

电力行业

报告原因: 年报点评

2009 年 3 月 13 日

市场数据: 2009 年 3 月 13 日

收盘价 (元)	8.06
一年内最高/最低 (元)	25.22/5.85
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值 (百万元)	

基础数据: 2009 年 03 月 13 日

每股净资产 (元)	2.06
资产负债率%	45.91
总股本/流通 A 股 (亿)	3.99/2.61
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

《文山电力 (600995) 年报点评—发、供一体化经营 维持高增长》2008/02/29

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

文山电力 (600995)

增 持

受经济危机影响综合电价下降 直供电推广影响有限

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营业 利润率	净资产收 益率	市盈率
2007A	871	49	126	65	0.42	14.5	19.89	19
2008A	1031	18	148	18	0.37	14.3	19.68	21
2009E	1187	15	161	9	0.40	13.6	19.92	20
2010E	1350	13	251	56	0.63	18.6	20.12	13

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

●地方小水电投产较多 2008 年公司售电量稳定增长 2008 年公司完成售电量 336069 万千瓦时, 同比增加 55912 万千瓦时, 增长 19.96%, 远超前 8 年全国的用电需求增速, 主要原因由于当地小水电优先上网, 公司除供应本地外, 向其他地区趸售电量增加。

●工业用电大幅降低 趸售比例提高 综合电价下降 受宏观经济形势的影响 2008 年全年的售电结构中直供工业用电量比重下降, 趸售电量比重上升。由于趸售电价相对工业用电电价低 15% 左右, 售电结构的变化一定程度上影响到了公司全年的综合销售电价, 公司综合销售电价每千瓦时较 2007 年下降约 1.4 分, 这是导致公司 2008 年毛利率小幅下降的主要原因。由于重工业复苏可能尚需时日, 预计 09 年公司所在地区工业用电很难回暖, 公司综合销售电价短期难以有很大提升。

●公司综合电力成本可能降低 虽然公司自发电量增长速度较为缓慢 (自然增长速度), 外购电力比例逐年增加, 但由于外购当地小水电量增长速度较快, 外购省网的电量下降较快, 而外购地方小水电电价远低于购省网电价, 使得公司电力综合成本可能降低。

●直供电推广对公司影响有限 《电力用户向发电企业直接购电试点暂行办法》直接指出原则上, 装机容量 20 万千瓦及以上或单机容量 10 万千瓦及以上的水力发电企业, 可申请参加试点。由于文山州地区主要为小型水电企业, 单机装机容量超高 10 万千瓦的不多, 因此即使未来直供业务在全国各个高耗能产业推开, 对公司的影响可能不会太大。

●估值分析及投资建议 保守预计 07-09 年公司每股收益分别为 0.40 元、0.63 元, 对应动态市盈率分别为 20 倍、13 倍, 从动态市盈率来看公司股份基本合理。考虑到公司发、供一体化经营风险较低, 且由于当地小水电装机容量增长较快, 公司供电量增速未来有一定保证, 故给与“推荐”的投资评级。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。

一、2008年经营概览

- 文山电力是一家以供电业务为主，同时又拥有一定水电装机的地方电网企业，公司业务范围包括文山州下辖8个县以及广西省那坡、德保两县，其中直供范围包括文山、富宁、丘北、西畴、砚山5个县，其余供电县为趸售，除国内业务外公司自年2005年起实现向越南送电。
- 2008年公司完成营业收入103124万元，同比增加15955万元，增长18.30%。实现利润总额17433万元，同比增加3714万元，增长27.07%；实现净利润14829万元，同比增加2216万元，增长17.57%。
- 2008年公司完成售电量336069万千瓦时，同比增加55912万千瓦时，增长19.96%，远超前08年全国的用电需求增速。主要原因由于当地小水电大量投产，小水电优先上网，公司购地方小水电电量增加，增加部分除供应本地外，向其他地区趸售。

二、经济危机对公司售电业务影响较大

当地高耗能产业开工率明显不足

- **文山州属高耗能产业基地** 公司电网覆盖地文山州目前主要有年产20万吨的电石厂、年产30万吨的PVC厂、年产40万吨的氧化铝厂、年产20万吨电解铝厂等高耗能产业。文山州的高耗能产业主要分布在铁合金、电石以及电解铝等行业。
- **主要高耗能产业受本次经济危机影响较大 开工率不足** 2008年四季度起，受钢铁行业大幅减产影响，文山州铁合金行业开工率大幅下降，最低降至30%-40%左右；电石行业受整体化工产业不景气影响，开工率也大幅下降；电解铝行业开工率也处于较低水平。

