



东兴证券
DONGXING SECURITIES

期待来水恢复，迎来量价齐升

——黔源电力（002039）调研快报

2012年2月3日

强烈推荐/首次

黔源电力

调研快报

俞鹏程 公用事业行业分析师
010-66554035

执业证书编号：S1480511010002

事件：

近日，我对黔源电力进行了实地调研，与董秘、财务负责人刘明达先生进行了深入交流，要点如下：

1、公司资本支出高峰期已过，现金流总体趋于改善。

公司 2005 年 3 月上市以来，从最初只有普定、引子渡两处水电站，通过资本市场融资和银行贷款，逐步建成光照，董箐等大型水电站及清溪鱼塘等小型水电站，公司下属水电站覆盖流域也从乌江-三岔河延伸到北盘江和芙蓉江，水电装机容量从最初的 44.4 万千瓦增长至目前的 246.7 万千瓦（权益装机 147.6 万千瓦）。在 2010 年下半年完成装机容量 88 万千瓦的董箐水电站后，目前公司在建水电站还有马马崖，善泥坡和牛都三处，其中马马崖装机容量 54 万千瓦，善泥坡装机容量 18.55 万千瓦，牛都装机容量仅 2 万千瓦，公司未来拟建的毛家塘和官庄水电站合计装机也仅 5 万千瓦。总体上看，公司大规模建设水电站已处于尾声。

表 1、公司下属各水电站概况

分公司	流域	控股比例	电站	装机容量 (万千瓦)	总投资额 (亿元)	设计年发电量 (亿千瓦时)	备注
北盘江电力	北盘江	51%	光照	104	69.0	27.54	建成投产
		51%	董箐	88	69.6	30.26	
		51%	马马崖	54	31.0	15.81	在建
西源电力		30%	善泥坡	18.55	16.9	6.79	
		50%	牛都电站	2	1.8	0.703	
北源电力	芙蓉江	50.25%	清溪	2.8	2.8	0.97	建成投产
		50.25%	鱼塘	7.5	6.0	3.13	
		50.0%	毛家塘	2	-	-	拟建
		50.0%	官庄	3	-	-	
-	乌江一	100%	引子渡	36	13.6	9.78	建成投产
-	三岔河	100%	普定	8.4	2.4	3.16	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司作为纯粹的水电上市公司，具有明显的高杠杆经营（负债率长期维持在 80%以上），折旧和财务费用巨大（前者占制造成本 75%以上，后者占销售收入的 40%以上）等特点。在不考虑外部融资情况下，“资本支出-折旧-净利润”基本上反映了公司自身运营新增的现金流缺口。随着公司的大规模水电站建设接近尾声，公司的资本支出将呈现出总体下降趋势，同时，公司的折旧规模随着装机容量的增加而迅速增长，现金流也将趋向自身平衡（来水正常时），财务费用增速将逐步放缓。

图 1、公司资本支出，折旧，净利润和财务费用变化情况

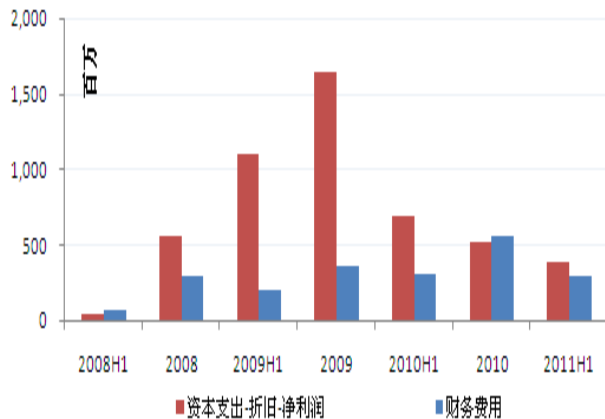
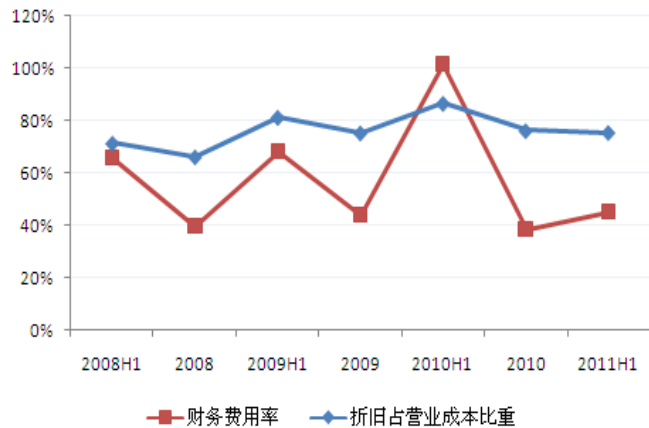


