

运营模式独特 盈利增长稳健

谨慎推荐（维持）

文山电力年报点评

公司研究

2009 年 3 月 12 日

投资要点:

- **08 年净利润同比增长 17.56%。**公司为地方电网公司，同时持有本地发电企业，从而形成了较为特殊的发、够、供一体化经营模式。08 年，公司实现营业收入 10.31 亿元，同比增加 18.30%；完成归属于母公司所有者净利润 1.48 亿元，同比增加 17.56%；对应每股收益 0.37 元。年度分配预案为每 10 股送 2 股，派现金红利 0.3 元（含税）。
- **销售电量稳健增长。**公司特殊的电力经营模式使得公司的电力销售渠道广泛，08 年，虽然受云南省高耗能产业减产影响，公司直供电量同比下降 2.2%，然而由于趸售电量大幅增加 79.7%，确保公司全年售电量依然劲增 20.80%，仅略低于上半年 22% 的增速。
- **来水情况较好是公司 08 年盈利稳定的源泉。**08 年，由于趸售电量的增加导致公司综合售电电价较 07 年下降 1.4 分钱左右，然而由于文山州来水情况较好，使得自发和外购中小水电的电量同比分别增长 8.57% 和 39.98%，外购成本较高的云南省网电量相应有所减少，从而降低了公司的供电成本，两者抵消，公司营业利润率仍然为 31.16%，仅较去年同期下降 1.6 个百分点。
- **09 年全年毛利率大幅下滑局面或可避免。**08 年前三季度，公司毛利率同比提高近 5 个百分点，然而随着 08 年 4 季度我国经济进入调整，特别是 08 年 12 月云南省出台了《云南省经济委员会、云南省发展和改革委员会关于对部分工业企业用电给予阶段性特殊电价扶持的通知》（要求“2008 年 12 月 1 日至 2009 年 3 月 31 日期间将对符合国家产业政策和环保要求、统调电网直供的铝、铜、锡、铅锌、钢铁等 10 个行业企业的生产性用电，继续实行平水期电价，并在平水期电度电价的基础上下浮 0.06 元”），优惠电价政策的推出，不可避免的降低了公司毛利空间，公司 08 年第四季度仅实现毛利率 21.9%，同比回落 13.7 个百分点，但是相信随着 09 年国家开始治理临时优惠电价，公司 09 年全年毛利率大幅下滑局面或可避免。
- **大股东的支持更值得看重。**2006 年 7 月 4 日公司完成了股权过户手续，云南电网公司替代南方电网成为了文山电力的直接控股股东，这样就不可避免地使得公司和省电力的交易成为关联交易，从而有

分析师

交通、能源、TMT 小组

Tel.: 010-59355873

Email: weiw@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 39 百万股

流通股本： 26 百万股

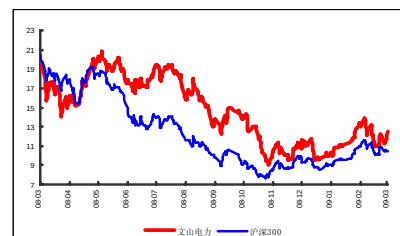
近 12 个月最高价： 15.36 元

近 12 个月最低价： 5.85 元

近 1 个月内涨幅： 7.08%

近 6 个月内涨幅： 7.91%

股价与沪深 300 指数对比



效的将过去文山电力和省电购销业务的毛利率由 06 年的-22.8%迅速提升至 08 年 7%左右，使得大股东云南省电网成为公司应对经济波动的稳定器，公司也具有了较一般电网或者发电企业更加灵活多变的经营手段：需求旺盛时，减少向毛利较低的省电供电，攫取更高收益；需求低迷时，加大向省电销售消化过剩电力，保持盈利稳定。

存在风险

- 短期，由于云南省实行优惠电价政策对公司一季度的盈利形成较大压力；长期，地方电网有可能并入省网，从而结束公司这种独特的运营模式，加大公司的运营风险。

综合评价及评级调整

- 预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.40 元和 0.46 元，以 3 月 12 日的收盘价 8.27 元/股计算，对应 2009 年和 2010 年动态市盈率分别为 19 倍和 17 倍，处于行业合理范围内，考虑到公司独特的运营模式将会保证盈利具有一定的稳定性，因此我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

项 目	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	87	103	115	132
Growth (%)	45.9	18.3	11.5	14.5
归属于母公司所有者净利润（百万元）	12	15	16	18
Growth (%)	64.5	17.6	7.8	15.2
毛利率（%）	31.6	30.6	29.3	28.6
净资产收益率（%）	13.01	63.19	8.42	9.56
每股收益（元）	0.32	0.37	0.40	0.46
P/E（倍）	26	22	19	17

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn