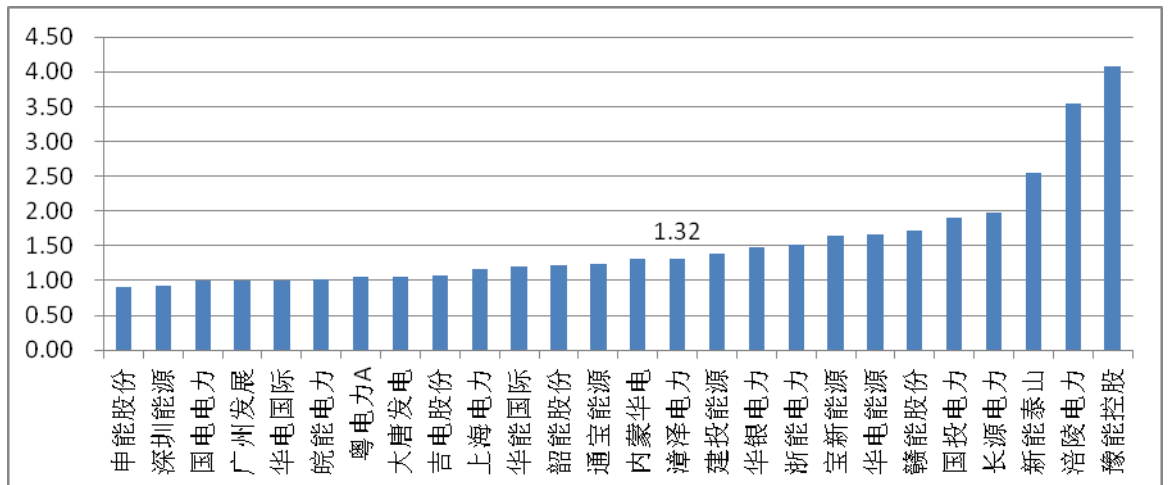
图 9：市盈率



资料来源：Wind

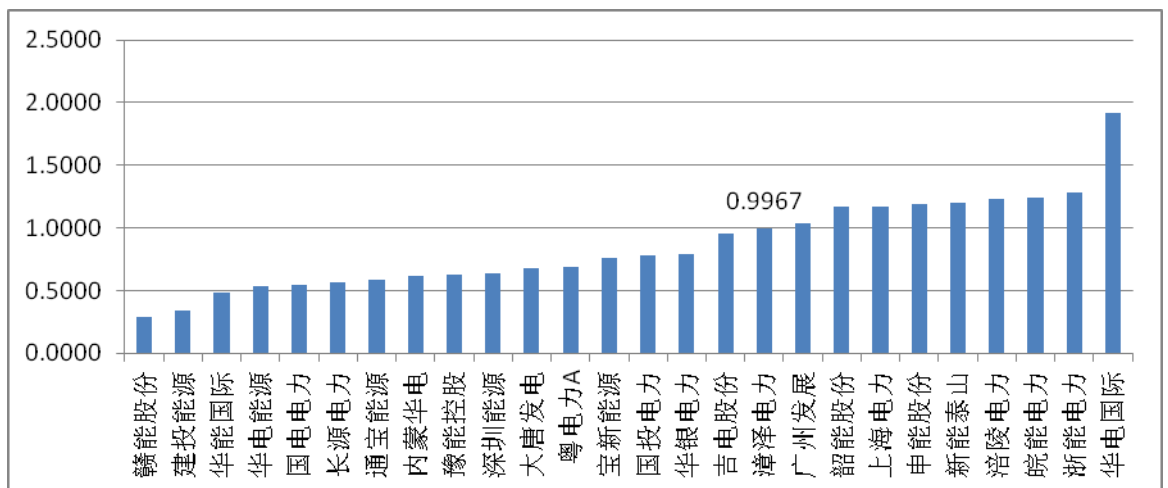


图 10：市净率



资料来源：Wind

图 11：市销率



资料来源：Wind

八、投资风险

- 1、电价超预期下调
- 2、山西省宏观经济持续低迷，发电小时持续下滑
- 3、煤炭价格超预期上涨

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

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，投资需谨慎。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。