

文山电力 (600995)

重组草案落地，稀缺储能标的初现

买入 (维持)

2022 年 05 月 08 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,164	2,414	2,584	2,838
同比	15%	12%	7%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	16	116	84	101
同比	-86%	639%	-28%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.03	0.24	0.17	0.21
P/E (现价&最新股本摊薄)	385.06	52.11	72.47	59.83

投资要点

■ **事件:** 公司发布《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书 (草案)》，交易方案包括重大资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金三个部分。

■ **拟置入南网调峰调频公司，并募集配套资金 93 亿元:** (1) 重大资产置换: 置出上市公司原有资产 (作价 21.04 亿元)，注入南网调峰调频公司 100% 股权 (作价 156.90 亿元); (2) 向交易对方南方电网发行股份购买置入置出资产价格的差额部分 (135.86 亿元); (3) 向不超过 35 个特定投资者以非公开方式募集配套资金不超过 93 亿元用于建设梅蓄一期电站、阳蓄一期电站、南宁抽蓄电站、梅州五华电化学储能项目、佛山南海电化学储能项目以及补充流动资金。本次交易完成后，南方电网由间接控股变为直接控股股东，直接持股 62.56%，云南电网持股 4.4%，配套融资 93 亿元持股 23.08%，其他公众股东持股 9.96%。

■ **交易完成主营业务从发电电转变为抽水蓄能+储能业务:** 本次交易前公司主营为发电电业务，交易完成后，公司转变为抽水蓄能、调峰水电和电网侧独立储能业务的开发、投资、建设和运营。公司将新增: **1) 抽水蓄能电站:** 已全部投产运营的 5 座抽水蓄能电站，装机容量合计为 788 万千瓦; 在建抽水蓄能电站 2 座，装机容量合计 240 万千瓦，将于 2022 年内全部投产; 1 座已取得核准、当前处于工程建设筹建期的抽水蓄能电站，装机容量 120 万千瓦，预计于 2025 年建成投产; 此外，还有 11 座抽水蓄能电站进入前期工作阶段，总装机容量 1,260 万千瓦，将于“十四五”到“十六五”陆续建成投产。**2) 调峰水电站:** 2 座装机容量合计 192 万千瓦的可发挥调峰调频功能的水电站。**3) 电网侧独立储能:** 30MW/62MWh 的电网侧独立储能电站。2021 年公司实现备考后营业收入 48.65 亿元，备考归母净利润 10.49 亿元，毛利率 54.12%，合并资产负债率 56.25%。

■ **盈利预测与投资评级:** 若不考虑重组，我们维持预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.24/0.17/0.21 元/股，对应 PE 为 52 倍、72 倍、60 倍; 若考虑重组成功后，2021 年公司交易后备考归母净利润为 10.49 亿元，我们上调 2022 年备考净利润预计至 13 亿元 (从 11 亿元)，考虑到公司作为南网下面唯一抽水蓄能资产，给予 2022 年 30 倍 PE，对应目标市值 390 亿元，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 资产重组进度不及预期的风险; 政策风险; 调峰水电站所在流域的来水不确定性风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.68
一年最低/最高价	6.54/21.50
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	6,067.71
总市值(百万元)	6,067.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.67
资产负债率(% LF)	31.29
总股本(百万股)	478.53
流通 A 股(百万股)	478.53

相关研究

《文山电力(600995): 南网旗下唯一抽水蓄能上市+储能上市平台，稀缺性凸显》

2022-04-17

文山电力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	593	1,873	2,124	2,351	营业总收入	2,164	2,414	2,584	2,838
货币资金及交易性金融资产	197	1,468	1,687	1,821	营业成本(含金融类)	1,915	2,016	2,189	2,390
经营性应收款项	363	342	382	423	税金及附加	14	20	20	21
存货	17	14	16	18	销售费用	6	6	7	8
合同资产	0	0	0	0	管理费用	219	135	145	159
其他流动资产	16	48	39	89	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	2,603	2,607	2,606	2,641	财务费用	6	26	36	35
长期股权投资	75	55	13	23	加:其他收益	1	1	2	2
固定资产及使用权资产	2,149	2,324	2,413	2,445	投资净收益	25	34	32	36
在建工程	298	135	75	57	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	59	57	54	50	减值损失	8	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	38	246	221	263
其他非流动资产	21	36	51	66	营业外净收支	-2	-80	-93	-93
资产总计	3,196	4,480	4,730	4,992	利润总额	37	166	128	170
流动负债	821	888	1,054	1,215	减:所得税	21	49	44	69
短期借款及一年内到期的非流动负债	196	196	196	196	净利润	16	116	84	101
经营性应付款项	317	295	331	363	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	129	101	122	133	归属母公司净利润	16	116	84	101
其他流动负债	179	297	406	523	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.03	0.24	0.17	0.21
非流动负债	238	1,338	1,338	1,338	EBIT	19	236	224	261
长期借款	78	178	178	178	EBITDA	266	588	625	726
应付债券	0	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	11.49	16.50	15.30	15.80
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	0.73	4.82	3.24	3.57
其他非流动负债	157	157	157	157	收入增长率(%)	15.00	11.58	7.04	9.83
负债合计	1,059	2,226	2,392	2,553	归母净利润增长率(%)	-85.77	638.92	-28.09	21.12
归属母公司股东权益	2,137	2,254	2,338	2,439					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,137	2,254	2,338	2,439					
负债和股东权益	3,196	4,480	4,730	4,992					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	344	600	728	739	每股净资产(元)	4.47	4.71	4.88	5.10
投资活动现金流	-362	-402	-461	-558	最新发行在外股份(百万股)	479	479	479	479
筹资活动现金流	59	1,073	-47	-47	ROIC(%)	0.35	5.49	4.01	4.13
现金净增加额	41	1,271	219	134	ROE-摊薄(%)	0.74	5.17	3.58	4.16
折旧和摊销	246	351	401	465	资产负债率(%)	33.13	49.69	50.58	51.15
资本开支	-381	-441	-520	-568	P/E (现价&最新股本摊薄)	385.06	52.11	72.47	59.83
营运资本变动	97	-27	15	0	P/B (现价)	2.84	2.69	2.60	2.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