经济危机严重影响公司售电结构

- **公司的主要售电对象** 公司的主要售电对象包括当地的居民、工业、商业用电以及向其他地县趸售。由于当地主要发电形式为小水电，属于国家鼓励的形式，具有优先上网资格，公司作为当地的唯一供电公司有义务全额收购当地小水电，收购电力超过当地用电量部分可向其他地区趸售。
- **2008年公司售电量稳定增长** 2008年公司完成售电量336069万千瓦时，同比增加55912万千瓦时，增长19.96%，远超前08年全国的用电需求增速，主要原因由于当地小水电优先上网，

公司除供应本地外，向其他地区趸售电量增加。

- **受经济危机影响 工业用电大幅降低 趸售比例提高** 2008年10月份以来，受宏观经济形势的影响，公司售电结构发生了较大变化，导致2008年全年的售电结构中，直供电量比重下降，趸售电量比重上升，趸售比例又2007年的27%上升到2008年的40.5%。
- **预计09年难以好转** 从目前的经济数据来看，还没有看到重工业复苏的迹象，预计重工业复苏可能尚需时日，2009年当地工业用电难以大幅提升。

表1：公司售电结构

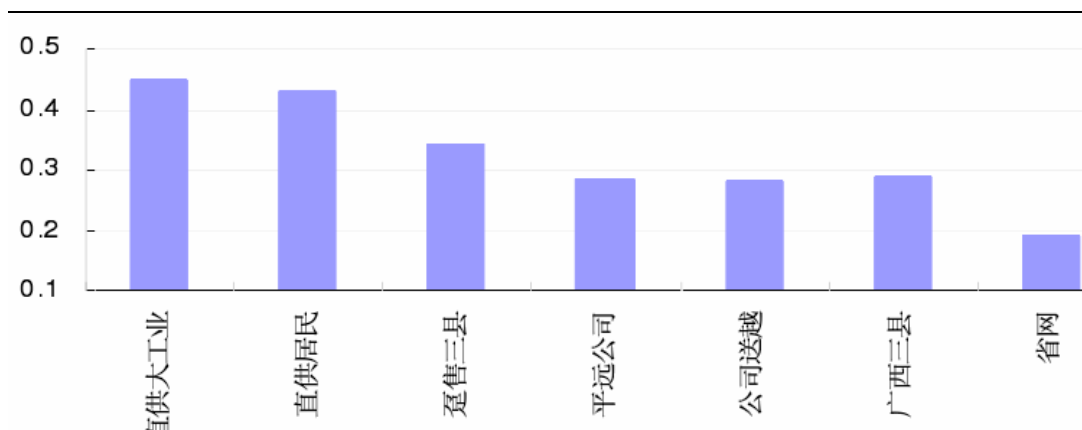
用电类别	2007 年占比	2008 年占比	备注
城乡居民生活用电	7.6	7.7	
一般工商业	7.2	6.7	含原非居民照明、商业、非工业、普通工业类用电
大工业	56.9	44.1	含铁和金、电石及其他大工业
趸售	27.0	40.5	含趸售马关、麻栗坡、广南三县；趸售广西三县；参与送越；通过省网售平远，上省网
其他类用电	1.3	1.0	含农业生产、农排等
合计	100	100	

资料来源：公司公告

趸售比例上升 综合售电电价下降

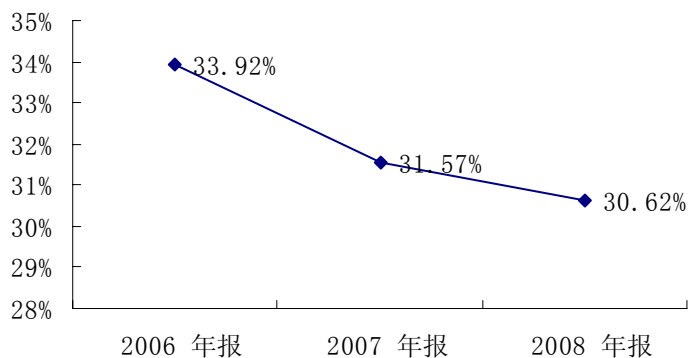
- **不同售电客户电价差异巨大** 由于不同售电对象的售电电价差别较大，售电结构的改变将影响公司的综合售电电价，见图1。
- **工业用电大幅降低 综合售电价下降** 当地工业用电电价最高，趸售电价相对较低。2008年当地工业用电大幅下降，趸售比例大幅提升，售电结构的变化一定程度上影响到了公司全年的综合销售电价，公司综合销售电价每千瓦时较2007年下降约1.4分，这是导致公司2008年毛利率小幅下降的主要原因。
- **预计这一局势短期难以改变** 由于重工业复苏可能尚需时日，预计09年形势难以好转，公司销售综合电价短期难以有很大提升。
- **关注重工业复苏信号** 公司电网所在地属于高耗能产业集中的地区，公司业绩对重工业复苏的弹性较大，一旦经济复苏公司的业绩将出现较大反弹，密切关注重工业反弹带来的投资机会。

图1：不同售电客户电价差异巨大（单位：元/千瓦时）



资料来源：平安证券

图2：公司毛利率



资料来源：山西证券

三、公司电力成本分析

不同来源电力成本差异较大

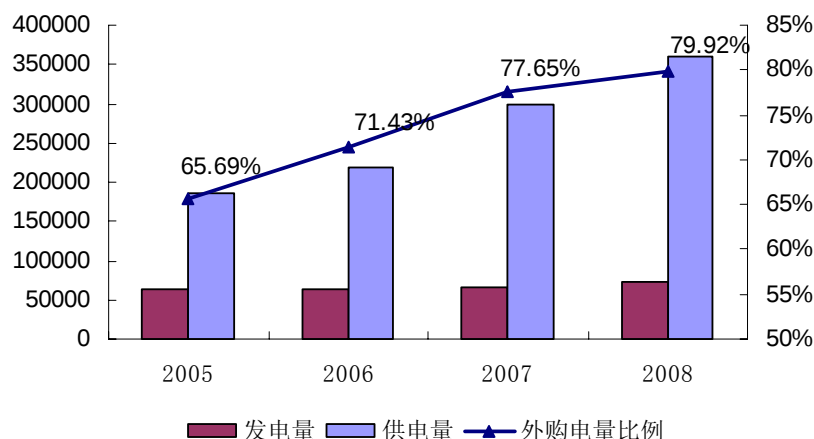
- 公司的供电来源包括三个部分：（1）自发电；（2）外购当地水电；（3）外购省电。
- 公司自发电的成本较低且较为平稳，约为0.1元/千瓦时；外购小水电成本约为0.2元/千瓦时；购省电价08年由0.2734元/千瓦时调整至0.3044元/千瓦时。购省网电力成本远高于自发电力和外购小水电成本，不同来源电力成本差异较大。
- 由于公司不同来源电力成本差异较大，电力来源结构对公司的综合购电成本影响较大。

主营业务成本=自发电量*自发电量成本+外购小水电量*外购小水电电价+外购省电*外购省电电价
=销售电量*(自发电量比例*自发电量成本+外购小水电比例*外购小水电电价比例+外购省电*外购省电电价)

自发电量提升有限 外购电比例逐年增加

- “十一五”头几年，文山电力通过直接参与或协调组织开发运营地方小水电资源的模式，获得了较快较好的发展，自发电量增长速度较快，但随着水电资源的开发殆尽，公司自发电量停滞不前。
- 随着文山州地区用电负荷的增长公司销售电量逐年增长使得公司外购电量比例也逐年增长。
- 2008 年度，公司所属电站发电量72256 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%。

图3：公司发电量、供电量及外购电力比例趋势



资料来源：山西证券

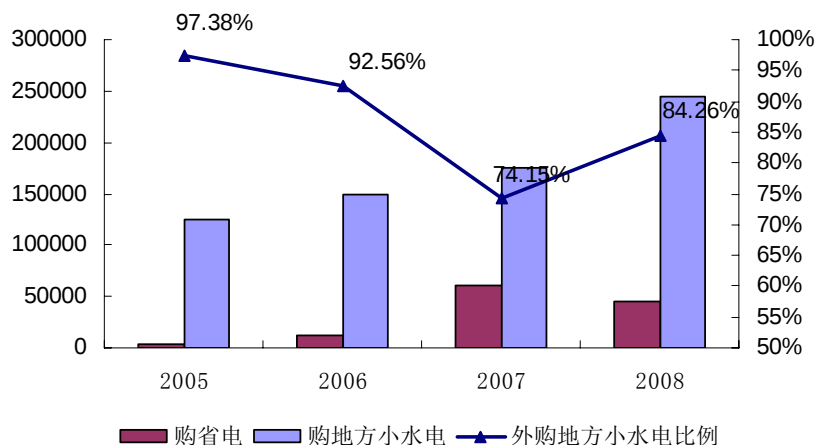
外购地方小水电量大幅提升 购电结构优化

- 由于公司所属电站及本地区的其他中小水电站大部份为径流式电站，没有调节能力，发电能力受丰枯季节影响较大，公司自发电量和地方中小水电站发电量在枯水期远远不能满足供电需要，需要外购大量电量补充网内不足。
- 2008年外购地方电244665 万千瓦时，同比增加69879 万千瓦时，增长39.98%，主要由于2008年当地小水电装机增长较多。外购地方小水电电量增加导致外购省电大幅下降，公司2008

年外购省电45712 万千瓦时，同比减少15228 万千瓦时，下降24.99%，

- 2008 年底，文山州小水电装机容量达到约110 万千瓦，增长近40%，加之2009 年内将陆续投运的部分中小水电，预计2009 年地方小水电供给较为充足，公司外购省电网的电量下降，购电结构明显改善，有利于降低公司整体购电成本。

图4：公司购量及购电比例变动趋势



资料来源：山西证券

公司综合电力成本可能降低

- 虽然公司自发电量增长速度较为缓慢（自然增长速度），外购电力比例逐年增加，但由于外购当地小水电量增长速度较快，外购省网的电量下降较快，使得公司电量综合成本可能降低。

四、直供电业务开展对公司影响有限

- **大户直供电试点出台 未来可能进一步推开** 国家发改委、工业和信息化部和国家电监会等四部委发布了关于开展电解铝行业直购电试点工作通知，选择十多家铝厂开展试点，包括云南铝业、抚顺铝业等企业。政府未来可能进一步扩大直购电试点范围，直购电试点行业可能会从电解铝行业向其他符合国家产业政策的重点用电行业（钢铁、有色、化工、多晶硅等）推行。
- **文山洲属高耗能产业基地** 公司电网覆盖地文山州目前主要有年产20 万吨的电石厂、年产30万吨的PVC厂、年产40万吨的氧化铝厂、年产20万吨电解铝厂等高耗能产业。文山州属于高耗能集中的地区，未来直供电业务开展的可能性很大。
- **直供电开展可能对区域电网企业造成影响** 公司属于区域电网

并具有一定的自发电能力。大用户直购电的方式，鼓励发电企业和大企业直接见面，电价方面拥有更大的灵活度，电网公司不再作为唯一的售电渠道，电网公司可能将作为输配电服务方收取输配电费用，直供电业务可能会对电网企业造成一定负面影响。

- **公司所在地以小水电为主 预计对公司影响有限** 《电力用户向发电企业直接购电试点暂行办法》直接指出原则上，装机容量 20 万千瓦及以上或单机容量 10 万千瓦及以上的水力发电企业，可申请参加试点。由于文山洲地区主要为小型水电企业，单机装机容量超高 10 万千瓦的不多，因此即使未来直供业务在全国各个高耗能产业推开，对公司的影响可能不会太大。

五、盈利预测

盈利预测假设

- 2009年综合销售电价0.30元/千万时，较2007年0.29元/千万时上升了0.01元/千万时（综合考虑了2009年的售电结构及2008年的售电电价上调）。
- 2008年平均电力成本0.21元/千万时，较2007年0.20元/千万时上升了0.01元/千万时（综合考虑了2009年购电结构及2008年的购电电价上调）。

表2：销售电价调整情况

调整日期		调整内容
销售电价调整	2008.1.1	高耗能工业每千瓦上调2分钱
	2008.9.1	大工业电价每千瓦上调6.7分钱； 趸售县电价每千瓦上调4分钱
	2008.12.1	居民电价每千瓦上调3分钱

