

旱情拖累业绩，下半年仍值得期待

——黔源电力 2010 年半年报点评

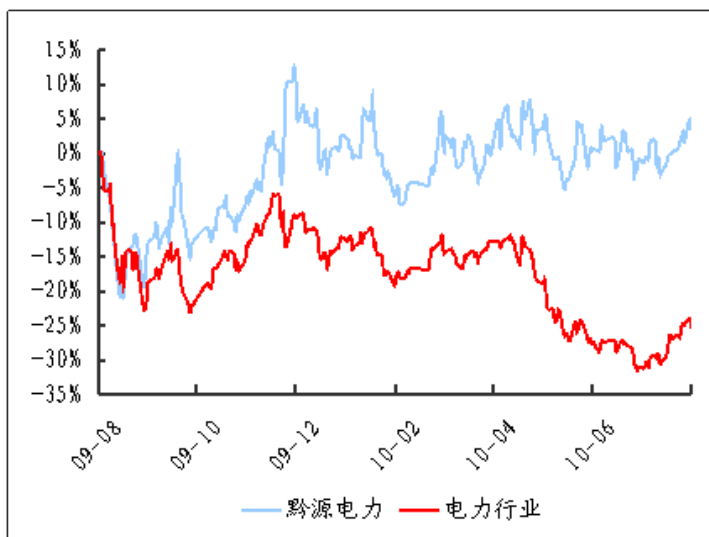
最新评级：谨慎推荐（维持）

上次评级：谨慎推荐

市场数据

上证综合指数	2627.00
深圳成分指数	10830.70
沪深 300 指数	2865.97
沪深成交金额	2416.04 亿

报告时间：2010年8月4日
 报告类型：业绩点评
 研究员：蔡文彬
 电 话：(0351)4131415
 E mail：caiwb@dtsbc.com.cn
 地 址：山西·太原·青年路8号
 邮 编：030001
 网 址：<http://www.dtsbc.com.cn>



相关报告：

黔源电力（002039）：“滚动开发”战略进入收获期
 （2010/05/20）

事件

8月4日，黔源电力发布2010年半年度报告。上半年黔源电力实现营业总收入2.95亿元，比上年同期减少0.04亿元；公司利润总额-3.36亿元，比上年同期增亏2.01亿元；归属于母公司的净利润-2.05亿元，比上年同期增亏1.27亿元。上半年实现每股收益-1.46元。

点评

营业收入同比下降，成本费用大幅增加

上半年黔源电力实现营业总收入2.95亿元，比上年同期减少0.04亿元；营业成本3.15亿元，较上年同期增加47.32%；财务费用继续增加，达到2.99亿元，同比增加46.45%；公司利润总额为-3.36亿元，比上年同期增亏2.01亿元；归属于母公司的净利润-2.05亿元，比上年同期增亏1.27亿元。上半年实现每股收益-1.46元。

我们认为，上游来水不佳，导致机组发电量不及预期，拖累了营业收入的增长；同时，新机组投产，以及高资产负债率，使得公司营业成本和财务费用大幅度增加。因此，公司利润同比出现大幅度下滑。

旱情致老机组发电量下降超五成，毛利润显著下降

上半年，黔源电力仅完成发电量 12.01 亿千瓦时，在新机组投产的情况下，公司发电量反而比去年同期减少 0.87 亿千瓦时。其中，除鱼塘电站外，老机组上半年发电量下降幅度均超过了 50%：上半年普定电站发电量为 4,785.05 万千瓦时，比去年同期减少 5,847.97 万千瓦时；引子渡电站发电量为 11,834.24 万千瓦时，比去年同期减少 22,793.40 万千瓦时；光照电站发电量为 33,685.79 万千瓦时，比去年同期减少 39,054.51 万千瓦时；鱼塘电站发电量为 12,730.96 万千瓦时，比去年同期增加 2,520.85 万千瓦时。在新投产机组方面，清溪电站发电量为 3,668.88 万千瓦时，董箐电站发电量为 53,388.16 万千瓦时。

上半年黔源电力毛利率为-10.34%，比上年同期减少 38.41 个百分点，主要原因是由于上半年贵州地区旱情严重，发电量显著下降，以及新机组投产导致折旧成本增加。

贵州地区从 2009 年 8 月下旬持续到今年 5 月的旱情使公司三岔河流域、北盘江流域入库水量比上年同期减少五成。在进入 6 月份旱情缓解以后，降雨主要集中在贵州北部和东南部，位于贵州北部的芙蓉江流域来水增多，该流域鱼塘电站上半年入库流量同比增长 40%，清溪电站上半年入库流量同比增长 100%。而位于贵州西南部的北盘江流域、位于贵州中西部的三岔河流域来水情况仍无较大改观，北盘江流域光照、董箐电站，三岔河流域引子渡、普定电站 1-6 月入库水量同比减少约 50%。由于光照、董箐、引子渡电站是影响公司业绩的主要因素，鱼塘、清溪电站所占份额较小，其电量增加无法对公司整体业绩带来实质性变化。在剔除了清溪电站、董箐电站等新机投产使本期售电收入增加的因素，公司上半年发电收入同比减少了 51%。

由于 2009 年 12 月和 2009 年 6 月董箐及清溪电站分别投产，相关在建工程转固，使得公司折旧费用增加。上半年公司折旧费用为 2.72 亿元，较去年同期增加超过五成。

财务费用超过营业收入，非公开增发将减轻财务负担，

上半年黔源电力财务费用支出约为 3.0 亿元，超过了当期 2.95 亿元的营业收入，较上年同期也增长了 46.34%。这主要是因为：1、黔源电力上半年负债规模进一步扩大，增加了财务费用。截至二季度末，公司资产负债率进一步上升至 92.03%，较上年同期提高了两个百分点。2、新机组投产使相关利息支出停止资本化，也导致了财务费用的增加。董箐和清溪电站已经分别于 2009

年 12 月和 2009 年 6 月投产，相关利息支出已停止资本化，导致上半年财务费用较上年同期增加了 46.45%。

我们认为，由近年“滚动开发”所带来的高负债率，未来将逐渐下降。这是因为，1、公司非公开发行股票方案已经通过国资委的批复，从目前市场情况来看，发行成功的可能性非常大，发行募集的不超过 10.8 亿元资金将显著减轻公司的资金压力；2、未来随着盈利能力恢复，水电公司高现金流特性，以及在建项目支出的减少，将使得公司资产负债率下降。

投资建议

考虑到三、四季度来水恢复，财政贴息年内到位等因素，我们预测 2010、2011 年黔源电力的每股收益分别为 0.408 元和 0.735 元。

我们认为，上半年是黔源电力最困难的时期：旱情拖累发电量大幅下滑，新增机组导致发电成本显著增加，而高负债率使得财务负担依旧沉重。我们预计未来公司盈利将迅速好转：首先，三季度作为贡献公司利润的主要季度，从目前情况来看，来水已经得到恢复，发电量有望达到甚至超过正常年份；其次，公司非公开发行股票方案已经通过国资委的批复，未来发行成功可能性非常大，公司资产负债率有望得到降低。因此，我们看好黔源电力的发展前景，认为公司即将进入“滚动开发”战略收获期，维持公司“谨慎推荐”投资评级。

图表 盈利预测结果

项目	2009A	2010E	2011E
主营收入（元）	816,614,818.52	1,355,983,104.35	1,575,669,340.57
主营收入增长率	12.99%	66.05%	16.20%
EBITDA（元）	330,134,284.78	615,392,521.50	719,512,631.88
EBITDA增长率	-22.72%	86.41%	16.92%
净利润（元）	33,655,666.96	83,245,738.90	150,130,068.65
净利润增长率	-67.02%	147.35%	80.35%
EPS（元/股）	0.240	0.408	0.735

资料来源：大同证券研究部

风险提示

1、三、四季度上游来水仍存在一定的不确定性；2、近期市场波动较大，非公开发行能否顺利进行存在一定的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。