

# 罕见的干旱带来难得的弹性

## ——黔源电力（002039）

2012年2月9日

**强烈推荐/维持**
**黔源电力**
**深度报告**

### 报告摘要:

- **公司作为纯粹的水电公司，特点鲜明。**公司产品价格即上网电价受国家发改委管制，短期固定，但中长期呈明显上升趋势；其产品产量即上网发电量，主要受上游来水情况影响，短期或有波动，但多年平均值较稳定；销售方面，公司所发电由南方电网统一调往广东省，并且由于水电上网电价明显低于火电，终端售价却不区分电种，因此不存在销售问题。
- **11年干旱为公司带来难得的弹性。**公司11年发电量仅为设计发电量的51.6%，若12年来水恢复正常，则公司发电量有望恢复至65亿度的正常水平，发电量增长68.3%；同时11年公司电站上网电价累计上调2分钱，综合电价增至0.31元，涨幅超过5.5%，则公司12年来水正常情况下收入有望增长77.56%，而除与发电量相关的折旧外其他成本增加较少，毛利率水平将显著提升，公司业绩弹性较大。
- **2014年公司产能将增长30%以上。**在2010年下半年完成装机容量88万千瓦的董箐水电站后，目前公司可控装机和权益装机分别为246.7万千瓦和147.5万千瓦；预计14年公司可控装机容量和权益装机容量将达326.25万千瓦和184.12万千瓦，分别增长32.25%和24.84%。公司下属水电站设计年发电量也将从目前的74.84亿度增至近100亿度，增长超过32%。
- **资本支出高峰期已过+资产注入预期带来长期投资价值。**目前公司大规模资本支出已接近尾声，而折旧规模快速增加，财务费用压力长期趋缓，公司业绩很快将迎来自然释放期；同时，公司所属集团旗下庞大的优质水电资产有望在十二五期间注入，公司长期投资价值显著。
- **投资建议：**公司业绩与电站所在流域来水情况相关度高，与宏观经济的相关性很小，在11年百年一遇的干旱和12年宏观经济增速明显放缓的背景下，公司投资价值显著。我们预计2011至2012年公司收入分别为9.77亿和17.16亿元，EPS分别为-0.40元和1.18元，给予其12年18倍PE，目标价21.2元，维持“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万元)	816.61	1,445.66	977.35	1,715.57
主营收入增长率	12.99%	77.03%	-32.39%	75.53%
净利润(百万元)	33.66	65.17	(80.47)	239.51
净利润增长率	-72.07%	93.64%	-223.48%	-397.63%
ROE	5.62%	3.83%	-9.92%	25.72%
EPS(元)	0.240	0.465	(0.395)	1.176
P/E	56.96	29.42	(34.59)	11.62
P/B	3.20	1.64	2.28	1.98

### 俞鹏程

执业证书编号：S1480511010002

公用事业分析师

010-66554035

yupc@dxzq.net.cn

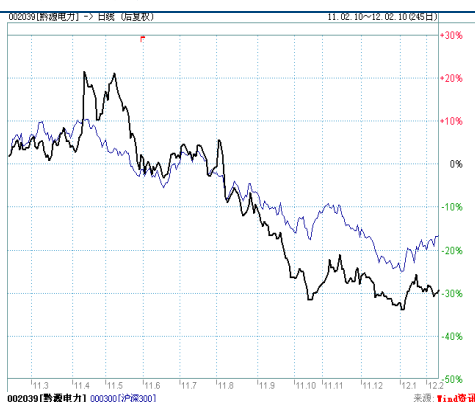
### 资产负债表数据

总资产(百万元)	15370.2
股东权益(百万元)	3291.2
每股净资产(元)	8.24
市净率(X)	1.66
负债率(%)	78.59%

### 交易数据

52周股价区间(元)	12.60-25.78
总市值(万元)	27.83
流通市值(万元)	23.2
总股本/流通A股	1.2
流通B股/H股	-
52周日均换手率	0.967%

### 52周股价走势图



资料来源：wind

### 相关研究报告

 黔源电力（002039）调研快报：期待来水恢复，  
 迎来量价——20120207

## 目 录

1、“十二五”期间，我国水电行业迎来加速发展期.....	4
1.1、低碳减排压力倒逼清洁能源开发提速.....	4
1.2、发展步伐滞后，十二五水电迎来大发展.....	5
1.3、我国尤其是西南地区水电发展空间广阔.....	6
2、罕见的干旱为公司带来难得的弹性.....	7
2.1、丰水期干旱导致 11 年发电量仅为设计发电量的 51.6%.....	7
2.2、12 年来水恢复，收入增长有望超 70%.....	8
2.3、折旧政策变更无碍毛利率显著提升.....	9
3、公司中长期投资价值凸显.....	10
3.1、资本支出高峰期已过，业绩即将进入自然释放期.....	10
3.2、集团旗下优质水电资产有望在十二五期间注入.....	11
4、盈利预测与估值.....	12
5、风险提示.....	15
6、附录.....	15
6.1、公司股权结构.....	15
6.2、公司水电资产分布.....	16
6.3、北盘江流域的董箐和光照是公司收入的主要来源.....	17

## 表格目录

表 1、公司下属电站上网电价及其变化情况（单位：元）.....	9
表 2、公司 12 年业绩对全年发电小时数的敏感性测试.....	13
表 3、公司 11 年至 12 年分公司收入预测.....	14
表 4、公司盈利预测表.....	14
表 5、水电上市公司 12 年估值.....	15
表 6、公司下属水电站概况.....	17
表 7、公司三张报表.....	18

## 插图目录

图 1、2011 年各类型电力上网发电量比例 .....	4
图 2、我国水电装机规模 .....	3
图 3、各类型电力新增装机比例变化 .....	5
图 4、各类型电力电源投资比例变化 .....	4
图 5、我国水电经济开发利用率与其它国家的比较 .....	6
图 6、公司近四年各季度营业收入情况（单位：百万元） .....	7
图 7、公司财务费用与利润之比 .....	10
图 8、公司折旧占营业成本的比重 .....	9
图 9、公司“资本支出-折旧-净利润”与“借款总额”指标变化 .....	11
图 10、公司长期借款和短期借款变化情况 .....	10
图 11、公司资产负债率和财务费用变化情况 .....	11
图 12、乌江水电下属水电站布局 .....	12
图 13、公司的股权结构及下属子公司 .....	16
图 14、公司下属水电站布局 .....	16
图 15、公司 11 年前三季度各电站发电量占比 .....	17
图 16、公司 11 年前三季度各电站收入占比 .....	15

## 1、“十二五”期间，我国水电行业迎来加速发展期

### 1.1、低碳减排压力倒逼清洁能源开发提速

长期来看，我国降低化石能源消费比重的压力较大。我国已经做出了两项承诺，到2020年非化石能源消费比重将占一次能源消费量的15%，碳排放量相比2005年下降40%-45%，巨大的节能减排压力倒逼我国清洁能源开发提速。我国目前电力供应结构中，水电发电量占据清洁能源的绝对优势比重，大力开发水电对于优化能源结构、降低二氧化碳排放量具有重大意义。

按照我国已经承诺的非化石能源消费目标倒推，我国常规水电装机规模到2020年至少需要达到3.3亿千瓦，而到2015年，常规水电装机规模也需要达到2.7亿千瓦。这样，在“十二五”期间，水电的新开工量要达到接近1亿千瓦，才能够满足上述要求。预计2030年全国水电装机容量4.5亿千瓦，除西藏外，全国水电基本开发完毕。

图 1、2011 年各类型电力上网发电量比例

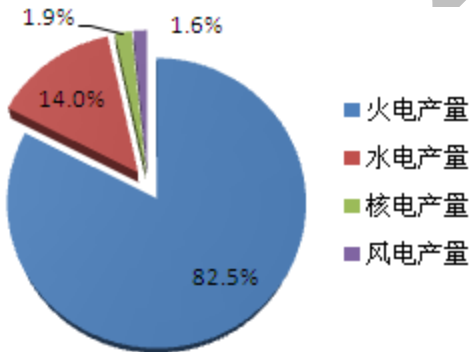
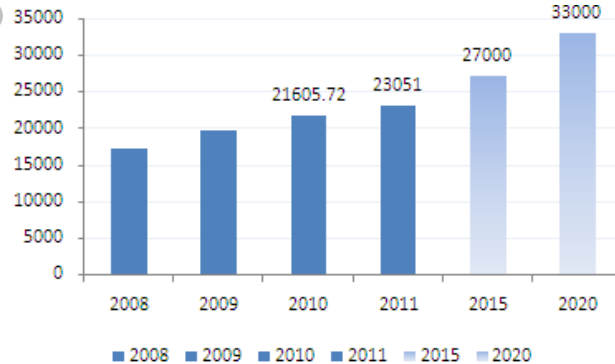


