



电力设备与新能源

山西国改系列之漳泽电力(000767.SZ)

评级 中性(首次)

——“两翼”产业大放异彩，国改提升业绩成长预期

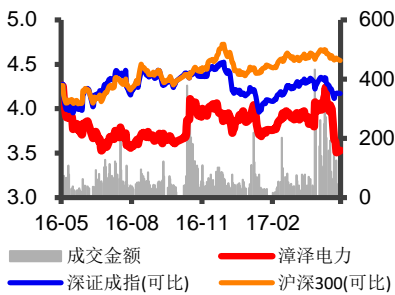
基本资料: 2017年5月2日

收盘价(元)	3.53
总股本(亿股)	30.77
流通股本(亿股)	22.54
总市值(亿元)	107
流通市值(亿元)	78.65
一年最低/最高(元)	3.40/4.32

关键估值指标 2017E

P/E	30
P/B	0.42

市场表现(最近一年)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

相关研报

1. 行业持续发展，产业集中度逐步提高——光伏行业2016年中报分析
2. 单晶龙头，产业发展的领跑者——隆基股份深度研究报告
3. 山西国改系列之通宝能源(600780.SH)——借力国改东风，优质资产注入可期

分析师: 刘小勇, CFA
执业证书编号: S0760511010019
邮箱: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理: 贺剑雄, 博士
电话: 0351-8686854
邮箱: hejianxiong@sxzq.com

核心观点:

山西省内最大的发电企业，加速布局新能源业务

公司目前是山西省内最大的火电企业，总装机容量718万千瓦；控股股东是山西最大的煤炭企业，拥有丰富的优质动力煤资源。在经济下行压力不断加大，煤电市场需求持续疲软的情况下，公司加快了新能源产业布局，已并网装机55万千瓦。其中风电**万千瓦，光伏发电**万千瓦。

产业政策不断推出，完善新能源行业发展环境

可再生能源规划、风电和太阳能发展“十三五”规划、可再生能源绿色电力证书认购交易等政策不断出台，推进可再生能源行业发展环境进一步改善，长期利好风电、光伏发电等可再生能源行业持续发展。《关于建立可再生能源开发利用目标引导机制的指导意见》中规定，2020年全社会用电量中非水电可再生能源电力消纳量比重指标为9%，2016年全年风电和光伏发电总量3072亿千瓦时，占全部发电量的5%，仍有很大的上升空间。

加码金融板块业务，开拓新盈利增长点

公司积极打造金融板块，拓展金融服务领域，通过参控股融资租赁公司及财务公司，进一步提升公司市场竞争能力和盈利能力，已形成新的利润增长点。2016年，同煤漳泽(上海)融资租赁有限责任公司和大同煤矿集团财务有限责任公司分别实现净利润1.63亿元和4.51亿元。

入围山西第一批售电公司名单，具备参与山西电力市场交易资格

为适应电力体制改革，进一步加强对售电业务的专业化管理，提前布局售电市场成立售电公司。入围山西省第一批参加电力市场交易的售电公司名单，允许年售电量上限为24亿千瓦时。2016年，售电公司实现利润0.19亿元。

盈利预测与估值:

预测公司2016-2018年的净利润分别为1.45亿元、2.40亿元和3.90亿元，对应每股收益分别为0.13元、0.21元和0.34元。结合相对估值结果，对火电行业整体发展趋势、公司稳定的行业地位及“一体两翼+多元驱动”的战略预期，首次覆盖，给予漳泽电力“中性”评级，对应2017年股价为3.90元。

风险提示:

- (1) 弃风、弃光的风险;
- (2) 火电利用小时数快速下降的风险;
- (3) 煤价快速上涨的风险。



目 录

一、漳泽电力——山西最大发电企业.....	4
公司经营情况.....	5
加快推进燃煤电厂超低排放改造和建设.....	6
加速布局新能源业务.....	8
二、产业政策不断推出，行业发展环境进一步完善.....	10
“十三五”规划助力行业持续发展.....	11
全额保障性收购助力行业投资积极性.....	12
绿色电力证书交易制度助力行业健康发展.....	12
2017年能源工作指导意见明确年度发展目标.....	13
三、加码金融板块业务，开拓新盈利增长点.....	13
参股金融业务公司，开拓新的盈利增长点.....	14
引入战略投资者，做强做大金融业务板块.....	15
融资租赁公司业绩情况.....	16
四、抓住改革机遇，抢占市场发展高地.....	16
抢抓发售电侧改革机遇，入围山西第一批售电公司名单.....	16
受益山西国资国企改革推进决心，未来成长可期.....	17
五、盈利预测和投资建议.....	19
盈利预测.....	19
相对估值.....	20
投资建议.....	21
六、风险提示.....	22



