

未来业绩仍需靠电站和电网建设项目投产

西昌电力（600505）2012年半年报点评

中性（首次）

风险评级：一般风险

2012年8月10日

投资要点：

◇ **事件：**西昌电力（600505）公布2012年半年报显示，2012年上半年公司实现营业收入2.88亿元，同比增长11.68%，营业利润亏损2566.9万元，同比下降114.89%；归属上市公司净利润亏损2586.9万元，同比下降120.09%；实现基本每股收益-0.07元，同比减少120.1%。

点评：

◇ **1、营收增长缓慢加上成本大幅上升致使亏损较严重**

2012年上半年公司营业收入2.88亿元，同比增长11.68%，增速同比大幅放缓超过9个百分点；而营业成本3.15亿元，同比增长34.9%，增速同期大幅上升17个百分点。营业成本的高企及高增长使得公司上半年一直亏损。从季度上看，二季度延续去年四季度的亏损状态，收入增长乏力，而营业成本始终高速增长。这直接导致了毛利和净利润快速下滑。

营业收入增长缓慢主要是由于受自然干旱影响，公司自发电量大幅下降，报告期内公司发电量1.4亿千瓦时，同比大幅下降40.5%，而售电量达4.97亿千瓦时，同比下降8.9%。而营业成本的高企则是因为内网发电量下降较多，只能需求外购电导致成本增加。如此，公司利润受非经常性损益因素的影响较大。2011年同期公司转让所持有的木里县木里河大沙湾水电开发有限公司25%股权，产生的投资收益大幅增加利润，也是2012年上半年利润同比大幅下滑的另一主要因素，季度净利润率和毛利率也呈下降趋势。公司2012年完成发电量5.5亿千瓦时和售电量13.8亿千瓦时的目标将面临不小的挑战。

◇ **2、电站项目和电网建设双管齐下成为未来业绩增长动力**

公司正进来大力推进的电站项目已经逐步被批准。凉山州木里河固增水电站项目于5月3日已经被发改委核准，木里河固增水电站是凉山州木里县木里河干流“一库六级”开发方案中的第五级电站，电站建成后总装机容量为17.2万千瓦，单台装机4.3万千瓦。预计工程总投资约为人民币21.60亿元，现正加速推进工程建设。报告期内公司装机容量9.942万千瓦，若在建项目全部投产，则装机容量将大幅增加2倍以上。另外，为避免电网建设落后区域经济发展，公司也大力推进电网建设。公司已经以1.12亿元的收购价格收购完成中广核亚王木里县沙湾电力有限责任公司的220KV沙盐线输电线路。同时，盐源至西昌220KV输电线路工程（两站一线）项目投资估算约2.43亿元，目前正积极进行项目核准报批。公司业务的积极拓展将为公司的发展提供保障。

俞春燕

SAC 执业证书编号：  
S0340511010001

研究助理：饶志

电话：0769-22119416

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2012年08月08日

|           |        |
|-----------|--------|
| 收盘价(元)    | 8.56   |
| 总市值(亿元)   | 31.21  |
| 总股本(百万股)  | 364.57 |
| 流通股本(百万股) | 364.57 |
| ROE(TTM)  | 7.40%  |
| 12月最高价(元) | 12.60  |
| 12月最低价(元) | 7.48   |

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

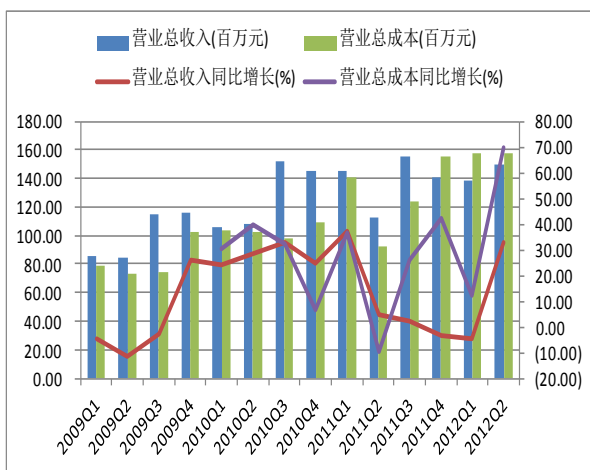
### 3、暂给予“中性”评级

鉴于公司的目前盈利偏弱，建设项目投产贡献业绩仍需时日，而且投资收益大幅下降。以公司现在的业务，不考虑未来重组的不确定性因素，综合预计公司 2012-2013 年基本每股收益 0.16 元和 0.21 元，对应 12-13 年 PE 为 53 倍和 40 倍，暂给予“中性”评级。

