

2009 年 3 月 12 日

电力生产行业

投资评级：买入（维持）

3 月 11 日收盘价（元） 7.79

目标价区间（元） 10.34

分析师：王艺默

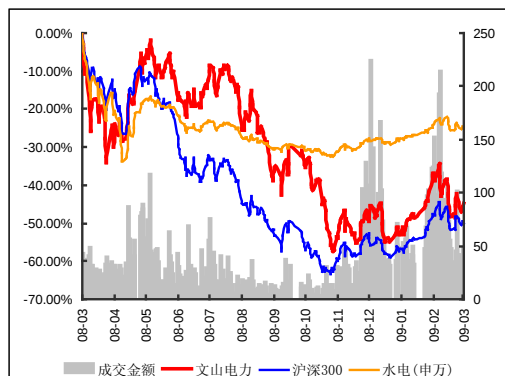
电话：010-88656255

E-mail: wangyimo@cindasc.com

基础数据

52 周内股价波动区间（元）	-36.98
最近一月涨跌幅（%）	6.86
总股本（亿股）	3.9878
流通 A 股比例（%）	65.41
总市值（亿元）	31.06
总资产（亿元）	8.65
十大流通股东（%）	53.03

最近一年股价表现



相关报告

《文山电力：防御性水电 + 电网公司》买入
2008.08

《文山电力三季报点评：用电需求放缓》买入
2008.10

文山电力（600995）

业绩稳步增长值得期待

● 公司 2008 年实现营业收入 10.31 亿元，同比增长 18.30%；利润总额为 1.74 亿元，同比增长 17.07%；实现净利润 1.48 亿元，同比增长 17.57%；每股收益 0.37 元，同比增长 15.63%。分配方案：每 10 股送 2 股派 0.3 元。

● 从购电结构分析，2008 年度公司发电量 772256 万千瓦时，同比增加 5704 万千瓦时，增长 8.57%。完成购电量 290377 万千瓦时，同比增加 54651 万千瓦时，增长 23.18%，其中外购省点同比减少 24.99%，购本地电增长到 39.98%，主要是受益于 08 年该地区新增水电 27 万千瓦，以及四季度来水情况较好。

● 受经济增速放缓、高耗能产业减产的影响，公司完成供电量 359776 万千瓦时，同比增加 61983 万千瓦时，增长 20.81%，基本符合上一期报告中我们对全年增速 20% 的预测。但是，公司趸售电量为 136122 万千瓦时，同比增长了 79.7%，通过调整公司的供电结构实现了盈利能力稳步增长。

● 报告期内，公司收到云南电网返还的农网还贷资金 3013 万元，其中 2288.6 万元计入营业外收入，导致公司营业外同比增长 1481.19%。

项目/年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1031	1372	1646	1943
同比(%)	18%	33%	20%	18%
归属母公司净利润	148	226	231	226
同比(%)	18%	52%	2%	-2%
毛利率(%)	30.6%	34.6%	30.6%	27.2%
ROE(%)	18.0%	21.5%	18.1%	15.0%
每股收益(元)	0.31	0.47	0.48	0.47
P/E	25.14	16.51	16.14	16.52
P/B	4.53	3.56	2.91	2.48

● 在 2008 年用电需求放缓的背景下，公司改善购电结构，大幅增加购低成本的地方电，确保未来盈利能力稳步增长。

● 公司未来售电结构的变化，还要取决于州内重工业的复苏力度。文山州 2009 年经济发展目标是力争地区 GDP 增速保持 10% 以上，这将对公司业绩稳步增长起到一定支撑作用。公司 2009 年生产经营目标：计划完成发电量 61000 万千瓦时；购电量 339000 万千瓦时，供电量 400000 万千瓦时，售电量 375985 万千瓦时。

● 目前，发改委等三大部委已出台相关文件明确禁止各级地方政府的特殊电价，我们认为文山州特殊电价政策将于规定时间 2009 年 3 月 31 日全部中止，这意味着公司未来综合售电价格还将有一定的提升空间。

