

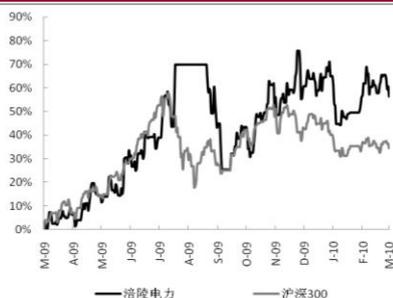


公用事业 - 电力生产与供应
Utilities - Electric Utilities

2010 年 3 月 26 日

市场数据		2010 年 3 月 25 日
当前价格(元)		9.66
52 周价格区间(元)		6.13
总市值(百万)		1545.60
流通市值(百万)		747.39
总股本(万股)		16000
流通股(万股)		7737
日均成交额(百万)		33
近一月换手(%)		89.23
Beta(2 年)		0.85
第一大股东	重庆川东电力集团有限	
公司网址	责任公司	www.flepc.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
涪陵电力	3.9	-2.7	56.4
沪深 300	-0.1	-5.7	34.5

相关报告

王昕 黎国栋(协助)
+86 755 83025696
ligd@jyq.cn

执业证书编号
王昕: S0370209020074

涪陵电力 (600452) 年报点评

—供电业务利润下滑, 增长还看非电业务

评级: 增持

盈利预测	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	582.24	638.06	691.79	836.74	944.26
增长率(%)		9.59	8.42	20.95	12.85
归属母公司股东的净利润(百万元)	31.05	26.19	2.12	34.03	55.40
增长率(%)		-15.68	-91.90	1504.91	62.78
每股收益-摊薄(元)	0.19	0.16	0.01	0.21	0.35
市盈率	50.84	60.38	966	45.41	27.90

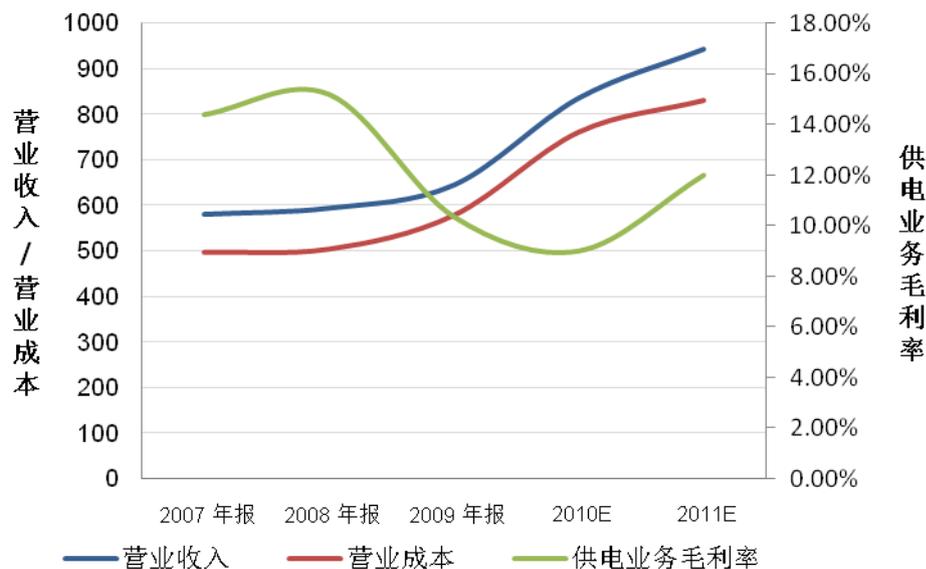
公司3月26日发布2009年年度报告, 全年共实现营业总收入6.92亿元, 同比增长8.42%; 归属上市公司股东的净利润212万元, 同比下降91.90%。基本每股收益为0.01元。本报告期利润分配预案为不分配、不转增。

- **主营供电业务保持平稳发展, 毛利率逐年降低。**2009 年度公司完成供电量 15.69 亿千瓦时、售电量 14.53 亿千瓦时, 较上一年度小幅上涨, 全年供电业务毛利率为 10.35%, 较 2008 年的 15.2% 有较大幅度的下滑, 导致公司业绩下滑, 加上计提已破产的重庆市涪陵金帝麻业股份有限公司坏账准备 1088 万元, 公司 2009 年净利润较 2008 年大幅下降 91.90%。按公司经营计划, 预计 2010 年度完成供电量 17.1 亿千瓦时, 售电量 15.6 亿千瓦时, 营业收入 83,674 万元。由于 2009 年底开始的西南旱情严重, 西南各省水电发电量都有较大幅度下降, 公司外购水电电量将下降, 相应地需要采购更高成本的火电电量, 公司供电业务的利润空间将被进一步挤压, 2010 年主营业务的盈利情况不容乐观。
- **参股重庆市蓬威石化有限责任公司的 PTA 项目投产将成为公司未来重要的利润增长点。**公司合计持有该公司 15% 的股权, 其中子公司重庆市耀涪投资有限责任公司出资额 2,994 万元, 持股比例 6.7%; 子公司重庆市光华科技有限责任公司出资额 3,947 万元, 持股比例 8.3%, 重庆市蓬威石化有限责任公司主要经营年产 60 万吨精对苯二甲酸 (PTA)。该公司投资的精对苯二甲酸 (PTA) 项目已于 2009 年 8 月建成投入生产运行, 2009 年未产生投资收益。该项目达到设计生产能力后, 按原计划预计将实现年销售收入 26.11 亿元, 净利润 2.84 亿元。目前国内 PTA 市场价格处于