### 4、风险提示

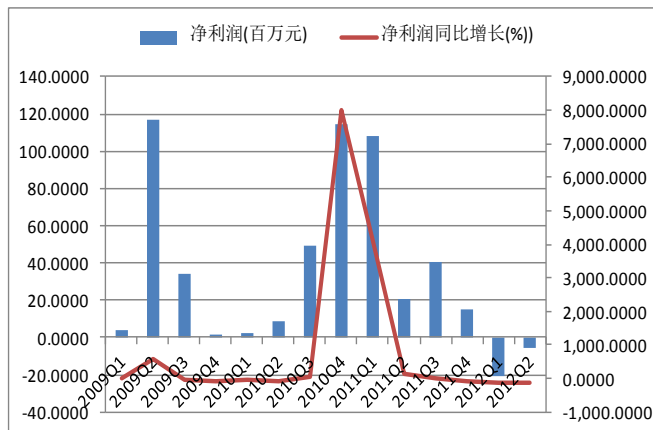
电站项目与电网建设进度延迟；区域经济增长放缓；

图 1：公司营业收入季度比较



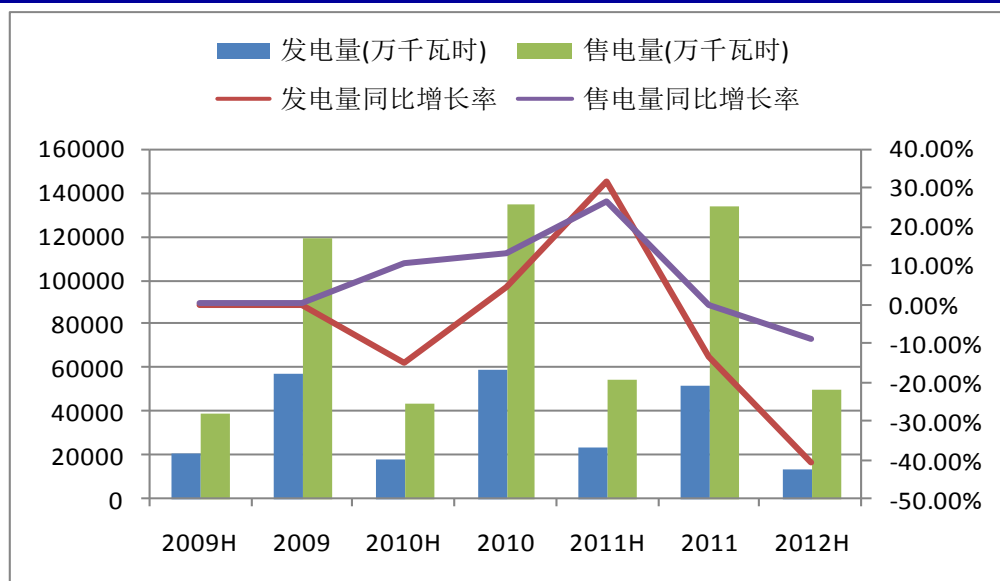
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 2：公司净利润季度比较



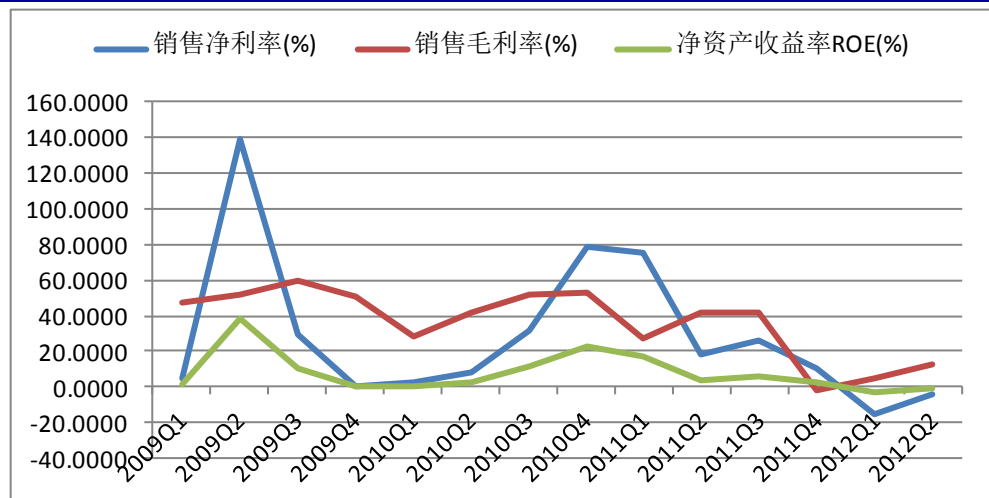
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 3：公司发电量和售电量增长下滑较快



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：公司季度盈利能力逐渐减弱



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 1：公司利润预测表

| 科目(百万元)       | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入         | 554.14   | 609.56   | 700.99   | 785.11   |
| 营业总成本         | 512.40   | 547.18   | 617.99   | 648.07   |
| 营业成本          | 405.04   | 451.07   | 490.69   | 510.32   |
| 营业税金及附加       | 6.30     | 6.71     | 7.71     | 8.64     |
| 销售费用          | 13.43    | 12.19    | 14.02    | 15.70    |
| 管理费用          | 62.97    | 60.96    | 70.10    | 94.21    |
| 财务费用          | 12.88    | 7.11     | 24.95    | 3.50     |
| 资产减值损失        | 11.76    | 9.14     | 10.51    | 15.70    |
| 其他经营收益        | 150.78   | 3.00     | 3.00     | 3.00     |
| 公允价值变动净收益     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益         | 150.78   | 3.00     | 3.00     | 3.00     |
| 其中 对联营和合营投资收益 | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业利润          | 192.53   | 65.37    | 86.00    | 140.04   |
| 加 营业外收入       | 17.36    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 减 营业外支出       | 5.34     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额          | 204.55   | 65.37    | 86.00    | 140.04   |
| 减 所得税         | 21.67    | 6.54     | 8.60     | 14.00    |
| 净利润           | 182.87   | 58.84    | 77.40    | 126.03   |
| 减 少数股东损益      | -0.81    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 归属于母公司净利润     | 183.68   | 58.84    | 77.40    | 126.03   |
| 最新总股本(万股)     | 36456.75 | 36456.75 | 36456.75 | 36456.75 |
| 基本每股收益(元)     | 0.50     | 0.16     | 0.21     | 0.35     |
| 市盈率(倍)        | 16.99    | 53.04    | 40.32    | 24.76    |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

| 公司投资评级 |                                 |
|--------|---------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上    |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间     |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上     |

| 行业投资评级 |                                   |
|--------|-----------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上    |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间     |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上     |

| 风险偏好评级 |  |
|--------|--|
| 高风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上          |
| 较高风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间 |
| 一般风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间  |
| 低风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内      |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn