

分析师： 李昌龙 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

联系人： 李昌龙 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

流域来水好转售电收入增长，未来业务前景值得关注

主要事件

西昌电力今日发布 2011 年中报，其主要内容为：

- 2011 年上半年公司实现营业收入 25793.89 万元，同比增长 20.83%；实现营业利润 17239.60 万元和归属上市公司股东的净利润 12876.45 万元，分别同比增长 1217.98%和 1049.99%；扣除非经常性损益后净利润 2203.36 万元，同比增加 94.79%；实现基本每股收益 0.3532 元，同比增长 1050.49%；加权平均净资产收益率 20.00%，同比增长 17.27 个百分点。
- 公司上半年共完成发电量 23522 万千瓦时，同比增长 31.79%，完成年计划的 41.27%；完成供电量 62499 万千瓦时，同比增长 27.19%，完成年计划的 40.58%；完成售电量 54578 万千瓦时，同比增长 26.28%，完成年计划的 39.55%。

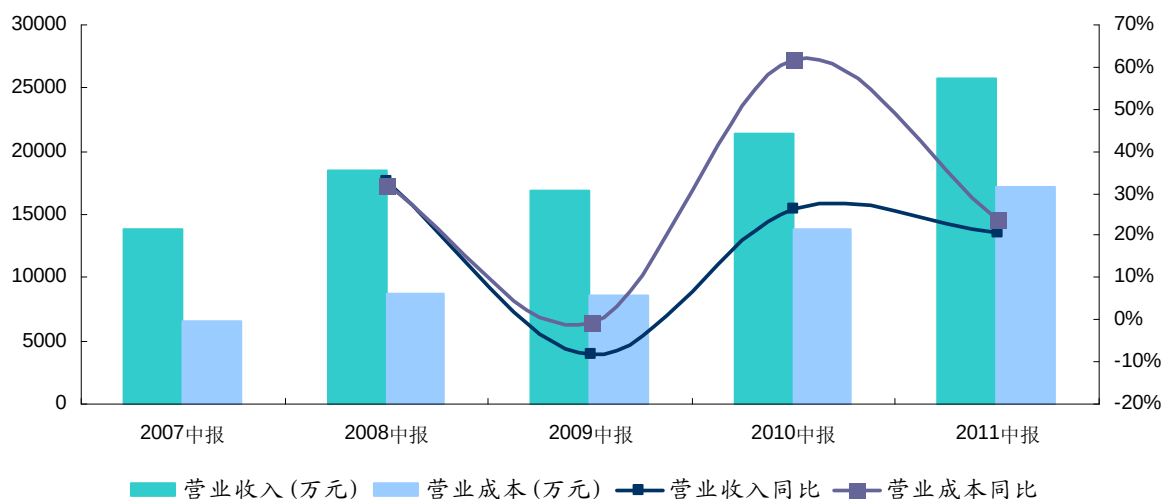
事件评论

- 公司上半年实现的营业收入和经营成本分别为 2.58 亿元和 1.71 亿元，同比分别增长 20.83%和 23.73%；公司上半年实现扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.0604 元，较去年同期元同比提高 94.84%；上半年毛利率为 33.51%，同比略微下降 1.56 个百分点，其中水电毛利率 33.24%，同比下降 1.36 个百分点；期间费用率 22.41%，同比下降 2.12 个百分点。
- 2011 年上半年公司业绩大幅上升的主要原因包括：公司转让所持有木里县木里河大沙湾水电开发有限责任公司剩余 25%股权产生投资收益大幅增加公司业绩；上半年，发电站所处流域来水较好，公司加强电力调度，自发电量增加，营业利润有所增长；公司供电区域内市场用电负荷继续保持增长，公司在保证服务质量的前提下，努力开拓市场，销售收入增加。
- 2011 年二季度，公司原第二大股东持有人由凉山州国有资产投资经营有限责任公司（即凉山国资）变更为凉山州国有投资发展有限责任公司（即凉山国发，由凉山国资与另两家采取新设合并方式整合组建）。而公司第一大股东四川省电力公司通过大宗交易方式入主后，曾经于 2009 年 8 月和 2010 年 12 月 30 日二次试图重组，但最终均由于条件尚不成熟，终止重组。据此判断我们不排除公司及大股东在未来继续推进重组的可能性。但由于重组事宜仍有较多不确定性，该预期事项仍须我们进一步跟踪。另外，公司下半年将努力恢复融资平台，拓展融资渠道，同时推进剩余担保债务的化解工作，我们表示关注。
- 以公司现有业务合理估算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.417 元、0.182 元和 0.223 元，对应 PE 分别为 30.19 倍、69.18 倍和 56.46 倍，考虑到公司未来各事项仍面临一定不确定性，暂不给予投资评级。