图表目录

表 1 漳泽电力并网新能源发电装机情况.....	8
表 2 漳泽电力 2016 年非公开发行的获配投资者和申购报价单情况.....	9
表 3 漳泽电力 2016 年非公开发行募集资金投资项目概况 (单位: 万元)	10
表 4 公司主营产品收入预测.....	20
表 5 漳泽电力与可比公司的 PE 比较.....	21
表 6 财务报表分析和预测.....	23
图 1 公司股权结构图.....	5
图 2 主营业务按产品分类的收入构成.....	5
图 3 山西省发电设备平均年利用小时数 (单位: 小时)	6
图 4 环渤海动力煤综合平均价格指数 (单位: 元/吨)	7
图 5 大同煤矿集团财务有限责任公司股权结构.....	14
图 6 同煤漳泽 (上海) 融资租赁公司股权结构.....	15



一、漳泽电力——山西最大发电企业

山西漳泽电力股份有限公司前身为山西省漳泽发电厂,筹建于1976年7月,1985年3月建成,由山西省电力公司和山西省地方电力公司共同投资兴建,是一座大型现代化坑口火力发电企业。1992年电厂改制为股份制企业,1997年6月上市。2000年1月14日,公司用配股募集资金整体收购山西河津发电有限责任公司,2005年公司受托经营山西华泽铝电有限公司两台300MW发电机组,2006年公司实现对山西蒲光发电有限责任公司和秦皇岛秦热发电有限责任公司的股权收购。2013年2月1日,公司收购同煤大唐塔山发电有限责任公司60%股权、大同煤矿集团同华发电有限公司95%股权、同煤国电王坪发电有限责任公司60%股权、大同煤矿集团大唐热电有限公司88.98%股权。

2017年1月23日通过非公开发行823,204,419股人民币普通股(A股)后的持股情况为:大同煤矿集团有限责任公司27.45%,山西省人民政府国有资产管理监督管理委员会9.72%,国家电力投资集团公司9.09%。公司实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。

图 1 公司股权结构图

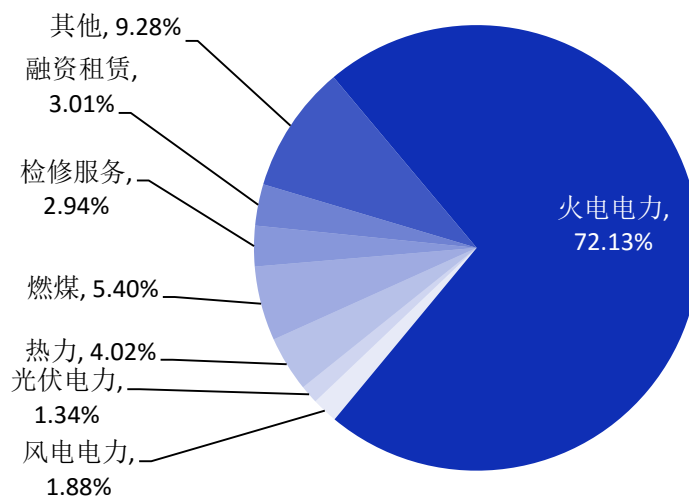


数据来源: 公司公告, Wind, 山西证券研究所

公司经营情况

公司的主要收入来源依然依靠电力业务板块, 2016 年全年完成发电量 299.4 亿千瓦时, 实现营业收入 82.58 亿元, 利润总额为 3.52 亿元。其中, 电力业务收入 62.23 亿元, 占总收入的 75.36%, 毛利率为 14.56%。

