

电力研究小组
联系人: 彭全刚
010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn

2009年6月26日

文山电力(600995.SH)/7.61 元

优惠电价保电量, 实现双赢

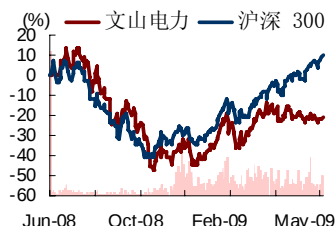
投资评级: **审慎推荐-B**
评级调整: 维持
目标估值: 8.5 元

基础数据

总股本(万股)	47853
流通股本(万股)	31301
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	24
52周股价	6.0-12.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	24	-17
相对表现	-12	-27	-25



相关报告

我们对公司进行了实地调研, 与董秘段登齐先生就公司发展进行了深入交流。即使在实行优惠电价之后, 公司购售电差价仍然有保证。同时, 通过执行政府制定的优惠电价政策, 公司售电量维持了较好增速。预计 2009~2011 年公司每股收益分别为 0.34、0.40、0.49 元, 增长较为稳定。公司对销售电价上调的业绩弹性较大, 建议关注电价政策变化。

- **销售电量增长主要来自于大工业用电和趸售电量。**文山电力的电量销售分为居民生活、一般工商业、大工业、趸售、其他类别用电几个方面。在公司 2008 年销售电量构成中, 大工业用电和趸售电量分别占 44% 和 41%, 两者合计达到公司总销售电量的 85%。而在趸售电量中, 趸售给云南省电网公司和云南省电网公司控股的文山平远供电公司的电量分别达到 31% 和 34%。从文山州的发展规划中我们发现, 州政府已经针对自身矿产资源丰富的特点, 制定了工业中长期发展目标, 预计未来销售电量的增长主要来自于大工业用电和趸售电量。我们预测, 2009~2011 年, 公司销售电量复合增长率超过 20%。
- **采购电量增长部分主要来自于向云南省电网公司趸售。**公司购电来源主要有自发电、向地方独立电厂购电、向马关、麻栗坡、广南购电和向省网购电几类。自有发电方面, 公司小水电装机约 11 万千瓦, 未来没有增长。州内独立发电企业的水电装机已经达到 107 万千瓦, 未来 2 年仍有 26 万千瓦的水电机组投产。由于用电量增长较为迅速, 公司自有电厂和州内小水电无法满足用电量的增长, 公司向省网购电量将维持较快增速。
- **电价优惠保证售电量增长, 供电企业和用电企业实现双赢。**公司从 2008 年 12 月至 2009 年 3 月执行了地方发改委的电价优惠政策。2009 年 5 月和 11 月将执行丰水期电价, 由于丰水期电价比平水期电价低, 实际上也是实行变通的优惠电价。公司认为, 2008 年 9 月份的电价调整文件, 已经理顺了购电价格和售电价格的关系, 公司的购售电差价不会收到挤压。同时, 执行优惠电价对公司利大于弊。电价优惠之后, 公司卖给当地铁合金企业的销售电价为 0.35 元/千瓦时, 而如果铁合金企业停产, 公司只能将富裕电量卖给省网, 电价只有 0.19 元/千瓦时。总体来看, 在下游企业对电价承受能力较差时期, 优惠电价实现了供电企业和用电企业的双赢。
- **未来新发电项目进展情况。**在电源方面, 今明两年将有 70 万千瓦水电机组投产。其中, 大唐文山马鹿塘二期 35 万千瓦水电站今年全部投产, 公司参股 25%, 二期项目所发电量全部出售给省电网公司, 公司将从中获得投资收益。
- **文山州工业发展较快, 拉动公司售电量增长。**文山州矿产资源丰富, 全州境内蕴藏着丰富的矿产资源。其中: 锡储量居全国第三位, 锑储量居全国第二位, 锰储量居全国第八位, 铝土储量居云南省首位。《文山州重点产业发展千亿工程实施意见》提出了中长期工业发展目标: 力争到 2012 年, 全州工业销售收入达到 600 亿元, 利税总额达到 120 亿元; 到 2015 年, 全州工业销售收入达到 1000 亿元, 利税总额达到 200 亿元, 形成一批带动全州工业经济又好又快发展的产业集群和发展项目。

- **公司业绩对销售电价敏感性较高，存在销售电价上调的潜在利好。**公司 2006 ~ 2008 年每销售一度电的净利润分别为 3.7 分、4.5 分和 4.4 分，业绩对销售电价上调较为敏感。我们判断如果下半年用电企业赢利恢复，全国销售电价有可能平均上调 2 分钱。按照公司计划售电量 37.6 亿度计算，扣除增值税和所得税，公司销售电价每上调 1 分钱，能够增加净利润 2700 万元，增加每股收益约 0.06 元。如果销售电价上调 2 分钱，公司每股收益可以增加 0.12 元。
- **维持“审慎推荐”评级，建议关注用电量变化和电价政策变动。**不考虑销售电价上调，公司 2009 年至 2011 年每股收益分别为 0.34、0.40 和 0.49 元。如果 09 年下半年销售电价上调 2 分钱，10 年每股收益有望达到 0.52 元，按照目前股价估值仅为 15 倍 PE 左右。暂时维持“审慎推荐”的投资评级，如果销售电价上调，我们将及时上调业绩预测和投资评级。
- **风险因素：**如果文山州及周边地区经济持续在低位运行，公司售电量低于预期增速，公司业绩将低于预期。

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。