

高增长仍有望保持

研究结论

- 今日文山电力公布年报，2008 年公司共实现主营业务收入 10.31 亿元，同比增加 18.30%，归属母公司净利润 1.48 亿元，同比增长 17.57%，实现每股收益 0.37 元，与我们盈利预测 0.36 元基本一致。公司拟以 08 年末总股本为基数，每 10 股送 2 股，并每 10 股派发股利 0.3 元（含税）。
- 分析供电情况，公司全年累计完成售电量 33.6 亿千瓦时，在经济形势不断恶化的情况下同比增长仍达到 19.96%（其中直供电增速为-2.2%，比重为 55.6%，趸售电量增长 79.7%，比重 37.83%，特别值得关注的是送广西电量达到 1.46 亿千瓦，同比增长 106.7%，未来公司向省外供电值得期待）。从购电情况分析，公司所属电站发电量同比增长 8.57%，外购省电同比减少 24.99%，购本地电增长达到 39.98%，我们认为其增长的主要原因一方面是由于 08 年本地新增小水电 27 万千瓦，另外一方面四季度水情较好。
- 年报显示，08 年公司销售毛利率为 31.16%，同比下降 1.6 个百分点，主要原因是由于公司供电结构变化和阶段性特殊电价政策的出台导致公司综合销售电价同比下降 1.4 分/千瓦时。报告期内，公司期间费用率为 15.15%与去年同期基本持平，由于收到云南电网返还的农网还贷资金 3013 万元，其中 2288.6 万计入营业外收入，导致公司营业外收入同比增长 1481.9%。
- 虽然 2009 年公司生产经营将继续面临挑战，但总体而言我们认为许多正面影响因素的作用仍值得期待：首先，文山州 09 年经济发展目标是力争地区 GDP 增速保持 10%以上，这将是文山电力需求稳步增长的重要保障。其次，三部委已出台相关文件明确禁止各级地方政府的特殊电价政策，这意味着公司综合售电价格将有一定的提升空间。
- 综合以上因素，预计未来两年公司售电量仍有望保持 15%以上增长，我们预测公司 09-11 年每股收益分别为 0.40、0.45、0.53 元，目前股价对应动态市盈率分别为 19、17、15 倍，区域垄断的经营模式使得文山电力保持了盈利能力的稳定和业绩的持续增长，具有明显的抗周期特性，而未来随着供电区域的扩大和供电量的恢复增长，公司业绩存在超预期的可能，因此维持其“增持”投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张仲华

电力行业资深分析师

8621-63325888 × 6067

zhangzh@orientsec.com.cn

王 晶

能源行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 3 月 11 日) 7.79 元

目标价格 (12 个月) 10 元

总股本/A 股 (万股) 39877/39877

A 股市值 (亿元) 31.8 亿元

国家/地区 中国

行业 电力

报告日期 2009 年 3 月 12 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.86	5.42	-46.31
相对表现 (%)	4.16	2.54	2.1

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	1031	1206	1387	1617
营业利润 (百万)	174	226	254	296
净利润 (百万)	148	192	216	252
每股收益 (元)	0.31	0.40	0.45	0.53
净资产收益率 (%)	18	19	18	17
市盈率(X)	25	19	17	15

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表.财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	170	217	405	680	1112	营业收入	872	1031	1206	1387	1617
现金	139	166	354	616	1040	营业成本	597	715	819	951	1138
应收账款	6	25	19	28	29	营业税金及附加	8	11	12	14	17
其它应收款	6	6	9	10	11	营业费用	28	42	42	50	60
预付账款	13	11	15	16	19	管理费用	73	85	99	114	133
存货	5	5	6	8	9	财务费用	31	29	19	17	11
其他	0	3	2	3	3	资产减值损失	-0	0	0	0	0
非流动资产	1188	1303	1344	1380	1310	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	53	65	65	65	65	投资净收益	3	3	3	3	23
固定资产	1045	1112	1207	1268	1213	营业利润	139	150	218	244	282
无形资产	11	11	11	11	11	营业外收入	2	26	10	13	16
其他	78	115	61	36	22	营业外支出	3	2	2	2	2
资产总计	1358	1520	1749	2061	2422	利润总额	137	174	226	254	296
流动负债	498	553	486	496	512	所得税	11	26	34	38	44
短期借款	232	324	300	300	300	净利润	126	148	192	216	252
应付账款	8	7	10	10	13	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	258	222	176	186	199	归属于母公司净利润	126	148	192	216	252
非流动负债	169	144	249	346	446	EBITDA	236	251	296	327	362
长期借款	169	144	244	344	444	EPS (元)	0.26	0.31	0.40	0.45	0.53
其他	0	0	4	1	2	主要财务比率					
负债合计	667	698	734	842	958	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	266	399	479	479	479	营业收入	45.9%	18.3%	16.9%	15.0%	16.6%
资本公积	155	155	155	155	155	营业利润	49.3%	8.4%	45.2%	12.0%	15.6%
留存收益	269	268	381	585	830	归属于母公司净利润	64.5%	17.6%	29.6%	12.6%	16.5%
归属母公司股东权益合计	690	822	1014	1219	1464	获利能力					
负债和股东权益	1358	1520	1749	2061	2422	毛利率	31.6%	30.6%	32.1%	31.4%	29.7%
现金流量表						净利率	12.8%	14.5%	14.4%	15.9%	15.6%
单位: 百万元						ROE	18.3%	18.0%	18.9%	17.8%	17.2%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力					
经营活动现金流	270	281	226	289	319	资产负债率	49.2%	45.9%	42.0%	40.9%	39.6%
净利润	126	148	192	216	252	净负债比率					
折旧摊销	67	72	59	66	69	流动比率	0.34	0.39	0.83	1.37	2.17
财务费用	31	29	19	17	11	速动比率	0.33	0.38	0.82	1.35	2.15
投资损失	-3	-3	-3	-3	-23	营运能力					
营运资金变动	52	27	-41	-5	8	总资产周转率	0.67	0.72	0.74	0.73	0.72
其它	-4	8	-0	-1	1	应收账款周转率	107	64	53	58	55
投资活动现金流	-108	-182	-95	-98	23	应付账款周转率	110.59	93.37	96.40	94.34	96.93
资本支出	109	174	100	100	0	每股指标 (元)					
长期投资	0	-9	-2	1	-0	每股收益	0.26	0.31	0.40	0.45	0.53
其他	1	-18	3	3	23	每股经营现金流	0.56	0.59	0.47	0.60	0.67
筹资活动现金流	-78	-72	56	71	82	每股净资产	1.44	1.72	2.12	2.55	3.06
短期借款	87	92	-24	0	0	估值比率					
长期借款	-139	-25	100	100	100	P/E	29.55	25.14	19.40	17.23	14.80
普通股增加	44	133	80	0	0	P/B	5.40	4.53	3.67	3.06	2.55
资本公积增加	-44	0	0	0	0	EV/EBITDA	14	13	11	10	9
其他	-26	-272	-99	-29	-18						
现金净增加额	83	27	188	262	424						

资料来源: 东方证券研究所预测

分析师承诺

张仲华：电力行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn