

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

季报点评

文山电力 (600995)

推荐 (维持)

## 电量大幅增长，持续性仍待观察

2009 年 04 月 28 日

王 凡 电力行业研究员  
高 利

86-755-22624183  
86-755-22623263

wangfan@pasc.com.cn  
gaoli@pasc.com.cn

### 事 项

公司 2009 年 1 季度实现营业收入 2.41 亿元，同比增长 19.2%；实现净利润 3312 万，同比增长 28%；实现每股收益 0.08 元。

### 主要观点

公司利润变化的动因有二：（1）直供电量和趸售电量均出现大幅增长；（2）毛利率受售电结构变化和电价政策影响同比微幅下降。两者共同作用，公司一季度净利润同比增长28%，超出市场预期。本份报告主要讨论2009年后续季度电量增长的可持续性，以及毛利率变化的趋势。

#### 一、 电量大幅增长，但是否具备持续性？

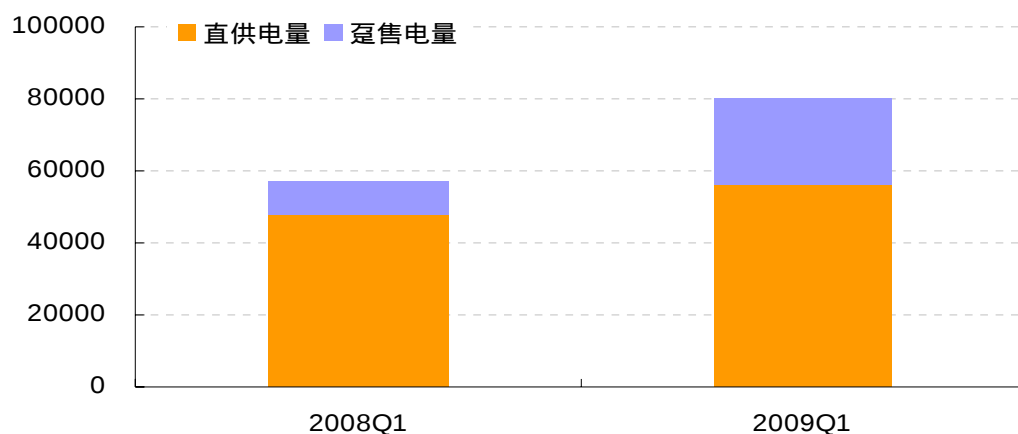
我们认为，直供电量增长的原因主要是特殊电价政策刺激了下游生产反弹，以及新增铁合金项目开工增加了电力需求；而趸售电量的增长主要受益于云南省电力供给宽松，去年同期被压制的趸售县需求得到释放。

下面我们主要讨论后续季度电量增长的可持续性。结论是后续季度直供电增速可能面临下滑，而趸售电量增长可能在三四季度大幅放缓。

我们认为，后续季度直供电增速可能面临下滑。直供电中大工业用电增长的持续性比较差，甚至可能出现明显下滑；而居民用电和商业用电预计将保持较稳定的增长。剔除新开工项目增加的电力需求，一季度大工业用电增长更多是成本降低驱动下的生产反弹，而不是下游需求的真实驱动。因此生产反弹的结果可能是产品库存的大幅增加。而特殊电价政策的结束，可能伴随着下游去库存化过程的开始。而这必将导致用电需求的下滑。

