



受电价政策性下调和疫情阶段性降费的影响，存在经营业绩下滑风险

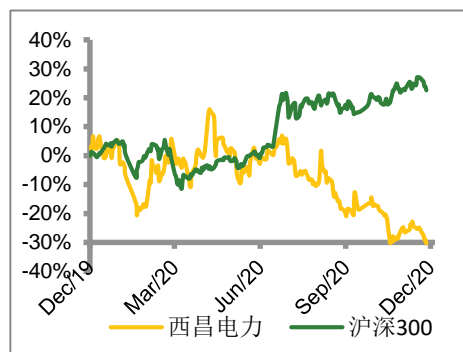
——西昌电力（600505.SH）点评报告

报告日期：2020年12月15日

基础数据

总股本（百万股）	365
总市值（亿元）	24.24
一年最低/最高（元）	6.50/11.76
近三月换手率	39.56%

公司市场表现（一年）



报告概要：

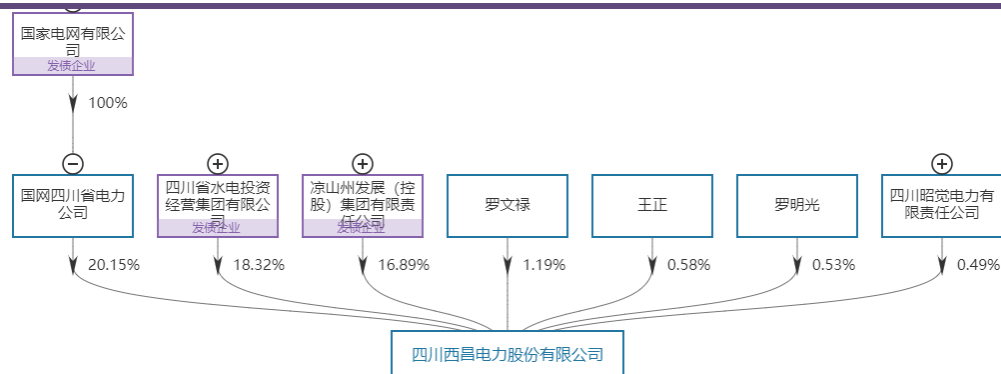
- **集发、输、配、售电业务一体化经营的地方电力企业，具有厂网一体化的优势。**
国家电网为第一大股东，目前拥有4个直属水力发电厂、1个直属调节水库、2个控股水力发电厂、1个控股光伏电站、1个在建控股水力发电厂、1个全资电力工程设计公司及1个全资电力安装公司，权益总装机容量14.52万千瓦。
- **受客观政策性调控和区域经济环境的影响，公司的经营业绩存在下滑的风险。**
一是公司销售电价持续承压，国家政策多次下调大工业和一般工商业销售电价，清理取消部分规费项目，对公司经营业绩持续形成重大影响。二是受环保政策的影响，网内季节性负荷基本关停，其他用电负荷增量也远低于省内平均水平。三是受下泄生态流量政策影响，网内自有及并网小水电发电出力不足，丰余枯缺矛盾更加严重，存在外购大网电量同比大幅上升，影响购电成本上升。
- **加快固增水电站开发建设，提升公司核心竞争力。**固增电站是公司在凉山州取得的水电开发权中装机最大的水电开发项目，建成后将是公司唯一具有年调节能力的自有电站，公司控股子公司木里县固增水电开发有限责任公司（“固增公司”），负责开发固增水电站项目，该水电站设计装机容量17.2万千瓦，预计工程总投资约21亿元，项目资本金为工程总投资的20%，约为4.3亿元；截止目前公司持有固增公司股份64%，为控股股东。
- **风险提示：**电力体制改革风险；电源结构单一，发电能力受天气和水情影响较大；存在大规模资本支出而导致的财务风险。