资料来源：山西证券

表3：购电价调整情况

调整日期		调整内容
购电电价调整	2008.6.1	购省网电价从0.2734元/千瓦调整至0.3044元/千瓦
	2008.9.1	地方水电上网电价统一调整

资料来源：山西证券

表4: 盈利预测表

项目/年度	2006	增速%	2007E	增速%	2008	增速%	2009E	增速	2010E
综合电量	223100	33.48%	297793	20.81%	359776	10%	395753.6	10%	435328.96
自发电	62539	6.42%	66552	8.57%	72256	5%	75868.8	5%	79662.24
外购小水电	148616	17.61%	174785	39.98%	244665	20%	293598	15%	322957.8
外购省电	11945	410.17%	60940	-30%	42855	-39%	26286.8		32708.92
电价	0.26		0.29		0.29		0.30		0.31
利润表(万元)	2006A		2007A		2008E		2009E		2010E
营业收入	58116		87168.66		103123.58		118726.08		134951.98
平均电力成本	0.17		0.21		0.20		0.21		0.21
营业成本	37851		59651.62		71549.20		83108.256		91419.082
营业税金及附加	592		788.39		1132.81		1000		1100
销售费用	1783		2833.75		4233.05		4,000		4000
管理费用	6445		7270.92		8461.12		9,498		10,796
财务费用	2189		3092.66		2931.16		2,500		2500
资产减值损失	0		-46.7		49.73		0		0
投资收益	61		276.67		255.26		0		0
营业利润	9317		13854.69		15021.78		18,620		25,137
营业外收支净额	68		-135.96		2410.72		0		0
利润总额			13,718.73		17432.51		18,620		25,137
所得税	1728		1105.36		2603.16		2,500		
少数股东损益	0		0		0.00		0		
净利润	7657		12613.36		14829.35		16,120		25,137
EPS	0.35		0.42		0.37		0.40		0.63

六、投资建议

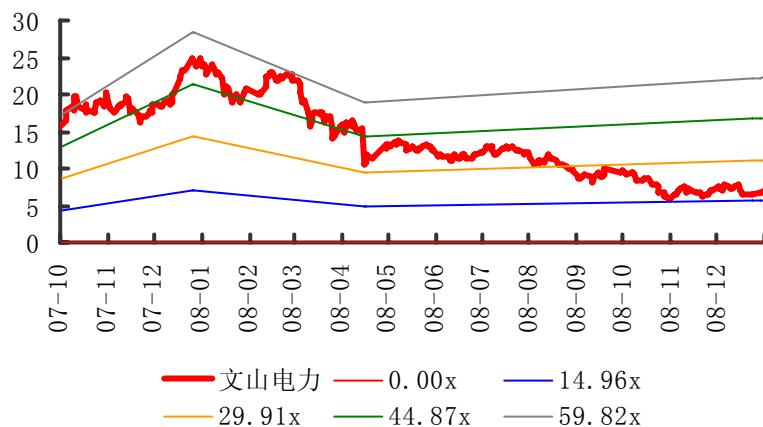
- **行业相对估值分析:** 公司属于区域小电网企业,属于电网+电厂模式,目前A股上市属于该种模式的电力企业较多,典型代表有文山电力、乐山电力、岷江水电、三峡水力等。通过估值比较发现公司目前的PE估值水平并不是很高。此外公司电网所在地属于高耗能产业集中的地区,公司的业绩弹性较其他电网企业相对要大,一旦经济复苏公司的业绩将出现较大反弹。
- **市盈率估值分析:** 保守预计07-09 年公司每股收益分别为0.40元、0.63元,对应动态市盈率分别为20倍、13 倍,从动态市盈率来看公司股价基本合理。
- **投资建议:** 考虑到公司发、供一体化经营风险较低,且由于当地小水电装机容量增长较快,公司供电量增速未来有一定保证,故给与“推荐”的投资评级。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。

表5：与公司相似公司估值比较

证券代码	证券简称	市盈率 (PE, TTM)	市净率 (PB, 最新)	备注
600995. SH	文山电力	18.28	3.74	
600644. SH	乐山电力	28.37	3.61	
600116. SH	三峡水利	25.64	2.48	
600101. SH	明星电力	16.87	1.55	
600131. SH	岷江水电	-18.89	2.90	受地震影响

资料来源：山西证券

图5：PE-bands



资料来源：山西证券

七、投资风险

- 由于公司所属电站及本地区其他中小水电站大部份为径流式电站，没有调节能力，发电能力受丰枯季节影响较大。
- 公司的发展过度依赖于地方经济和用电结构的发展，如果重工业在中期内不能复苏，将对公司的盈利造成很大影响。
- 未来直供电业务的推进对公司的业绩影响较大：直供电业务的推进使得发电企业和用电企业直接达成购买协议，绕开电网，如若直供电业务在公司供电区域推广将影响公司的售电量。

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

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。