

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

文山电力 (600995)

推荐 (维持)

等待重工业复苏信号

2009 年 02 月 20 日

现价 8.46 元

王凡 电力行业研究员

86-755-22624183

wangfan@pasc.com.cn

高利 品质主管

主要数据

行业 电力、蒸汽、热水的生产和供应业

公司代码 600995

公司网址 www.wSDL.com.cn

总股本(万股) 39877.20

流通股(万股) 26084.52

流通市值(百万) 2133.71

每股净资产(元) 1.95

净资产收益率(%) 13.33

总资产负债率(%) 47.62

相关研究报告

<<文山电力：业绩预增符合预期，关注电价变动>>

<<文山电力半年报点评——购电结构改善提升毛利率>>

独到见解

2008 年公司购低成本地方电量大幅增加，购电结构改善，为业绩增长埋下了伏笔。公司未来业绩增速取决于售电结构的变化，归根结底取决于州内重工业的复苏力度。

投资要点

1、购电结构改善为公司业绩增长埋下了伏笔，未来业绩增速取决于州内工业需求的复苏速度和力度：2008 年公司所购低成本地方电量相当一部分以较低的价格趸售给省网，毛利率较低。一旦重工业复苏，高价工业售电量增加，公司业绩将会明显受益。

2、州内工业需求的复苏，一要看铁合金开工率的恢复力度，二要看新增两大项目（电石和氧化铝）的投产速度和开工率。而这两者则又分别取决于整个钢铁、化工和有色行业的景气度回升力度。

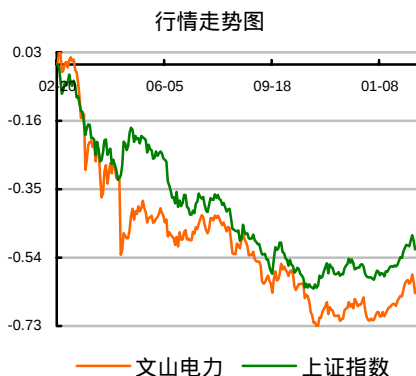
3、电价调整政策对公司构成较大利好。但该利好能否充分兑现，仍要取决于公司售电结构的变化，归根结底取决于当地重工业的复苏力度。

4、我们认为特殊电价政策延期的概率较小。为期4个月的特殊电价扶持政策约减少公司收入2800万元左右，分别影响2008年和2009年EPS0.02元/股和0.04元/股。

5、我们认为，公司盈利的稳定性较高，无论相对于国内整体市场，还是国内电力股都应该有一定的溢价。公司目前股价对应2009年PE约为20.3倍，仍略低于行业平均和市场平均水平。维持“推荐”评级。建议投资者密切关注重工业复苏信号给公司带来的投资机会。

风险提示

- 1、文山州高耗能工业项目推迟投产或停工的风险；
- 2、特殊电价政策 09 年 4 月份继续实施；
- 3、来水偏枯的风险。



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	468.02	578.19	871.69	1053.1	1138.1	1358.3
净利润(百万)	77.13	76.57	126.13	137.84	166.13	225.85
净利润增长率(%)	96.10	-0.73	64.73	9.3	20.5	36.0
每股盈利(元)	0.44	0.35	0.47	0.35	0.42	0.57
市盈率(倍)	15.10	19.79	49.72	24.5	20.3	14.9
股息(元)						
股息率(%)	4.51	1.46	0.25			