第一，上半年业绩大幅增长缘于出售沙湾公司股权所产生的投资收益

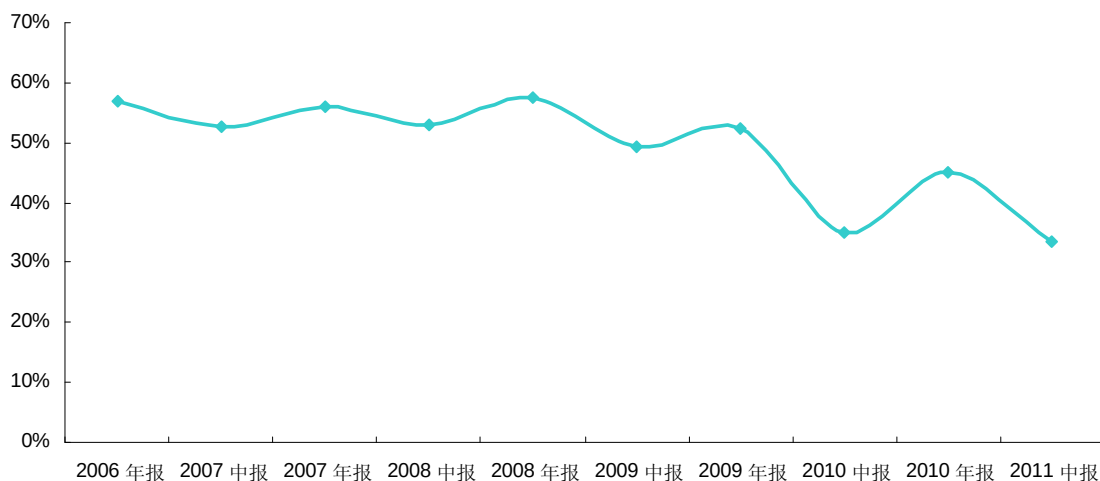
- 公司上半年业绩大幅增长，其利润总额和归属上市公司股东的净利润分别为 1.72 亿元和 1.29 亿元，同比分别增长 1225.48%和 1049.99%；主要原因是公司一季度出售沙湾公司剩余的 25%股权所致，该次出售股权产生的收益为 1.45 亿元，占利润总额的 84.32%。
- 公司上半年实现的营业收入和经营成本分别为 2.58 亿元和 1.71 亿元，同比分别增长 20.83%和 23.73%；主要由于发电站所处流域来水较好，公司加强电力调度，自发电量增加。
- 公司上半年实现扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.0604 元，较去年同期元同比提高 94.84%；其中一季度和二季度扣除非经常性损益后的 EPS 分别为 0.0052 元和 0.0552 元。
- 上半年毛利率为 33.51%，同比略微下降 1.56 个百分点，其中水电毛利率 33.24%，同比下降 1.36 个百分点。
- 期间费用率 22.41%，同比下降 2.12 个百分点；资产负债率自 2006 年以来逐步下降，目前资产负债率为 50.96%。

图 1：公司上半年营业收入和营业成本同比增幅超两成



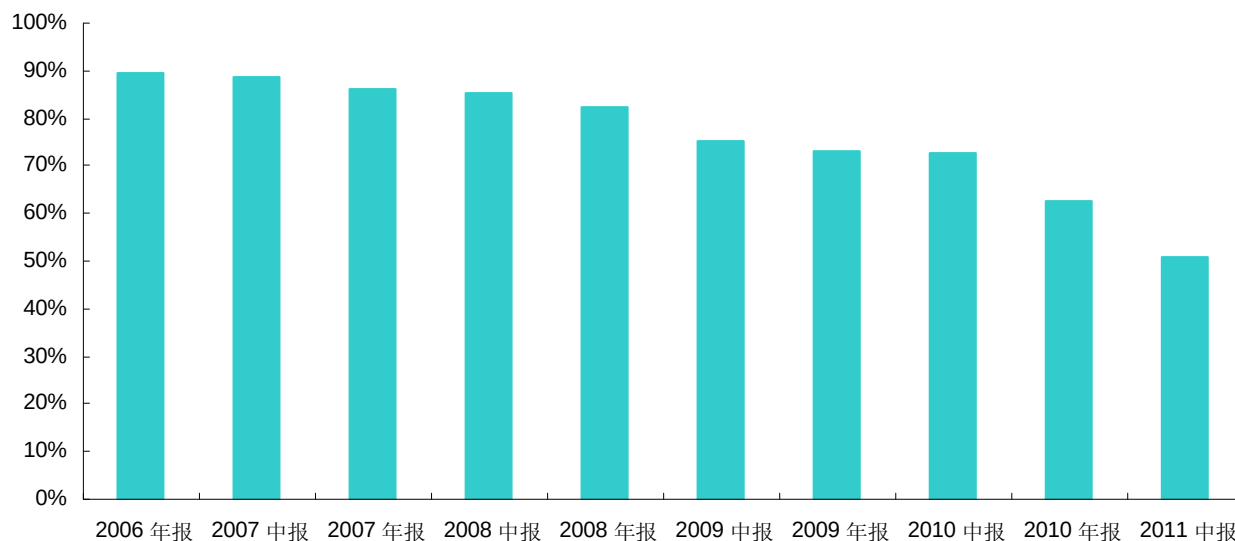
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司上半年毛利率处历史低位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司资产负债率逐渐下降