图 2 主营业务按产品分类的收入构成

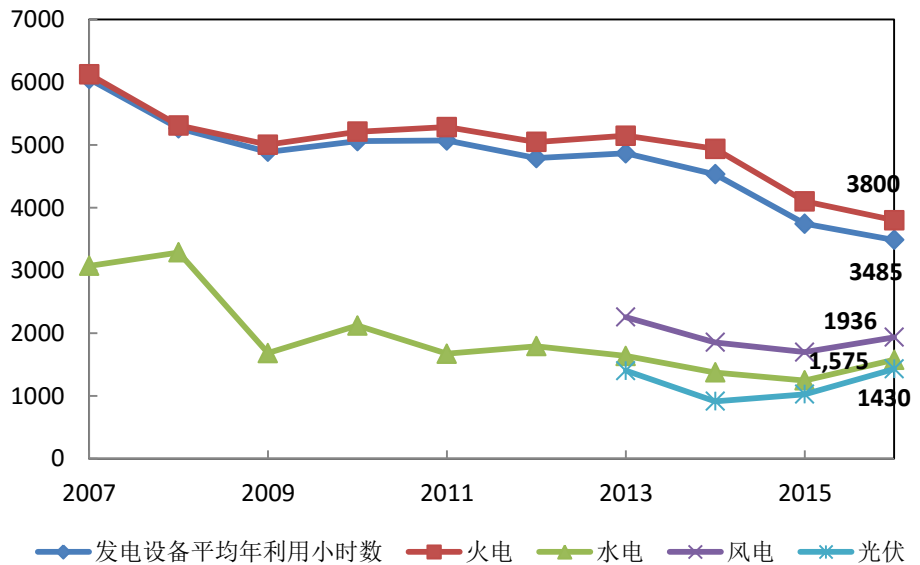


数据来源: 2016 年公司年报, 山西证券研究所



2016 年全年完成发电量同比下降 11.76%，营业收入同比下降 9.23%，净利润同比下降 77%。主要原因一是由于国内经济处于弱复苏阶段，新能源发电装机规模和发电量快速增长导致燃煤发电利用小时数持续下降，在装机规模一定的情况下发电量不断减少；二是根据发改价格[2015]3105 号和财税[2016]6 号文件，从 2016 年 1 月 1 日起，山西省统调燃煤发电上网电价平均降低 0.0333 元/千瓦时，征收每千瓦时工业企业结构调整专项资金 0.97 分；三是燃煤价格快速升高，导致原材料成本增加。

图 3 山西省发电设备平均年利用小时数（单位：小时）



数据来源：Wind，国家能源局，山西证券研究所

加快推进燃煤电厂超低排放改造和建设

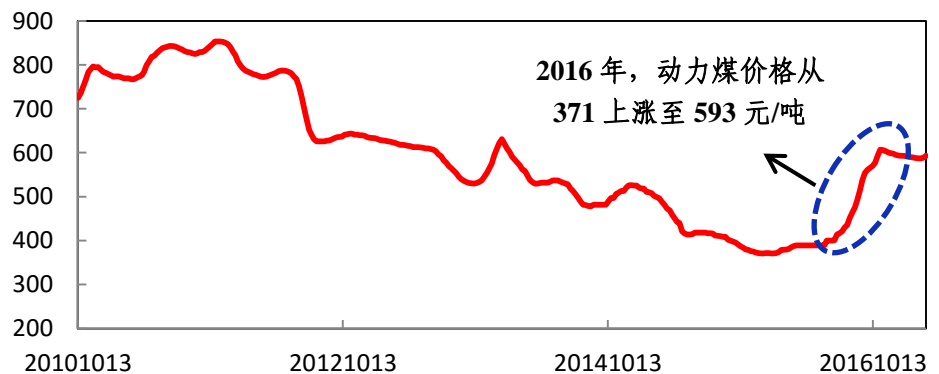
2015 年 12 月 2 日，为推进煤炭清洁高效利用，促进节能减排和大气污染治理，国家发改委、环保部和能源局三部委



联合下发《发改价格[2015]2835号》文件，决定对燃煤电厂超低排放实行电价支持政策。对2016年1月1日以前并网运行的现役机组，对其统购上网电量加价每千瓦时1分钱（含税）；对2016年1月1日之后并网运行的新建机组，对其统购上网电量加价每千瓦时0.5分钱（含税）。政策暂定执行至2017年底，2018年以后逐步统一和降低标准。2015年12月11日，三部委联合发文《环发[2015]64号》文件中明确提出加快现役燃煤发电机组超低排放改造步伐，中部地区力争在2018年前基本完成。

2015年，公司临汾2号机组、塔山两台机组超低排放改造顺利完成，而蒲州热电4号机组是山西省内第一台新建成的超低排放机组。公司将确保在2017年底前，30万千瓦以上机组全部实现超低排放，将可享受0.5元/千瓦时的环保电价补贴，提高燃煤电厂的盈利能力。

图4 环渤海动力煤综合平均价格指数（单位：元/吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

加速布局新能源业务

在经济下行压力不断加大,煤电市场需求持续疲软的情况下,公司加快了新能源产业布局。2014年7月,为加快推进风电、光伏等新能源项目发展步伐,进一步加强对新能源项目的一体化管理,强化资源优势而设立了山西漳泽电力新能源投资有限公司,将前期、新建和在运的新能源项目统一归口其管理。

2016年前三季度公司新能源发电的毛利率为45.16%,而火力发电的毛利率为14.99%。2016年,山西漳泽电力新能源投资有限公司营业收入为2.74亿元,净利润为0.69亿元,净利润率达到了25%。

表 1 漳泽电力并网新能源发电装机情况

项目名称	装机容量(万千瓦)	并网时间
山阴织女泉风电场一期	5	2012-10
山阴织女泉风电场二期	5	2014-01
山阴织女泉风电场三期	5	2016年
绛县陈村富家山风电场一期	10	2016年底
塔山索拉光伏电站	2	2014-12-31
漳泽平顺龙溪光伏电站	3	2016-06-25
朔州和煦光伏电站一期	5	2015-06-01
朔州和煦光伏电站二期	5	2016-08-29
新疆和丰光伏发电项目	10	2016-6-27
阿克陶县光伏并网发电项目	4	2016-6-28
左云贾家沟领跑者光伏项目	10	2016-06-22

