

非电业务增长未如预期

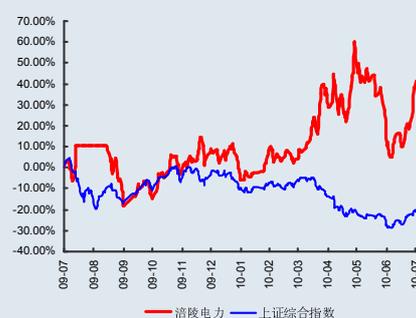
——涪陵电力（600452）2010半年报点评

- 涪陵电力7月28日发布2010年半年报。实现营业收入39677.83万元，同比增加17.32%；营业利润926.90万元，同比增加50.73%；净利润509.25万元，同比增加48.09%。
- 供电业务有所增长，材料销售和安装工程大幅增长
- 公司盈利能力有所下滑**，主要由于电网购电价上调、公司购电成本有所提高、趸购重庆电网电量增长、下属公司众高电力物资公司盈利能力下降。
- 当前公司外延扩张的空间已经不大**。公司预计2010年供电量售电量分别达到17.1亿千瓦时和15.6亿千瓦时，分别增长9.0%和7.4%，但绝对量仍然达不到2006年涪陵电铝未组建时的水平。2004年公司上市时，涪陵地区电网覆盖率已高达95%。随着公司上市以来的发展，公司电网覆盖率已经没有太多提高余地，公司外延扩张的空间不大。
- 非电业务增长未如预期**。2009年涪陵电力有多个投资项目投产：2009年7月8日南川100万吨新型干法水泥项目投入生产。2009年8月蓬威石化60万吨精对苯二甲酸（PTA）项目投产。道真桃源小河水电站项目于2009年6月22日建成发电。梅江电力正在推进梅江河车田电站建设工作。我们最初预期，2010年这些项目将全部贡献利润，其中蓬威石化PTA项目按当前价格计算可实现收入42亿元，按股权比例计算将给公司5000万元投资收益；南川水泥项目按当前价格计算可实现3亿元收入，按股权比例计算将给公司带来1600万元投资收益。因此预计今年非电业务贡献将有较大增长。但从今年上半年的业绩来看，南川水泥、蓬威石化和桃源水电均基本未能贡献收益，远远低于预期。
- 实际控制人变更扩展发展空间，重组前景值得期待**。随着重庆电力入主川东集团，涪陵电力成为重庆电力系统旗下唯一的上市公司，公司所拥有的融资平台必将受到重庆电力的重视。地方电网企业，各级、各类发电厂与大电网在电能交易中处于弱势地位，大电网在权力、地位、待遇上有明显优势。实际控制人变更后，公司背靠实力强大的国家电网，将获得更多的发展空间。
- 风险因素**：国内煤炭价格大幅上涨、非电业务业绩达不到预期、公司资产注入和重组事项具有不确定性
- 给与“中性”评级**。根据以上分析和预测，在不考虑重组和资产注入的前提下，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.07元、0.13元和0.27元，同比增长637.71%、74.78%和109.55%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在2.6元左右。涪陵电力当前价格13.07元，动态市盈率分别为177.17、101.37和48.37，估值偏高。我们给予涪陵电力中性评级。但建议密切关注公司可能的重组动向。

评级：中性

★★★★☆

1年以来涪陵电力相对表现



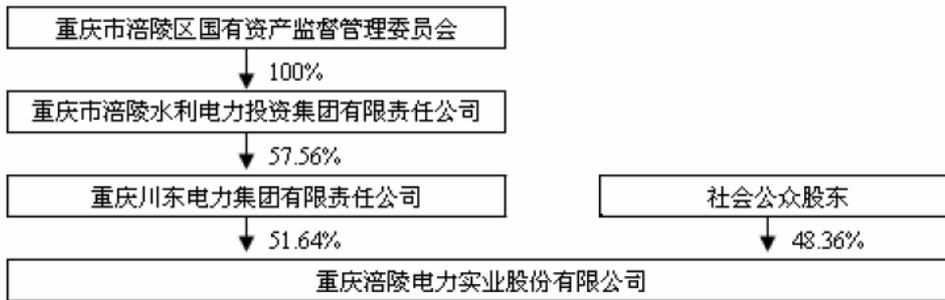
阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	99.7	426.62
涨跌(元)	2.6	0.01
涨跌幅(%)	24.8	0.1
行业涨跌幅(%)	8.42	-10.09
相对行业涨跌幅(%)	16.38	10.19
深成指数涨跌幅(%)	10.41	-8.7
相对大盘涨跌幅(%)	14.39	8.8

王泽军
 执业证书编号：S1490209080023
 010-58568297
 wangzejun@hrsec.com.cn

公司概况

-  涪陵电力于2004年3月3日起在上海证券交易所挂牌上市。重庆市涪陵水利电力投资集团为川东电力集团控股股东，从而间接构成对本公司的控制关系。重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会为本公司实际控制人。
-  公司是经营重庆涪陵地区区域性地方电网企业，主要经营输配电及供电业务即发电企业将生产出的电力经升压站升高电压并通过其输电线路并入公司电网，公司再将电能经高压输电线路输送到临近负荷中心的变电站并降低电压，再经由配电网输送到用户（包括县级的供电公司或最终用户）。

当前公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源：公司公告、华融证券

-  公司供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以110KV输电线路为骨干网架，以35KV、10KV配电线路为网络，变电总容量约745兆伏安，网内装机总容量约210兆瓦。公司的购电主要来自水电站，目前向公司供电的水电站主要位于重庆涪陵区及涪陵周边地区。

公司电网在重庆电网中的位置



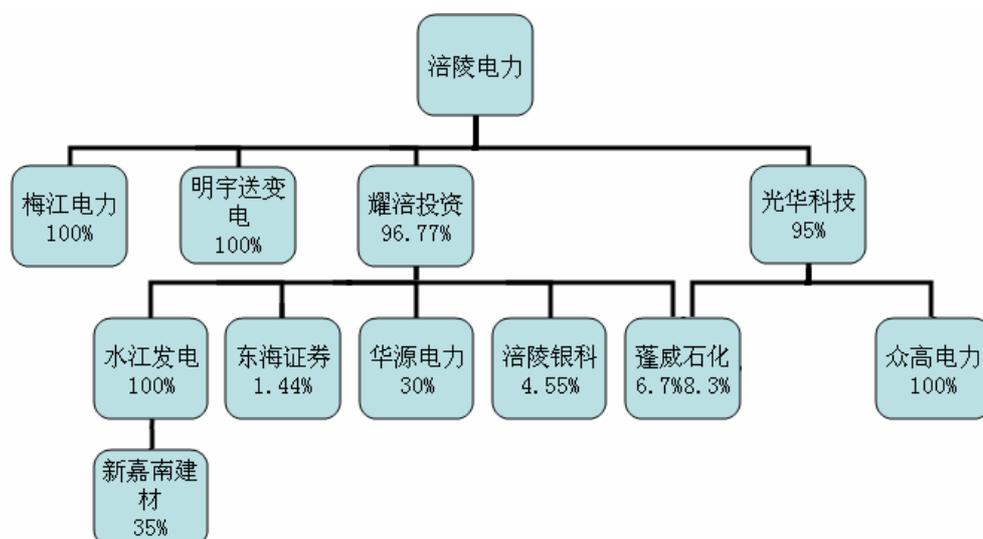
数据来源：wind、华融证券

涪陵在重庆1小时经济圈的位置



涪陵电力通过子公司实现多领域投资。公司拥有四家控股子公司，分别是重庆市耀涪投资有限责任公司、重庆市光华科技有限责任公司、道真仡佬族苗族自治县梅江电力开发有限公司和重庆市明宇送变电工程公司，并通过下属子公司投资电力、化工、水泥、证券等多个领域。（2009年8月，重庆市亚东集团变压器有限公司6.559%股权转让给重庆市电力公司，转让价格894.23万元。2009年11月20日，公司收购重庆市涪陵水利电力投资集团有限责任公司转让的重庆市明宇送变电工程公司100%的股权，转让价格1007.49万元，2010年1月5日完成工商变更登记手续。）

公司下属公司



数据来源：华融证券

2010年上半年利润大幅增长。

涪陵电力7月28日发布2010年半年报。实现营业收入39677.83万元，同比增加17.32%；营业利润926.90万元，同比增加50.73%；净利润509.25万元，同比增加48.09%。

涪陵电力利润比较表

	本期金额	上期金额	差额	增幅
一、营业总收入	3.97	3.38	0.59	17.32%
其中：营业收入	3.97	3.38	0.59	17.32%
二、营业总成本	3.87	3.32	0.55	16.71%
其中：营业成本	3.58	2.99	0.59	19.80%
营业税金及附加	0.03	0.03	0.00	7.50%
销售费用	-	0.00	-0.00	-100.00%
管理费用	0.21	0.17	0.04	23.69%
财务费用	0.06	0.15	-0.09	-58.26%
资产减值损失	-0.00	-0.01	0.01	-85.49%

投资收益（损失以“-”号填列）	-0.00	-0.00	0.00	-21.10%
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	0.09	0.06	0.03	50.73%
加：营业外收入	0.01	0.01	-0.00	-22.86%
减：营业外支出	0.00	0.01	-0.00	-28.86%
四、利润总额（亏损总额以“-”）	0.10	0.07	0.03	45.52%
减：所得税费用	0.05	0.03	0.01	42.79%
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	0.05	0.03	0.02	48.08%
归属于母公司所有者的净利润	0.05	0.03	0.02	47.80%
少数股东损益	0.00	-0.00	0.00	-129.24%
六、每股收益：				
（一）基本每股收益	0.03	0.02	0.01	50.00%
（二）稀释每股收益	0.03	0.02	0.01	50.00%

数据来源：公司公告、华融证券

供电业务有所增长，材料销售和安装工程大幅增长

- 上半年，公司完成供电总量75750.00万千瓦时，其中：火电电量20513.00万千瓦时，占购电总量的27.08%，同比减少10.15%；水电电量20503.00万千瓦时，占购电总量的27.07%，同比增长8.56%；趸购重庆电网电量34734.00万千瓦时，占购电总量45.85%，同比增长19.77%；
- 上半年，公司完成售电量68267万千瓦时；
- 上半年，公司完成电力材料销售收入2956.04万元，同比大幅增长35.64%。
- 电力安装工程收入3454.66万元，同比大幅增长75.45%。

涪陵电力各业务比较表

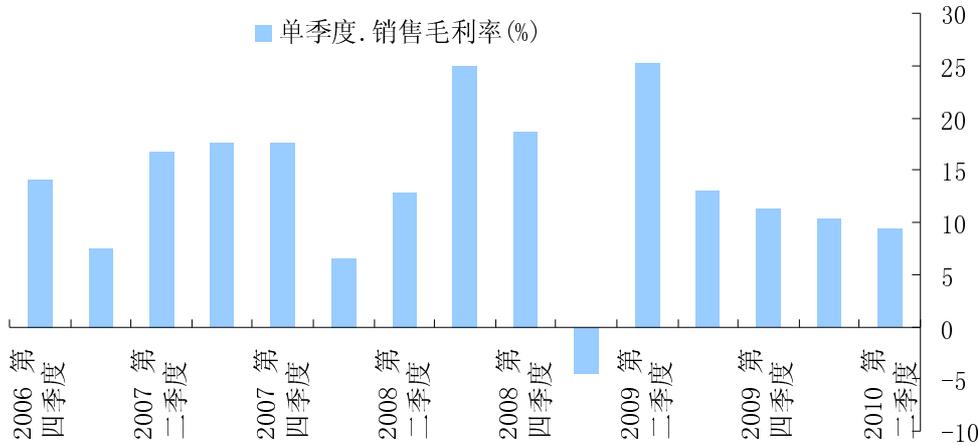
	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上 年同期增减(%)	营业成本比上 年同期增减(%)	营业利润率比上 年同期增减(%)
电力	326,739,980.68	303,499,053.23	7.11	9.66	14.03	减少3.56个百分点
电力材料销售	29,560,366.82	28,901,875.01	2.23	35.64	87.23	减少26.93个百分点
电力安装工程	32,146,622.27	25,299,527.45	21.3	75.45	48.36	增加14.37个百分点

数据来源：公司公告、华融证券

公司盈利能力有所下滑

- 电网购售电价上调，公司购电成本有所提高。**因2009年11月起国家对电网购售电价调整，引起报告期内公司购售电毛利率降低：11月20日，重庆市物价局下发通知，通知指出，重庆市境内燃煤机组（含热电联产机组，下同）上网电价每千瓦时上调0.4分钱。重庆市燃煤发电机组脱硫加价标准由每千瓦时1.5分钱调整为2.0分钱。重庆市境内新投产燃煤机组标杆上网电价调整为每千瓦时0.3683元；安装脱硫设施并经市环保局验收合格的机组，经市物价局确认后，上网电价在上述电价基础上每千瓦时加价2.0分钱。新投产燃煤机组进入商业运营后，上网电价一律按上述价格执行。

公司单季度销售毛利率



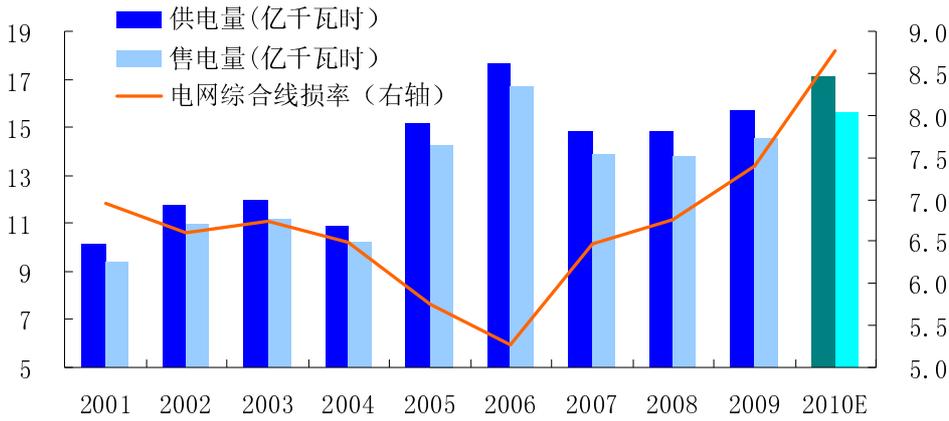
数据来源: wind、华融证券

- ✚ **趸购重庆电网电量增长。**当期趸购重庆电网电量增长的主要原因是重庆涪陵聚龙电力有限公司所属电厂与本公司解网,公司根据供电市场需要增加向重庆电网趸购电量。重庆电网多为火电,上网电价相对较高,拉低公司毛利率。
- ✚ **下属公司众高电力物资公司盈利能力下降。**由于电力材料销售市场竞争加剧,导致重庆市涪陵众高电力物资有限公司盈利能力降低。

当前公司外延扩张的空间已经不大。

- ✚ 公司预计2010年供电量售电量分别达到17.1亿千瓦时和15.6亿千瓦时,分别增长9.0%和7.4%,但绝对量仍然达不到2006年涪陵电铝未组建时的水平。
- ✚ 2004年公司上市时,涪陵地区电网覆盖率已高达95%。随着公司上市以来的发展,涪陵秋月门(大堤)110KV 变电站工程、涪陵城市电网建设与改造工程、涪陵李渡110KV变电站工程、新民35KV送电线路已建成投产运行,涪陵公园110KV变电站工程正处于建设阶段。公司电网覆盖率已经没有太多提高余地,公司外延扩张的空间不大。

公司历年发电量、售电量、线损率

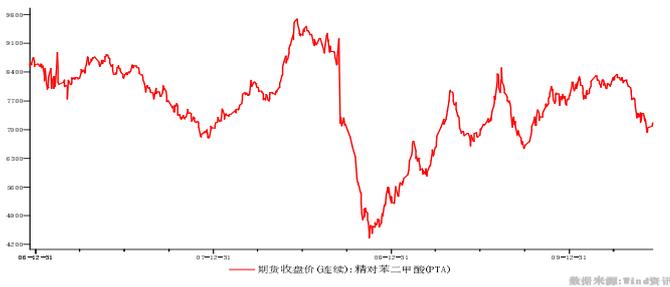


数据来源：华融证券

非电业务增长未如预期

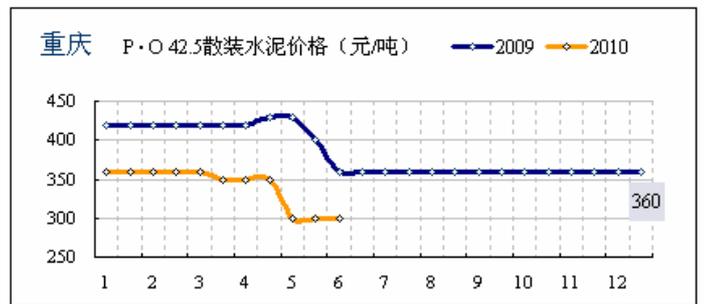
- 2009年涪陵电力有多个投资项目投产：2009年7月8日南川100万吨新型干法水泥项目投入生产。2009年8月蓬威石化60万吨精对苯二甲酸(PTA)项目投产。道真桃源小河水电站项目于2009年6月22日建成发电。梅江电力正在推进梅江河车田电站建设工作。
- 我们最初预期，2010年这些项目将全部贡献利润，其中蓬威石化PTA项目按当前价格计算可实现收入42亿元，按股权比例计算将给公司5000万元投资收益；南川水泥项目按当前价格计算可实现3亿元收入，按股权比例计算将给公司带来1600万元投资收益。因此预计今年非电业务贡献将有较大增长。
- 但从今年上半年的业绩来看，南川水泥、蓬威石化和桃源水电均基本未能贡献收益，远远低于预期。