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，流域来水好转用电负荷增长致发电业务增长，固增永宁电站将贡献未来新增装机

- 公司所有电力均在四川省凉山州范围内销售，上半年，发电站所处流域来水较好，公司加强电力调度，自发电量增加；公司供电区域内市场用电负荷继续保持增长，公司努力开拓市场，销售收入增加。
- 公司 2010 年与盐源县国有资产投资经营管理有限责任公司共同出资设立西源电力，其中公司持股 85%，主要业务是永宁河干流大洼、二级、四级、五级电站的建设和经营管理，今年底其四级电站首台机组有望投入试运行；另外公司与凉山州国有投资发展有限公司、木里县国有资产经营管理有限责任公司共同出资成立木里县固增水电开发有限责任公司，其中公司持股 64%，主要是固增水电站的开发建设和经营管理。同时盐源至西昌 220KV 的输电线路工程目前正在进行项目的前期工作，未来将能保证公司永宁河电站电量的顺利送出。

表 1：公司发售电量数据

	2009 中报	2009 年报	2010 中报	2010 年报	2011 中报	备注
发电量	20981	56920	17848	59500	23,522	
同比增长率			-14.93%	4.53%	31.79%	流域来水情况好转
供电量	44574	133942	49138		62,499	
售电量	39131	118999	43221	134200	54,578	
同比增长率			10.45%	12.77%	26.28%	区域内用电负荷增长

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：公司在建电站一览

	装机容量/万千瓦	权益比例%	投资金额(亿元)	备注
永宁河大洼	3.4	85	3.9	
永宁河二级	2	85	1.5	
永宁河四级	4	85	3.3	预计年底投产
永宁河五级	4	85	0.4	
木里固增	17.2	64	19	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，担保债务已近解决，有望恢复融资平台，重组仍有不确定性

- 尽管 2010 年年报显示，截止 2010 年末，公司已累计化解违规担保债务 9.85 亿元，化解比例 96.25%，但目前公司对外担保尚未完全解除，融资平台未完全恢复。下半年公司将继续推进剩余担保债务的化解工作，有望恢复融资平台，保证资金供应。但我们认为公司在建电站和 220KV 输电线路后续仍须大量资金投入，后期资金投入合计至少达 13 亿元以上。截止今年中期，公司财务报表显示其货币资金余额为 7340 万元，报告期内经营活动产生现金流净额、投资产生现金流净额和筹资产生现金流净额分别为 1262 万元、17832 万元和-24569 万元，其融资方式值得关注。
- 四川电力入主后曾经二次试图重组。此前的 2010 年 12 月 30 日和 2009 年 8 月，公司及各有关方期间均积极推进重大资产重组的各项工作，但最终由于条件尚不成熟，终止重组。市场对西昌电力的重组预期一直很高。四川电力公司目前控股 3 家上市公司：西昌电力、乐山电力和明星电力，还参股岷江水电。据此判断我们不排除公司及大股东在未来继续推进重组的可能性。但由于重组事宜仍有较多不确定性，该预期事项仍须我们进一步跟踪。
- 另外，今年 3 月份公司同意参与康西铜业的技改增资，按公司持 20.18%康西铜业股权计算，公司需出资 2964 万元。技改需新增投资额人民币 29376 万元，新增投资额的 50%由各股东按股权比例以现金增加注册资本金的方式来筹集，另 50%由康西铜业自筹解决。据此判断，我们认为康西铜业的业务对公司来说应具有一定吸引力。

表 3：公司未来融资平台何时恢复值得关注

项目	2010 年中期/万元	2011 年中期/万元
货币资金	15896	7340
经营活动产生现金流净额	2473	1262
投资活动产生现金流净额	-1548	17832
筹资活动产生现金流净额	-305	-24569

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：康西铜业股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例(%)
江西铜业股份有限公司	8,000	57.15
四川西昌电力股份有限公司	2,825	20.18
四川省民族投资公司	1,168	8.34
凉山州国有投资发展有限责任公司	1,115	7.96
甘孜州国有资产经营管理有限责任公司	892	6.37
合计	14,000	100

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，考虑到公司未来事项仍具不确定性，暂无投资评级

- 目前公司第一大股东四川省电力公司和第二大股东凉山州国有投资发展有限责任公司（凉山国发）分别持有公司股份 5527 万股和 5455 万股，其中第二大股东凉山国发，由凉山国资与另两家采取新设合并方式整合组建而成。作为凉山州唯一的上市公司，公司未来发展仍有可能得到各股东方的多方面支持。对于公司未来业务前景，我们认为存在诸多可能性，须持续关注。
- 以公司现有业务合理估算，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.417 元、0.182 元和 0.223 元，对应 PE 分别为 30.19 倍、69.18 倍和 56.46 倍，考虑到公司未来各事项仍面临一定不确定性，暂不给予投资评级。

风险提示:

- (1) 未来融资平台恢复的时点和方式具有不确定性
- (2) 重组事宜存在不确定性
- (3) 电站和输电线路项目进度低于预期

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。