

文山电力 (600995)

证券研究报告
2021年10月18日

公布重大资产重组计划，发力辅助服务市场

事件：

2021年10月15日，公司董事会通过了《关于本次重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金方案的议案》，拟购买南方电网调峰调频发电有限公司100%股权。

点评：

资产重组计划公布，发力辅助服务市场

2021年9月27日公司公告重大资产重组计划，拟通过重大资产置换、发行股份购买和募集配套资金的形式，置出公司在文山州内五个市县的直供电服务和趸售电服务的相关资产和负债，及持有的文电设计公司和文电能投公司100%的股权，与交易对方南方电网持有标的调峰调频发电有限公司100%股权等值部分进行置换。此次重组完成后，公司业务由购售电、发电、电力设计及配售电转变为抽水蓄能、调峰水电和电网独立侧储能业务。

拟收购调峰调频公司100%股权，打造优质储能上市公司平台

标的资产调峰调频公司目前为南方电网公司的全资子公司，主营业务为抽水蓄能、调峰水电和电网侧独立储能业务。目前已投产运营5座装机容量合计788万千瓦的抽水蓄能电站，在建2座装机容量合计240万千瓦的抽水蓄能电站。调峰方面，在运营2座装机规模分别为132万千瓦和60万千瓦的水电站共同承载调峰水电业务。储能方面，标的公司在深圳运营10MW电化学储能站，为当地电网提供电能转换及调峰调频服务。2019-2021年上半年调峰调频公司分别实现营收48.39、52.99和31.17亿元，实现归母净利润8.2、8.4和5.5亿元。

双碳目标助力新能源发展，储能调峰重要性凸显

当前我国正处于能源绿色低碳转型发展的关键时期，风电、光伏等新能源大规模发展，由于新能源发电不稳定的特征，调峰调频、储能等高质量辅助服务将成为电力系统的关键支撑。抽水蓄能度电成本具有明显优势且目前我国抽水蓄能装机占比仅为1.4%，在此背景下，国家能源局正式发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，明确到2025年我国抽水蓄能投产总规模将达到6200万千瓦以上，到2030年将达到1.2亿千瓦。在新型电力系统构建的过程中，抽水蓄能发展前景广阔。

投资建议：不考虑资产重组影响，预计2021-2023年公司将实现归母净利润1.65、2.29和3.03亿元，对应PE为23.1、16.6和12.6倍，我们看好重组后公司未来储能业务的跨越式发展，维持“买入”评级。

风险提示：交易被暂停、中止或取消的风险、调峰水电站所在流域来水不确定性风险、抽水蓄能两部制电价政策执行不确定性风险等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,319.22	1,881.43	2,147.17	2,451.31	2,799.76
增长率(%)	14.51	(18.88)	14.12	14.16	14.21
EBITDA(百万元)	746.40	338.37	303.96	382.09	476.67
净利润(百万元)	332.12	110.72	164.89	229.44	303.47
增长率(%)	12.15	(66.66)	48.92	39.15	32.26
EPS(元/股)	0.69	1.03	0.34	0.48	0.63
市盈率(P/E)	11.47	7.73	23.10	16.60	12.55
市净率(P/B)	1.74	1.74	1.65	1.55	1.43
市销率(P/S)	1.64	2.02	1.77	1.55	1.36
EV/EBITDA	4.92	11.47	11.44	14.62	10.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.96元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	478.53
流通A股股本(百万股)	478.53
A股总市值(百万元)	3,809.07
流通A股市值(百万元)	3,809.07
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	24.32
一年内最高/最低(元)	8.56/5.97

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC执业证书编号：S1110520050001
yangyanga@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《文山电力-首次覆盖报告:被低估的南网发配售一体化资产》 2020-04-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	162.95	155.94	966.23	980.52	839.93
应收票据及应收账款	218.21	234.22	123.64	216.82	172.04
预付账款	2.51	2.71	2.81	3.09	3.85
存货	10.31	8.33	14.63	2,156.79	1,919.19
其他	4.96	22.02	9.85	17.68	14.27
流动资产合计	398.93	423.22	1,117.16	3,374.90	2,949.27
长期股权投资	179.30	188.89	188.89	188.89	188.89
固定资产	1,913.28	1,979.60	1,978.88	1,957.99	1,923.79
在建工程	176.08	189.86	149.92	125.95	111.57
无形资产	67.19	65.66	63.16	60.66	58.16
其他	25.68	23.81	23.41	23.77	23.48
非流动资产合计	2,361.53	2,447.81	2,404.26	2,357.25	2,305.89
资产总计	2,760.46	2,871.04	3,521.42	5,732.16	5,255.16
短期借款	0.00	90.09	442.51	2,155.78	1,855.24
应付票据及应付账款	120.33	225.74	109.55	184.57	177.89
其他	390.92	222.28	435.97	290.30	487.67
流动负债合计	511.25	538.11	988.03	2,630.65	2,520.80
长期借款	0.00	79.50	166.66	576.49	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.67	61.44	61.66	61.92	61.68
非流动负债合计	62.67	140.94	228.33	638.41	61.68
负债合计	573.92	679.05	1,216.36	3,269.06	2,582.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	478.53	478.53	478.53	478.53	478.53
资本公积	155.61	155.61	155.61	155.61	155.61
留存收益	1,708.01	1,713.46	1,826.54	1,984.57	2,194.16
其他	(155.61)	(155.61)	(155.61)	(155.61)	(155.61)
股东权益合计	2,186.54	2,191.99	2,305.06	2,463.09	2,672.69
负债和股东权益总	2,760.46	2,871.04	3,521.42	5,732.16	5,255.16