精对苯二甲酸期货价格



数据来源：wind、数字水泥网、华融证券

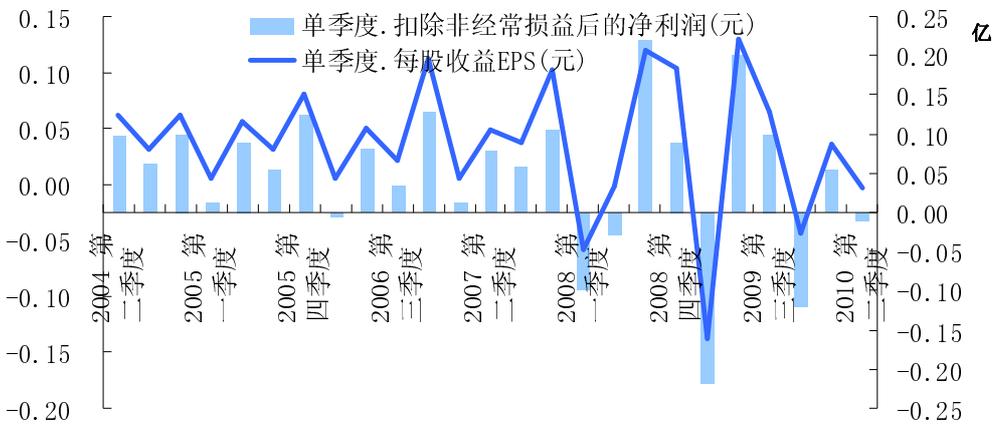
重庆散装水泥价格



实际控制人变更扩展发展空间，重组前景值得期待

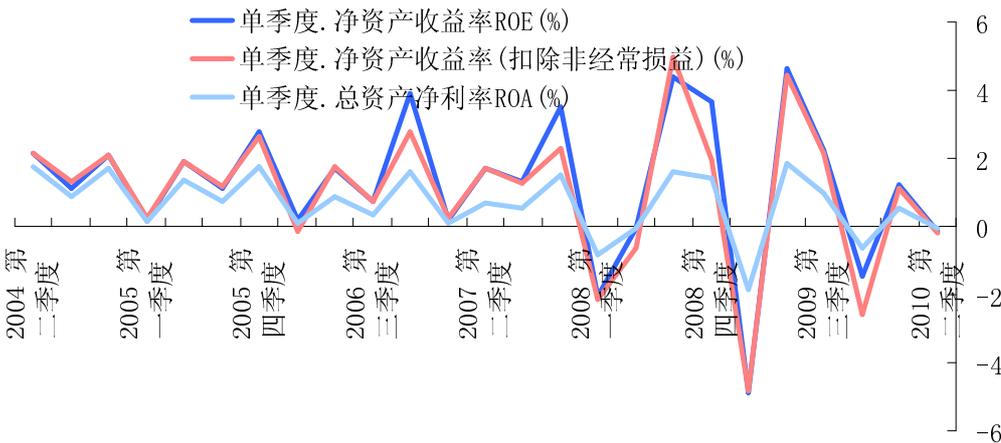
- 随着重庆电力入主川东集团，涪陵电力成为重庆电力系统旗下唯一的上市公司，公司所拥有的融资平台必将受到重庆电力的重视。
- 地方电网企业，各级、各类发电厂与大电网在电能交易中处于弱势地位，大电网在权力、地位、待遇上有明显优势。实际控制人变更后，公司背靠实力强大的国家电网，将获得更多的发展空间。

