

黔源电力（002039）：水情催生业绩爆发性增长

增持（维持）

公用事业/电力

当前股价：19.58 元

报告日期：2009 年 3 月 6 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	307	723	1,445	1,830
(+/-)	-2.05%	135.23%	100.00%	26.61%
营业利润	16	167	132	244
(+/-)	-134.76%	939.80%	-21.77%	84.03%
归属于母公司 的净利润	17	120	77	111
(+/-)	-148.54%	609.04%	-36.24%	45.29%
每股收益（元）	0.12	0.86	0.55	0.80
市盈率（倍）	163	22	35	24

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	14026/13153
流通市值（亿元）	14.42
每股净资产（元）	4.29
资产负债率（%）	95.08

股价表现（最近一年）



天相能源与基础设施组

联系人 天相煤炭电力组

021-58824282-820 yingqi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年，公司实现营业收入 7.24 亿元，同比增长 135.61%；营业利润 1.73 亿元，同比增长 961.63%；归属母公司所有者的净利润 1.20 亿元，同比增长 763.77%；摊薄 EPS 0.86 元；分配预案每 10 股派 1.5 元（含税）。
- 受益于水情较好，业绩爆发性增长。一方面，2008 年，公司电站所属流域水情较好，致使公司所属普定、引子渡、鱼塘电站总上网电量同比增长 19.33%至 17.75 亿千瓦时，并且在 2007 年 10 月和 2008 年 7 月两次共上调上网电价 0.019 元/千瓦时下，增加营业收入 0.86 亿元，增幅为 28.62%；另一方面，水情好提升了公司毛利率。2008 年，公司水电业务毛利率达到 67.83%，比 2007 年提高 11.51 个百分点。上述两方面因素直接推动了 2008 年公司业绩的爆发性增长。但是，由于水情主要取决于自然因素，不具有可控性，不确定性非常强，因此，我们认为 2008 年公司业绩的爆发性增长很难具有持续性。
- 北盘江电力公司成为新的业绩增长点。2008 年，公司控股 35%的北盘江电力公司所属光照电站四台 26 万机组陆续投产，我们测算大约增加公司上网电量 13.67 亿千瓦时，增加营业收入 3.36 亿元，占 2008 年全部营业收入的 46.41%。同时，光照电站实现归属母公司所有者的净利润 0.29 亿元，增厚 EPS 0.20 元，占全部归属母公司所有者的净利润的 23.29%。2009 年，受益于光照电站实际利用小时数提高和盈利能力更好的董菁电站部分机组投产，我们预计公司营业收入仍将保持快速增长。而 2008 年 11 月 7 日，公司董事会通过增资北盘江电力公司股份至 51%的议案，如果增资完成后，北盘江电力公司对公司利润的贡献将进一步提高。
- 降息对公司 2009 年净利润产生重大利好。2008 年，受加息和部分利息资本性支出转为经营性支出影响，公司财务费用同比增长 129.58%至 2.86 亿元。2009 年，随着利息资本化转为经营性支出进一步增加，我们预计公司财务费用将大幅增长。但另一方面，从 2008 年 9 月份开始，央行连续五次降息，共降低 1 年期贷款基准利率 2.16 个百分点，其他期限贷款利率作相应调整。而截止 2008 年底，公司短期借款和

长期借款分别为10.75亿元和87.66亿元，我们预计降息可以减少公司2009年利息支出1.12亿元，其中减少财务费用0.83亿元，减少资本化利息0.29亿元，增加归属母公司所有者的净利润0.498亿元，增厚EPS0.36元。

- **资产重组仍将是公司 2009 年主要关注点。**2008 年，公司两次资产重组未果，但考虑到实际控制人华电集团对公司的战略定位，我们认为华电集团放弃对公司资产重组的可能性较小，并且在央企重组日渐升温的情况下，我们认为 2009 年华电集团对公司重启资产重组的可能性较大。在重组方案方面，由于 2008 年公司定向增发失败，我们认为华电集团很可能考虑将乌江水电开发公司的资产直接注入上市公司。乌江公司已投产水电装机容量 314.5 万千瓦，在建及筹建装机容量 542 万千瓦。如果华电集团真的如我们所假设，在 2009 年将乌江公司直接注入上市公司，那么重组完成后，黔源电力的可控装机容量将增至 470.4 万千瓦，而在建及筹建装机容量增至 692.82 万千瓦。
- **估值与投资建议。**我们预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.55 元和 0.80 元，以 2009 年 3 月 5 日的收盘价 19.58 元计算，对应的 2009 年和 2010 年动态市盈率分别为 35 倍和 24 倍。考虑到公司良好的成长性和资产重组预期，我们暂时维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**1、短期股价回调风险较大；2、自然因素风险。

图表 黔源电力盈利预测（万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	31,369	30,724	72,274	144,549	183,013
营业收入增长率	-11.32%	-2.05%	135.23%	100.00%	26.61%
减：营业成本	22,573	14,342	23,215	65,770	77,781
毛利率	28.04%	53.32%	67.88%	54.50%	57.50%
营业税金及附加	449	560	1,062	2,110	2,672
资产减值损失	2,005	96	557	1,113	1,409
销售费用	0	0	0	0	0
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	1,738	2,075	2,775	5,782	7,321
管理费用率	5.54%	6.75%	3.84%	4.00%	4.00%
财务费用	10,367	12,474	28,639	57,530	70,460
财务费用率	33.05%	40.60%	39.63%	39.80%	38.50%
期间费用	12,106	14,549	31,414	63,312	77,781
期间费用率	38.59%	47.35%	43.47%	43.80%	42.50%
投资净收益	1,080	450	900	1,000	1,000
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	-4,684	1,628	16,928	13,243	24,371
营业利润率	-14.93%	5.30%	23.42%	9.16%	13.32%
加：营业外收入	34	544	597	1,194	1,512
减：营业外支出	37	414	765	1,529	1,936
其中：非流动资产处置净损失	0	0	0	0	0
三、利润总额	-4,687	1,758	16,760	12,908	23,946
减：所得税	-100	446	533	3,227	5,987
实际所得税率	2.14%	25.38%	3.18%	25.00%	25.00%
四、净利润	-4,587	1,312	16,227	9,681	17,960
净利润增长率	-195.07%	-128.60%	1136.84%	-40.34%	10.68%
归属母公司所有者的净利润	-3,500	1,699	12,047	7,681	11,160
母公司净利润增长率	-174.27%	-148.54%	609.04%	-36.24%	45.29%
净利率	-11.16%	5.53%	16.67%	5.31%	6.10%
少数股东权益	-1,086	-387	4,180	2,000	6,800
每股收益(全面摊薄/元)	-0.25	0.12	0.86	0.55	0.80
每股净资产(元/股)	3.60	3.65	4.29	4.68	4.82
净资产收益率(%)	-7.86	3.32	20.01	11.71	16.50

资料来源：公司公告、天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002