电力能源行业 研究员：国汉芬
执业编号：S0990511040001
电话：010-58381548
E-mail：guofh@ydzq.sgc.com.cn

一、集发、输、配、售电业务一体化经营的地方电力企业

四川西昌电力股份有限公司（以下简称“公司”）前身是凉山州西昌电力公司，是1980年经国家电力部批准由国家电网划转地方成立的以自发、自供为主，县、乡电厂并网与国家大电网联网运行的四川省凉山州属骨干电力企业。1994年3月，经四川省体改委[川体改（1994）183号]批准，凉山州西昌电力公司进行股份制改革试点，于1994年6月18日注册成立西昌电力，注册资本为5,500.00万元。1997年公司股东按1:1的比例增资扩股，注册资本增至11,000.00万元。2002年2月，经中国证券监督管理委员会[证监发行字（2002）21号]核准，西昌电力向社会公众首次公开发行人民币普通股5,500万股。2002年5月30日，西昌电力社会公众股在上海证券交易所上市流通，目前股本为36456.75万股。公司地处我国西电东送基地之一的四川省凉山州，依托富集的水电资源，公司已成为集发电、供电、用电、建设、管理为一体的电力骨干企业。

图 1：公司股权结构图



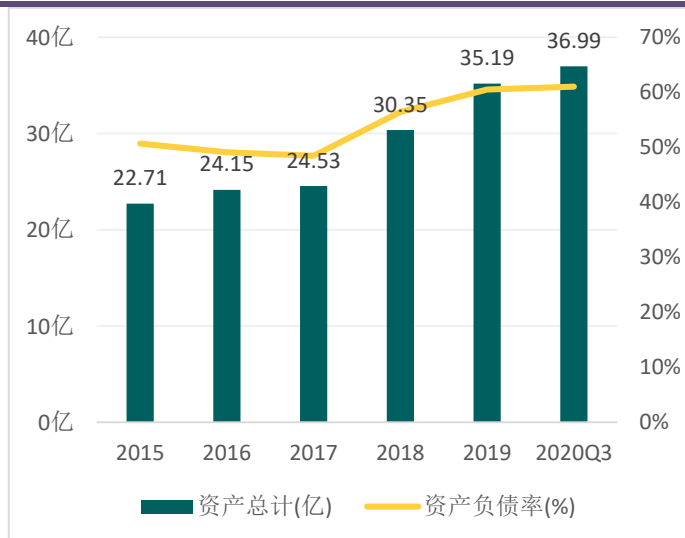
资料来源：WIND，英大证券研究所

公司为发供电一体的地方电力企业，公司网内并网水电站 129 座，总装机容量 70.63 万千瓦；至2020年6月底，拥有4个直属水力发电厂、1个直属调节水库、2个控股水力发电厂、1个控股光伏电站、1个在建控股水力发电厂、1个全资电力工程设计公司及1个全资电力安装公司，权益总装机容量14.52万千瓦。供电区域主要是凉山州西昌市主城区及周边大部分乡镇，作为上述地区的主要电能供应企业。公司持有51%股权的控股子公司盐源丰光新能源有限公司所属的塘泥湾光伏电站装机容量40兆瓦（本公司权益装机容量为 20.40 兆瓦），为太阳能光伏发电，生产的电量销售给国网四川电力。

近5年，公司资产总额由2015年末的22.7亿元，增长至2020年第三季度的37亿元，资产负债率由2015年末的50.66%，增长至2020年第三季度的61.04%。

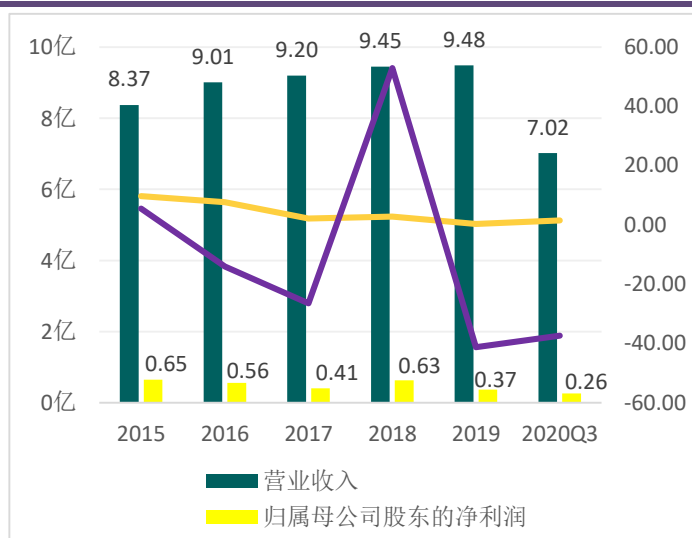
营收保持平稳，2015年营收为8.37亿元，2019年增至9.48亿元，增幅13.26%，增速由2015年的9.68%下滑至2019年的0.32%。2015年归母净利润为6521万元，2019年降至3705万元，降幅达43.18%。2020年前三季实现营业收入7.02亿元，同比增1.54%；归属于上市公司股东的净利润2643.16万元，同比降37.33%

