

干旱气候影响公司短期业绩

谨慎推荐 调整评级

分析师: 邹序元 邮箱: zouxuyuan@chinastock.com.cn 电话: 010-6656 8668 执业证书编号: S0130208061595

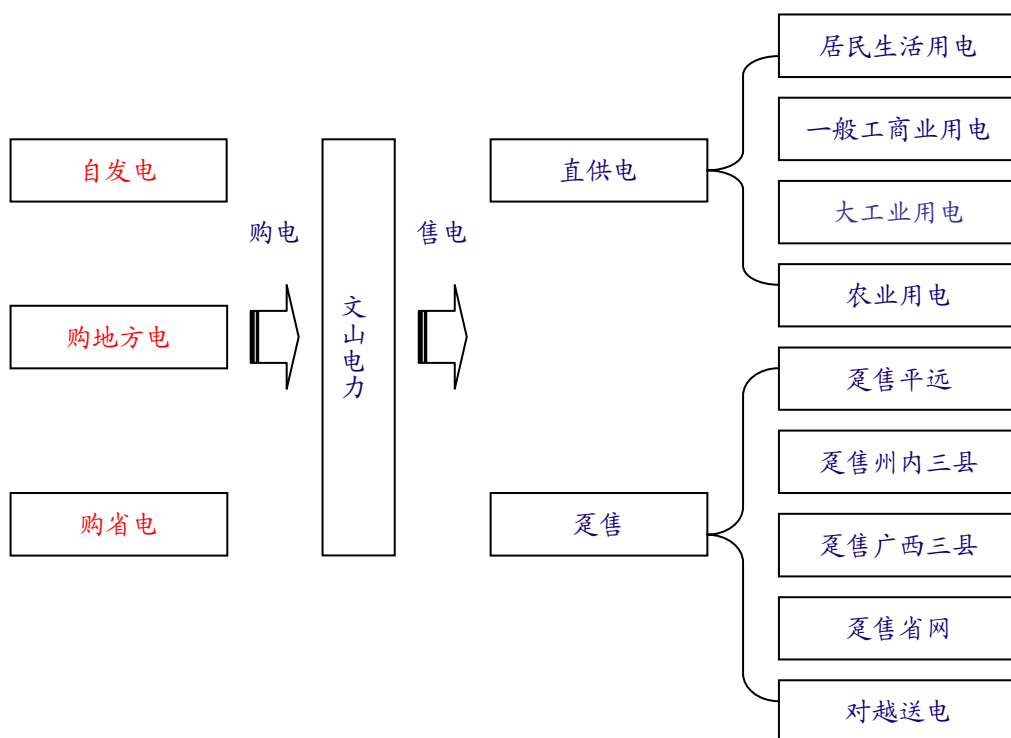
1. 事件

2009 年第四季度以来我国西南省区出现持续干旱气候。由于云南省旱情持续加重, 灾情迅速蔓延, 2010 年 3 月, 云南省气象局启动重大气象灾害 I 级应急响应命令(干旱)。干旱气候影响公司短期业绩。

2. 我们的分析与判断

公司是典型的“电网”经营模式, 盈利主要取决于售电收入和购电成本之差。简化的盈利模式为: 公司盈利 = 售电量 × 售电价格 - 购电量 × 购电价格。购电量和购电结构是影响公司业绩的驱动因素之一, 即在一定的购电规模下, 购电结构的不同组合影响到公司的综合购电成本。公司的购电(供电)来源主要包括自发电(11 万千瓦水电); 向地方独立发电企业(文山电力统调电站)购电; 向云南电网购电。从购电成本上看, 自发电 < 购地方电 < 购省网电。

图 1: 公司盈利模式—业绩受购电结构影响



文山州水能资源丰富, 州内电源绝大部分为水电。2008 年末, 州内水电装机容量达到 107 万千瓦(文山电网统调电站装机达到 60.7 万千瓦)。公司目前全资拥有 11 万千瓦水电机组, 并参股马鹿塘水电站二期项目。

受干旱气候影响, 区域内来水减少, 水电出力下降。为满足州内用电需求, 公司向云南省网的购电量增加。由于向云南省网购电的成本高于自发电和购地方电, 因此干旱导致公司单位购电成本增加。

3. 投资建议

受干旱气候影响，公司购电结构发生变化，我们下调对公司自发电和州内购电的购电量预测，并相应的上调对公司单位购电成本的预测。我们预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.23 元、0.30 元和 0.44 元。

公司的发展依托于文山州内的资源禀赋。一方面，丰富的矿产资源促进了文山地区重化工业产业集群的迅速发展，进而带动用电需求的高增长。另一方面，文山地区水能资源丰富，水电开发渐入佳境。地方水电发电量的增长有助于公司优化购电结构，降低购电成本。基于此，我们认为，虽然短期内公司业绩受气候影响而下降，但是从中长期看，区域内的资源禀赋未发生改变，公司业绩终将释放。

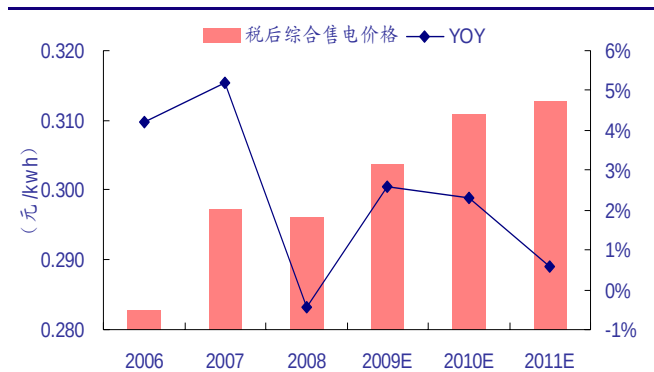
但是此次气候变化异常，影响较大，且公司业绩变化抑制了公司价值体现。我们暂时调整对公司的投资评级至“谨慎推荐”。

表 1: 公司购电量预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
供电量	29.78	35.98	41.66	48.35	58.64
yoy	36%	21%	16%	16%	21%
自发电	6.21	6.94	6.59	6.26	6.89
yoy	6%	12%	-5%	-5%	10%
购省电	6.09	4.57	8.64	11.97	14.10
yoy	410%	-25%	89%	38%	18%
购地方电	17.48	24.47	26.42	30.12	37.65
yoy	18%	40%	8%	14%	25%

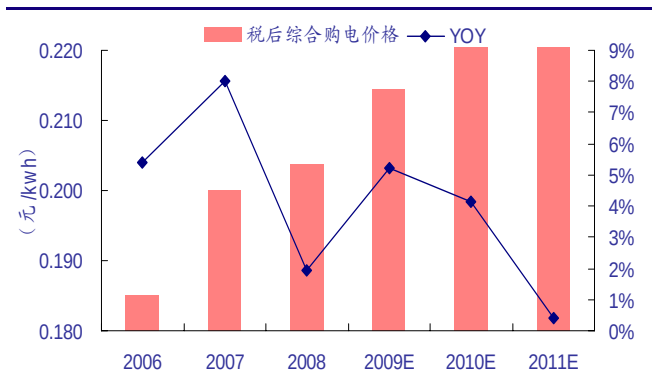
资料来源：中国银河证券研究所；单位：亿千瓦时

图 2: 公司税后综合售电价格变化及预测



资料来源：中国银河证券研究所

图 3: 公司税后综合购电价格变化及预测



资料来源：中国银河证券研究所

公司财务报表预测 (百万元)

附表 1: 公司财务预测及相对估值分析

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	139	166	183	216	262	营业收入	872	1031	1218	1440	1749
应收票据	0	3	0	0	0	营业成本	597	715	865	1039	1259
应收账款	6	25	33	39	48	营业税金及附加	8	11	12	14	17
预付款项	13	11	11	11	11	销售费用	28	42	50	59	72
其他应收款	6	6	6	6	6	管理费用	73	85	130	130	140
存货	5	5	6	7	9	财务费用	31	29	32	40	41
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	1	1	1
长期股权投资	53	65	65	65	65	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1045	1112	1277	1429	1568	投资收益	3	3	1	10	25
在建工程	66	107	207	207	207	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	1	1	1	1	营业利润	139	150	129	167	244
无形资产	11	11	10	10	9	营业外收支净额	-1	24	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	137	174	129	167	244
资产总计	1358	1520	1806	1998	2193	减: 所得税	11	26	19	24	33
短期借款	232	324	363	399	376	净利润	126	148	110	144	211
应付票据	15	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	126	148	110	144	211
应付账款	8	7	8	10	12	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	16	13	13	13	13	基本每股收益	0.26	0.31	0.23	0.30	0.44
应付职工薪酬	3	15	15	15	15	稀释每股收益	0.26	0.31	0.23	0.30	0.44
应交税费	39	68	68	68	68	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	50	71	71	71	71	成长性					
其他流动负债	0	7	7	7	7	营收增长率	45.91%	18.30%	18.10%	18.25%	21.45%
长期借款	169	144	284	309	334	EBIT 增长率	45.38%	6.76%	-9.44%	22.91%	32.06%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	64.48%	17.57%	-25.86%	30.84%	46.78%
负债合计	667	698	877	939	944	盈利性					
股东权益合计	690	822	929	1059	1249	销售毛利率	31.57%	30.62%	28.97%	27.85%	28.02%
现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	14.47%	14.38%	9.03%	9.99%	12.07%
净利润	126	148	110	144	211	归属 ROE	18.28%	18.04%	11.94%	13.69%	17.02%
折旧与摊销	67	72	86	99	111	ROIC	12.47%	11.29%	8.43%	9.35%	11.25%
经营活动现金流	270	281	222	267	331	估值倍数					
投资活动现金流	-108	-182	-349	-240	-225	PE	49.40	17.16	34.82	26.61	18.13
融资活动现金流	-78	-72	144	7	-60	P/B	9.03	3.10	4.16	3.64	3.09
现金净变动	83	27	17	33	46	P/S	3.97	2.06	3.14	2.66	2.19
期初现金余额	56	139	166	183	216	股息收益率	0.46%	0.56%	0.29%	0.38%	0.55%
期末现金余额	139	166	183	216	262	EV/EBITDA	16.56	9.91	17.61	14.77	11.64

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

电力行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

长江电力（600900.SH）、国电电力（600795.SH）、华能国际（600011.SH）、国投电力（600886.SH）、华电国际（600027.SH）、大唐发电（601991.SH）、粤电力 A（000539.SZ）、上海电力（600021.SH）、建投能源（000600.SZ）、金山股份（600396.SH）、漳泽电力（000767.SZ）、桂冠电力（600236.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908