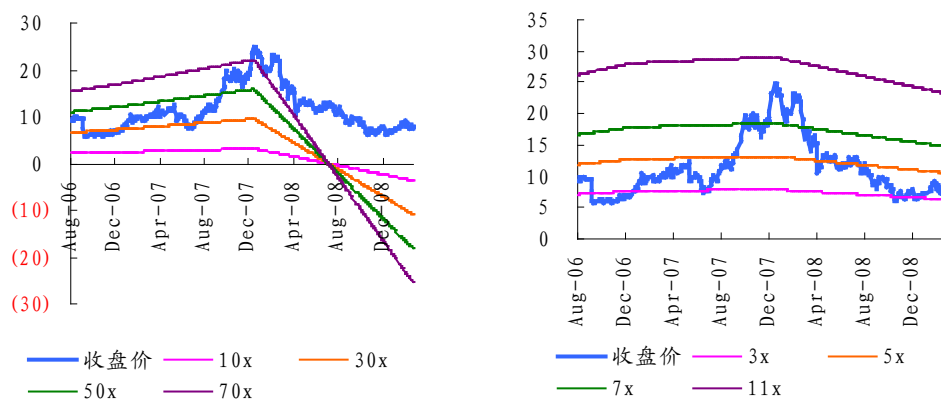
● 虽然未来一段时期公司的生产经营将继续面临挑战，但综合以上几点正面因素，我们认为公司未来业绩仍然值得期待。预计 2009、2010 年每股收益分别为 0.47、0.48 元，鉴于公司盈利能力的稳定性，比较行业内其他公司，应该享有一定的溢价。目前公司股价对应 PE 约为 16.57 倍，低于行业平均水平，因为维持公司“买入”投资评级。

表1: 公司业绩回顾

	FY08	FY07	YoY	4Q08	3Q08	QoQ	4Q07	YoY
主营业务收入	1,031.24	871.69	18.30%	315.64	277.38	13.79%	280.79	12.41%
主营业务成本	715.49	596.52	19.95%	246.42	170.35	44.66%	180.77	36.31%
主营税金及附加	11.33	7.88	43.69%	3.73	3.44	8.48%	2.50	49.21%
主营业务利润	304.42	267.29	13.89%	65.49	103.60	-36.78%	97.52	-32.84%
主营业务利润率	30%	31%		21%	37%		35%	
销售费用	42.33	28.34	49.38%	21.41	7.03	204.70%	8.71	145.79%
管理费用	84.61	72.71	16.37%	4.91	27.39	-82.07%	22.58	-78.24%
EBIT	177.47	166.24	6.76%	39.17	69.18	-43.38%	66.23	-40.86%
EBIT 利润率	17%	19%		12%	25%		24%	
财务费用	29.31	30.93	-5.22%	7.04	9.19	-23.34%	9.64	-26.91%
投资净收益	2.55	2.77	-7.74%	-2.01	-0.97	107.03%	-1.22	64.70%
营业利润	150.22	138.55	8.42%	30.36	59.02	-48.57%	56.24	-46.02%
营业利润率	15%	16%		10%	21%		20%	
营业外收入	25.97	1.64	1481.93%	22.91	0.01	185860.99%	0.98	2236.25%
营业外支出	1.86	3.00	-38.08%	0.07	0.13	-48.02%	2.60	-97.33%
利润总额	174.33	137.19	27.07%	53.20	58.90	-9.68%	54.62	-2.60%
所得税	26.03	11.05	135.50%	8.55	8.98	-4.83%	-0.73	-1265.74%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00%
净利润	148.29	126.13	17.57%	44.65	49.92	-10.55%	55.35	-19.33%
净利润率	14%	14%		14%	18%		20%	
稀释每股收益(元)	0.37	0.47	-21.28%	0.00	0.13	0.00%	0.00	

