

公用事业

2017年03月29日

黔源电力 (002039)

——量价齐跌导致业绩下滑 国企改革仍具看点

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年03月28日

收盘价(元)	16.21
一年内最高/最低(元)	21.1/15.71
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4950
上证指数/深证成指	3252.95 / 10563.29

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	6.97
资产负债率%	76.15
总股本/流通A股(百万)	305/305
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《黔源电力(002039)点评：电价调减及来水减少导致业绩下滑 仍具较强外延空间》
2016/10/25

《黔源电力(002039)点评：财务费用下降带动业绩增长 下半年发电增速有望回升》
2016/08/22

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司公布2016年年报，业绩低于申万预期。公司全年实现营收19.18亿元，同比减少28.96%；归母净利润约1.3亿元，同比减少63.94%。加权平均净资产收益率6.14%，较上年同比减少11.73个百分点。

投资要点：

- **停机检修错过丰水期，发电量减少及电价调整导致业绩下滑。**2016年水情相对往年来水提前，Q1区域来水偏丰时，公司几大发电机组正进行停机检修，而Q3水情提前偏枯，导致全年公司发电量仅为74.33亿kWh，同比减少26.43%，导致整体营收下降29%。因光伏电站增值税即征即退由超过8%的部分调整为12%，2016年该类政府补助为2019万元，较上年同期的7207万元大幅减少。10月公司公告因“西电东送”到广东落地价变化而调整光照、董薯电站上网基础价格倒扣2.76分/kWh，并自16年1月起调整，导致公司减少当期利润总额约8200万元。外送电价格下调导致公司全年净利润同比大幅减少。
- **提前还贷及贷款利率下调带动财务费用下降。**2016年公司积极减少债务规模，考虑央行贷款利率下调，以及公司主动置换贷款，降低了综合资金成本率。公司全年财务费用规模由15年的7.86亿，同比下降20%至6.29亿元。
- **公司系华电集团在贵州乃至西南区域的水电上市公司，存在集团水电资产整合预期。**为解决同业竞争问题，大股东承诺如华电集团及其控股企业在公司经营区域内获得与公司主营构成实质性同业竞争的新业务机会，将会首先提供给上市公司。大股东下属的贵州乌江水电公司与公司水电属于同区域运行，装机容量是公司规模的4倍。乌江系我国6大水电发电基地之一，“十三五”期间仍有开工项目规划。
- **盈利预测与投资评级：**考虑电价下调、增值税减免变化及来水情况，我们下调公司2017~2019年归母净利润预测分别为1.43、1.65和1.96亿元(调整前17~18年分别为3.77、4.3亿元)，对应EPS分别为0.47、0.54和0.64元/股，当前股价对应PE分别为35倍、30倍和25倍。受现金回流债务降低减少双重影响，公司财务费用持续快速下降，同时考虑大股东水电资产整合预期，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,700	1,918	2,029	2,132	2,236
同比增长率(%)	25.75	-28.96	5.78	5.08	4.88
净利润(百万元)	359	130	143	165	196
同比增长率(%)	22.18	-63.95	10.33	15.38	18.79
每股收益(元/股)	1.18	0.42	0.47	0.54	0.64
毛利率(%)	56.6	49.4	50.1	50.1	50.1
ROE(%)	16.7	6.1	6.3	6.8	7.4
市盈率	14	38	35	30	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,147	2,700	1,918	2,029	2,132	2,236
二、营业总成本	1,682	2,045	1,670	1,741	1,776	1,809
其中：营业成本	966	1,167	971	1,013	1,064	1,116
营业税金及附加	36	43	30	32	34	36
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	40	45	45	47	49	51
财务费用	637	786	629	649	629	605
资产减值损失	3	4	(5)	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	3	0	0	0
三、营业利润	466	658	251	289	356	428
加：营业外收入	73	72	21	20	15	10
减：营业外支出	2	2	2	5	5	5
四、利润总额	537	728	269	304	366	433
减：所得税	26	94	30	39	48	56
五、净利润	511	633	240	264	318	377
少数股东损益	217	274	110	122	153	181
归属于母公司所有者的净利润	294	359	130	143	165	196
六、基本每股收益	0.96	1.18	0.42	0.47	0.54	0.64
全面摊薄每股收益	0.96	1.18	0.42	0.47	0.54	0.64

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。