

黔源电力 (002039)

上半年来水给力业绩大增，全年仍存在不确定性

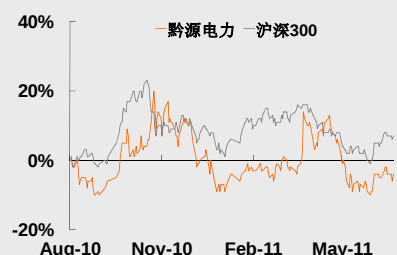
推荐 (维持)

现价：17.46 元

主要数据

行业	公用事业
公司网址	www.gzqydl.cn
大股东/持股	中国华电集团公司 /13.58%
实际控制人/持股	中国华电集团公司 /19.80%
总股本(百万股)	204
流通 A 股(百万股)	123
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	35.55
流通 A 股市值(亿元)	21.54
每股净资产(元)	8.35
资产负债率(%)	80.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

王凡	S1060209110191 0755-22624183 wangfan007@pingan.com.cn
曾凡	S1060210080002 0755-22625952 zengfan323@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 上半年业绩大幅转好

公司 8 月 19 日公布了 2011 年半年报。2011 年上半年，公司实现营业收入约 6.5 亿元，同比增长 121%；实现归属于母公司的净利润 1527 万元，较去年同期扭亏增盈 2.2 亿元左右。上半年公司实现每股收益为 0.075 元，净资产收益率为 0.9%。

■ 来水同比大增是业绩增长的主要原因

2011 年上半年，公司下属电厂完成发电量 25.69 亿千瓦时，同比增长 100%左右。电量增长贡献收入同比增加 3.4 亿元左右。公司电量的增长主要来自于三岔河和北盘江流域来水的同比大增。尽管上半年董箐同比新投产两台机组，但由于上半年有 5 个月是处于枯水期和平水期，机组负荷并不高，因此我们认为产能增加对电量增长的贡献比较有限。

■ 折旧政策变更，上半年折旧同比下降

公司折旧政策由年限平均法变更为工作量法，令公司枯水期折旧有所下降，而丰水期折旧上升，从而起到平滑公司季度业绩波动的作用。同样枯水年和丰水年的业绩也将得到一定程度的平滑。我们粗略估算，变更折旧政策后与原折旧政策相比，公司上半年折旧下降了 8000 万元左右。假设今年来水与多年平均持平，则这部分减少的折旧将计算在下半年折旧中。

■ 6 月下旬起来水锐减，三季度业绩不容乐观

公司上半年来水情况较去年同期大好，但从 6 月下旬起来水锐减，预计公司三季度电量将同比出现大幅下滑。据了解，7 月份相关流域来水仅为多年平均水量的三成到五成，干旱程度已经非常罕见。根据公司中报中的预测，三季度单季净利润可能会下滑 8 成以上。这与目前来水锐减的情况基本符合。

■ 业绩高度依赖来水，维持“推荐”评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.31、1.12 和 1 元，目前股价分别对应 PE 为 55.8、15.6 和 17.4 倍。公司业绩高度依赖于来水情况，而历史上丰水年寡，枯水年众，导致公司业绩多低于预期。我们对公司明后年的业绩预测是建立在多年平均来水基础上的。鉴于来水正常化后公司业绩对应估值比较合理，我们维持公司的“推荐”评级。

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	817	1446	1282	1849	1849
YoY(%)	13.0	77.0	-11.3	44.2	0.0
净利润(百万元)	34	65	64	228	204
YoY(%)	-72.1	93.6	-2.2	257.2	-10.2
毛利率(%)	44.5	51.7	55.5	58.0	58.0
净利率(%)	3.0	9.6	6.9	19.7	18.4
ROE(%)	5.7	5.7	3.7	12.4	10.1
EPS(摊薄/元)	0.24	0.32	0.31	1.12	1.00
P/E(倍)	83.3	62.5	63.9	17.9	19.9
P/B(倍)	4.7	2.4	2.4	2.1	1.9

资产负债表						单位：百万元		利润表			单位：百万元		
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		
货币资金	247	1070	51	74	74	营业收入	817	1446	1282	1849	1849		
应收账款	161	211	251	361	361	营业成本	453	699	571	777	777		
预付款项	0	0	0	0	0	营业税金及附加	7	17	15	22	22		
存货	1	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0	0		
其他	4	3	2	0	65	管理费用	26	31	32	46	46		
流动资产	413	1284	304	435	500	财务费用	358	557	564	580	574		
固定资产	13630	13931	14446	14006	14827	资产减值损失	3	-2	0	0	0		
在建工程	263	611	-225	1014	657	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
长期股权投资	20	10	10	-2	46	投资净收益	69	1	0	0	0		
无形资产	175	11	11	10	10	营业利润	38	145	100	423	429		
其他	308	98	66	157	107	营业外收入	3	3	3	3	3		
非流动资产	14396	14660	14306	15185	15646	营业外支出	1	1	1	1	1		
资产总计	14809	15943	14611	15621	16147	利润总额	41	147	102	425	431		
短期借款	3063	873	616	1470	1701	减：所得税	16	7	14	61	90		
应付账款	735	638	285	39	39	净利润	24	139	88	364	341		
其他	1732	1349	571	622	622	减：少数股东损益	(9)	74	24	136	137		
流动负债	5530	2859	1472	2131	2362	归属母公司净利润	34	65	64	228	204		
长期借款	7723	10034	10034	10034	10034	EPS（元/股）	0.24	0.32	0.31	1.12	1.00		
其他	10	10	11	10	10	主要财务比率							
非流动负债	7733	10044	10045	10045	10045								
负债合计	13263	12904	11517	12176	12407								
少数股东权益	947	1340	1364	1500	1636								
股本	140	204	204	204	204								
资本公积	237	1225	1225	1225	1225	成长能力							
留存收益	159	203	226	418	557	营业收入	13.0%	77.0%	-11.3%	44.2%	0.0%		
归属母公司股东权益	599	1700	1730	1945	2103	营业利润	-26.0%	105.7%	-4.8%	50.6%	0.0%		
股东权益合计	1546	3040	3094	3445	3740	归属母公司净利润	-72.1%	93.6%	-2.2%	257.2%	-10.2%		
						获利能力							
现金流量表						单位：百万元	毛利率(%)	44.5%	51.7%	55.5%	58.0%	58.0%	
						净利率(%)	3.0%	9.6%	6.9%	19.7%	18.4%		
经营活动现金流	561	1,202	-660	428	790	ROA(%)	0.2%	0.9%	0.6%	2.4%	2.1%		
净利润	24	139	88	364	341	ROE(%)	5.7%	5.7%	3.7%	12.4%	10.1%		
折旧摊销	344	530	421	440	466	偿债能力							
营运资金变动	1661	-312	-1170	-378	-17	资产负债率(%)	89.6%	80.9%	78.8%	77.9%	76.8%		
其他经营现金流	1	-2	1	3	0	每股指标（元）							
投资活动现金流	-1913	-1177	-68	-1248	-975	每股收益	0.24	0.32	0.31	1.12	1.00		
资本支出	-3041	-1181	-100	-1239	-929	每股经营现金流	4.00	7.10	6.30	9.08	9.08		
长期投资	16	10	0	12	-48	每股净资产	4.27	8.35	8.50	9.55	10.33		
其他投资现金流	-254	160	32	-20	3	估值比率							
筹资活动现金流	1224	798	-291	842	185	P/E	83.3	62.5	63.9	17.9	19.9		
现金净增加额	-128	823	-1,019	23	0	P/B	4.7	2.4	2.4	2.1	1.9		

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257