

上市公司动态报告

电力

来水丰富利润大增

08 年来水丰富导致利润大增

实现营业利润 16,926.22 万元,比上年同期增长 939.71%;实现归属于母公司的净利润 12,046.19 万元,同比增加 765.92%。营业利润和净利润实现高速增长的主要原因是:来水较好,水电电量大幅增加;同时光照电站投产发电,实现净利润 8,199.61 万元。

董箐水电站 2009 年、2010 年分别投产两台机组

董箐水电站装机 88 万千瓦,设计年发电量 30.26 亿千瓦时,该电站总投资 64.49 亿元,截至 2008 年末,累计完成投资 33.55 亿元。目前正进行大坝、厂房、溢洪道、引水系统开挖等工程,预计 2009 年可实现两台 22 万千瓦机组投产,2009 年计划投资 17.5 亿元,2010 年全部建成投产;

公司项目储备充裕

公司目前装机容量为 155.9 万千瓦,在建、规划的北盘江流域大型水电站和芙蓉江流域中小型水电站装机逾 150 万千瓦,后续项目全部建成后,可控装机容量将超过 300 万千瓦。

黔源电力中性评级

对黔源电力的估值,由于 2008 年来水丰沛且均匀,除鱼塘电站外,公司所属各电站发电量均达到历史最高水平,全年业绩高速增长,但 2008 年属特例情况,我们认为黔源电力 2009 年的 22.53 倍 PE 是合适的,目标价位 16 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入(百万)	723	1100	1320	1386
主营收入增长率	135%	13.84%	20%	5%
净利润(百万)	120	100	120	132
净利润增长率	609%	-16.98%	20%	10%
EPS(元)	0.86	0.71	0.86	0.94
P/E	22.80	27.57	22.76	20.83

黔源电力(002039)

调低

中性

殷亦峰

yinyifeng@csc.com.cn

010-85130977

分析日期: 2009 年 03 月 06 日

当前股价: 19.58 元

目标价格 6 个月: 16.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.1/23.2	54.4/44.4	23.9/73.0
12 月最高/最低价(元)		19.58/6.20
总股本(万股)		14,026
流通 A 股(万股)		12,341
总市值(亿元)		27.46
流通市值(亿元)		24.16
近 3 月日均成交量(万)		251
主要股东		
中国华电集团公司		13.30%

股价表现



相关研究报告

来水异常丰富导致利润大幅增加

公司 2008 年来水多且均匀，各电站发电量均大幅增加，特别是十一月份三岔河流域来水异常，同比十一月份的多年平均来水约多了 300%，导致普定、引子渡电站发电量增加。

普定、引子渡、鱼塘电站总上网电量同比增加 19.33%，光照电站 2008 年实现四台机组投产，完成上网电量 314,278.99 万千瓦时，比去年同期增加 165,462.59 万千瓦时，增幅 111.19%。

从 2007 年 10 月 15 日及 2008 年 7 月 1 日起，省物价局先后上调了水电站上网电价，水电电价分别提高 0.013 元/千瓦时及 0.006 元/千瓦时，电价提高使收入增加。光照电站 2008 年四台机组投产增加销售收入 33,645.89 万元；公司实现营业总收入 72,275.01 万元，比上年同期增加 41,550.59 万元，增幅 135.24%。

实现营业利润 16,926.22 万元，比上年同期增长 939.71%；实现归属于母公司的净利润 12,046.19 万元，同比增加 765.92%。营业利润和净利润实现高速增长的主要原因是：来水较好，水电电量大幅增加；同时光照电站投产发电，实现净利润 8,199.61 万元。

贵州黔源引子渡发电有限责任公司，成立于 2001 年 9 月，注册资本 3.2 亿元，公司控股 95%，主要负责引子渡水电站的组织建设及生产运营。引子渡水电站装机 3X12 万千瓦，三台机组分别于 2003 年 5 月、8 月、12 月投产发电，设计多年平均发电量约 9.7 亿千瓦时。2008 年度实现主营业务收入 24,259.59 万元、营业利润 8,602.72 万元、净利润 7,962.81 万元。

2003 年 8 月 8 日，贵州引子渡发电有限责任公司与贵州亚源工贸有限公司共同出资发起设立贵州北源发电有限责任公司，注册资本 600 万元。其中引子渡公司以现金出资 306 万元，占注册资本的 51%。贵州北源电力股份有限公司 2008 年增加注册资本 7,000 万元，其他股东放弃增资权，由引子渡公司单方增资 7,000 万元，引子渡公司原持有北源电力公司 41% 的股权，本次增资后引子渡公司持有北源电力公司 75.5% 的股权。

公司主要进行芙蓉江流域鱼塘、清溪、沙阡、石门坎等中型水电站的开发建设。其中，鱼塘水电站装机 2X3.75 万千瓦，两台机组已分别于 2005 年 10 月、2006 年 2 月投产发电，设计多年平均发电量约 3 亿千瓦时；清溪水电站装机 2X1.4 万千瓦，设计年发电量为 0.967 亿千瓦时，总投资 2.01 亿元，截至 2008 年末，累计完成投资 1.74 亿元。预计 2009 年可实现两台 1.4 万千瓦机组全部投产发电。2008 年度实现主营业务收入 4,865.59 万元、营业利润-1,950.67 万元、净利润亏损 1,954.67 万元。

水电前景广阔

国家提倡大力推进能源结构战略性调整，加快转变能源发展方式。着力推动科技创新，积极开发水电、风电、太阳能等清洁能源、可再生能源。这为水电企业提供了广阔的发展空间；国家拉动经济增长的政策措施正在落实，效果已开始显现，电力需求正逐步恢复。即使在供过于求的市场环境下，水电也因其上网电价低、符合国家清洁能源优先调度原则而具有较强的市场竞争力，受市场供需形势的影响较弱；央行在四个月内连续 5

次宣布降息，为水电企业降低财务费用、增强盈利能力创造了优越条件。

目前，国家制定了一系列“保增长、扩内需”的调控措施，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，全面实施增值税转型改革，加大金融支持力度，这些都将进一步降低公司税负，缓解财务成本压力，为公司经营和盈利能力的持续性、稳定性提供了一定保障。

根据中国电力企业联合会 2009 年 2 月 4 日发布的《全国电力工业生产简况》，预计 2009 年电力需求将放缓，2009 年一季度，甚至二季度，将是电力需求增长最困难的时期，可能出现持续下降的局面，而下半年的电力需求有望出现回升，全年电力需求有望呈现“前低后高”的态势。

上半年需求放缓，是考虑到经济危机对全社会的影响，尤其对制造业的冲击还没有完全释放出来，因此在今年上半年可能会达到低谷。用电放缓，不是说电力需求总量会下降，而是说增幅回落，增幅的同比下降。预计 09 年中国全年发电量会增长达 5%，而总体将维持供需平衡的状态，可能在局部地区、局部阶段会出现供大于求的状态。

2008 年，贵州电网遭受了年初雪凝灾害和年末金融危机，经历了迎峰度夏、奥运保供电、经营形势严峻等重大考验。全年完成售电量 899.8 亿千瓦时，同比增长 3%，其中省外售电 342 亿千瓦时，同比增长 11%，向广东送电 320 亿千瓦时，同比增长 16%；省内售电 553 亿千瓦时，同比降低 1.47%。按照南方电网公司的要求，2009 年要确保售电量 5% 的增长，以保全国经济 8% 的增长。根据贵州电网公司相关资料，预计今年贵州可完成售电量 1027 亿千瓦时，增幅为 14.2%，但省内售电量预计只有 550 亿千瓦时，几乎没有增长。

水电是清洁能源，水电行业是国家倡导发展的产业。为贯彻执行国家节能减排政策，电力调度实施结构调整，积极推行节能调度、清洁调度，优先调度水电等清洁能源。在 2008 年电力需求急剧下滑的形势下，火电机组利用小时大幅降低，而水电机组利用小时却有所上升。公司自所属水城发电厂 2007 年关停后，已成为纯水电生产企业公司具有一定的市场优势。

公司目前装机容量为 155.9 万千瓦，在建、规划的北盘江流域大型水电站和芙蓉江流域中小型水电站装机逾 150 万千瓦，后续项目全部建成后，可控装机容量将超过 300 万千瓦。

公司当前存在的主要矛盾是资产负债率高、资金压力大，过小的资产规模难以支撑过大的后续发展项目投入。必须加大资金筹措力度，充分利用资本市场融资平台，拓宽与金融机构的合作领域，进一步优化股权结构，改善债务结构，降低融资成本。

北盘江流域干流优质水电资源

贵州北盘江电力股份有限公司，成立于 2004 年 4 月，公司控股 47.14%，主要负责开发、经营贵州北盘江流域干流的光照、董箐、马马崖等水电站。

北盘江公司是由七家法人股东共同发起设立的股份有限公司，注册资本 1 亿元人民币，贵州黔源电力股份有限公司 35%；贵州金元集团股份有限公司 31%；广东省粤电集团有限公司 18%；黔西南州工业投资有限责

任公司 6%；中国水电顾问集团贵阳勘测设计研究院 5%；六盘水市江源电力有限公司 2.5%；安顺市国有资产管理集团有限公司 2.5%。

随着北盘江流域光照、董箐、马马崖电站的建设进展，对资本金的需求量越来越大，所需银行贷款也越来越多。为保障后续工程项目的资金需求，根据项目工程总体规划和要求，经北盘江公司各股东方沟通协商，拟将北盘江公司资本金增至 16 亿元。

因北盘江公司部份股东提出放弃增资，其余股东拟采取不同比例增资的方式完成本次增资。其中，贵州黔源电力股份有限公司此次将增资 4.46 亿元。此外，安顺市国有资产管理集团有限公司拟将其持有的 2,000 万股北盘江公司股份转让给公司。上述不同比例增资、股权转让实施后，本公司将持有北盘江公司 8.16 亿股股份，占北盘江公司总股本的 51%，北盘江公司注册资金将变为 16 亿元。

北盘江公司股权结构变更为：黔源电力持有 81,600 万股，占北盘江公司总股本的 51%；广东省粤电集团有限公司持有 36,800 万股，占北盘江公司总股本的 23%；贵州金元集团股份有限公司持有 24,800 万股，占北盘江公司总股本的 15.5%；中国水电顾问集团贵阳勘测设计研究院持有 8,000 万股，占北盘江公司总股本的 5%；黔西南州工业投资有限责任公司持有 4,800 万股，占北盘江公司总股本的 3%；六盘水市江源电力有限公司持有 4,000 万股，占北盘江公司总股本的 2.5%。

本次增资后，缓解了北盘江公司的资金压力，能有效保障北盘江流域水电项目的顺利进行和后续银行贷款的按期筹措。这既是推进北盘江公司建设的需要，也是保障本公司可持续发展的需要。可壮大黔源电力的资产规模，促进黔源电力做大做强。截至目前，公司已到位资本金为 59,300 万元，占北盘江公司总股本的 47.17%。

北盘江公司主要负责开发北盘江干流光照、董箐、马马崖三个大型水电站，设计总装机容量 252 万千瓦，计划总投资约 163 亿元，近几年内将陆续建成投产。

光照电站装机 104 万千瓦，已于 2008 年建成投产；董箐电站装机 88 万千瓦，已于 2006 年 11 月 15 日实现大江截流，计划 2009 年实现两台机组投产；马马崖（一级）电站装机 54 万千瓦，目前正在做前期准备工作，计划 2010 年实现首台机组投产。2008 年度实现主营业务收入 33,645.89 万元、营业利润 8,200.94 万元、净利润 8,199.61 万元。

光照水电站设计年发电量 27.54 亿千瓦时，是北盘江流域开发的龙头电站，该电站已于 2008 年 8 月、10 月、12 月 18 日分别投产四台 26 万千瓦机组，成功实现“一年四投”。该电站总投资 69 亿元，截至 2008 年末，累计完成投资 58.96 亿元。

董箐水电站装机 88 万千瓦，设计年发电量 30.26 亿千瓦时，该电站总投资 64.49 亿元，截至 2008 年末，累计完成投资 33.55 亿元。目前正进行大坝、厂房、溢洪道、引水系统开挖等工程，预计 2009 年可实现两台 22 万千瓦机组投产，2009 年计划投资 17.5 亿元，2010 年全部建成投产；

马马崖水电站装机 60 万千瓦，设计年发电量 18 亿千瓦时，目前进场公路已修建完毕，正在做前期工作。马马崖（一级）水电站装机 54 万千瓦，目前正在进行“三通一平”的前期施工准备。该电站预计总投资 30.12 亿元，截至 2008 年末，累计完成投资 1.46 亿元。2009 年计划投资 1.5 亿元。

盈利预测

目前公司业务为单一的水电生产，根据《贵州省物价局关于提高贵州电网电价的通知》（黔价格〔2008〕134号）文件精神，自2008年7月1日起，贵州省水电上网电价每千瓦时提高0.006元/千瓦时。公司所属引子渡水电站上网电价由每千瓦时0.2464元调整为0.2524元；普定水电站上网电价由每千瓦时0.2614元调整为0.2674元；鱼塘水电站上网电价由每千瓦时0.2414元调整为0.2474元。

公司将依托“西电东送”、“黔电送粤”的历史机遇，近几年，公司控股开发的北盘江光照、董箐、马马崖等大型水电站和芙蓉江流域清溪、沙阡等中小型水电站将陆续建成投产，届时公司可控装机容量将超过300万千瓦。随着新电站的不断投产，公司发展规模、经济实力和抗风险能力都将逐步增强。

贵州黔源电力股份有限公司2002年7月被确认为“西部大开发”国家鼓励类产业企业，从2002年至2010年期间，享受减按15%的税率征收企业所得税。

贵州黔源引子渡发电有限责任公司除符合国务院发〔2000〕33号《关于实施西部大开发若干政策的通知》和国务院办公厅国办发〔2001〕73号《国务院办公厅转发国务院西部开发办关于西部大开发若干政策措施意见的通知》中关于“对设在西部地区国家鼓励类的内资企业和外商投资企业，在2001年至2010年期间，减按15%的税率征收企业所得税”的规定外，还符合“对设在西部地区新办交通、电力、水利、邮政、广播电视企业，给予减免企业所得税的优惠政策。其中：内资企业自生产经营之日起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年减半征收企业所得税”的精神。2004年初已办理完相关西部税收优惠政策的资格认定，从2004年起享受“免二减三”的税收优惠。

贵州北源电力股份有限公司从2006年开始享受“西部大开发”企业所得税“免二减三”税收优惠政策，即：免征2006年-2007年企业所得税；2008年-2010年按15%的税率计算出应纳税所得额后减半征收企业所得税。

假设2009年北盘江董箐电站投产2×220 MW、芙蓉江清溪电站投产2×14 MW投产，完成发电量48.3亿千瓦时，其中普定电站3.2亿千瓦时，引子渡电站9.2亿千瓦时，鱼塘电站2.7亿千瓦时，光照电站24亿千瓦时，董箐电站9亿千瓦时，清溪电站0.2亿千瓦时。董箐电站、清溪电站上网电价分别按照0.288元/千瓦时和0.2474元/千瓦时测算。

表1：黔源电力预测表

单位：万元

项目	2008	2009	2010	2011
营业收入	72275.01	110000	132000	138600
营业收入增长率	135.24%	13.84%	20%	5%
净利润	12046.19	10000	12000	13200
净利润增长率	609.00%	-16.98%	20%	10%
EPS（元）	0.8589	0.71	0.86	0.94
P/E	22.79	27.57	22.76	20.83

估值

对黔源电力的估值，由于 2008 年来水丰沛且均匀，除鱼塘电站外，公司所属各电站发电量均达到历史最高水平，全年业绩高速增长，但 2008 年属特例情况，我们认为黔源电力 2009 年的 22.53 倍 PE 是合适的，目标价位 16 元。

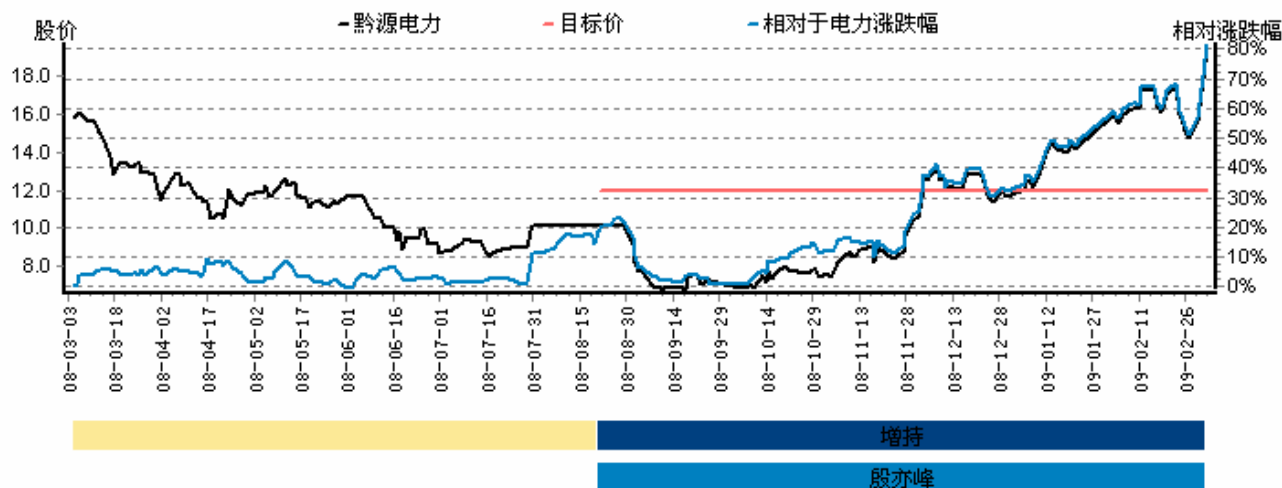
我们建议是中性评级。

风险分析

水电企业的经营业绩与自然气候密切相关，水电站能否正常发电并充分发挥设备能力，客观上受制于河流的流量、气候和雨量的变化。

由于气候、流域降雨量具有不可控性，有丰水年和枯水年的区分，从而对公司水电站年度发电量的波动产生不利影响。枯水气候可能会造成公司经营业绩急剧下滑，来水过多形成洪水，又会对水电站的安全运行产生严重影响，预测值与实际情况常常出现差异，投资者应注意风险。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

殷亦峰于 1998 年 02 月开始关注和研究电力行业。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010