数据来源:山西证券研究所

注:同煤集团承诺塔山索拉光伏电站和左云贾家沟领跑者光伏项目在并网后两年内注入漳泽电力。



2016年,山西省新增风电装机102万千瓦,光伏发电183万千瓦;风电累计并网容量771万千瓦,光伏发电297万千瓦。随着国内经济回暖以及国家相继出台政策保障可再生能源电力消纳量,风电和光伏发电平均利用小时数同比有所回升,分别达到1936小时和1430小时。

截止2016年底,公司新能源发电新增并网装机容量为47万千瓦,累计装机容量为64万千瓦。其中,风电新增15万千瓦,光伏发电新增32万千瓦。山西省内已并网风电装机25万千瓦,光伏发电装机25万千瓦。

表2 漳泽电力2016年非公开发行的获配投资者和申购报价单情况

发行对象名称	申购价格(元)
泰达宏利基金管理有限公司	4.19
国开泰富基金管理有限责任公司	3.95
中投知本汇(北京)资产管理有限公司	3.81
华安未来资产管理(上海)有限公司	3.78
财通基金管理有限公司	3.62

数据来源:公司公告,山西证券研究所

2016年,公司通过非公开发行股票823204419股,发行价格为3.62元/股,共募集资金29.8亿元,主要用于绛县陈



村富家山风电场一期(100MW)工程项目、新建龙溪镇30MW光伏发电项目、和丰100MW光伏发电项目、阿克陶县40MW光伏发电项目和补充流动资金。

表 3 漳泽电力 2016 年非公开发行募集资金投资项目概况 (单位: 万元)

项目	投资总额	募集资金投资额	立项情况	环评情况
绛县陈村富家山风电场一期(100MW)工程项目	84834	69400	晋发改新能源发 [2014]1574号	晋环函 [2014]710
新建龙溪镇30兆瓦光伏发电项目	25544	24200	晋发改备案 [2015]71号	长环函 [2015]204号
和丰100MWp光伏发电项目	84521.92	74600	《新疆维吾尔自治区企业投资项目登记备案证》(备案证编码: 20150019)	塔地环函 [2015]59号
阿克陶县40兆瓦光伏并网发电项目	40502	40500	《新疆维吾尔自治区企业投资项目登记备案证》(备案证编码: 20150072)	克环评函 [2015]89号
补充流动资金	89300	89300	-	-
合计	324701.92	298000	-	-

数据来源: 公司公告, 山西证券研究所

二、产业政策不断推出, 行业发展环境进一步完善

可再生能源发展“十三五”规划、风电和太阳能发展“十三五”规划、可再生能源绿色电力证书认购交易等政策不断



出台,推进可再生能源行业发展环境进一步改善,有利于风电、光伏发电等可再生能源行业的可持续发展。

“十三五”规划助力行业持续发展

2016年11月29日,国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》,随后国家发改委、能源局相继发布《可再生能源发展“十三五”规划》、《风电发展“十三五”规划》和《太阳能发展“十三五”规划》。规划中明确了到2020年底风电和光伏发电的发展建设目标,风电累计并网装机容量确保达到2.1亿千瓦以上,年发电量确保达到4200亿千瓦时,约占全国总发电量的6%,其中山西省建设规模为900万千瓦;太阳能发电装机达到1.1亿千瓦以上,其中,光伏发电装机达到1.05亿千瓦以上,太阳能热发电装机达到500万千瓦,总发电量达到1500亿千瓦时,山西省光伏发电建设规模达到1200万千瓦。

2016年,我国新增风电装机规模1930万千瓦,累计并网容量14900万千瓦;新增光伏发电装机规模3454万千瓦,累计并网容量7742万千瓦。山西省新增风电装机规模102万千瓦,累计并网容量771万千瓦;新增光伏发电装机规模183万千瓦,累计并网容量297万千瓦。规划设定的目标是最低限值,因此到2020年新能源发电仍有很大的增长空间。



全额保障性收购助力行业投资积极性

近年,随着可再生能源发电规模快速增长,由于配套电网设施、经济下行致用户侧需求下降等原因导致弃风、弃光现象愈演愈烈。根据国家能源局和国网能源研究院提供的数据,甘肃、新疆在2015年的弃光率分别为31%、26%,弃风率分别为39%、32%;2016年弃光率分别达到37.4%、42.3%,弃风率分别达到43%、38%。