公司单季度每股收益和净利润



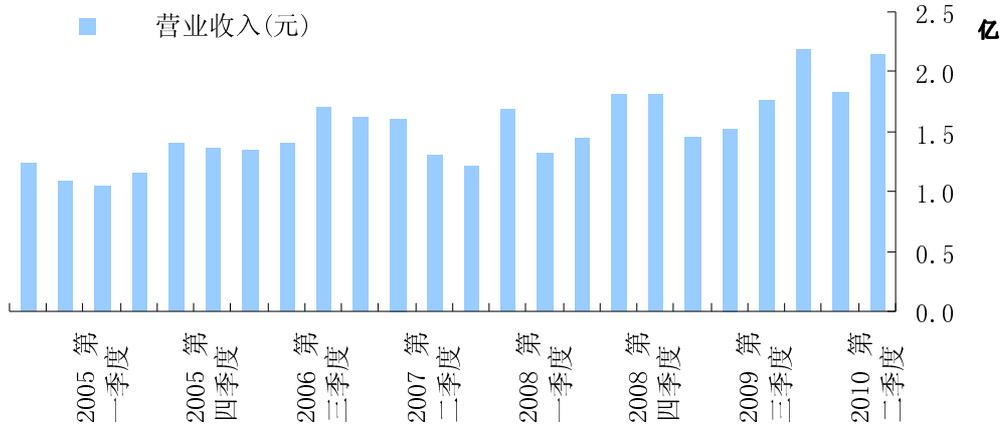
数据来源: wind、华融证券

公司单季度资产收益率



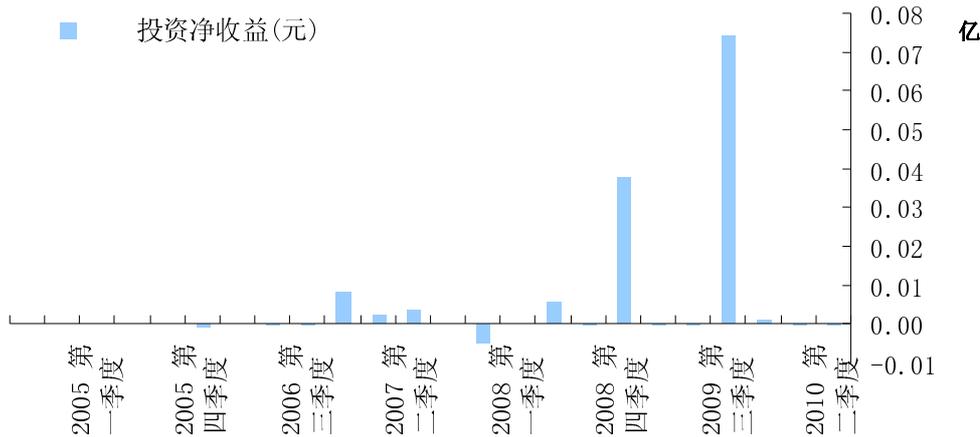
数据来源: wind、华融证券

公司单季度营业收入



数据来源：wind、华融证券

公司单季度投资收益



数据来源：wind、华融证券

风险因素：

- 国内煤炭价格大幅上涨
- 非电业务业绩达不到预期
- 公司资产注入和重组事项具有不确定性

给与“中性”评级

根据以上分析和预测，在不考虑重组和资产注入的前提下，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.07元、0.13元和0.27元，同比增长637.71%、74.78%和109.55%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在2.6元左右。涪陵电力当前价格13.07元，动态市盈率分别为177.17、101.37和48.37，估值偏高。我们给予涪陵电力中性评级。但建议密切关注公司可能的重组动向。

涪陵电力盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	63806.10	69179.49	74273.92	79473.09	85036.21
营业成本	53194.08	61253.33	66977.49	71665.91	76682.53
营业税金及附加	439.46	472.03	506.79	542.27	580.22
销售费用	110.72	31.92	34.27	36.67	39.24
管理费用	3402.58	4288.44	4604.24	4926.54	5271.40
财务费用	3792.75	2268.68	2435.75	2606.25	2788.69
利润总额	3702.94	304.98	1697.52	2966.99	6217.21
所得税	1062.08	67.71	376.87	658.72	1380.31
净利润	2640.86	237.27	1320.65	2308.28	4836.90
少数股东损益	22.35	25.21	140.32	245.26	513.92
归属于母公司所有者的净利润	2618.51	212.06	1180.33	2063.02	4322.98
每股收益	0.16	0.01	0.07	0.13	0.27

数据来源：华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100140）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn