

短期增速放缓，未来高成长可期

文山电力（600995） 评级：增持（维持）

股价：9.65 元

中报点评

2009 年 08 月 06 日 星期四

电力行业小组

靳雪翔

010-66216231-809

jxx@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

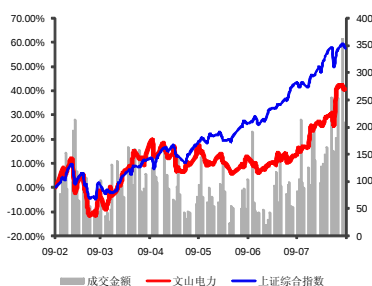
重要数据

总股本(亿股)	4.78
流通股本(亿股)	3.13
总市值(亿元)	46.13
流通市值(亿元)	30.20

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	24.84	13.82
3 个月	21.19	-12.35
6 个月	47.53	-15.89

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 短期增速放缓

电价优惠，影响毛利率。08 年 12 月 1 日至 09 年 3 月 31 日执行阶段性特殊电价扶持政策，公司电网内所涉及行业的用电电价较目录电价每千瓦时约降低 0.07-0.08 元；09 年 5 月，云南省发改委对电价政策进行调整，将 5 月和 11 月由原来平水期电价调整为丰水期电价，并对公司电网内丰枯、峰谷电价比例加以调整，使报告期内平水期和丰水期的电价较去年同期均有所降低。报告期内毛利率 31.45%，同比下降了 0.88 个百分点。

售电结构发生变化，影响综合售电价格。报告期内，公司自发电量 29,199.51 万千瓦时，同比增长 12.47%；供电量 156,895 万千瓦时，同比增长 15.87%；售电量 151,805 万千瓦时，同比增长 16.73%，其中：直供电量 109,244 万千瓦时，同比增长 7.6%，趸售电量 42,560 万千瓦时，同比增长 49.4%。受宏观经济影响，公司售电结构短期发生了不利变化，直供电量比重下降，趸售电量比重上升，一定程度上影响到综合销售电价，报告期内每千瓦时较同比下降约 1.33 分。

投资收益降幅较大。公司参股的平远供电有限责任公司供电区域内大工业用户占比较大，执行阶段性特殊电价扶持政策、电价调整政策等因素对其影响较大，导致报告期的投资收益同比大幅下降 87.33%。

净利微增 5.09%。报告期内，公司实现营业收入 4.94 亿元，同比增长 12.65%，实现营业利润 6,369 万元，同比增长 4.69%；实现净利润 5,645.47 万元，同比增长 5.09%。

公司售电结构情况简表

类别	占比(%)	09H	08H	08A	备注
城乡居民生活	9.89	9.91	7.7		
一般工商业	7.55	8.75	6.7		含原非居民照明、商业、

非工业、普通工业类用电				
大工业	53.42	58.11	44.1	含铁合金、电石及其他大工业
				含趸售马关、麻栗坡、广南三县；
趸售	28.04	21.9	40.5	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	1.1	1.33	1	含农业生产、农排等
合计	100	100	100	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

□ 未来高成长可期

销售电量高增长。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。文山州矿产资源丰富，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。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。公司 3-5 年内的销售电量复合增长率将不低于 20%。

投资收益可观。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，公司将从中获得可观的投资收益。

外延式扩展值得期待。公司托管的华联马关电力公司、广南县电力公司、麻栗坡县电力公司如能进一步实现收购，将使公司业绩有大幅度提升。公司还托管了盘龙河水电开发公司所属 5 座总装机容量为 4.85 万千瓦电厂。此外，公司还接受了大股东云南电网公司文山供电局将猫猫跳电站至越南送电设备资产运行维护管理的委托。且云南电网向越南供电的大湄公河次区域电力合作项目是国家重点项目，云南电网公司正在进行更大输送能力的云电送越通道规划建设。报告期内公司参与对越送电 7,672 万千瓦时，同比增加 4,742 万千瓦时，向越南送电也有望成为公司今后稳定的新利润增长点。

负荷布局扩张的前景美好。近日，在云南电网公司的大力支持下，文山州新增中央预算内投资中西部农村电网完善工程及无电地区电力建设工程正式启动。云南电网公司已经下达的文山州中央预算内城农网工程建设与改造项目投资计划共 11 个，项目覆盖了文山州八个县。工程投资规模为 35003 万元。其中，35 千伏项目 7 个共投资 3310 万元，10 千伏及以下项

目投资 31693 万元。计划新建 35 千伏麻栗坡新寨输变电工程、35 千伏西畴鸡街变增容技改；新建或改造 10 千伏线路 2329.3 千米；0.4 千伏线路 1946.9 千米；新增和更换配电变压器 S11 型共 1624 台，总容量 66340 千伏安；“一户一表”改造 91366 户。以上工程实施后，文山州的平均户表改造覆盖率将从原来的 69.9%迅速增至 83.44%。云南电网公司已完成文山电网 2009 年至 2013 年的发展规划，总体规划投资估算达 42.5 亿元，平均每年投资 8.5 亿元。

□ 维持增持评级

假设公司的售电量年增速不低于 20%，毛利率不低于 30%，文山马鹿塘电站二期 10 年全部达产，公司享受的各项税收政策不变，估计 09 年、10 年、11 年公司每股收益分别为 0.35 元、0.45 元和 0.56 元，对应 10 年、11 年动态市盈率分别为 21.44 和 17.23 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

需求下滑风险。国际国内经济形势出现不利影响，社会需求减弱，导致公司售电量超预期下降。

来水风险。公司所属电站及网区的其他中小水电站大部份为径流式电站，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不能满足供电需要，如得不到足够的外购电量，将对公司经营业绩产生影响。

大盘估值下滑的风险。二级市场目前整体估值水平已经偏高，若出现系统性风险，公司的股价也将受到影响。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

靳雪翔: 清华大学博士, 电力行业分析师。

重点跟踪公司: A 股电力行业相关重点公司。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122