

G漳电 (000767)

定向增发需关注，稳定成长亦可期

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥5.00

上次预测: ¥5.10-

当前价格: ¥4.41

2006.08.16

姚伟 陈俊华
21-62580818-847 21-62580818-683
yaowei@gtjas.com chenjunhua@gtjas.com

本报告导读:

- 上半年，公司完成发电量80.7亿KWH，销售电量74.4亿KWH；实现收入14.17亿元，净利润1.9亿。分别较去年同期增长25.49%和57.46%。收益的增加主要来自于华泽铝电项目；
- 下半年，公司拟实施增发、收购 3 电力项目共计 125 万 KW 机组。

投资要点:

- 1-6 月，公司完成发电量 80.7 亿 KWH，销售电量 74.4 亿 KWH；较去年同期增长 25%以上；公司平均机组利用小时 3448 小时，同比下降约 6.5%；公司自有全资机组电量符合预期：上半年完成发电约 59 亿千瓦时，机组平均利用小时仍达到 3379 小时，同期回落 8.4%左右；
- 上半年公司业绩增长主要来自于华泽铝电项目产生的两部分收益，一是稳定、高毛利的受托发电收入 3.4 亿元，贡献净利超过 2500 万，二是该子公司实现的投资收益 6000 万元；
- 预期公司全年机组利用小时在 6400 小时以上，同比下降 7%左右；二次煤电联动电价增幅超过 0.016 元/KWH，同时公司标煤价格较去年有所回落，保证电力业务收益的基本稳定；
- 预计华泽铝业利润贡献将逐步提升，但电解铝行业在未来一段时间内可能出现的产能释放，以及电解铝和氧化铝价格的波动可能给该部分收益带来一定不确定性；
- 公司正在积极筹划下半年实现不超过 2.4 亿股，募集 9 亿资金以实现对蒲光等 3 个电厂共计 125 万千瓦机组的收购；如果成功，07 年公司装机规模、利润上实现较大增长；
- 谨慎估计公司 06、07 年 EPS 分别为 0.36 元和 0.43 元(未考虑增发)，年内实现增发后 06、07 年摊薄 EPS 分别为 0.3 元和 0.37 元，对应 PE 为 14.7 和 11.9 倍，暂给予“谨慎增持”评级，建议积极关注公司增发与资产注入。

交易数据

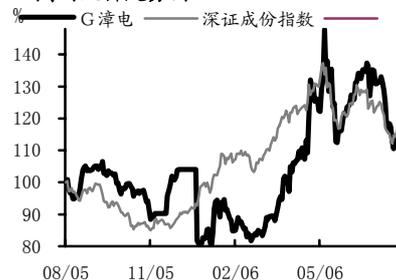
52 周内股价区间 (元)	3.68 ~ 5.48
总市值 (百万元)	4,863
总股本/流通 A 股(百万股)	1,103/402
流通 B 股/H 股	
流通股比例	0.36
日均成交量 (百万股)	6.1
日均成交值 (百万元)	28.0

资产负债表摘要 (12/05A)

股东权益 (百万元)	1,925
每股净资产	2.27
市净率	1.9
净现金 (百万元)	302

EPS (元)	2005A	2006E
Q1	0.06	0.10
Q2	0.08	0.10
Q3	0.13	0.09
Q4	0.01	0.09
全年	0.28	0.36

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11.4	-7.9	18.8
相对指数	-5.4	-0.4	-9.5

相关报告

利润稳定器发挥作用，略提升目标价
2006.4.14

铝业务收益提前，煤电联动影响大
2006.2.23

铝电业务匹配实现稳定增长
2006.1.10

财务摘要 (百万元)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入	2,184	2,349	2,767	2,861	2,816
(+/-)%	8.3%	7.5%	17.8%	3.4%	-1.6%
经营利润 (EBIT)	409	251	508	630	662
(+/-)%	-23%	-39%	102%	24%	5%
净利润	209	240	393	470	542
(+/-)%	-1%	15%	64%	19%	15%
每股净收益 (元)	0.25	0.28	0.36	0.43	0.49
每股股利 (元)	0.20	0.16	0.26	0.26	0.30

利润率和估值指标	2004	2005	2006E	2007E	2008E
经营利润率 (%)	19%	11%	18%	22%	23%
净资产收益率 (%)	12%	13%	20%	22%	23%
投入资本回报率 (%)	8%	5%	12%	17%	19%
EV/EBITDA	8.7	11.5	7.7	6.7	6.5
市盈率	17.8	15.6	12.3	10.3	8.9
股息率 (%)	5%	4%	6%	6%	7%

模型更新时间: 2005.08.16

股票研究

公用事业
电力生产业

G漳电(000767)

评级: 增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥5.00

上次预测: -

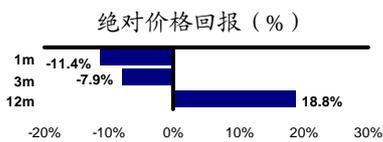
当前价格: ¥4.41

公司网址:

www.zhangzpower.com

公司简介

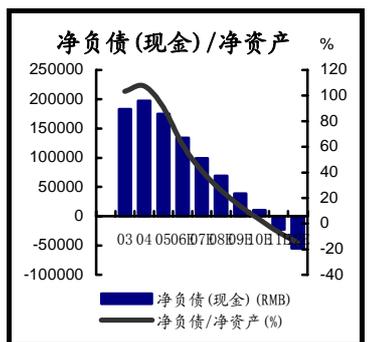
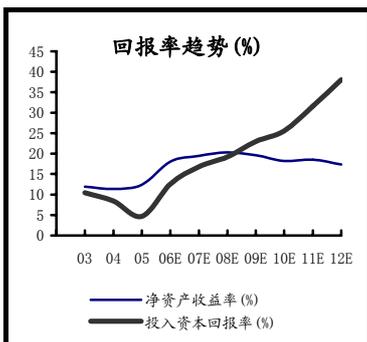
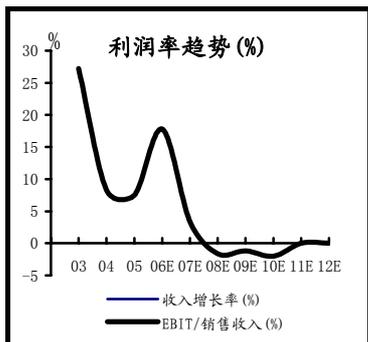
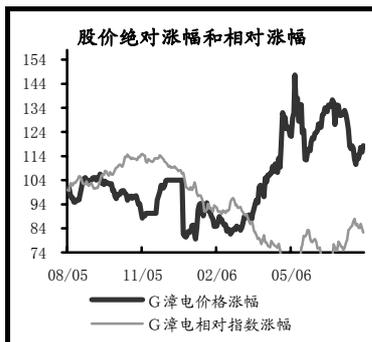
山西地区最大的区域性电力上市公司。目前拥有装机容量 234 万千瓦, 权益装机 198 万千瓦。



52 周价格范围 3.68~5.48
市值(百万) 4,863

财务预测(单位: 百万元)