图 2：公司资产情况



数据来源：公司公告，英大证券研究所

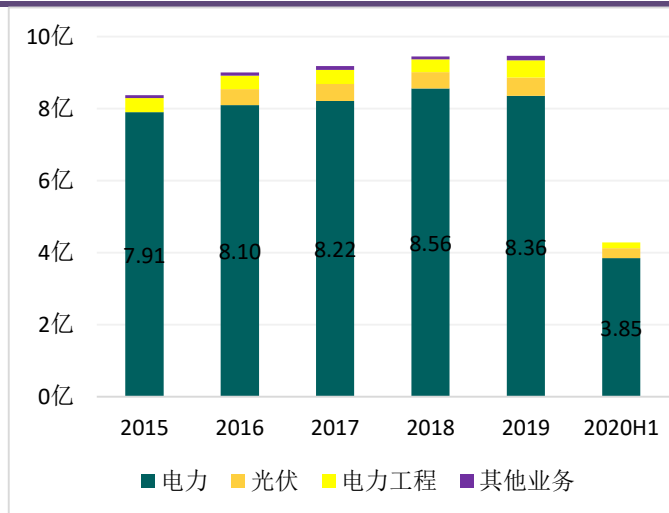
图 3：公司营收及归母净利润情况



数据来源：公司公告，英大证券研究所

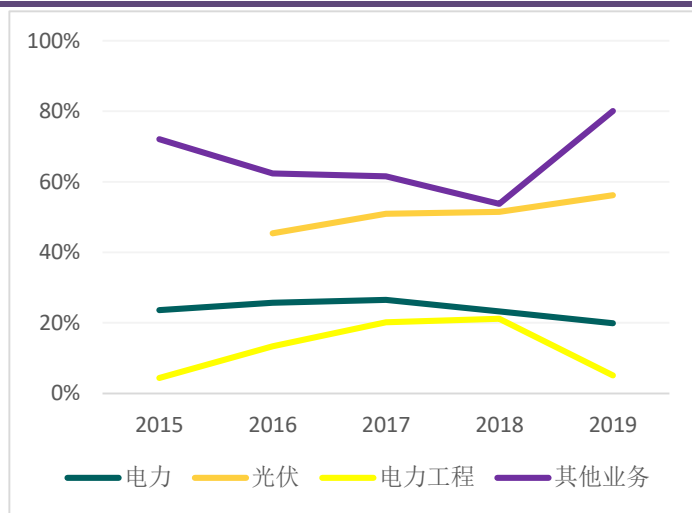
公司主营业务为发供电、光伏发电和电力工程设计安装，其中电力业务占公司营业收入的90%以上，营业收入基本稳定；电力销售毛利率由2018年的23.3%降至2019年的19.86%；光伏毛利率由2016年的45.4%增长至2019年的56.16%，毛利率不断提升；电力工程设计安装毛利率由2018年的21.19%降至2019年的5.11%，毛利率处于下滑状态。

图 4：公司营业收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，英大证券研究所

图 5：公司毛利率情况



数据来源：公司公告，英大证券研究所

二、受客观政策性调控和区域经济环境的影响，经营业绩存在下滑的风险

受客观政策性调控和区域经济环境的影响，2020上半年净利润较上年同期下降，主要原因：一是受电价政策性下调和疫情阶段性降费的影响，公司售电量同比增加14.30%，营业收入同比下降4.43%；二是受来水情况和环保政策影响，网内电厂发电出力不足，使得外购电量同比增加19.83%，致外购电成本同比增加11.21%。

（一）销售电价持续承压

国家政策多次下调大工业和一般工商业销售电价，清理取消部分规费项目，对公司经营业绩持续形成重大影响。2020年11月29日，川发改价格〔2020〕629号出台，四川电网销售电价又将迎来一次重大调整，涉及输配电价、目录销售电价、基本电价均有所降低。工商业及其他用电类别单一制各电压等级目录销售电价和输配电价每千瓦时降低0.0333元至0.0350元，工商业及其他用电类别两部制各电压等级目录销售电价和输配电价每千瓦时降低0.0372元至0.0422元，农业生产用电各电压等级目录销售电价每千瓦时降低0.0518元至0.0538元，基本电费计收单价变压器容量由26元降低为22元，最大需量由39元降低为33元。

图 6：四川省电网销售电价

附件2

四川电网目录销售电价表

用电分类		电度电价（元/千瓦时）					容（需）量电价	
		不满1千伏	1-10千伏	35-110千伏以内	110千伏	220千伏及以上	最大需量（元/千瓦）	变压器容量（元/千伏安）
		0.5464	0.5364	0.5364				
一、居民生活用电	合表							
	一户一表	月用电量180千瓦时及以下部分	0.5224	0.5124	0.5124			
		月用电量181至280千瓦时部分	0.6224	0.6124	0.6124			
		月用电量281千瓦时及以上部分	0.8224	0.8124	0.8124			
二、工商业及其他用电	单一制	0.6152	0.6022	0.5892				
	两部制		0.5402	0.5202	0.4982	0.4752	33	22
三、农业生产用电		0.5063	0.4973	0.4883				
其中：原贫困县农业排灌用电		0.2521	0.2421	0.2321				

注：1.上表所列价格，除原贫困县农业排灌用电外，均含农网还贷资金2分/千瓦时。核工业铀矿扩散厂和堆化工厂生产用电农网还贷资金按0.3分/千瓦时征收，用电价格在表列基础上降低1.7分/千瓦时；抗灾救灾用电免征农网还贷资金，用电价格在表列基础上降低2分/千瓦时。

2.上表所列价格均含重大水利工程建设基金0.196875分/千瓦时，原国家扶贫开发工作重点县农业排灌用电免征重大水利工程建设基金，用电价格在表列“原贫困县农业排灌用电”价格基础上降低0.196875分/千瓦时。

3.上表所列价格，除农业生产用电外，均含大中型水库移民后期扶持基金0.62分/千瓦时。

4.上表所列价格，除农业生产用电外，均含可再生能源电价附加，其中：居民生活用电按0.1分/千瓦时计征，其余用电按1.9分/千瓦时计征。汶川地震重灾区工商业及其他用电可再减收可再生能源电价附加征收标准1.8分/千瓦时执行，用电价格在表列基础上降低0.1分/千瓦时。

资料来源：四川省发展和改革委员会 英大证券研究所

凉发改资价[2019]482号、凉发改资价[2019]484号，从2019年4月1日起“一般工商业及其它用电”类别的目录销售电价、趸售工商业目录电价每千瓦时下调2.23分钱；从2019年7月1日起降低“一般工商业及其它用电”类别目录销售电价，不满1千伏、1-10千伏、35—110千伏以内各电压等级的降价标准分别为每千瓦时6.36分钱、6.23分钱、6.09分钱；从2019年7月1日起趸售工商业目录电价每千瓦时下调6.09分等；凉发改转川发改价格[2020]73号、川发改价格[2020]338号，从2020年2月1日至12月31日，降低除高耗能行业用户外的其他企业用户用电价格5%，实施支持性两部制电价政策。