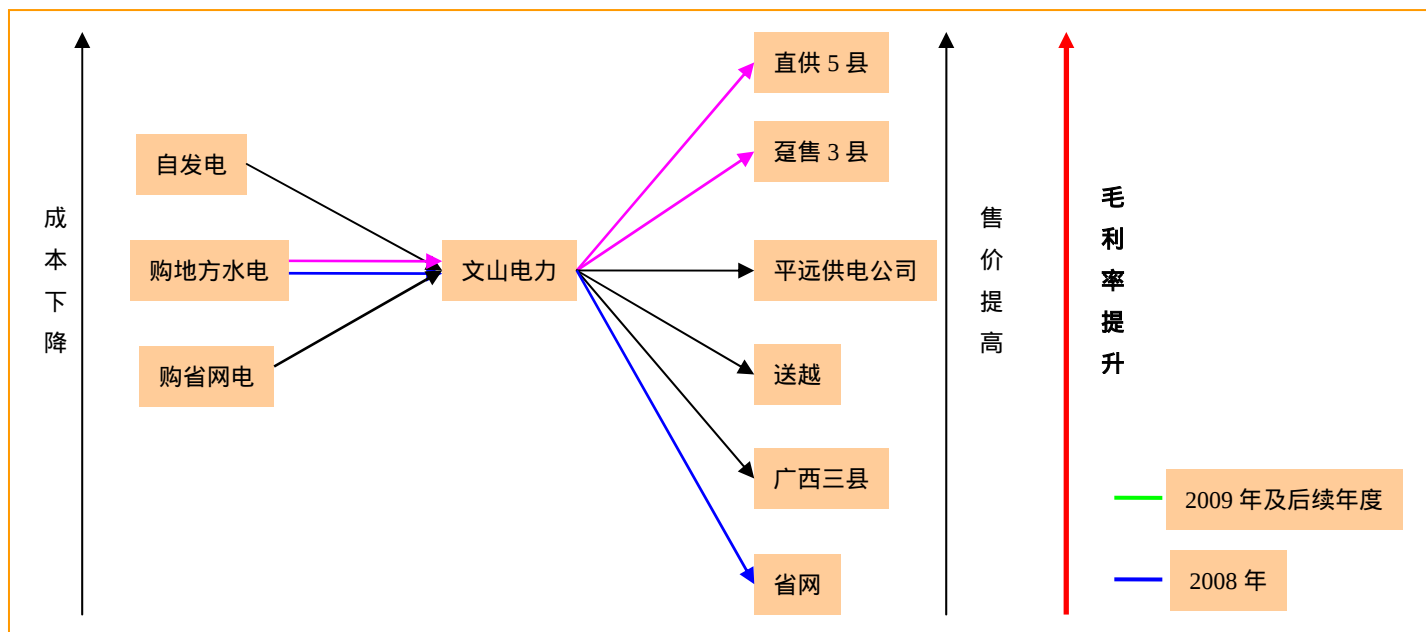
目 录

一、	购电结构改善为业绩增长埋下伏笔	3
二、	等待重工业需求复苏	4
三、	电价提升幅度大	6
四、	特殊电价扶持影响有限	6
五、	盈利预测与估值讨论	7
1、	关键假设	7
2、	估值与评级	7

一、购电结构改善为业绩增长埋下伏笔

2008年文山州水电装机近40%的增长，导致公司购成本较低的地方电量大量增加，购电结构明显改善。但受08年重工业用电需求大幅放缓影响，这部分低成本电量多以低价趸售给省网，毛利率较低。若州内工业需求恢复高速增长，公司高价工业售电量大幅增加，毛利率将得到大幅提升。因此，购电结构改善为公司业绩增长埋下了伏笔，未来业绩增速取决于州内重工业的复苏速度和力度。

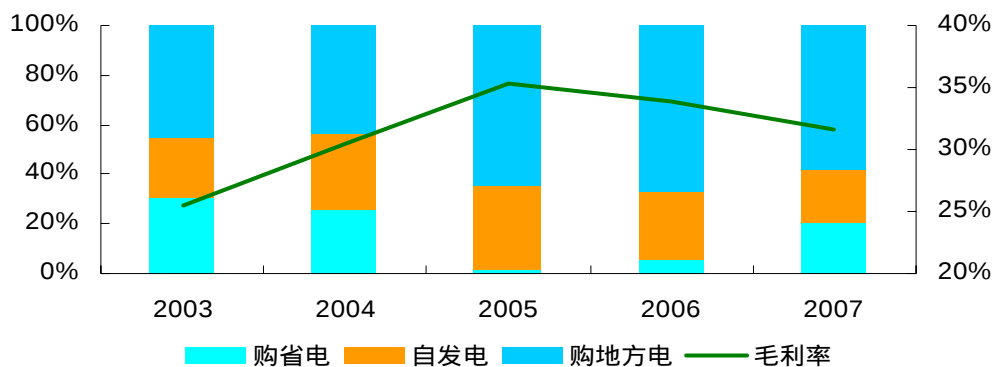
图表 1 购电结构和售电结构对公司毛利率的影响



资料来源：平安证券研究所

公司购电来源由三部分构成：自发电、购地方电和购省网电。自发电方面，上市募投项目05年投产后，公司已无任何储备项目，装机基本零增长。公司购电结构主要由地方水电装机增长决定。2006–2007年，州内用电需求高速增长，而地方水电投产速度相对较慢，造成公司购省电（成本最高）比重大幅提升，公司毛利率下降。