资料来源: WIND、信达证券研发中心

表2: PB、PE Band



资料来源: WIND、信达证券研发中心

附表：资产负债表、利润表、现金流量表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	217	382	663	933	营业收入	1031	1372	1646	1943
现金	166	356	630	923	营业成本	715	898	1142	1413
应收账款	25	4	31	13	营业税金及附加	11	14	17	20
其它应收款	6	12	10	16	营业费用	42	50	61	73
预付账款	11	1	-17	-31	管理费用	85	130	152	171
存货	5	7	9	11	财务费用	29	30	25	22
其他	3	1	1	2	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	1303	1169	1126	1063	公允价值变动收				
长期投资	65	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	1112	1105	1079	1034	投资净收益	3	2	2	2
无形资产	11	11	11	11	营业利润	150	252	251	244
其他	115	53	36	18	营业外收入	26	14	20	17
资产总计	1520	1551	1789	1996	营业外支出	2	2	2	2
流动负债	553	0	383	421	利润总额	174	264	268	259
短期借款	324	234	263	274	所得税	26	38	37	33
应付账款	7	9	13	15	净利润	148	226	231	226
其他	222	-243	107	133	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	144	503	127	70	归属于母公司				
长期借款	144	120	89	48	净利润	148	226	231	226
其他	0	383	38	22	EBITDA	251	338	334	326
负债合计	698	503	510	491	EPS (元)	0.31	0.47	0.48	0.47
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	399	479	479	479	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
资本公积	155	155	155	155	成长能力				
留存收益	268	414	645	871	营业收入	18.3%	33.0%	20.0%	18.0%
归属母公司股东					营业利润	8.4%	68.0%	-0.6%	-2.7%
权益合计	822	1048	1279	1505	净利润	17.6%	52.3%	2.3%	-2.3%
负债和股东权益	1520	1551	1789	1996	获利能力				
现金流量表					毛利率	30.6%	34.6%	30.6%	27.2%
单位: 百万元					净利率	14.4%	16.5%	14.0%	11.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	18.0%	21.5%	18.1%	15.0%
经营活动现金流	281	301	312	341	ROIC	16.3%	27.0%	27.6%	29.5%
净利润	148	226	231	226	偿债能力				
折旧摊销	72	56	58	59	资产负债率	45.9%	32.4%	28.5%	24.6%
财务费用	29	30	25	22	净负债比率				

本公司及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，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

投资损失	-3	-2	-2	-2	流动比率	0.39	1.00	1.58	2.11
营运资金变动	27	-7	1	34	速动比率	0.38	0.98	1.55	2.08
其它	8	-1	-1	1	营运能力				
投资活动现金流	281	81	-11	4	总资产周转率	0.72	0.89	0.99	1.03
资本支出	174	-8	14	-2	应收账款周转率	65	92	94	88
长期投资	-9	-71	0	0	应付账款周转率	93.37	108.68	103.22	101.35
其他	446	2	2	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-72	-426	-290	-326	每股收益	0.31	0.47	0.48	0.47
短期借款	92	-90	30	10	每股经营现金流	0.59	0.63	0.65	0.71
长期借款	-25	-24	-31	-40	每股净资产	1.72	2.19	2.67	3.14
普通股增加	133	80	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	25.14	16.51	16.14	16.52
其他	-272	-391	-288	-296	P/B	4.53	3.56	2.91	2.48
现金净增加额	27	-43	11	19	EV/EBITDA	13	10	10	10

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1031	1372	1646	1943
同比(%)	18%	33%	20%	18%
归属母公司净利润				
润	148	226	231	226
同比(%)	18%	52%	2%	-2%
毛利率(%)	30.6%	34.6%	30.6%	27.2%
ROE(%)	18.0%	21.5%	18.1%	15.0%
每股收益(元)	0.31	0.47	0.48	0.47
P/E	25.14	16.51	16.14	16.52
P/B	4.53	3.56	2.91	2.48
EV/EBITDA	13	10	10	10

数据来源: 信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路5号中商大厦10层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com