



上市公司研究报告

证券研究报告
公共事业—电力

增持 首次

黔源电力 (002039)

2011 年 6 月 28 日

业绩稳定 资产注入可期

电力及公共事业行业分析师: 陆凤鸣
SAC 执业证书编号: S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师: 白瑜
SAC 执业证书编号: S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

6 月 27 日收盘价 20.04 元。

黔源电力作为区域性水电经营公司, 经营主要受气候影响波动, 而受宏观经济波动不大。2010 年完成定向增发后, 公司的资产负债率有所降低; 随着公司下属大型电站陆续达产, 资本性支出高峰已过, 财务费用压力有所缓解, 将进入业绩自然释放期。

2011 年至今, 黔源所在贵州地区的来水情况好于去年同期, 2011 上半年业绩有可能超预期。作为华电集团在贵州省内唯一的水电上市公司, 未来存在与华电集团旗下乌江水电公司资产整合的预期。如果得以实现, 公司装机规模和收入能力都将大幅提高。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.60 元、0.72 元、0.81 元; 对应目前股价, 公司 PE 分别为 33、28 和 25 倍。同时公司当前的 PB 估值为 2.3 倍, 低于行业均值, 提供了一定的安全边际。考虑到当前气候条件下, 公司 2011 年业绩存在超预期的可能、以及未来的资产整合预期, 给予公司“增持”评级。

1. 公司业务纯粹, 业绩受气候影响波动

基本情况: 黔源电力主营水电站经营。截至 2010 年底, 公司已投产可控装机容量为 246.70 万千瓦, 权益装机容量为 147.50 万千瓦。公司目前在建的可控装机为 74.55 万千瓦, 权益装机为 38.1 万千瓦, 主要是马马崖一级电站 (54 万千瓦)、善泥坡电站 (18.6 万千瓦) 和牛都电站 (2 万千瓦)。这些电站预计在 2013-2014 年陆续投产。届时将可分别提高公司的可控装机 30.22% 和权益装机 25.83%。

2010 年经营情况: 公司 2010 年完成发电量 58.22 亿度 (含试运行电量), 同比增长 66.12%; 实现销售收入 14.28 亿元, 同比增长 76.75%; 归属母公司净利润 0.65 亿元, 同比增长 93.64%; EPS 为 0.46 元, 同比增长 93.65%。

公司 2010 年业绩增长的主要来源于董箐电站。2010 年上半年由于受到贵州极端干旱气候影响, 公司电厂所在流域来水比多年平均减少 2-3 成, 2010 年上半年亏损 3.36 亿元。所幸的是, 北盘江董箐电站剩余 2 台机组在 2010 年汛期来临前投产发电 (另外 2 台于 2009 年投产), 这使公司可充分利用 2010 年主汛期来水丰富的有利条件, 最终实现 2010 年全年扭亏为盈。

董箐电站总装机容量 88 万千瓦, 公司权益装机容量 44 万千瓦, 上网电价 0.309 元 (2011 年 6 月 6 日电价上调 0.003 元/度); 其年均发电量占公司目前已投产电站年发电总量的 40.4%, 成为公司重要的利润来源。

2011 年经营情况: 2011 年 1 季度, 公司所属电站的流域来水较 2010 年同期增加了 4-5 成, 使公司发电量大幅增加。2011 年 1 季度公司完成发电量 12.69 亿度, 同比增长 187.76%; 实现收入 3.2 亿元, 同比增长 172.95%; 归属母公司净利润 0.006 亿元同比增长 101%。

净利润增长的另外一个重要影响因素是,公司自 2011 年起变更了发电类资产的折旧计提方法,由年限平均折旧法变更为工作量法。该项会计准则变更为其 1 季度归属于母公司净利润增加 0.2 亿元。

基于 2011 年上半年来水好于去年同期的情况,以及公司资产折旧方法变更的影响,我们预计公司 2011 年上半年收入和盈利超预计的可能性较大。

2. 发展规划

公司力争用 5 年的时间把公司建设成为以水电为主,具有综合竞争力的一流上市公司。在 2011 年公司力争实现:

- (1) **完成 65 亿度的发电量目标:** 公司 2011 年 1 季度来水同比增加 4-5 成,公司发电量为 12.69 亿度,同比增长了 188%。发电目标任务完成情况好于预期。
- (2) **在建项目取得突破性进展:** 力争马马崖一级电站(54 万千瓦)获得国家发改委核准并实现大江截流;善泥坡电站工程实现大江截流。公司计划在 2014 年投产的可控装机目标为 321.3 万千瓦。但目前在建的马马崖一级电站(装机 54 万千瓦)仍未获得核准,只获得前期“路条”。公司正积极办理相关手续,力争在 2011 年内通过核准。

3. 未来看点

资本性开支高峰已过,进入盈利释放期。由于水电项目建设成本高,初期投入大,公司贷款余额也连续多年快速增长,资产负债率长期保持在高位,最高时负债率接近 90%。但是,随着 2010 年董箐电站的全面投产,公司累计已完成了 140 亿元的投资。而剩下的马马崖电站、善泥坡电站和牛都电站预计将于 2013-2014 年陆续投产,未来资金需求在 57 亿元左右。可见,在没有新增开工项目的情况下,公司资本性开支高峰已过。

另外,公司在 2010 年通过非公开发行股票募集资金 10.8 亿元,扣除各项费用后实际募集资金 10.58 亿元。所募集资金中的 2.4 亿元(约占募集资金的 22.68%)用于偿还银行贷款,这使公司的资产负债率大幅下降 8.63 个百分点,由 2009 年的 89.56%下降至 80.93%。

公司未来通过固定资产折旧和盈利,可结余经营性现金约 5-6 亿元,用于归还银行贷款。随着未来贷款的逐年偿还,财务费用将逐渐得到有效减少,有利于公司盈利的释放。

我们认为区域资产整合是大趋势,未来存在这种可能,但存在不确定性。贵州省另一家大型水电公司乌江公司持有黔源电力 25.3%的股份(黔源电力的第二大股东),并且 2 家公司同属华电集团。据乌江公司网站信息,乌江公司主要负责开发乌江干流贵州境内的水力开发,截至 2010 年底,总装机约 1004.5 万千瓦,下属构皮滩(300 万千瓦)、思林(105 万千瓦)、乌江渡(125 万千瓦)等水电站;同时负责管理大方(120 万千瓦)、大龙(60 万千瓦)等华电集团在黔的火电企业。乌江公司还持有重庆市境内乌江干流第 10 个梯级水电站——彭水电站(175 万千瓦)12%的股份,控股贵州乌江清水河(乌江支流)水电开发有限公司。

目前华电集团总体资产负债率已超过 80%,集团存在从资本市场融资以降低负债率的需求。考虑到乌江水电自身的高负债、以及同业竞争等问题,黔源电力作为华电集团旗下唯一的水电上市公司,有望成为集团区域水电资产整合的平台。若成功注入,黔源电力可控装机将提高 3 倍以上,但存在诸多不确定性。

4. 估值与评级

水电公司属于“重资产”,更适用于 PB 估值。公司目前 PB 约在 2.3 倍,低于行业均值。同时,根据今年目前的来水情况,预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.60 元、0.72 元、0.81 元,对应目前股价,公司 PE 分别为 33、28 和 25 倍。考虑到公司 2011 年业绩存在超预期的可能和资产整合预期,当前估值水平有较高安全边际,首次给予“增持”评级。

5. 风险提示

(1) 来水量波动对公司收入影响较大,存在气候因素等较多不确定因素。

(2) 乌江公司未来存在资产注入的可能,但不确定因素较多。

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。