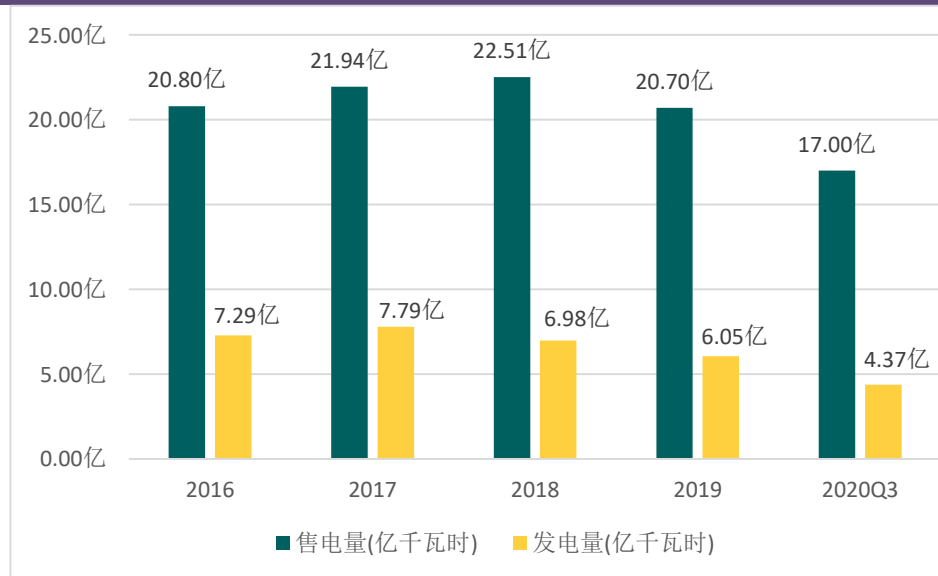
现根据四川省发展和改革委员会《关于延长阶段性用电价格支持政策有关事项的通知》（川发改价格【2020】338号）的文件精神，将川发改价格[2020]73号文件中“对除高耗能行业用户外的，现执行市场电网目录销售电价表中‘工商业及其他用电’（不含趸售）类别电价，以及四川电网未同价地区省属电网、地方电网目录销售电价表中‘一般工商业及其他用电、大工业用电、商业用电、非居民照明用电、非工业及普通工业用电’类别电价的电力用户（含参与市场交易用户），当月电费（含政府性基金及附加）统一按到户电

价水平的95%结算”政策执行时间延长至2020年12月31日，其他相关要求与措施仍按照川发改价格[2020]73号文件执行。

按延长阶段性电价政策调整电价后，经公司初步测算，考虑相关综合因素，本次电价调整延长期间预计将减少公司2020年度净利润约881万元；综合上次根据川发改价格[2020]73号文件的电价调整，累计将减少公司2020年度净利润约1511万元。

2020年上半年，公司完成售电量 86,067.52万千瓦时，比上年同期增加 15.34%，但受电价政策影响，实现营业收入 4.21亿元，比上年同期下降4.43%。

图 7：公司售电量及发电量情况



资料来源：公司公告 英大证券研究所

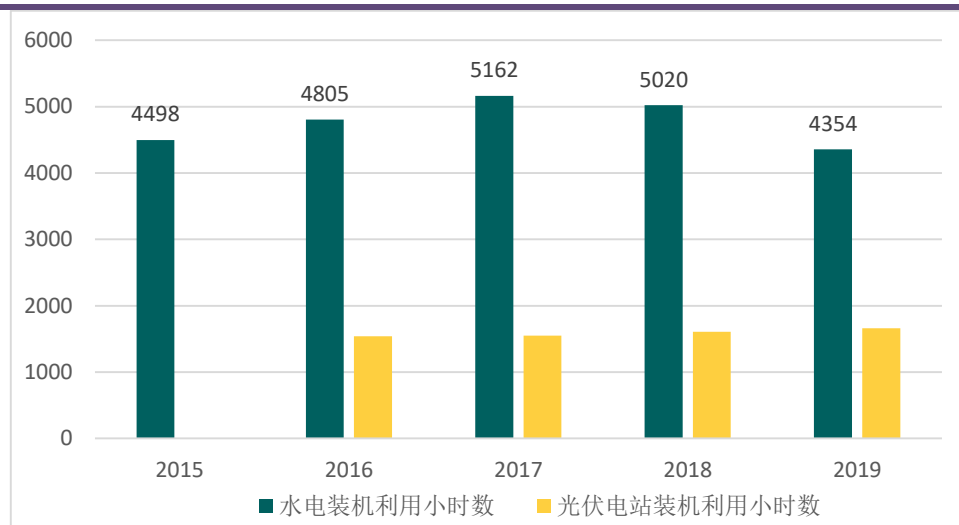
（二）受环保政策的影响，网内季节性负荷基本关停，其他用电负荷增量也远低于省内平均水平。

公司网内电源大部为调剂能力差的径流式水电站，受季节性来水的影响大，供电能力有限，且按国家环保新政要求，各水电站需按所处河流的十年平均流量的10%下放生态流量，各站发电量在枯水期（1-5月）将会受到较大影响。

（三）受下泄生态流量政策影响，网内自有及并网小水电发电出力不足，丰余枯缺矛盾更加严重，存在外购大网电量同比大幅上升，影响购电成本上升。

2019 年度，公司自有水电装机利用小时数4354，同比减少 666 小时，高于全国水电设备平均利用时间 628 小时；装机利用小时降低主要是国家政策对河流下放生态流量的要求及各厂站所属区域内河流径流量大幅减少，导致报告期水电机组出力降低所致。

图 8：装机利用小时数



资料来源：公司公告 英大证券研究所

表 1：售电情况

年份	2017	2018	2019
售电量（亿千瓦时）	21.94	23.15	21.35
水电（亿千瓦时）	21.33	22.5	20.7
光伏（亿千瓦时）	0.612	0.637	0.657
自发电量（亿千瓦时）	7.79	7.62	6.71
水电（亿千瓦时）	7.17	6.98	6.05
光伏（亿千瓦时）	0.619	0.644	0.664
外购电量（亿千瓦时）	15.3	17.06	16.34
水电上网电价（元/千瓦时）	0.231	0.237	0.261
光伏上网电价（元/千瓦时）	0.445	0.444	0.456
水电售电价（元/千瓦时）	0.385	0.379	0.404
光伏售电价（元/千瓦时）	0.772	0.730	0.775

资料来源：公司公告 英大证券研究所

三、加快固增水电站开发建设，提升公司核心竞争力

固增电站是公司在凉山州取得的水电开发权中装机最大的水电开发项目，电站装机容量17.2万千瓦，超过当前公司权益总装机容量14.52万千瓦，建成后公司权益总装机容量将翻番，是公司唯一具有年调节能力的自有电站。

当前正值固增电站项目建设的攻坚阶段，为保证工期顺利推进，公司将以自有资金同比例进行增资，同时全额认缴凉山工投放弃的2250万元资本金，本次公司合计认缴固增公司项目资本金11850.00万元。本次增资完成后，固增公司注册资本由22281.30万元增加至37281.30万元，公司所持固增公司股权比例由原64%变更为70.04%。

表 2：增资前后的股权结构

股东	木里县固增水电开发有限责任公司			
	增资前		增资后	
	认缴出资额	股权比例	认缴出资额	股权比例
四川西昌电力股份有限公司	1426.03 万元	64%	26110.3 万元	70.04%
木里县国有资产经营管理有限公司	4679.07 万元	21%	7829.07 万元	21%
凉山州国有工业投资发展集团有限责任公司	3342.20 万元	15%	3342.20 万元	8.96%

资料来源：公司公告 英大证券研究所

固增水电站位于四川省凉山州木里县境内的木里河干流上，电站装机容量17.2万千瓦。固增电站经济指标较为优良，工程概算投资21.6亿元，多年平均年发电量可达7.387亿千瓦时，经初步测算，静态回收期11.18至11.85年，资本金内部收益率11.58%-13.09%，年均净利润约8800万元，经济效益显著。同时固增电站上游的卡基娃水库和查马日东水库将增强固增电站的发电出力 and 调节能力，通过电量合理平衡能缓解公司电网丰余枯缺突出矛盾，为公司带来可观的经济收益。

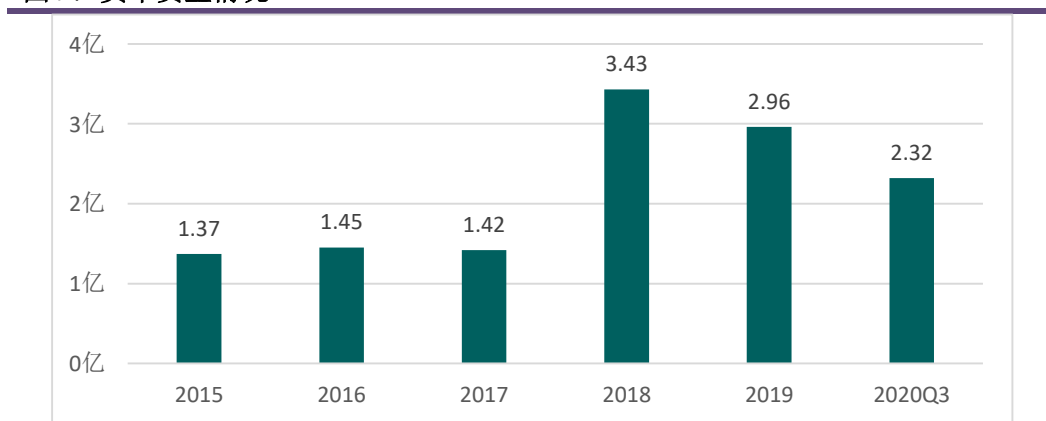
表 3：固增电站经济指标

电站装机容量	17.2 万千瓦
工程概算	216017.55 万元
平均年发电量	7.387 亿千瓦时
静态回收期	11.18 至 11.85 年
资本金内部收益率	11.58%-13.09%
年均净利润	约 8800 万元

资料来源：公司公告 英大证券研究所

公司以自有资金同比例进行认缴固增公司9600万资本金，同时全额认缴凉山工投放弃的2250万元资本金，本次增资合计认缴固增电站项目资本金11850万元。截至2020年9月30日，公司货币资金为2.32亿元，认缴固增公司项目资本金11850万元，将占用公司大量资金，随着固增公司项目建设的不断推进，后续持续的资金需求还要12亿元，对公司融资能力以及资金运用管理能力提出了更高要求，公司或将存在大规模资本支出而导致的财务风险。

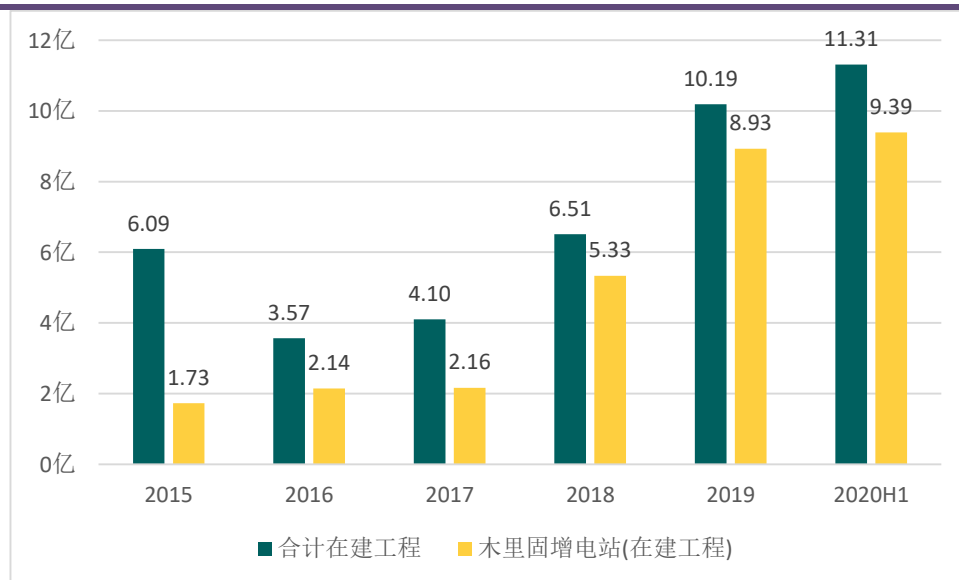
图 9：货币资金情况



资料来源：公司公告 英大证券研究所

截止2020年6月底，固增电站累计完成投资9.39亿元，占概算总投资的43.47%，工程全面进入主体施工阶段，首部枢纽按期完成一枯施工任务，并完成二期截流；引水隧洞完成开挖5524.3米，完成进度61%；调压井穹顶完成开挖支护，井身开挖支护进度30%；压力管道上下平洞全部贯通，斜井井身开挖完成25%；已完成水轮机层以下预埋件安装。

图 10：公司在建工程情况



资料来源：公司公告，英大证券研究所

四、风险分析

电力体制改革风险：电力体制改革目前已步入全面加速、纵深推进阶段，电力增量市场的竞争将日益激烈，公司经营发展面临新的挑战。

电源结构单一，发电能力受天气和水情影响较大：公司网内电源大部为调节能力差的径流式水电站，受季节性来水的影响大。

存在大规模资本支出而导致的财务风险：随着固增公司项目建设的不断推进，后续持续的资金需求还要12亿元，对公司融资能力以及资金运用管理能力提出了更高要求，公司或将存在大规模资本支出而导致的财务风险。

风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