图 2、公司折旧及财务费用率情况

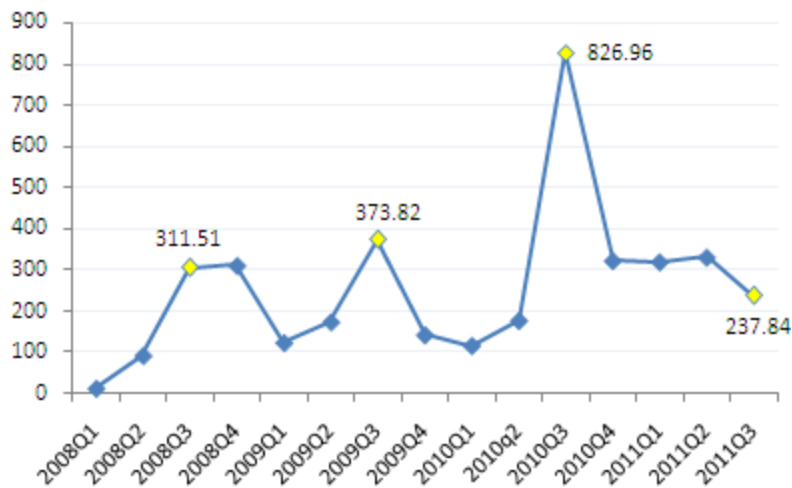


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、12 年来水恢复正常则公司发电量有望环比增长 62.5%

三季度是公司电站所属流域的传统丰水期，11 年上半年枯水期来水偏丰，但三季度遭遇贵州百年不遇的干旱，降水极少导致发电量同比骤降。公司 11 年三季度单季发电量仅 9.52 亿度，甚至少于枯水期的一二季度（分别发电 12.69 亿度和 13 亿度），预计 11 年全年发电量约 40 亿度，大幅低于公司 10 年底制定的 11 年发电 65 亿度的经营计划。

图 2、公司近四年各季度营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司目前下辖各电站合计装机 246.7 万千瓦，设计多年平均发电量 74.84 亿度。11 年 1 月 1 日起公司将电站的固定资产折旧方法由原先的年限平均法变更为与发电直接相关的资产采用工作量法（与发电无直接关系的少量资产仍采用年限平均法计提折旧）。在公司公布的折旧额计算方法中，以设计多年平均发电量的 90% 为基础计算度电折旧额，折旧政策调整前后公司累计计提折旧额相差约 1.85%（累计计提折旧额相差 3060 万元，计提折旧总额为 16.47 亿），因此我们认为，按公司目前的装机容量和设计多年平均发电量水平，公司年发电量 65 亿度（设计年发电量的 86.85%）的计划较为合理。同时，我们也有理由相信，若 12 年贵州

省尤其是北盘江和三岔河来水正常，公司年发电量有望增至 65 亿度，则 12 年发电量将在 11 年基础上增长 62.5%。

3、12 年上网电价合计提高 2 分钱，综合涨幅超过 5.5%。

近年来贵州省水电上网价格保持上升趋势，其中 07 年 10 月上调 1.3 分，08 年 7 月上调 0.6 分，09 年上调 0.5 分，11 年 4 月 10 日起每千瓦时上调 0.3 分，11 年 12 月 1 日上调 1.7 分。综合来看，贵州省水电上网价格调幅加大，频率加快。目前公司早期投产的普定，引子渡等老水电站和清溪鱼塘等小水电站上网电价较低，而投产时间较晚，装机容量较大的光照，董箐电站上网电价较高。以上网电价最高的董箐为例，其目前上网电价为 0.326 元/千瓦时，分别相比引子渡，普定，光照和清溪（鱼塘）高出 17.52%，11.49%，4.15% 和 19.68%。由于光照和董箐装机容量较大，上网电价较高，目前已成为公司营业收入的最主要来源。

综合各水电站装机容量和上网电价水平，则公司 12 年综合上网电价约为 0.31 元/千瓦时，环比 11 年提升 5.5% 以上。

表 1、公司下属各水电站上网电价变化情况（单位：元）

	水电站	引子渡	普定	光照	董箐	鱼塘	清溪
2009	上网电价	0.2524	0.2674	0.288	0.306	0.2474	0.2474
	调整额			0.005			
2010-2011.4.10	上网电价	0.2574	0.2724	0.293	0.306	0.2524	0.2524
	调整额			0.003			
2011.4.10-2011.12.1	上网电价	0.2604	0.2754	0.296	0.309	0.2554	0.2554
	调整额			0.017			
2011.12.1 起——至今	上网电价	0.2774	0.2924	0.313	0.326	0.2724	0.2724

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4、伴随发电量的大幅增长和上网电价的提升，公司毛利率水平有望大幅增加。

由于公司 11 年起调整折旧计算方法，且以设计多年平均发电量的 90% 为基础计算度电折旧额，因此可以判断：当公司实际发电量小于年设计发电量的 90% 时，由于以工作量法计算的年度折旧额小于按年限平均法计算的折旧额，则调整折旧计提方法后的毛利率高于调整前；若实际发电量等于年设计发电量的 90%，则两种计提折旧方法计提的折旧额相等，两种折旧方式计算出的毛利率几乎相等；若实际发电量高于年设计发电量的 90%，由于按工作量法计算的折旧额大于按年限平均法计算的折旧额，则实际毛利率低于折旧方式调整前。

若 12 年公司发电量达到 65 亿度（设计年发电量的 86.85%），依然低于设计多年平均发电量的 90%，毛利率相比折旧方式调整前略有提升；同时考虑到 12 年公司上网电价环比 11 年综合提升约 5.5%，则 12 年公司毛利率有望明显提升。

盈利预测：

公司属于较为纯粹的水力发电上市公司，由于其行业的特殊性，公司在贵州省各主要流域蓄水发电几乎没有竞争对手；其产品价格受国家发改委管制，相对稳定（中长期呈明显上升趋势）；其产品产量主要受来水情况影响，销售方面由南方电网统一调往广东省（多年销售费用均为 0）；公司发电的主要成本来自于固定资

产折旧(折旧占制造成本超过 75%);由于水电公司固定资产数额巨大,且项目资本金比例要求较低(20%),公司资产负债率较高(78.59%),财务费用较高(财务费用率 40%以上)。

目前公司大规模资本支出已接近尾声,且折旧规模随着新增装机而快速增长,公司的财务费用增长有望趋缓;公司 11 年丰水期遭遇贵州百年一遇的干旱的同时上网电价累计上调了 0.02 元(综合涨幅约 5.5%),则 12 年若来水恢复正常,则有望迎来量价齐升。

我们预计 2011 至 2012 年公司 EPS 分别为-0.36 元和 0.97 元,12 年 PE 为 14.5 倍,目标价 20 元,首次给予“强烈推荐”评级。

表 2、黔源电力主要财务指标预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万元)	816.61	1,445.66	1,114.17	1,713.00
(+/-)%	12.99%	77.03%	-22.93%	53.75%
EBITDA(百万元)	740.38	1,231.93	2,275.28	2,837.01
(+/-)%	21.47%	66.39%	84.69%	24.69%
净利润(百万元)	33.66	65.17	(81.12)	218.83
(+/-)%	-72.07%	93.64%	-224.47%	-369.77%
ROE	5.62%	3.83%	-10.00%	23.77%
EPS(元)	0.240	0.465	(0.359)	0.968
P/E	58.33	30.13	(39.02)	14.46
P/B	3.28	1.68	2.33	2.06

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士,2009 年加盟东兴证券研究所,先后从事建筑材料和公共事业行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。