2016年,国家发改委相继下发《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》和《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》,综合考虑电力系统消纳能力,核定了部分存在弃风、弃光问题地区规划内的风电、光伏发电最低保障收购年利用小时数。随着最低保障收购年利用小时数政策的逐步推行,可再生能源发电企业的盈利能力将会得到巩固和加强,提升项目投资的积极性。

绿色电力证书交易制度助力行业健康发展

为引导全社会绿色消费,促进清洁能源消纳利用,进一步完善风电、光伏发电的补贴机制,2017年1月国家发改委、财政部、能源局发布《关于试行可再生能源绿色电力证书核发及自愿认购交易制度的通知》。



绿色电力证书是国家对发电企业每 1000 千瓦时非水可再生能源上网电量颁发的电子证书。《通知》规定,自 2017 年 7 月 1 日起正式开展认购工作,根据市场认购情况,自 2018 年起适时启动可再生能源电力配额考核和绿色电力证书强制约束交易。风电、光伏发电企业出售可再生能源绿色电力证书后,相应的电量不在享受国家可再生能源电价附加资金的补贴。

非水可再生能源绿色电力证书的推出,将能降低风电、光伏发电企业对财政补贴的需求,缓解可再生能源发展基金的缺口,充实现金流,提升风电、光伏发电消纳能力。

2017 年能源工作指导意见明确年度发展目标

为进一步深化能源供给侧结构性改革,推进“十三五”规划全面实施,2017 年 2 月 10 日,国家能源局印发《2017 年能源工作指导意见》,明确了年度发展目标,计划安排光伏、光热新开工建设规模 20GW,新增装机 18GW;光伏扶贫规模 8GW。

三、加码金融板块业务,开拓新盈利增长点

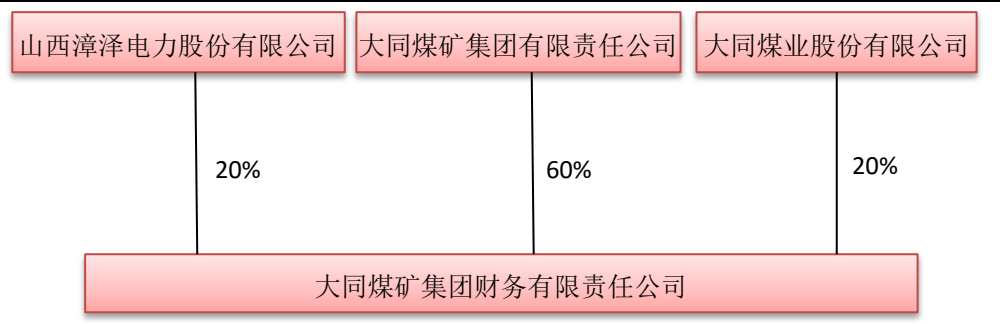
近年,公司不断加码金融业务板块,拓展金融服务领域,通过控股融资租赁公司、参股同煤大友资本投资公司和同煤

财务公司，进一步提升公司市场竞争能力和盈利能力，已形成新的利润增长点。

参股金融业务公司，开拓新的盈利增长点

2015年3月，漳泽电力与大同煤矿集团有限责任公司、大同煤业股份有限公司、大同煤矿集团财务有限责任公司签署增资扩股的协议。完成增资扩股后，财务公司注册资本由10亿元增加至30亿元，其中公司持有20%股权。2016年，同煤财务有限公司营业收入达到8.43亿元，净利润完成4.51亿元。

图 5 大同煤矿集团财务有限责任公司股权结构



数据来源：公司公告，山西证券研究所

2016年5月，公司与大同煤矿集团有限责任公司、大同煤业股份有限公司共同投资设立“同煤大友资本投资有限公司”，股本为20%。同煤大友投资公司设立的主要目的是通过直接股权投资、设立投资基金等手段，以资本整合上下游资源、创新业务模式、拓展产业链，培育上市公司新的利润增长极。本次参股投资可进一步完善公司的投融资体系，有利



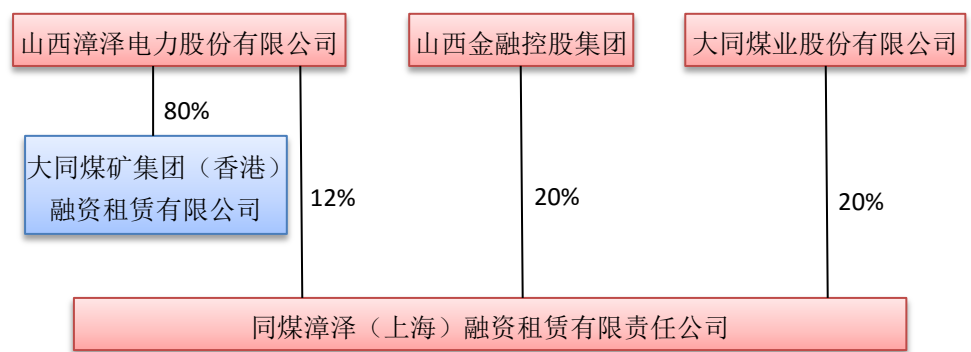
于增强上市公司的综合竞争力。2016年实现净利润9.35万元。

引入战略投资者，做强做大金融业务板块

融资租赁作为一种集金融、贸易、租赁为一体的交易方式，是银行资本和产业资本在信贷联系方面进一步融合的产物，市场前景广阔。

2015年1月，公司与大同煤矿集团（香港）融资租赁有限公司在中国（上海）自由贸易试验区共同设立“同煤漳泽（上海）融资租赁有限责任公司”，分别占股60%和40%。经2015年11月增资后，股权结构变为大同煤矿集团（香港）融资租赁有限公司48%，漳泽电力52%。

图6 同煤漳泽（上海）融资租赁公司股权结构



数据来源：公司公告，山西证券研究所

2017年3月，公司相继发布公告拟转让20%股权给大同煤业股份有限公司，20%股权给陕西金融控股集团有限公司（香港）融资租赁有限公司80%股权。战略投资者的引入，



同时拟收购大同煤矿集将一进一步提升公司金融业务板块的市场竞争能力。

融资租赁公司业绩情况

截止 2016 年 10 月 31 日,同煤漳泽(上海)融资租赁公司的总资产已达到 36.09 亿元,净资产 14.24 亿元。

2015 年全年营业收入为 0.59 亿元,净利润 0.5 亿元。2016 年,营业收入为 3.12 亿元,净利润为 1.64 亿元,较 2015 年全年取得了较大增长,已发展为漳泽电力重要的盈利收入来源。

四、抓住改革机遇,抢占市场发展高地

供给侧结构性改革是我国当前经济发展的重点工作,从中央至地方政府都在陆续出台推进改革配套的相关文件。在不断深化电力体制改革和国资国企改革进程中会不断涌现出各种机遇,漳泽电力在此过程中进行了提前布局,取得了一些前期成果,为下一步提升企业竞争力奠定了良好的基础。

抢抓发售电侧改革机遇,入围山西第一批售电公司名单

为抓住电力体制改革机遇,应对未来电力市场竞争风险,进一步加强对售电业务的专业化管理,利用公司规模优势和



行业优势提前布局售电市场，2015年8月全资设立了山西省第一家售电公司——山西漳泽电力售电有限公司，负责公司售电业务及配电网投资。2016年3月山西漳泽电力售电有限公司与太原市民营区建设投资有限公司共同投资设立“太原市民营区售电有限公司”，合作开发太原市民营经济开发区新增智能配电网、分布式光伏、微电网及其它电力能源类项目，漳电售电公司股权为70%。

2017年3月1日，山西省经信委公布了第一批50家列入山西售电公司目录企业名单（晋经信电力函[2017]70号），山西漳泽电力售电有限公司和太原市民营区售电有限公司均入围。列入目录的售电公司具备参与山西电力市场的资格，山西漳泽电力售电有限公司允许年售电量上限为18亿千瓦时，太原市民营区漳泽售电有限公司为6亿千瓦时。由此，公司将获得计划外发电量收入，进一步提升盈利能力。

2016年，山西漳泽电力售电有限公司已实现盈利，利润总额达到0.19亿元。

受益山西国资国企改革推进决心，未来成长可期

山西省省委、省政府高度重视国资国企改革，省委书记骆惠宁和省长楼阳生均在不同场合指出山西国资国企已经到了非改不可、不彻底改不行、不抓紧改不行的历史关口，要



把国企改革作为转型综改的关键一招，当前是山西省深化国企改革的窗口期和机遇期。

2017年2月9日，山西省副省长王一新在全省国有资产监督管理委员会上的讲话中明确提出山西省国资国企存在的主要矛盾和问题，包括新动能、新产业、新业态和新模式发展严重不足；产业链条短，同质化竞争情况突出；行业竞争力弱，整体盈利能力偏低等。《讲话》指出对同质化竞争严重的传统企业，要更多地考虑通过专业化重组来提高产业集中度；支持有望做强的专业化公司进军本领域国际国内市场，投资、合作、并购重组，发展壮大。

公司在本轮国资国企改革中具有的优势有：一是山西省境内18家国有上市公司平台中电力为主营业务的仅有漳泽电力和通宝能源两家；二是公司是山西省内装机规模最大的发电企业；三是公司控股股东大同煤矿集团有限责任公司为山西最大的煤炭企业，拥有大量的优质动力煤资源；并承诺漳泽电力将作为同煤集团境内发电资产整合的唯一上市平台，依托同煤集团及其子公司自身产业优势、地域优势，积极争取国家鼓励的循环经济的产业政策和低热值煤发电政策，代漳泽电力培育塔山二期2×660MW发电项目、朔南2×350MW热电项目、阳高2×350MW热电项目、同煤集团东金潘园区



10MWp 分布式光伏发电项目、大同采煤沉陷区 100MWp 光伏发电项目，待上述火电、光伏发电项目竣工投产发电并手续完备后两年内注入漳泽电力。

公司可借力山西国资国企改革东风，通过横向资产整合打造区域性龙头企业，产业链上下游交叉持股或由集团公司注入优质资产等方式做优做强做大，不断增强竞争力，提升企业业绩增长预期。

五、盈利预测和投资建议

盈利预测

通过分析电力、新能源行业整体发展状况及公司的当前发展情况，结合未来行业发展趋势对漳泽电力进行盈利预测，相关预测假设如下：

(1) 根据山西省火电利用小时数下降趋势，假设 2017 年火力发电设备利用小时数将下降 10%左右；

(2) 随着国家出台最低保障收购利用小时数政策的实行以及新推出的可再生能源绿色电力证书认购交易等政策，将会进一步促进可再生能源发电量的消纳，结合山西省 2016 年弃风率为 9%以及新疆弃风、弃光现象比较严重的情况，假设 2017 年弃风、弃光率将会有所减少；



(3) 公司融资租赁业务发展较快, 假设 2017 年融资租赁业务依然延续高速增长态势。

(4) 公司热力业务销售量延续增长, 假设 2017 年热力业务收入同比增加 10%左右。

表 4 公司主营产品收入预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(亿元)	82.58	73.42	77.42	74.24
电力	62.23	54.82	52.63	50.84
融资租赁	2.49	3.73	4.85	6.30
热力	3.32	3.65	4.01	4.41
燃煤	4.46	0.46	4.46	0.46
其他	10.09	10.76	11.47	12.23
毛利率(%)	15.10%	16.23%	19.66%	26.28%

数据来源: 公司公告, 山西证券研究所

相对估值

(1) 综合考虑主营业务结构相近、火电装机容量相近的原则, 选择上海电力(600021.SH)可控装机 943.75 万千瓦、建投能源(000600.SZ)装机容量约 568 万千瓦、皖能电力(000543.SZ)装机容量为 555 万千瓦作为可比公司。

(2) 选择浙江最大的火电企业浙能电力(600023.SH), 粤电集团境内发电资产整合唯一平台粤电力 A(000539.SZ)

以及同为山西省属国有电力上市公司通宝能源(600780.SH)作为可比公司进行相对估值分析。

表 5 漳泽电力与可比公司的 PE 比较

上市公司	证券代码	收盘价(元)	EPS			P/E		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
上海电力	600021.SH	12.54	0.43	0.59	0.91	20.97	21.24	13.75
建投能源	000600.SZ	14.08	0.81	0.49	0.70	8.22	28.75	20.24
皖能电力	000543.SZ	6.12	0.50	0.64	0.73	13.90	9.60	8.34
浙能电力	600023.SH	5.43	0.46	0.28	0.39	10.27	19.62	13.95
粤电力 A	000539.SZ	5.30	0.18	0.14	0.20	13.47	38.97	25.98
通宝能源	600780.SH	5.87	0.09	0.16	0.32	31.38	36.60	18.30
平均 P/E 值						-	25.80	-

数据来源: Wind 一致预期, 山西证券研究所

注: 收盘价日期为 2017 年 5 月 2 日。

通过与可比公司的对比可知, 2017 年平均 PE 估值为 26, 考虑到漳泽电力“一体两翼+多轮驱动”战略, 且金融板块营收增长速度非常明显, 因此给予公司 2017 年 30 倍 PE 估值。

投资建议

预测公司 2017-2019 年的营业收入分别为 73.42 亿元、77.42 亿元和 74.24 亿元, 净利润分别为 1.45 亿元、2.40 亿元和 3.90 亿元, 股东权益分别为 106.63 亿元、108.82 亿元和



112.51 亿元,对应每股收益分别为 0.13 元、0.21 元和 0.34 元,每股净资产分别为 9.30 元、9.49 元和 9.81 元。结合相对估值结果,对火电行业整体发展趋势、公司稳定的行业地位及“一体两翼+多元驱动”的战略预期,首次覆盖,给予漳泽电力“中性”评级,对应 2017 年股价为 3.90 元。

六、风险提示

- (1) 弃风、弃光的风险。
- (2) 火电利用小时数快速下降的风险。
- (3) 煤价快速上涨的风险。



表 6 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					营业总收入	8307.39	7390.96	7791.23	7473.43
每股收益-基本(EPS)	0.09	0.13	0.21	0.34	营业成本(不含折旧)	5268.72	4823.66	4633.36	3575.15
每股净资产(BPS)	4.10	9.30	9.49	9.81	营业税金及附加	116.17	103.36	108.96	104.51
每股经营现金流	0.99	2.06	2.23	0.94	营业税金率	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
成长性指标(%)					销售费用	1.70	1.51	1.59	1.53
营业收入增长率	-9.02%	-11.03%	5.42%	-4.08%	销售费用率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
EBITDA 增长率	-11.93%	-17.56%	24.82%	25.61%	管理费用(不含摊销)	81.69	72.68	76.61	73.49
EBIT 增长率	-44.96%	-9.78%	34.50%	35.03%	管理费用率	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
净利润增长率	-77.05%	5.52%	64.90%	62.89%	EBITDA	2839.12	2340.52	2921.48	3669.53
固定资产增长率	15.03%	18.92%	18.92%	18.92%	EBIT	1036.71	935.29	1258.00	1698.71
总资产增长率	36.75%	-1.92%	22.45%	-4.55%	财务费用	977.13	887.79	1084.76	1324.53
盈利性指标(%)					非经常性或经常性损益	292.50	146.25	146.25	146.25
毛利率	15.89%	16.23%	19.66%	26.28%	利润总额	352.08	193.75	319.49	520.42
EBITDA/营业收入	34.18%	31.67%	37.50%	49.10%	所得税	214.37	48.44	79.87	130.11
EBIT/营业收入	12.48%	12.65%	16.15%	22.73%	有效所得税率	60.89%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润率	1.66%	1.97%	3.08%	5.22%	净利润	137.71	145.31	239.62	390.32
净资产收益率(ROE)	1.53%	1.37%	2.22%	3.53%	少数股东损益	52.08	52.08	52.08	52.08
资产回报率(ROA)	0.35%	0.32%	0.48%	0.73%	归属母公司股东净利润	85.62	93.23	187.54	338.23
偿债能力指标					资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动比率	1.80	0.54	0.68	0.39	货币资金	6,250.45	6,241.25	5,802.51	3,151.13
速动比率	1.16	0.50	0.64	0.36	应收款项	2,500.69	672.39	2,673.68	535.04
现金比率	0.69	0.48	0.33	0.36	存货	734.36	488.50	686.12	220.23
EBITDA/财务费用	2.91	2.64	2.69	2.77	预付款项	632.38	(123.33)	660.13	(145.37)
营运能力指标(倍)					其他流动资产	1,984.57	(306.50)	2,076.06	(379.14)
应收款项周转率	4.63	4.63	4.63	4.63	非核心资产(净额)	9,561.97	9,561.97	9,561.97	9,561.97
存货周转率	7.89	7.89	7.89	7.89	固定资产	22,582.64	26,855.39	31,936.58	37,979.15
应付款项周转率	1.10	1.10	1.10	1.10	无形资产	1,149.16	1,132.94	1,121.30	1,114.85
固定资产周转率	0.39	0.30	0.27	0.21	资产总计	45,396.21	44,522.62	54,518.35	52,037.86
总资产周转率	0.21	0.16	0.16	0.14	短期借款	6,090.00	6,090.00	6,090.00	6,090.00
现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	应付款项	5,448.19	3,356.91	5,100.82	1,425.25
净利润	137.71	145.31	239.62	390.32	预收款项	9.99	4.47	9.42	1.29
折旧摊销	1,802.40	1,405.24	1,663.48	1,970.82	其他应付款	6,729.15	3,417.87	6,328.83	1,191.82
营运流动资金减少	1264.60	(287.15)	(705.10)	(2955.49)	长期借款	9,250.79	12,274.00	15,741.93	19,751.44
经营活动现金流合计	1138.93	2357.70	2554.69	1074.38	长期经营性负债	7,329.62	8,716.42	10,365.62	12,326.84
固定资产购建	(6105.75)	(5640.41)	(6707.61)	(7976.72)	负债合计	34,857.75	33,859.67	43,636.62	40,786.65
无形资产购建	(23.13)	(21.36)	(25.41)	(30.21)	股本及资本公积	7,484.86	7,484.86	7,484.86	7,484.86
投资活动现金流合计	(6462.16)	(5515.53)	(6586.77)	(7860.69)	留存收益	1,333.55	1,426.78	1,614.32	1,952.55
长期借款增加	1841.55	3023.21	3467.93	4009.51	少数股东权益	1,720.05	1,751.30	1,782.55	1,813.80
股本及资本公积增加	2948.88	0.00	0.00	0.00	股东权益合计	10,538.47	10,662.95	10,881.73	11,251.22
融资活动现金流合计	2493.36	3148.63	3593.34	4134.93	负债和股东权益合计	45,396.21	44,522.62	54,518.35	52,037.86

数据来源: 公司年报, Wind, 山西证券研究所

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

重要声明:

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。