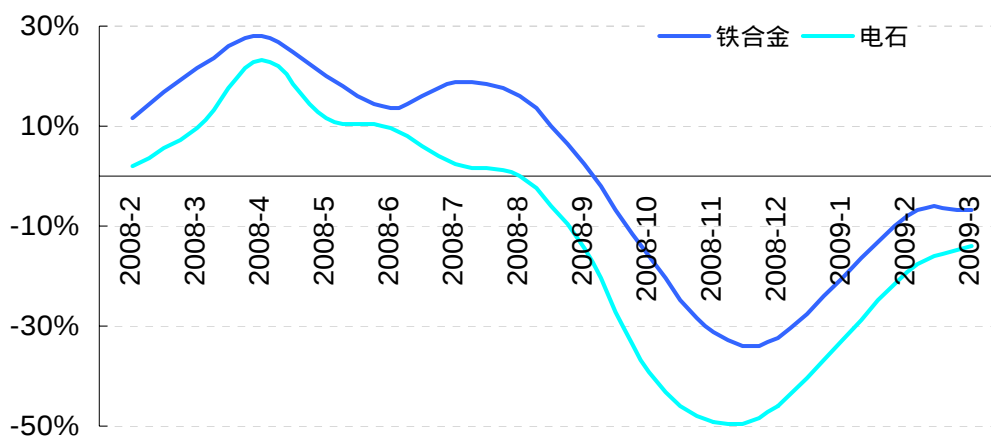
我们认为，趸售电量的增长将在丰水期后，也就是三四季度大幅放缓。1季度趸售电量的增长建立在去年同期电力供给不足，需求被压制的基础上。去年三季度开始，水电进入丰水期，加上用电需求的下滑，省内电力基本摆脱了需求紧张的局面。因此趸售电量很难同比有大幅增长。

图表 1 2009 年 1 季度直供电量和趸售电量分别增长 17%和 158.7%



资料来源：公司公告

图表 2 全国铁合金和电石产量仍在负增长



资料来源：平安证券研究所

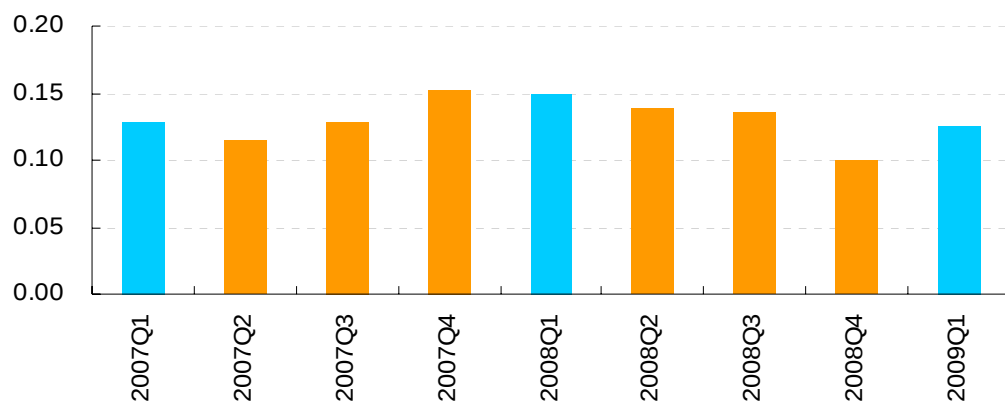
## 二、 毛利率同比下滑，是否有望回升？

公司1季度毛利率约为29.6%，较去年同期（30.6%）下降约0.95个百分点；度电毛利约下降2.36分钱。相对使用收入和毛利率估算毛利来说，利用电量和度电毛利估算更为直观一些。

度电毛利变化的原因有三：（1）售电结构变化导致度电毛利下降；（2）特殊电价政策导致度电毛利下降（单纯该政策约影响度电毛利8分钱）；（3）2008年数次售电电价上调导致度电毛利上升（包括高耗能工业上调电价和居民电价上调等）。三者综合作用令公司今年1季度度电毛利下降2.36分钱。

后续季度的度电毛利关键看下游工业需求变化引起的售电结构变化。特殊电价政策中止有助于度电毛利的回升，但同时可能导致大工业用电比重的下降。而后者则会引起度电毛利的下降。最终作用的结果如何仍需观察。

图表 3 公司度电毛利出现较大幅度的下滑 单位：元/度



资料来源：平安证券研究所

### 三、 投资建议

我们暂时维持公司2009和2010年的EPS预测，分别为0.42元和0.57元。目前股价对应PE分别为21.3倍和15.7倍。估值仍具备一定程度的安全性。下游需求一旦复苏，则意味着超额收益的存在。维持“推荐”评级。

#### 近期相关报告

- “文山电力年报点评——电量保持高增长，关注重工业复苏信号” 2009-3-11
- “文山电力调研快报——等待重工业复苏信号” 2009-2-23
- “文山电力中报点评——购电结构改善提升毛利率” 2008-8-7

## 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：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257