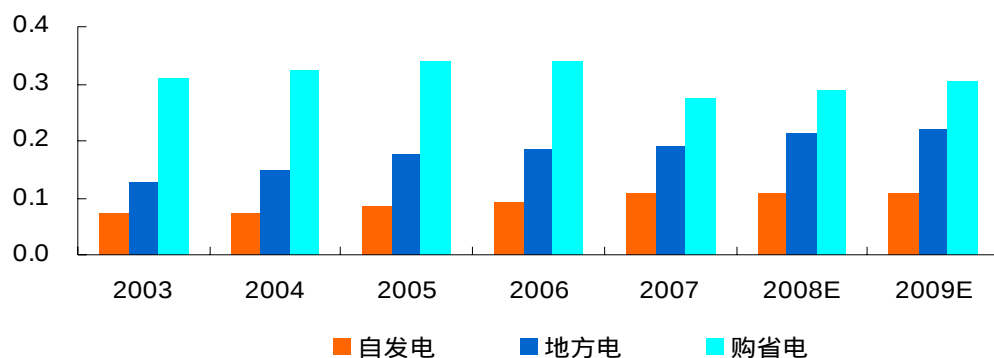
图表 2 历年购电结构变化对毛利率变化的影响 单位：%



资料来源：平安证券研究所

2008年文山州内新增水电装机约30万千瓦（增速高达37%），预计每年将增加全州水电电量约16.5亿度。保守估计增加公司上网电量约5.6亿度左右。2009-2010年文山州预计投产水电40~50万千瓦，届时州内水电开发基本完毕。扣除马鹿塘二期（30万千瓦）电量直接上省网外，假设剩余10~20万千瓦中的50%由公司收购，则可增加上网电量约2.5亿~5亿度。8~10亿度的电量增量可以支撑州内工业三年内15%左右的增长。

图表 3 公司单位购电成本的变化 单位：元/千瓦时

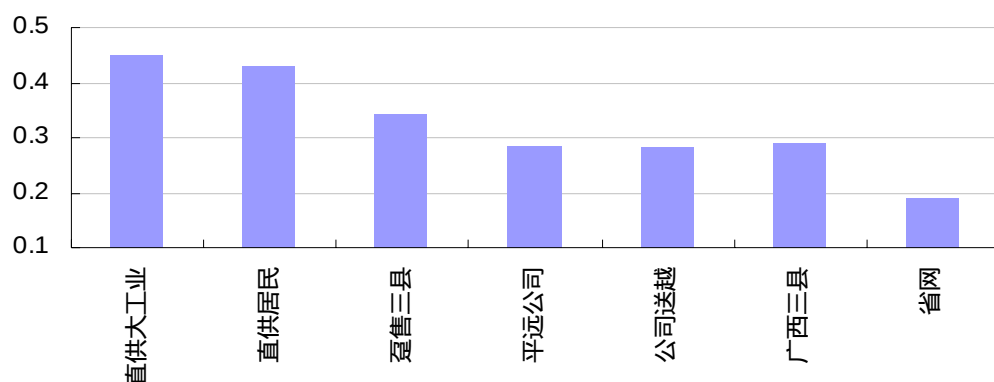


资料来源：平安证券研究所

二、等待重工业需求复苏

公司供电首要满足文山5县直供用户和趸售3县，其次有富余电量则依次出售给平远供电公司、参与送越、广西三县和省网。其中直供用户以大工业为主，大工业又以铁合金行业占比最高。2008年4季度，由于重工业发展严重减速，高价直供电量占比下降，低价售省电增加，拖累了公司整体售电价格。

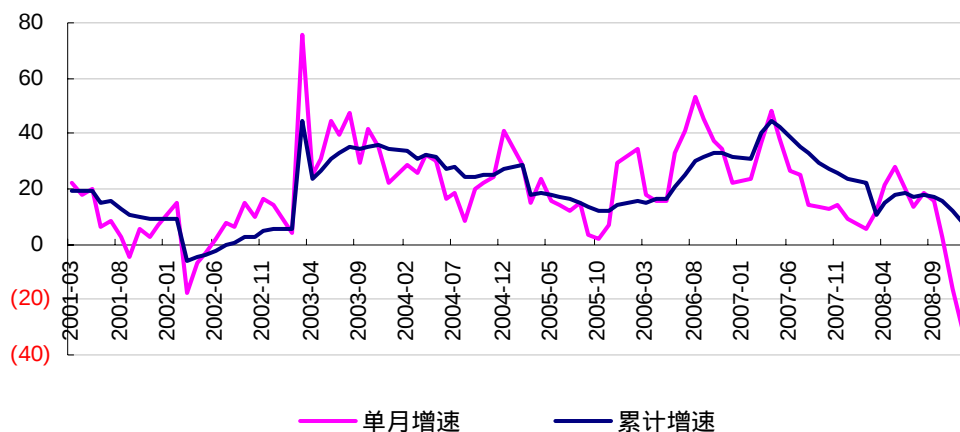
图表 4 公司各类售电客户的电价水平 单位：元/千瓦时



注：由于大工业子类电价有所不同，部分客户枯丰电价不同，因此上述电价为作者根据公司公告自行估算，不排除误差的存在。

资料来源：公司公告；平安证券研究所

图表 5 2008 年 4 季度铁合金产量增速严重下滑



资料来源：WIND；平安证券研究所

今明两年重工业能否恢复较高速增长，决定了公司售电结构能否得到改善，以及毛利率能否获得提升。州内重工业的复苏，一要看原铁合金开工率的恢复力度，二要看新增两大项目（电石和氧化铝）的投产速度和开工率。而这两者则又分别取决于整个钢铁、化工和有色行业的景气度回升力度。

经历了一段时间的去库存化调整后，钢铁、化工和有色产品的产量下滑速度在去年12月份均有所放缓。但总体来说仍然不容乐观。据我们了解，今年1月份钢铁行业的开工率约为80%，产量增速仍然为负；而电石行业的开工率仅为50%左右。

我们认为，重工业的复苏可能仍需要数月的时间。但投资拉动的经济增长模式决定了重工业必将占据重要地位。中长期来看文山州“工业强州”的政策不会变。公司业绩的高速增长仍需等待重工业复苏信号的到来。

图表 6 文山州目前在建和前期耗能项目

项目名称	投产时间	单位耗电（度/吨）	用电需求（亿度）
30万吨电石	2009年	3000	9
80万吨氧化铝	2009年底	500	4
60万吨电石	前期	3000	18
30万吨烧碱	前期	2400	7
30万吨PVC	前期	8000	24
20万吨锰铁合金	前期	3600	7
小计			69

资料来源：文山州2009年政府工作报告；平安证券研究所

三、 电价提升幅度大

2008年公司购售电价均有不同幅度的调整。汇总来看，销售电价调升幅高于购电价的调升幅，对公司有利。

图表 7 2008 年公司电价调整政策一览

	调整日期	调整内容
销售电价调整	2008.1.1	高耗能工业每千瓦时上调2分钱
	2008.9.1	大工业电价每千瓦时上调6.7分钱；趸售县电价每千瓦时上调4分钱
	2008.12.1	居民电价每千瓦时上调3分钱
购电电价调整	2008.6.1	购省网电价从0.2734元/千瓦时调整至0.3044元/千瓦时
	2008.9.1	地方水电上网电价统一调整

资料来源：文山州2009年政府工作报告；平安证券研究所

从销售电价看：

不考虑售电结构发生变化的情况下，初步测算，高耗能工业调价提升全年平均电价0.67分；大工业调价提升1.273分；趸售调价提升0.36分；居民电价提升0.02分。销售电价调整总计提升08年平均电价约2.323分钱，提升09年平均电价（较07年）5.8分钱。

需要指出的是，上述影响均是在售电结构不改变的前提下测算所得，即单纯测算电价调整政策为公司电价带来的影响。实际上，受到售电结构不利变化的影响（高价直供工业用电比例下降，低价售省电比例增加），据我们初步测算，2008年实际平均电价可能与07年基本持平，甚至略低。而2009年平均电价实际提升幅度仍要看售电结构的变化。

从购电电价看：

地方水电电价分四类分别调升2分、2.2分、1.3分和2.1分左右。我们姑且以最高调幅2.2分计算，假设地方电量占总购电量的70%，则增加平均购电电价1.54分；购省电调升3.1分增加平均购电电价0.31分。总计增加平均购电价为1.85分钱。

总体来看，电价调整政策对公司构成较大利好。但该利好能否充分兑现，仍要取决于公司售电结构的变化，归根结底取决于当地重工业的复苏力度。

四、 特殊电价扶持影响有限

公司在2008年12月至2009年3月四个月期间对直供铝、铜等行业实施特殊电价扶持政策，度电电价在平水期基础上下浮0.05元，其中供电企业承担0.02元。考虑枯水期和平水期的差价，供电企业约承担度电成本0.08元。以同期电量35190万千瓦时计算的话，考虑公司自发电承担部分，约减少公司收入2800万元左右，分别影响2008年和2009年EPS0.02元/股和0.04元/股。但若考虑特殊电价带来的电量增长部分，影响幅度会略小。

从长远看，降低电价适于解燃煤之急，某种程度上帮助企业渡过难关，并不适合长时间使用。且该政策与国家节能降耗的政策意图有所相悖。前期内蒙古的电价下调政策已经到期不再延续。因此我们认为文山特殊电价政策延期的概率也较小。

五、盈利预测与估值讨论

1、关键假设

(1) 电量假设：

假设居民用电需求每年增长13%；

大工业用电方面：假设2009年用电增速为6%；保守假设2010年电石项目和氧化铝项目逐渐开工，贡献用电需求7亿度。

(2) 电价假设：假设电价保持不变；2009年3月后特殊电价政策不再延续。

(3) 成本假设：

考虑08年来水偏丰和09年新投产因素，假设2009年来水与07年持平，则购地方电量2009年和2010年增速分别为0.4%和7%。

考虑新投产水电成本增加，购地方电平均电价2009年和2010年均略有增加；

假设购省电单位成本和自发电单位成本基本保持不变。

图表 8 业绩预测表 单位：百万元

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	468.02	597.43	871.69	1053.19	1138.13	1358.30
营业收入增长率	50.3%	27.7%	45.9%	20.8%	8.1%	19.3%
营业成本	302.94	394.78	596.52	743.54	789.90	914.18
毛利率	35.3%	33.9%	31.6%	29.4%	30.6%	32.7%
营业利润	94.70	92.81	138.55	163.05	195.85	266.59
利润总额	92.35	93.85	137.19	162.16	195.44	265.71
所得税	15.21	17.16	11.05	24.32	29.32	39.86
净利润	77.13	76.69	126.13	137.84	166.13	225.85
净利润增长率	96.1%	-0.6%	64.5%	9.3%	20.5%	36.0%
EPS	0.44	0.35	0.47	0.35	0.42	0.57
PE	19.2	24.4	17.8	24.5	20.3	14.9

资料来源：平安证券研究所

2、估值与评级

(1) 国内同业比较。目前国内主要电力股的09年平均PE为22倍，公司09年PE为15倍左右。

(2) 国内外同业比较。目前国外公用事业指数的市盈率在11倍左右，公司估值高于国外估值水平。

(3) 与其他行业比较。目前国外公用事业板块较整体市场有较高溢价，美国溢价率约为17%，英国约为28%。我们推算09年A股市盈率约为21倍左右。目前公司09年PE远低于市场平均水平，有所低估。

结论：我们认为，公司盈利的稳定性较高，无论相对于国内整体市场，还是国内电力股都应该有一定的溢价。公司目前股价对应2009年PE约为20.3倍，仍略低于行业平均和市场平均水平。维持“推荐”评级。建议投资者密切关注重工业复苏信号给公司带来的投资机会。

附：财务报表

损益表	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	597.4	871.7	1,053.2	1,138.1	1,358.3
营业收入增长率	27.7%	45.9%	20.8%	8.1%	19.3%
营业成本	394.8	596.5	743.5	789.9	914.2
营业税金及附加	5.9	7.9	10.0	10.8	12.9
主营业务利润	196.7	267.3	299.6	337.4	431.2
销售费用	17.8	28.3	31.6	34.1	40.7
管理费用	64.6	72.7	94.8	102.4	122.2
财务费用	21.9	30.9	13.6	7.3	4.6
投资净收益	0.6	2.8	2.7	2.0	2.5
营业利润	92.8	138.5	163.1	195.8	266.6
利润总额	93.8	137.2	162.2	195.4	265.7
减：所得税	17.2	11.1	24.3	29.3	39.9
净利润	76.7	126.1	137.8	166.1	225.9
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	76.7	126.1	137.8	166.1	225.9
EPS (元/股)	0.35	0.47	0.35	0.42	0.57

现金流量表					
经营活动现金净流量	154.5	269.8	235.1	252.3	350.1
投资活动现金净流量	-156.7	-108.3	-155.9	-171.3	-186.4
融资活动现金净流量	1.4	-78.3	-112.6	-23.1	-24.9
外汇变化引致现金变化					
当年现金净流量	-0.8	83.2	-33.5	57.9	138.8
期初现金余额	56.4	55.6	138.8	105.3	163.2
期末现金余额	0.0	138.8	105.3	163.2	302.0

重要指标速览					
P/B	7.8	7.9	8.7	7.5	6.4
ROE	13.4%	19.8%	16.9%	16.3%	19.0%
ROA	6.7%	9.7%	9.9%	10.9%	13.1%
毛利率	33.9%	31.6%	29.4%	30.6%	32.7%
销售净利率	12.8%	14.5%	13.1%	14.6%	16.6%
资产负债率	52.7%	49.2%	34.3%	31.9%	30.3%

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产					
货币资金	55.6	138.8	105.3	163.2	302.0
应收账款	9.3	6.4	10.5	11.4	13.6
预付款项	34.3	12.6	22.3	23.7	27.4
其他应收款	5.2	6.4	10.1	11.2	13.3
存货	2.7	5.3	6.7	7.1	8.2
流动资产合计	107.1	169.6	155.4	216.8	364.8
非流动资产：					
长期股权投资	51.2	53.3	53.9	52.8	53.4
投资性房地产	6.5	6.2	4.2	5.7	5.4
固定资产	983.7	1,045.3	1,168.7	1,281.3	1,389.9
无形资产	10.5	11.0	10.8	10.6	10.4
递延所得税资产	0.5	5.9	2.1	2.9	3.6
其他非流动资产	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2
非流动资产合计	1,129.8	1,188.1	1,283.0	1,384.9	1,488.7
资产总计	1,236.9	1,357.7	1,438.4	1,601.7	1,853.4
流动负债合计	330.0	498.1	317.8	335.2	388.4
非流动负债：					
长期借款	308.4	169.4	169.4	169.4	169.4
长期应付款	0.6	0.0	0.2	0.3	0.2
递延所得税负债	0.4	0.0	0.1	0.2	0.1
其他非流动负债	12.6	0.0	5.9	6.2	4.0
非流动负债合计	322.1	169.4	175.6	176.0	173.7
负债合计	652.1	667.5	493.4	511.3	562.1
股东权益：					
实收资本	221.5	265.8	398.8	398.8	398.8
资本公积金	199.6	155.2	155.2	155.2	155.2
减：库存股					
未分配利润及其他	126.1	218.9	327.0	455.8	634.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者权益合计	584.8	690.2	945.0	1,090.4	1,291.4
股东权益合计	584.8	690.2	945.0	1,090.4	1,291.4
负债及股东权益总计	1,236.9	1,357.7	1,438.4	1,601.7	1,853.4

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼 8 楼

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257