

公司快评

电力行业

电力生产

黔源电力 (002039)
回避

(下调评级)

2007年3月7日

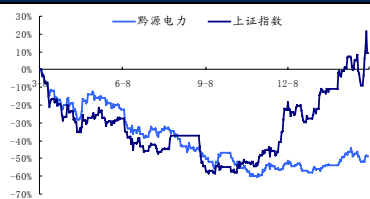
年报业绩回顾

电力行业首席分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

Email: xuyz@guosen.com.cn

前途光明、但道路曲折

近1年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(3月6日)

上证综合指数	2193
换手率(3个月)(%)	160
52周价格波动(元)	6.2 -19.58
总股本(百万股)	140
流通股(百万股)	123
息率(%)	0.7

资料来源: 国信证券经济研究所

- 08年收入增长135%, 归属于上市公司股东的净利润同比增长766%, 基本EPS和稀释EPS均为0.86元

08年营业收入7.2亿, 增幅1.35倍源于: 1、存量电站严重丰水, 同比发电量增长20%, 达到17.8亿千瓦时; 2、光照电站4台机组合计104万千瓦机组投产实现电量13.7亿, 因此公司合并口径电量达到31.4亿。

08年归属上市公司股东的净利润达到1.2亿, 增长7.7倍源于: 1、对水电而言, 增加电量带来的收入扣税后即为净利润, 再鉴于公司高负债低权益的特性, 额外的电量增加将带来净利润的大幅增厚, 不考虑08年新投产的光照电站公司存量电站08年同比07年增加电量近3亿千瓦时, 增加收入约7000万, 税后净利润6000万, 折EPS为0.43元, 07年同期的EPS为0.12元; 光照电站的4台机组分别在8月、10月、12月投产, 当年实现净利润8200万, 对公司的权益贡献约4200万, 折合EPS为0.30元。

- 08年水情极其特殊, 09年业绩预测难以类推!

根据以上分析, 发电量增长20%可直接带来净利润增长3.6倍, 反之亦然, 由于08年来水情况非常特殊, 很难据此类推以后年度的发电量。

- 光照电站当年投产即盈利也并非常态

光照电站是北盘江流域的龙头电站, 特点是度电成本高, 104万装机, 总投资高达69亿, 而设计年发电量仅27.5亿千瓦时, 折合年发电小时仅2644小时, 在下游电站投产前, 该电站在正常来水情况下必然亏损。而08年4台机组中2台在丰水期投产, 另2台在4季度投产, 该流域08年四季度来水也特别丰富且均匀, 因此当年实现3.4亿收入, 8200万净利润, 但09年正常来水下, 即便考虑董菁电站2台22台机组的投产, 北盘江公司依然会发生亏损。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

- **流域开发的长期成长前景良好、华电集团的资产注入值得期待**

公司是典型的流域滚动开发的水电公司，所谓流域滚动开发指的是先期投入少量资本金，撬动个别电站的建设，通过这些电站陆续投产带来的现金流再投入到该流域其他电站的资本金中，流域滚动开发建设期往往较长，先期往往难有很好的利润，但运营若干年后，随着负债率的下降利润会逐步提升。公司控股的北盘江公司陆续在 2008-2011 年之间投产，到 2011 年底公司权益装机将达到 174 万千瓦，而 08 年年底仅 98 万千瓦，且公司直接第一大股东为华电乌江水电，实际控制股东为华电集团，华电集团已将公司定位为华电在西部的水电开发平台，虽然前期定向增发被否，但华电做强做大黔源电力的目标还在，公司后续外延式增长空间相当大。

- **前景光明，但道路曲折，目前股价严重高估，下调评级为“回避”**

我们测算正常水情下公司 09 年/10 年 EPS 分别为 0.15 元/0.44 元，当前每股净资产 4.3 元，目前股价 17 元，PE 或 PB 估值均严重高估，建议回避。

敬请参阅：

1、《黔源电力调研报告：对乌江水电定向增发有利于公司长期发展》2008 年 11 月 11 日，评级中性

2、《黔源电力公司快评：高负债经营的小水电公司，显著受惠于降息》2008 年 11 月 28 日，评级上调为谨慎推荐。

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E
现金及现金等价物	375	375	375	营业收入	723	1112	1334
应收款项	129	198	238	营业成本	232	433	583
存货净额	0	0	0	营业税金及附加	11	17	21
其他流动资产	0	0	0	销售费用	0	0	0
流动资产合计	504	573	613	管理费用	28	43	51
固定资产	11670	11302	10858	财务费用	286	591	591
无形资产及其他	10	9	9	投资收益	9	0	0
投资性房地产	4	4	4	资产减值公允价值变动	(6)	0	0
长期股权投资	35	35	35	其他收入	0	0	0
资产总计	12223	11925	11520	营业利润	169	28	87
短借交易性金融负债	1125	1641	1155	营业外净收支	(2)	0	0
应付款项	833	5	10	利润总额	168	28	87
其他流动负债	110	113	199	所得税费用	5	0	3
流动负债合计	2067	1759	1365	少数股东损益	42	7	22
长期借款及应付债券	8766	8766	8766	归属于母公司净利润	120	21	62
其他长期负债	22	40	58				
长期负债合计	8788	8806	8825	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E
负债合计	10856	10566	10189	净利润	120	21	62
少数股东权益	766	747	688	资产减值准备	5	(6)	0
股东权益	601	612	643	折旧摊销	154	373	445
负债和股东权益总计	12223	11925	11520	公允价值变动损失	6	0	0
				财务费用	286	591	591
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	营运资本变动	876	(881)	70
每股收益	0.86	0.15	0.44	其它	(119)	(13)	(60)
每股红利	3.21	0.07	0.22	经营活动现金流	1041	(506)	517
每股净资产	4.29	4.36	4.58	资本开支	(9676)	0	0
ROIC	7%	5%	6%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	20%	3%	10%	投资活动现金流	(9337)	0	0
毛利率	68%	61%	56%	权益性融资	80	0	0
EBIT Margin	63%	56%	51%	负债净变化	7210	0	0
EBITDA Margin	84%	89%	84%	支付股利、利息	(451)	(10)	(31)
收入增长	135%	54%	20%	其它融资现金流	(4983)	516	(486)
净利润增长率	609%	--	199%	融资活动现金流	8615	506	(517)
资产负债率	95%	95%	94%	现金净变动	320	0	0
息率	18.2%	0.4%	1.3%	货币资金的期初余额	55	375	375
P/E	20.5	119.2	39.9	货币资金的期末余额	375	375	375
P/B	4.1	4.0	3.8	企业自由现金流	(8200)	111	1166
EV/EBITDA	22.0	13.1	11.3	权益自由现金流	(5974)	36	112

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。