高位，产品销售形势良好，该项目有望成为公司新的利润增长点。以公司 15%的股权比例计算，每年可得到 4261 万元的投资收益，折每股 0.266 元。

- **公司对东海证券有限责任公司长期股权投资收益未体现在本年度财务报表中。**公司持有东海证券有限责任公司 2,400 万股，持股比例为 1.44%。东海证券有限责任公司主要经营证券的代理买卖、自营买卖、承销、投资咨询等业务。报告期内，该公司经营良好，2009 年盈利 79760 万元，按公司股权比例计算可获得 1149 万元投资收益，折每股 0.072 元。由于公司按成本法核算，该项股权投资收益未能在本年度财务报表中体现。另外，东海证券有限责任公司的 IPO 工作已经开展多年，如果在 2010 年内成功实施 IPO 将给公司带来巨额的一次性收益，产生交易性机会。
- **公司实际控制人将变更为国家电网公司所属重庆市电力公司，存在资产重组预期。**2009 年 7 月，重庆电力与重庆市涪陵水利电力投资集团有限公司(以下简称“水投集团”)签订《关于重庆川东电力集团有限责任公司部分股权无偿划转协议》将水投集团持有的川东电力集团 57.56%股权中的 46.12%无偿划转给重庆电力持有管理。本次川东电力集团股权划转完毕后，重庆电力将成为川东电力集团的控股股东，通过川东电力集团对本公司行使与股份份额相对应的股东权利。截止 2009 年 12 月 31 日，上述 46.12%的股权的划转手续尚未完成。得到重庆电力的支持，公司可以购买大量的重庆电网电量补充网内电量不足，使得公司供、售电量保持稳定增长。另一方面，公司曾于 2009 年 8 月 12 日公告停牌拟实施重大资产重组，随后 2009 年 9 月 14 日公告复牌停止筹划重大资产重组事项。这说明公司实际控制人有较强的资产重组意向，但公司重组的条件与时机暂不成熟，因此可以期待重庆电力后续的资产重组行为。重庆市电力公司是国家电网公司下属大型供电公司，2009 年资产总额 371.34 亿元，售电量 389 亿千瓦时，营业收入 216.98 亿元。
- **投资建议：**预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.21 元、0.35 元，对应目前价格的动态市盈率为 45.41 倍和 27.90 倍，与电力板块整体估值相比偏高，但考虑到电网类上市公司的稀缺性及后续的重组预期，给予公司适当的溢价，给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**1) 气候变化因素。公司网内水力发电站均受制于气候变化因素的影响，发电出力存在丰枯季节的不均衡和不确定性，由于西南地区干旱，网内水力发电量有可能大幅减少，从而导致外购高成本电量大幅增加，公司经营业绩下降。2) 电煤价格因素。如有电煤价格上涨，下属水江发电公司为保证电网正常有序供电，不得不组织高价电煤发电运行，从而导致发电成本大幅增长，造成经营亏损。

图表 1 营业收入、营业成本、毛利率情况 单位：万元



图表 2 PTA 价格走势 单位：万元、元/股



图表 3 利润表预测 单位：万元、元/股

会计年度	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	58,223.50	63,806.10	69,179.49	83,674.00	94,426.11
减：营业成本	49,722.30	53,194.08	61,253.33	76,143.34	83,094.98
营业税金及附加	417.16	439.46	472.03	570.93	644.30
销售费用	87.67	110.72	31.92	100.41	113.31
管理费用	2,413.53	3,402.58	4,288.44	4,421.80	4,990.01
财务费用	1,997.51	3,792.75	2,268.68	3,522.68	3,975.34
资产减值损失	101.12	210.86	1,368.68	259.35	327.26

加：投资收益	6.04	428.66	741.29	5,202.45	5,202.45
二、营业利润	3,490.26	3,084.29	237.70	3,857.94	6,483.37
加：营业外收入	468.92	974.01	198.66	547.20	573.29
减：营业外支出	113.24	355.36	131.38	199.99	228.91
三、利润总额	3,845.94	3,702.94	304.98	4,205.14	6,827.75
减：所得税	760.41	1,062.08	67.71	777.95	1,263.13
四、净利润	3,085.53	2,640.86	237.27	3,427.19	5,564.61
少数股东权益	-19.96	22.35	25.21	23.78	24.49
五、EPS	0.19	0.16	0.01	0.21	0.35

资料来源：公司公告 金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.