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	332.12	110.72	164.89	229.44	303.47
折旧摊销	208.65	212.41	103.16	107.36	111.08
财务费用	14.20	6.47	1.86	2.56	3.91
投资损失	(44.11)	(21.52)	(28.10)	(31.24)	(26.95)
营运资金变动	(30.85)	3.76	164.55	(2,314.18)	475.76
其它	15.14	(12.55)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	495.15	299.29	406.36	(2,006.06)	867.27
资本支出	204.98	301.20	59.78	59.74	60.25
长期投资	41.69	9.59	0.00	0.00	0.00
其他	(517.56)	(544.35)	(91.68)	(88.49)	(93.30)
投资活动现金流	(270.89)	(233.56)	(31.90)	(28.76)	(33.05)
债权融资	130.50	169.68	628.19	2,751.28	1,874.25
股权融资	(12.88)	(5.67)	29.13	(2.56)	(3.91)
其他	(479.22)	(236.75)	(221.49)	(699.60)	(2,845.15)
筹资活动现金流	(361.60)	(72.74)	435.82	2,049.11	(974.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(137.35)	(7.00)	810.28	14.30	(140.60)

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,319.22	1,881.43	2,147.17	2,451.31	2,799.76
营业成本	1,663.48	1,651.34	1,831.75	2,057.14	2,303.02
营业税金及附加	24.91	15.12	17.25	19.70	22.50
营业费用	49.82	5.02	5.73	6.54	7.47
管理费用	146.23	104.91	119.73	124.43	128.12
研发费用	0.07	0.01	0.01	0.01	0.01
财务费用	12.88	5.67	1.86	2.56	3.91
资产减值损失	(59.59)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	44.11	21.52	28.10	31.24	26.95
其他	40.02	(45.83)	(56.20)	(62.49)	(53.91)
营业利润	397.28	123.68	198.93	272.17	361.68
营业外收入	2.28	21.36	2.31	8.62	8.65
营业外支出	3.38	12.85	4.38	6.87	8.03
利润总额	396.18	132.19	196.86	273.92	362.30
所得税	64.06	21.47	31.97	44.48	58.83
净利润	332.12	110.72	164.89	229.44	303.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	332.12	110.72	164.89	229.44	303.47
每股收益(元)	0.69	1.03	0.32	0.45	0.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.51%	-18.88%	14.12%	14.16%	14.21%
营业利润	13.28%	-68.87%	60.85%	36.82%	32.89%
归属于母公司净利润	12.15%	-66.66%	48.92%	39.15%	32.26%
获利能力					
毛利率	28.27%	12.23%	14.69%	16.08%	17.74%
净利率	14.32%	5.88%	7.68%	9.36%	10.84%
ROE	15.19%	5.05%	7.06%	9.20%	11.22%
ROIC	17.12%	5.09%	7.71%	11.65%	7.22%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20.79%	23.65%	33.66%	56.49%	48.55%
净负债率	-1.48%	0.63%	-14.47%	71.00%	38.26%
流动比率	0.78	0.79	1.17	1.30	1.18
速动比率	0.76	0.77	1.15	0.47	0.41
营运能力					
应收账款周转率	16.54	8.32	12.00	14.40	14.40
存货周转率	236.69	201.86	186.98	2.26	1.37
总资产周转率	0.84	0.67	0.67	0.53	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.69	1.03	0.32	0.45	0.60
每股经营现金流	1.03	0.63	0.85	-4.19	1.81
每股净资产	4.57	4.58	4.58	4.90	5.31
估值比率					
市盈率	11.47	7.73	24.60	17.68	13.36
市净率	1.74	1.74	1.74	1.63	1.50
EV/EBITDA	4.92	11.47	12.15	15.19	10.63
EV/EBIT	6.82	30.66	18.40	21.12	13.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com