图 2、我国水电装机规模



资料来源：中电联，中国电力知识库，东兴证券研究所

中期来看，缩小我国电力缺口必须加快发展水电。根据中电联发布的 2011 年全国电力供需情况和 12 年电力供需预测报告，2011 年受水电出力下降、电煤供应紧张、电源电网结构失调、经济和电力需求增长较快等因素影响，全国电力供需总体偏紧，部分地区、部分时段缺电比较严重，全国共有 24 省级电网相继缺电，最大电力缺口超过 3000 万千瓦。2012 年，经济和电力增速将有所回落，预计全社会用电量增速在 8.5%-10.5% 之间，全年用电量 5.14 万亿千瓦时，预计 2012 年全国电力供需仍然总体偏紧，区域性、时段性、季节性缺电仍然较为突出，最大电力缺口 3000-4000 万千瓦。相比 11 年，我国电力缺口在 12 年存在扩大趋势。

而目前我国电力供应的主要品种火电受景气度低迷影响，电源投资热情和能力均大幅下降，核电受安全因素影响其发展在世界范围内也已明显降速，风电和太阳能发电受制于体量太小和成本过高也无法迅速弥补不断增加的电力缺口，因此体量大运营成本低，清洁安全的水电必须得到加快发展。

短期来看，稳定电价缓解通胀压力，也必须加快发展水电。我国电力供应大多来自火力发电，但由于煤炭的产能增速有限和运力瓶颈，明显落后于火电需求的增长，导致煤炭价格持续快速上涨，煤电价格联动加快，而单纯的电价上调也无法从根本上改变煤炭供不应求的格局，甚至可能引发煤电价格轮番上涨的恶性循环。大力发展水电，不仅可缓解我国化石能源增速过快的局面，减少我国经济发展的阻力，而且由于水电成本明显低于火电（目前在建水电项目所执行的上网电价平均比火电电价低 1-2 毛钱），水电比重上升也有利于降低全社会平均用电成本，稳定电价，缓解通胀压力。

### 1.2、发展步伐滞后，十二五水电迎来大发展

“十一五”期间，我国水电开发已经大幅滞后于规划的目标。“十一五”期间原本规划水电开工量约为 7000 万千瓦，但实际开工量只有 2000 多万千瓦，只有规划量的 20%-30%；2006-2009 年，四年核准容量不到 4000 万千瓦，按照目前的在建规模，预计“十二五”期间，仅能投产装机 8800 万千瓦，要实现 2020 年水电装机 3.3 亿千瓦、2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 的目标十分困难。

按照规划的“十二五”期间开工 1.6 亿千瓦（包括抽水蓄能 4000 万千瓦）水电装机的目标，每年要开工 3000 万千瓦，但 2011 年也仅 1268.24 万千瓦。通过核准的百万千瓦级水电站也只有 4 个（分别是：阿海、糯扎渡、猴子岩和深圳抽水蓄能电站）。因此，在“十二五”期间，水电项目的核准量和开工量都需要大幅提升。

图 3、各类型电力新增装机比例变化

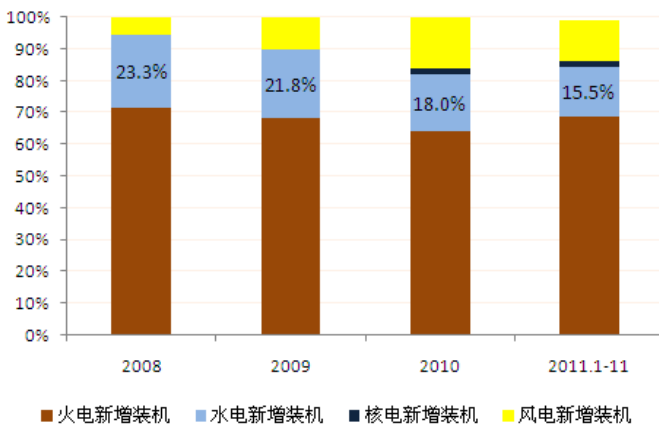
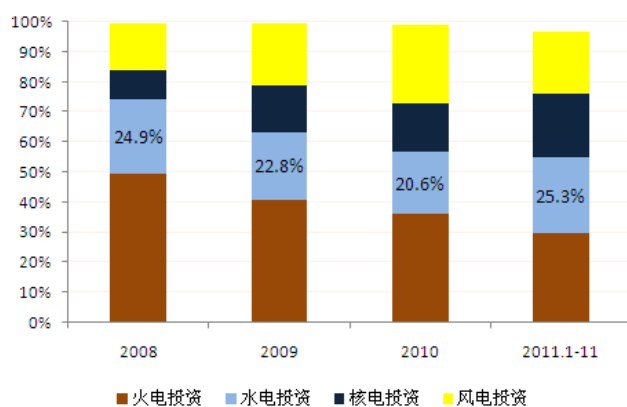


