

2010-03-10

电力、煤气及水的生产和供应

公司研究 / 更新报告

文山电力 (600995)

即将进入业绩释放期

—公司年报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB8.16

分析师

王爽

+755-82493570 wangshuang@lhqz.com

周衍长

+755-82364464 zhouyc@lhqz.com

相关研究

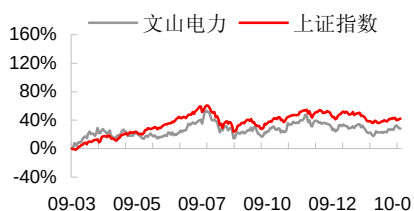
公司研究-文山电力(600995) 0907013: 直供电增加将提升售电均价(增持)

公司研究-文山电力(600995) 090717: 高增长和强周期(电话会议纪要)

基础数据

总股本(百万股)	479
流通A股(百万股)	337
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	2750

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 业绩低于预期。**09 年公司实现营业收入 11.45 亿元, 同比增长 11.1%; 毛利率为 25.31%, 同比下降 5.31 个百分点; 实现净利润 0.94 亿元, 同比下降 36.5%, 低于我们预期, 其主要原因有: 1、持续干旱增加购电成本 1.11 亿元; 2、执行特殊电价政策减少收入 0.51 亿元。
- 持续干旱提高购电成本。**09 年 8 月以来持续干旱导致小水电发电能力下降, 加之装机容量为 10 万千瓦的马鹿塘一期电站于 09 年 9 月 1 日开始停机改造, 对公司购电结构产生严重的负面影响。09 年, 公司自发电、购地方小水电和购省电电量(购电电价较高)同比增加 -14.96%、-17.80% 和 139.62%, 全年增加购电成本同比增加 0.0301 元/千瓦时, 即增加购电成本 1.11 亿元。
- 特殊电价政策减少售电收入。**受特殊电价政策影响, 09 年公司直供电量为 24.47 亿千瓦时, 在直供电量同比增加 22.4% 情况下, 公司综合售电电价为 0.3164 元/千瓦时, 较正常目录电价情况下的综合售电电价低了 0.0145 元/千瓦时, 即执行特殊电价政策较正常目录电价减少电费收入为 0.51 亿元。
- 地方小水电投产增加成本控制能力。**09 年公司统调装机容量达到了 72 万千瓦, 同比增长 18.03%; 另外, 根据文山州发改委规划, 预计 2010 年公司电网覆盖的小水电站将继续投产 6 万千瓦左右。地方小水电的投产, 将增加购地方电量(平均购电电价为 0.2143 元/千瓦时), 同时减少购省网电量(平均购电电价为 0.2986 元/千瓦时), 从而有效控制综合购电电价。
- 高耗能工业开始进入投产高峰期, 直供电量将大幅增长。**1、根据文山州发改委所跟踪的信息判断, 2010 年文山州高耗能产业进入集中投产期, 包括氧化铝、水泥、电石等项目, 2010 年 2 月文山州高耗能产业规划用电负荷同比已增加 12.17%; 2、随着经济转暖, 高耗能产业的产能逐渐恢复。上述两方面因素将明显提升公司直供电量(该部分售电电价较高)。
- 盈利预测。**假设 2010-2012 年来水偏枯以及不执行特殊电价政策的情况下, 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.35、0.48、0.58 元, 目前股价对应的 PE 为 23、17、14 倍。我们认为目前股价已低估, 维持“增持”评级。

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1031.2	1145.3	1270.0	1450.0	1625.0
(+/-%)	18.3	11.1	10.9	14.2	12.1
归属母公司净利润(百万元)	148.3	94.1	168.5	230.2	278.4
(+/-%)	17.6	-36.5	79.0	36.6	20.9
EPS(元)	0.31	0.20	0.35	0.48	0.58
P/E(倍)	26.3	41.5	23.2	17.0	14.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	207	758	1241	1872	营业收入	1145	1270	1450	1625
现金	158	705	1180	1805	营业成本	855	878	975	1070
应收账款	11	25	29	32	营业税金及附加	9	12	14	15
其他应收款	0	9	10	11	营业费用	40	44	51	57
预付账款	31	13	15	16	管理费用	101	112	128	143
存货	5	6	7	7	财务费用	33	36	39	44
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	1621	1541	1670	1788	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	102	80	90	100	投资净收益	6	6	23	28
固定资产	1331	1349	1439	1533	营业利润	104	193	267	324
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	8	8	8	8
其他非流动资产	176	100	129	143	营业外支出	3	3	4	4
资产总计	1828	2300	2910	3661	利润总额	108	198	271	328
流动负债	518	721	915	1107	所得税	14	30	41	49
短期借款	346	450	600	750	净利润	94	168	230	278
应付账款	14	12	14	15	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	158	259	301	342	归属母公司净利润	94	168	230	278
非流动负债	406	506	706	1006	EBITDA	222	304	388	459
长期借款	406	506	706	1006	EPS (元)	0.20	0.35	0.48	0.58
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	924	1227	1622	2114	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	479	479	479	479	营业收入	11.1%	10.9%	14.2%	12.1%
资本公积	155	155	155	155	营业利润	-31.1%	86.6%	38.1%	21.2%
留存收益	270	439	655	913	归属于母公司净利润	-36.5%	79.0%	36.6%	20.9%
归属母公司股东权益	904	1073	1289	1547	获利能力				
负债和股东权益	1828	2300	2910	3661	毛利率 (%)	25.3%	30.9%	32.8%	34.2%
现金流量表					净利率 (%)	8.2%	13.3%	15.9%	17.1%
单位: 百万元					ROE (%)	10.4%	15.7%	17.9%	18.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	8.5%	15.1%	19.0%	21.7%
经营活动现金流	219	324	365	421	偿债能力				
净利润	94	168	230	278	资产负债率 (%)	50.5%	53.4%	55.7%	57.7%
折旧摊销	85	75	82	91	净负债比率 (%)	81.64%	82.01%	83.64%	85.45%
财务费用	33	36	39	44	流动比率	0.40	1.05	1.36	1.69
投资损失	-6	-6	-23	-28	速动比率	0.39	1.04	1.35	1.68
营运资金变动	5	47	38	35	营运能力				
其他经营现金流	7	4	-0	0	总资产周转率	0.68	0.62	0.56	0.49
投资活动现金流	-416	7	-187	-182	应收账款周转率	63	71	53	53
资本支出	387	20	200	200	应付账款周转率	80.48	68.60	74.83	72.73
长期投资	-31	-21	10	10	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-60	6	23	28	每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.35	0.48	0.58
筹资活动现金流	189	216	297	386	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.68	0.76	0.88
短期借款	22	104	150	150	每股净资产 (最新摊薄)	1.89	2.24	2.69	3.23
长期借款	262	100	200	300	估值比率				
普通股增加	80	0	0	0	P/E	37.05	20.70	15.15	12.53
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.86	3.25	2.71	2.26
其他筹资现金流	-175	12	-53	-64	EV/EBITDA	18	13	10	9
现金净增加额	-8	547	475	625					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhqz.com