	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
损益表										
主营业务收入	2,017	2,184	2,349	2,767	2,861	2,816	2,782	2,727	2,727	2,727
主营业务成本	1,412	1,694	2,023	2,168	2,139	2,064	1,974	1,921	1,848	1,805
税金及附加	22	21	20	26	27	27	27	26	26	26
主营业务利润	582	470	306	572	695	725	781	780	853	896
其他业务利润	1	3	10	15	18	18	18	18	18	18
营业费用	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	53	63	64	80	82	81	80	78	78	78
EBIT	530	409	251	508	630	662	719	719	792	835
财务费用	280	122	-175	28	46	46	45	43	42	45
营业利润	250	287	426	480	585	616	674	677	750	790
所得税	96	96	150	181	216	249	262	263	292	297
少数股东损益	0	2	1	3	3	4	4	4	5	5
净利润	210	209	240	393	470	542	570	572	636	646
资产负债表										
货币资金、短期投资	693	424	199	848	1,220	1,509	1,691	1,964	2,293	2,443
其他流动资产	398	498	635	658	680	670	661	648	648	648
长期投资	123	496	633	730	834	1,014	1,177	1,339	1,522	1,683
固定资产合计	3,389	3,209	3,004	2,800	2,591	2,381	2,170	1,959	1,749	1,538
无形及其他资产	52	56	49	41	35	30	25	20	15	11
资产合计	4,655	4,683	4,520	5,076	5,361	5,603	5,724	5,931	6,228	6,324
流动负债	499	739	1,347	1,694	1,742	1,720	1,592	1,564	1,564	1,390
长期负债	2,385	2,103	1,241	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198	1,198
股东权益	1,772	1,834	1,925	2,175	2,408	2,669	2,914	3,144	3,436	3,701
投入资本(IC)	3,513	3,356	3,091	2,795	2,579	2,364	2,149	1,934	1,719	1,504
现金流量表										
NOPLAT	364	281	145	349	433	454	494	494	544	573
折旧与摊销	344	320	303	319	315	315	315	315	315	315
流动资金增量	263	19	(53)	(84)	(2)	1	1	1	0	0
资本支出	101	144	91	106	101	99	99	99	100	100
自由现金流	1,072	764	485	690	848	870	909	909	959	988
经营现金流	554	628	476	729	731	727	772	770	815	852
投资现金流	(155)	(483)	(281)	(106)	(101)	(99)	(99)	(99)	(100)	(101)
融资现金流	(437)	(340)	107	26	(257)	(339)	(490)	(399)	(385)	(601)
现金流净增加额	(38)	(195)	302	649	372	289	182	273	329	150
财务指标										
成长性										
收入增长率	27.2%	8.3%	7.5%	17.8%	3.4%	-1.6%	-1.2%	-2.0%	0.0%	0.0%
EBIT 增长率	56.1%	-22.7%	-38.6%	102.1%	24.1%	5.0%	8.7%	0.0%	10.1%	5.4%
净利润增长率	119.3%	-0.5%	14.5%	64.1%	19.4%	15.5%	5.2%	0.3%	11.1%	1.5%
利润率										
毛利率	30.0%	22.5%	13.9%	21.6%	25.2%	26.7%	29.0%	29.6%	32.2%	33.8%
息税前利润率	26.3%	18.7%	10.7%	18.4%	22.0%	23.5%	25.9%	26.4%	29.0%	30.6%
净利率	10.4%	9.6%	10.2%	14.2%	16.4%	19.3%	20.5%	21.0%	23.3%	23.7%
收益率										
净资产收益率(ROE)	11.9%	11.4%	12.4%	18.1%	19.5%	20.3%	19.6%	18.2%	18.5%	17.4%
总资产收益率(ROA)	4.5%	4.5%	5.3%	7.7%	8.8%	9.7%	10.0%	9.6%	10.2%	10.2%
投入资本回报率	10.4%	8.4%	4.7%	12.5%	16.8%	19.2%	23.0%	25.5%	31.6%	38.1%
运营能力										
存货周转率	21.29	19.01	15.14	11.76	10.55	10.09	9.78	9.68	9.40	9.18
应收账款周转率	9.27	8.39	7.85	7.88	7.41	7.23	7.24	7.21	7.28	7.28
总资产周转率	0.43	0.47	0.51	0.58	0.55	0.51	0.49	0.47	0.45	0.43
净利润现金含量	2.63	3.00	1.99	1.85	1.56	1.34	1.35	1.35	1.28	1.32
资本支出/收入	5%	7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
偿债能力										
资产负债率	61.9%	60.7%	57.3%	57.0%	54.8%	52.1%	48.7%	46.6%	44.3%	40.9%
净负债率	103.4%	107.6%	90.8%	61.6%	41.2%	25.9%	13.4%	3.3%	-6.6%	-14.8%
估值比率										
PE	11.8	17.8	15.6	12.3	10.3	8.9	8.5	8.5	7.6	7.5
PB	1.4	2.0	1.9	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.3	8.7	11.5	7.7	6.7	6.5	6.2	6.2	5.8	5.5
P/S	1.2	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
股息率	0.0%	4.5%	3.6%	5.8%	5.8%	6.7%	7.1%	7.1%	7.9%	8.0%



主业符合预期，铝电业务贡献双收益

06 年上半年，公司发电业务基本符合预期，各机组发电利用小时虽较去年同期出现下滑，达到 3379 小时（自有机组），仍显著高于全国平均水平。

1-6 月，公司完成发电量 80.7 亿 KWH，销售电量 74.4 亿 KWH；较去年同期增长 25.72% 和 25.38%；公司平均机组利用小时超过 3448 小时，比去年同期下降约 6.5%。实现收入 14.17 亿元，净利润 1.9 亿。分别较去年同期增长 25.49% 和 57.46%。

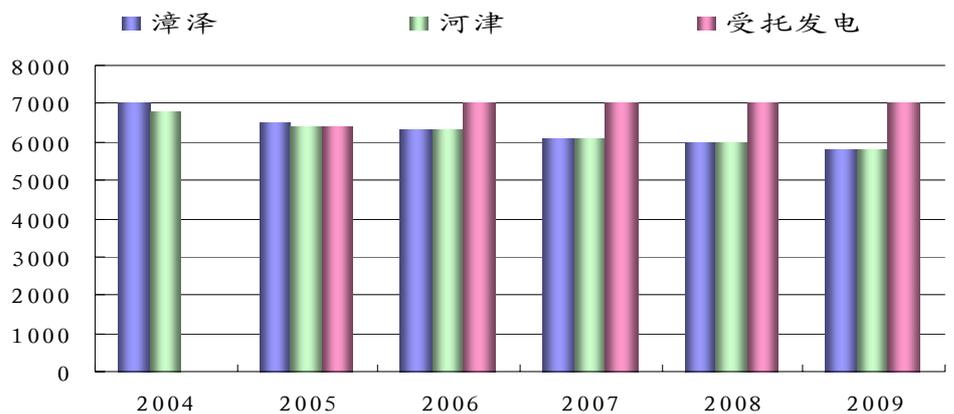
自有机组运行完全符合预期。根据中报测算，漳泽、河津电厂半年共发电约 59 亿 KWH，售电 54.4 亿 KWH，分别较去年同期下降 8% 和 7.1%；机组平均利用小时仍达到 3379 小时，较去年同期下降 8.4%。

公司上半年增长主要来自于华泽铝电项目产生的受托发电收入和投资收益的贡献：

1-6 月份，受托发电机组售电 20.05 亿千瓦时，平均利用小时达到 3341 小时，实现收入 3.41 亿元。受电解铝高耗能特性及正常运营的必要性要求，受托发电机组可长年保持高位运转，不受电力市场波动影响；此外，两台机组产权归华泽铝电所有，公司受托运营成本低廉。

06 年初，华泽铝电全部投产，预计 06 年实际产能 24 万吨，上半年贡献投资收益 6000 万元。由于电解铝价格受国际氧化铝、电解铝市场波动影响，我们保守估计外来几年内，华泽铝电年均对公司贡献投资收益在 1 亿元左右。

图 1：公司现有机组利用小时分布（单位：小时/年）



数据来源：国泰君安证券研究所

基本面利好促进业绩增长

除委托发电、投资收益外，下半年公司利润增长动力还来自于：

- ✓ 二次煤电联动公司电价获得提升：漳泽电厂上涨 2.1 分/KWH，河津电厂上涨 1.6 分/KWH，累计增加公司收入 1.6 亿元左右；
- ✓ 煤质改善，煤价启稳：上半年，在各项煤炭政策调控以及当地原煤价格有所上升

的情况下，公司标煤价格控制在 300 元/吨左右，较 05 年末下降 10 元左右，另外受调控政策影响，煤质明显改善，公司煤炭成本压力减轻。伴随当地煤炭产能的进一步释放，我们判断，燃料成本上升概率不大。

✓ 需求缺口依然存在，预计全年机组利用小时回落约 7%，好于上半年。

公司运营中的不确定性因素有：

✓ 受汇率变动，上半年公司汇兑损失超过 1000 万元，对公司影响有限，非经常性变动项目；

✓ 近期氧化铝价格急速下跌，谨慎原则，预计华泽铝电贡献投资收益 1 亿元左右。

增发带来装机规模、收益的爆发式增长

06 年下半年公司拟定向增发不超过 2.4 亿股，融资 9 亿元左右实现对 3 个电力项目共计 125 万千瓦装机的收购。值得一提的是，永济、秦热电厂都属于在建项目，机组将在 06 年底、07 年初陆续投产，如若收购成功，公司在实现增资扩容后一年内即可获得新项目产生的收益。

收购后，永济电厂将成为公司 07 年利润增长点，按照地区标杆电价，全年 5500 利用小时初步测算，两台 30 万千瓦机组为公司增添主营收入 8 亿元，净利润约 7000 万左右，公司 07 年净利润达到 4.93 亿，按照增发 2.4 亿股计算，2007 年公司股本将达到 13.43 亿，约合 0.36 元/股。

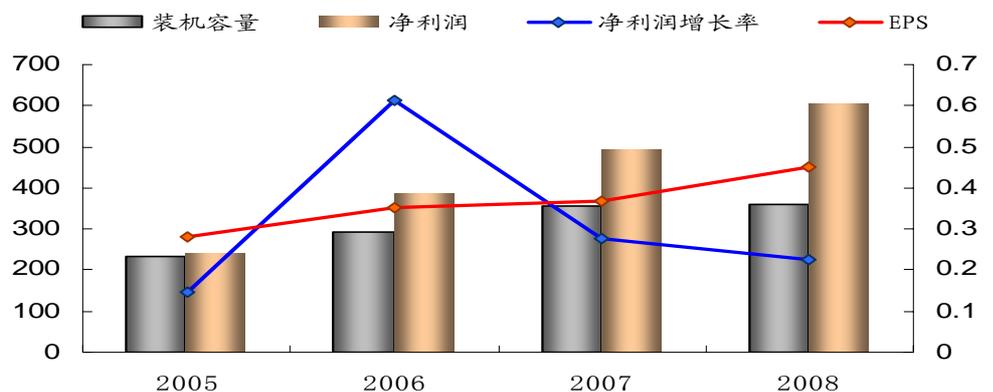
增发同时会引起公司财务费用的大幅上升。永济、秦热两个电站共需约 30 亿贷款，由于此贷款均为人民币贷款，按照比例计算，由是一年新增财务费用约 1.4 亿元左右。

表 1: 增发拟收购项目一览

项 目	装机容量 (万千瓦)	总造价 (亿)	权益比例	投产时间	增发投入 (亿)
蒲光-永济电厂扩建	2*30	28.1	100%	06 年 8 月、12 月	5.7
秦皇岛-秦热发电	2*30	30.2	40%	06 年 10 月、07 年 4 月	2.6
内蒙古-巴音敖风电	33*0.15	4.1	100%	08 年	0.8

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

图 2: 增发实施，2006-2008 年公司规模、收益变化 (单位: 万千瓦, 百万, 元/股)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

给予“谨慎增持”建议，关注定向增发

如上，增发项目带来公司资产结构的变化，收益贡献结构亦将发生明显变化。考虑到目前市场环境中定向增发难度较高，本文中我们暂按现有机组对公司进行收益预测，待增发项目进一步明确后，再对业绩进行进一步调整。

表 2：主要参数假设：

现有机组主要参数假设：		近 期	远 期
电价	漳泽	0.2448 元/KWH	0.2448 元/KWH
	河津	0.2614 元/KWH	0.2614 元/KWH
	委托发电	0.17 元/KWH	0.17-0.175 元/KWH
利用小时	漳泽	6400-6600 小时	年均下降 4-5%，长期稳定在
	河津		
	委托发电	6800 小时	7400 小时
标煤价格		300 元/吨	280-300 元/吨

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

谨慎估计公司 06 年 EPS 为 0.37 元，07 年 EPS 为 0.43 元(未考虑增发)。如年内实现增发后 06、07 年摊薄 EPS 分别为 0.3 元和 0.37 元，对应 PE 为 14.7 和 11.9 倍，股价略有低估，给予“谨慎增持”投资评级，仍建议积极关注公司的增发进展。

作者简介:

姚伟: 毕业于清华大学, 2001 年进入国泰君安证券研究所, 从事公用事业行业研究, 2004、2005 两届“新财富”电力与其他公用事业最佳分析师第一名。

陈俊华: 2005 年 3 月毕业于上海交通大学管理学院金融学专业并获硕士学位, 随后进入国泰君安证券研究所, 任助理研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层
邮政编码: 100088
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com