

公用事业

2017年08月21日

文山电力 (600995)

——外购电成本大幅降低 驱动业绩同比大增

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2017年08月18日

收盘价(元)	12.1
一年内最高/最低(元)	14.92/8.58
市净率	3.3
息率(分红/股价)	0.83
流通A股市值(百万)	5790
上证指数/深证成指	3268.72 / 10614.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	3.65
资产负债率%	36.44
总股本/流通A股(百万)	479/479
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《文山电力(600995)点评：受益自发电比例提高 积极布局区外售电业务》 2017/03/30

《文山电力(600995)点评：业绩符合预期 购电结构优化提高盈利能力》 2016/10/31

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818x转
zhahao@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布2017年中报，17年上半年公司实现营业收入10.53亿元，同比增长8.67%；实现归母净利润1.99亿元，同比增长67.46%，高于申万宏源预期。

投资要点：

- **售电量增加驱动收入增长，外购电价大幅降低带来毛利率提升。**17年上半年，公司实现售电量2.42亿千瓦时，同比增加13.81%；平均售电价略微下滑3.19%。售电量增长导致公司营收上半年同比增长8.67%。由于自发电量减少，公司外购电量大幅上升，上半年公司合计外购电23.32亿千瓦时，同比增加16.63%；由于外购省网电价调整以及市场化购电侧退费的影响，公司上半年综合购电价为0.1673元/kwh，较上年同期度电减少4.29分，外购电价同比减少20.41%。外购电成本的大幅下降提升公司毛利率水平，17H1公司综合毛利率34.04%，较上年同期提升7.57个百分点。
- **外购电价大幅降低导致17H1归母净利润大增，但公司非购电成本主要集中于下半年，预计全年业绩增幅将小于上半年。**外购电价降低驱动公司营业成本下降，带来毛利率显著提升，导致公司上半年实现归母净利润1.99亿，同比增长67.46%。同时公司大修费用、材料费、运维费等非购电成本多集中于下半年发生，导致上半年利润绝对值在全年中占比较大，14~16年上半年实现归母净利润分别占到全年归母净利润的97%、96%和75%。受此影响，我们预计全年业绩增幅将小于上半年水平。
- **受益电改红利，售电主业盈利能力、业务规模有望双提升。**公司自身发电能力有限，90%以上电力来自于外购。未来随着电改持续推进，公司外购电成本有望进一步降低，推动盈利能力进一步加强。公司主要售电区域在云南文山地区，目前正积极谋求区外扩张，当前百色-文山跨省区经济合作园区已进入实质性建设阶段，售电区域扩张可带来百亿售电规模弹性。
- **完善发供电一体化布局，扩展区外配售电业务。**公司系稀缺的发供电一体的区域电网公司，积极布局区外配售电业务，出资设立云南云电配售电公司参与省内、省外配售电市场竞争，同时公司还参股了深圳前海蛇口自贸区供电有限公司。公司下属文山文电16年设计资质已从丙级升乙级，可承担220KV及以下送变电工程设计，并在昆明设立子公司，将立足于文山，面向全省及广西周边地区开拓电力设计市场。
- **盈利预测与估值：**综合考虑公司售电量增长，省网降费以及市场化电力交易带来的购电成本下降，我们上调公司17~19年归母净利润分别为2.35亿、2.72亿和2.95亿元(上调前17~19年盈利预测分别为1.52亿、1.63亿和1.74亿元)，EPS分别为0.49元/股、0.57元/股和0.62元/股，当前股价对应PE分别为25倍、21倍和20倍。公司作为南方电网旗下唯一上市平台，受益电改有望持续扩张配售电市场规模，降低购电成本，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,836	1,053	1,960	2,022	2,085
同比增长率(%)	-6.02	8.67	6.74	3.16	3.12
净利润(百万元)	159	199	235	272	295
同比增长率(%)	54.50	67.46	47.45	15.74	8.46
每股收益(元/股)	0.33	0.42	0.49	0.57	0.62
毛利率(%)	23.0	34.0	27.5	28.9	29.3
ROE(%)	10.0	11.4	12.9	13.4	13.1
市盈率	36		25	21	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,032	2,016	1,954	1,836	1,960	2,022	2,085
二、营业总成本	1,898	1,886	1,883	1,665	1,691	1,710	1,750
其中：营业成本	1,584	1,589	1,565	1,414	1,421	1,438	1,474
营业税金及附加	15	17	19	19	22	22	23
销售费用	70	58	55	68	73	75	77
管理费用	166	144	148	130	139	144	148
财务费用	64	59	55	35	37	32	28
资产减值损失	(1)	18	41	(1)	(0)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	1	(16)	9	3	3	3
三、营业利润	132	131	55	180	272	315	338
加：营业外收入	23	5	76	11	11	12	15
减：营业外支出	2	3	6	4	5	5	5
四、利润总额	154	133	124	187	278	322	348
减：所得税	24	30	21	28	43	49	54
五、净利润	130	104	103	159	235	272	295
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	130	104	103	159	235	272	295
六、基本每股收益	0.27	0.22	0.22	0.33	0.49	0.57	0.62
全面摊薄每股收益	0.27	0.22	0.22	0.33	0.49	0.57	0.62

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。