图 4、各类型电力电源投资比例变化



资料来源：中电联，中国电力知识库，东兴证券研究所

水电项目的审批速度放缓，除了少数水电项目自身的确存在生态环保和移民补偿问题之外，很大程度上还在于舆论宣传的引导出现偏差，舆论过度强调水电开发面临的移民难题和环保的副作用，也对水电项目的正常审批带来阻力。目前我国环保部门针对水电项目的前期审批非常严格，这一定程度上可能会使水电项目短期内大量获批难度较大，但如果在“十二五”期间，我国能将限制碳排放像目前的“节能减排”一样，明确地设立为国家的环保指标之一，水电项目天然的低排放优势将使其加快环保审批。

**十二五水电迎来大发展。**目前“十二五”优先开发水电的基调已定，我国水电“十二五”规划初步确定了到2015年新增7700万千瓦的常规水电装机，新增2300万千瓦的抽水蓄能装机。预计到2015年，我国常规水电装机将从2010年的2.07亿千瓦提升到2.84亿千瓦，水电开发程度达到71%左右（按经济可开发容量计算），其中东部和中部水电基本开发完毕，西部水电开发程度在54%左右，抽水蓄能装机将从1800万千瓦提升到4100万千瓦。

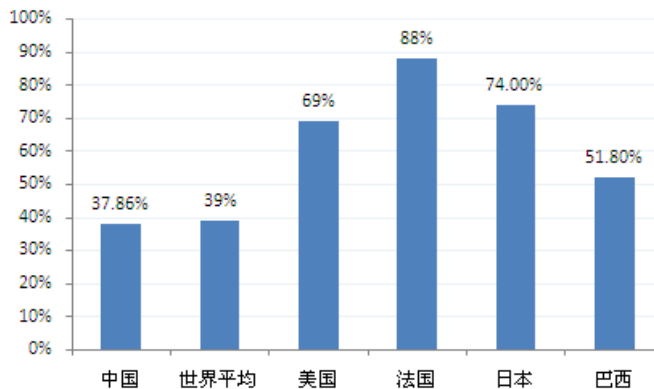
“十二五”水电开发的基调是，继续加快开发长江上游、乌江、南盘江红水河、黄河中下游及北干流、湘西、闽浙赣和东北等7个水电基地，尽早开发完毕。重点开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、黄河上游干流等6个分布在西部地区的规划装机容量合计超过2亿千瓦、开发率仅为11%的水电基地，推进雅鲁藏布江等西藏流域开发，同时开发缅甸水电，向我国输电。

基本发展思路是：实行大中小开发相结合，推进水电路域梯级综合开发。加快水电路域规划和勘测设计，保证水电基地连续滚动开发。继续加快开发十三个水电基地，重点开发四川、云南和青海境内的大型水电基地电站，积极开展西藏境内河流水电路域规划、前期工作，适时开工建设。积极开发中小型水电站，促进能源供应结构优化，促进水电资源在更大范围内优化配置。

### 1.3、我国尤其是西南地区水电发展空间广阔

相比发达国家，我国水电开发程度仍然较低。我国水力资源理论蕴藏年发电量为6.08万亿千瓦时，平均功率6.94亿千瓦；技术可开发装机容量5.42亿千瓦，年发电量2.47万亿千瓦时；经济可开发装机容量4.02亿千瓦，年发电量1.75万亿千瓦时。按我国2011年水电发电量6626万千瓦时计算，我国目前的水电经济开发利用率仅37.86%，接近世界平均水平（2010年为39%），仍远低于发达国家70%以上的水电经济开发利用率。

图5、我国水电经济开发利用率与其它国家的比较



资料来源：东兴证券研究所

注：中国为11年数据，其它为10年数据

我国水电资源虽然丰富，但在地域分布上极不平衡，西部多，东部少，相对集中于西南。开发程度在地区间差异也很大，其中东部地区水电基本开发完毕，中部地区开发程度达到 73%，而西部地区开发程度较低，仅为 23%，特别是西南地区仅为 17%。

贵州雨量充沛，产水模数高，河流坡度陡，天然落差大，水能资源达 1874.5 万千瓦。排名中国第六位。每平方千米拥有水能资源 106 千瓦，列国内第三。其可开发量 1683.3 万千瓦，占中国总量的 4.4%，居第七位。

贵州水能资源主要集中在乌江、南盘江、北盘江、清水江、赤水河上，这四江一河的水位落差集中的河段多，开发条件优越，水能蕴藏量和可开发容量占全省的 80%，可建设大型电站 15 座，装机 1150 万千瓦；中型电站 73 座，装机 413.74 万千瓦；小型电站 3000 多座，装机 200 多万千瓦，并且贵州水能资源分布均、造价低、发力高、区位优，对于发电水电资源来水十分理想。

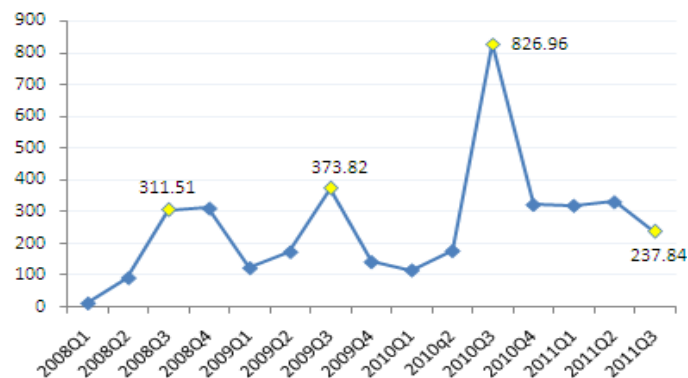
## 2、罕见的干旱为公司带来难得的弹性

### 2.1、丰水期干旱导致 11 年发电量仅为设计发电量的 51.6%

贵州省每年的 6 月至 10 月为传统的丰水期，1 月至 4 月及 12 月为枯水期，5 月和 11 月为平水期，其中丰水期的来水情况在很大程度上决定了机组全年的发电小时数，也对当年业绩起到了决定性作用。

贵州省 09 年四季度开始至今总体偏干旱，但 09 和 10 年丰水期公司下辖电站所属流域来水较为正常，因此公司 09 和 10 年的发电量总体符合公司计划（其中 10 年 6 月底还出现过持续降雨，董箐电站高强度持续运转，创下一个月发电 6.4 亿度的记录，公司股价也在 7 月中旬开始启动并大幅上涨）。11 年上半年枯水期公司电站所属流域来水偏丰，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（发电量分别为 12.69 亿度和 13 亿度），全年发电量仅 38.62 亿度，约为水电站设计多年平均发电量的 51.6%，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 6、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

## 2.2、12年来水恢复，收入增长有望超70%

若12年贵州省尤其是北盘江和三岔河来水正常，公司年发电量有望恢复至65亿度的正常水平，将在11年基础上增长约68.3%。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，我们认为在来水正常条件下，公司完成年发电量65亿度（公司10年底制定的11年来水正常情况下12年的计划发电量，为设计发电量的86.85%）的目标较为合理。

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）。其中度电折旧额=（固定资产净值-预计净残值-固定资产减值准备）/（资产剩余使用年限\*年度发电资产总体工作量）

由于水电厂实际运行中，要综合考虑防洪、电网调度、社会需求等诸多因素，而水电厂的设计发电量是理论计算值，水电厂实际发电量与水电厂的设计发电量存在一定差异。

公司在确定“年度发电资产总体工作量”指标时，综合考虑了设计发电量与历史实际发电情况，参照国内水电厂设计发电量与实际发电量的差异，并由中国水电顾问集团贵阳勘测设计研究院分析论证，最终将“年度发电资产总体工作量”确定为设计发电量的90%，并以此为基础计算度电折旧额。

可见，按照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%）的经营计划较符合公司历史上发电机组的利用率。因此我们也有理由相信，12年来水正常条件下公司完全可以完成65亿度的发电量目标。

同时，综合各水电站装机容量和上网电价水平，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。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/千瓦时，08年7月上调0.6分/千瓦时，09年上调0.5分/千瓦时，11年4月上调0.3分/千瓦时，11年12月上调1.7分/千瓦时。综合来看，贵州省水电上网价格调幅加大，频率在加快。

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%。公司12年的综合上网电价由11年的0.29元/千瓦时增至0.31元/千瓦时。

因此，若12年来水恢复正常，则公司在发电量和综合上网电价在同比分别提升68.3%和5.5%的基础上，营业收入有望增长77.6%。

**表 1、公司下属电站上网电价及其变化情况（单位：元）**

水电站	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
普定	0.235	0.2484	0.2484	0.2614	0.2674	0.2724	0.2924
引子渡	0.225	0.2334	0.2334	0.2464	0.2524	0.2574	0.2774
鱼塘	-	-	0.2284	0.2414	0.2474	0.2524	0.2724
清溪	-	-	-	-	0.2474	0.2524	0.2724
光照	-	-	-	0.288	0.288	0.293	0.313
董箐	-	-	-	-	-	0.306	0.326
普定		0.0134					
引子渡		0.0084		0.013	0.006		
鱼塘						0.005	
清溪							0.02
光照							
董箐							

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.3、折旧政策变更无碍毛利率显著提升

公司 11 年之前采用年限平均法计提折旧，由于各季度之间发电量差异较大，而承担的折旧额相同，导致季度之间经营业绩大幅波动；工作量法折旧政策实施后，根据季度实际发电量调整了全年折旧额在各季度之间的分摊水平，一定程度上降低了季度间业绩的大幅波动；同时，对于来水异常的年份，该折旧方法也有利于减小公司经营业绩的波动幅度。从逻辑上看，工作量法计提折旧更为合理。

根据公司公布的折旧额的计算方法，我们可以判断：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%），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；考虑到公司 12 年来水正常情况下收入有望增长 77.56%，而除与发电量相关的折旧外其他成本增加较少，则公司的毛利率水平将显著提升。

### 3、公司中长期投资价值凸显

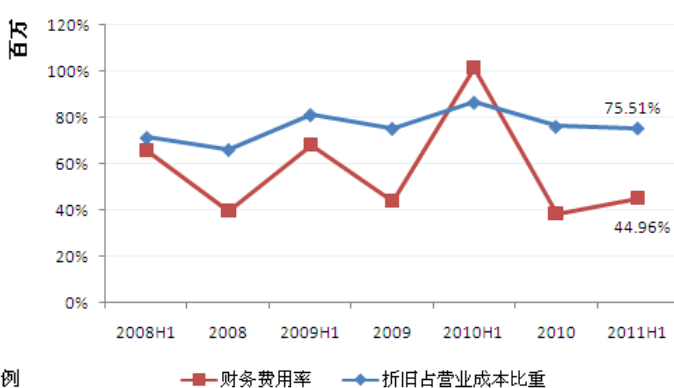
#### 3.1、资本支出高峰期已过，业绩即将进入自然释放期

水电项目初期投资规模巨大，工期长，见效慢，但惠及国计民生，因此国家允许水电项目采用较低的资本金比例（20%），公司也往往在发展初期背负巨额负债，承担较大的财务费用（公司财务费用率 40%以上）；但随着公司大规模资本支出接近尾声，公司的折旧与净利润之和与资本支出的差距逐步缩小，财务压力逐步减轻，公司业绩逐步自然释放期；从更长远的角度看，当公司固定资产折旧计提完成后（通常为 25 年），水电发电成本大幅下降（公司折旧约占制造成本的 75%以上），水电极低的度电运营成本（公司 11 年上半年度电运营成不不到 0.03 元）将极大的释放公司业绩。因此，水电投资时点选择大规模资本支出接近尾声的阶段，即公司经营业绩经历长期拐点的时间段最为理想。

图 7、公司财务费用与利润之比



图 8、公司折旧占营业成本的比重



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等特点。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，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 09，10 年相继建成装机容量 104 万千瓦的光照水电站和装机容量 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。

在不考虑外部融资情况下，“资本支出-折旧-净利润”较好的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），财务费用增速将迅速放缓。

图 9、公司“资本支出-折旧-净利润”与“借款总额”指标变化

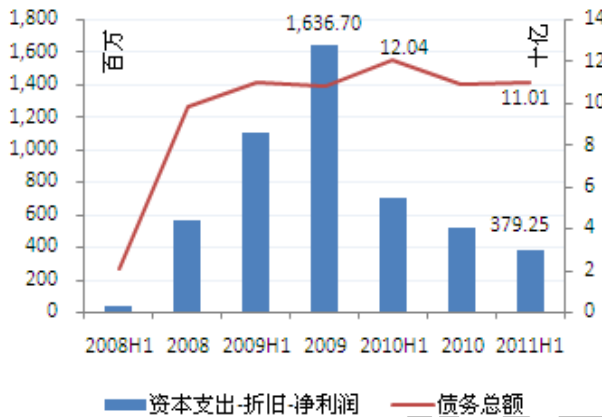
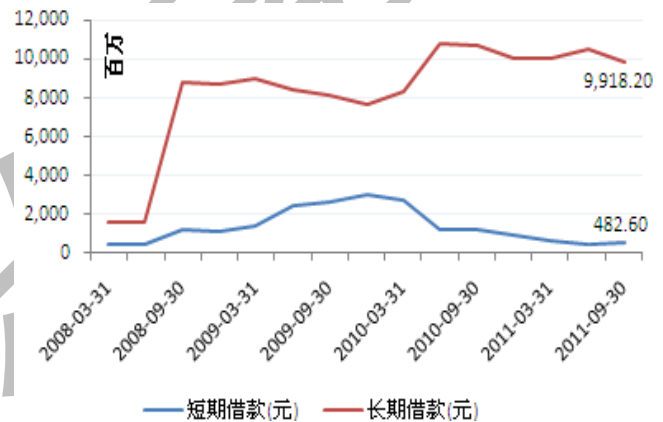
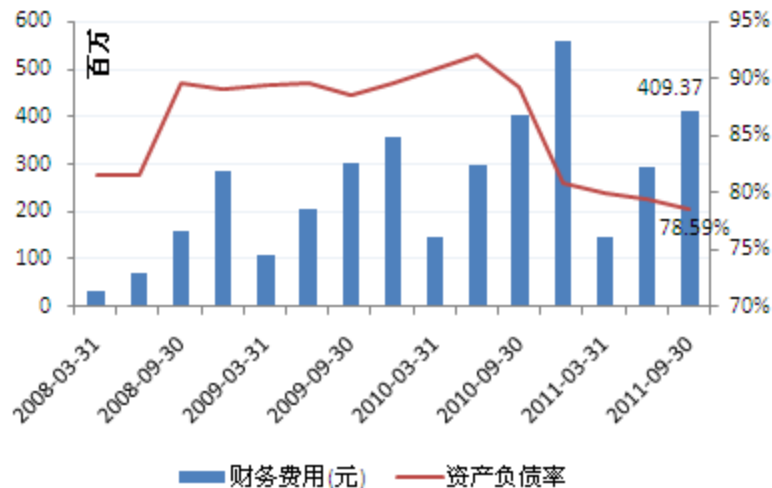


图 10、公司长期借款和短期借款变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11、公司资产负债率和财务费用变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2、集团旗下优质水电资产有望在十二五期间注入

乌江水电公司与黔源电力同属华电集团旗下，从 06 年开始通过二级市场和与华电集团财务公司的信托计划转让，不断增持黔源电力公司股份，目前持有其 12.2% 的股权。

乌江水电公司是我国第一家流域水电开发公司，主要开发和经营贵州境内乌江干流河段梯级电站，水电资源十分优质。目前乌江水电全资拥有乌江干流水电装机容量 **831.5 万千瓦**（为黔源电力控制装机的 **3.37 倍**，权益装机的 **5.64 倍**）。包括：洪家渡、东风、索风营、乌江渡、构皮滩、思林、沙沱等七级电站。除计划于 2012 年投产的沙沱电站在建外，其他电站均已建成投产。公司拥有其他可控装机容量 305 万千瓦

瓦，包括已投产的清水河流域梯级电站、毕节热电，在建的塘寨电厂、桐梓电厂；参股控股煤炭产能 1917 万吨，其中控股产能 297 万吨；除持有黔源电力 12.2%股份外，参股彭水电站、遵义铝业公司、中国铝业遵义氧化铝公司等企业。

图 12、乌江水电下属水电站布局



资料来源：乌江水电公司网站。

11 年在乌江梯级总来水量环比 10 年减少 37.4%（仅为多年平均来水量的 45%，是有水文历史记录以来最枯的年份）的情况下，仍完成水力发电 133 亿千瓦时，为黔源电力的 3.44 倍；此外，乌江水电完成火力发电 152 亿千瓦时，合计发电 285 亿千瓦时。

从控股股东华电集团考虑，由于乌江水电与公司同属集团旗下，同在贵州省内进行水电开发和运营，而公司作为华电集团和贵州省内唯一的水电上市公司，未来有望进行资产整合，将乌江水电注入上市公司。

另一方面，水电发展耗资巨大，华电集团受旗下火电资产经营亏损拖累，资金紧缺，资产负债率超过 80%，针对公司制定的 2015 年，发电装机超过 1.2 亿千瓦，清洁能源装机比重超过 30% 的发展目标（2011 年底，公司装机容量 9410 万千瓦，其中，火电 7502 万千瓦，水电 1595 万千瓦，风电等其它能源 313 万千瓦，清洁能源占总装机容量的 25%。），公司通过做大黔源电力这一唯一的水电上市公司平台加强资本市场融资将成为必然选择！

## 4、盈利预测与估值

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，公司在其电站下辖流域蓄水发电没有竞争对手；其产品价格即上网电价受国家发改委管制，较为固定，但中长期呈明显上升趋势；其产品产量即上网发电量，主要受上游来水情况影响，短期

或有波动，但多年平均值较稳定；销售方面，公司所发电由南方电网统一调往广东省（“西电东输”），并且由于水电上网电价明显低于火电，终端售价却不区分电种，因此不存在销售问题，多年销售费用为 0；从成本端看，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%，其中与发电量相关资产约 90%），毛利率水平随着发电量的增加而提升，反之则下降（折旧政策调整后，毛利率随发电量波动幅度显著降低）；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）。

#### 4.1、盈利预测

短期来看，公司 11 年丰水期遭遇贵州百年一遇的干旱，公司股价自 11 年 8 月起随之下跌近 40%，为公司 12 年业绩和股价带来了难得的弹性。每年 6-10 月是贵州的丰水期，第三季度的发电量往往奠定全年的业绩，11 年丰水期罕见的干旱导致公司当年发电量仅为设计多年平均发电量的 51.6%，公司股价也从 11 年 8 月初下跌近 40%。但罕见的干旱也带来了难得的弹性，若 12 年来水恢复正常，则公司发电量有望恢复至 65 亿度的正常水平（公司 10 年年底针对 11 年来水正常情况下制定的经营计划），在此基础上公司 12 年发电量有望增长 68.3%；同时由于 11 年公司下属电站上网电价累计上调 2 分钱，综合电价增至 0.31 元，涨幅超过 5.5%，则公司 12 年来水正常情况下收入有望增长 77.56%，而除与发电量相关的折旧外其他成本增加较少，公司毛利率水平将显著提升，公司业绩弹性较大。

我们预计 2011 至 2012 年公司 EPS 分别为 -0.41 元和 1.18 元，对应 12 年 PE 为 11.6 倍。

**表 2、公司 12 年业绩对全年发电小时数的敏感性测试**

	12 年全年平均发电小时数				
	2236	2435.5	2635	2835	3034
机组利用率	73.7%	80.3%	86.8%	93.4%	100.0%
发电量（亿度）	55.16	60.08	65.01	69.93	74.85
收入（亿元）	14.56	15.86	17.16	18.46	19.76
增长率	49%	62.30%	75.5	88.80%	102.10%
EPS（元）	0.635	0.9	1.18	1.46	1.75
PE	21.53	15.19	11.62	9.37	7.82

资料来源：东兴证券研究所

表 3、公司 11 年至 12 年分公司收入预测

	名称	2009-12-31	2010-12-31	2011E	2012E
光照 (51%)	装机容量	104.00	104.00	104.00	104.00
	发电量	20.42	19.13	14.21	23.92
	单价	0.288	0.293	0.296	0.313
	收入(亿元)	5.88	5.61	4.21	7.49
董箐 (51%)	装机容量	44	88	88	88
	发电量	1.67	25.85	15.62	26.28
	单价	0.306	0.306	0.309	0.326
	收入	0.51	7.91	4.83	8.57
鱼塘 (50.25%)	装机容量	7.5	7.5	7.5	7.5
	发电量	1.94	2.28	0.50	0.84
	单价	0.2474	0.2524	0.2554	0.2724
	收入	0.48	0.58	0.13	0.23
清溪 (50.25%)	装机容量	2.8	2.8	2.8	2.8
	发电量	0.26	0.85	1.62	2.72
	单价	0.2474	0.2524	0.2554	0.2724
	收入	0.06	0.21	0.41	0.74
引子渡 (100%)	装机容量	36	36	36	36
	发电量	7.57	8.20	5.05	8.49
	单价	0.2524	0.2574	0.2604	0.2774
	收入	1.91	2.11	1.32	2.36
普定 (100%)	装机容量	8.4	8.4	8.4	8.4
	发电量	2.65	1.91	1.63	2.74
	单价	0.2674	0.2724	0.2754	0.2924
	收入	0.71	0.52	0.45	0.80

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 4、公司盈利预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	816.61	1,445.66	977.35	1,715.57
主营收入增长率	12.99%	77.03%	-32.39%	75.53%
净利润 (百万元)	33.66	65.17	(80.47)	239.51
净利润增长率	-72.07%	93.64%	-223.48%	-
ROE	5.62%	3.83%	-9.92%	25.72%
EPS (元)	0.240	0.465	(0.395)	1.176
P/E	56.96	29.42	(34.59)	11.62
P/B	3.20	1.64	2.28	1.98
EV/EBITDA	17.78	10.75	12.42	7.80

资料来源：东兴证券研究所

## 4.2、估值与投资建议

公司的经营业绩与宏观经济的相关性很小，在 11 年百年一遇的干旱和 12 年宏观经济增速放缓的背景下，公司投资价值凸显。

中长期来看，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建成而快速增长，财务费用压力长期趋缓，公司业绩很快将迎来自然释放期；同时，公司所属集团旗下庞大的优质水电资产有望在十二五期间注入，公司长期投资价值显著。

目前水电上市公司 12 年市盈率在 15 倍左右，考虑到公司资产注入预期和未来的成长性，给予其 12 年 18 倍 PE，目标价 21.2 元，维持“强烈推荐”评级。

表 5、水电上市公司 12 年估值

公司	长江电力	明星电力	桂冠电力	桂东电力	湖北能源	文山电力	岷江水电	川投能源	均值
12 年 PE	12.01	14.42	14.54	15.08	15.67	16.32	17.09	18.45	15.45
PB	1.59	2.40	2.78	1.63	1.26	3.19	4.15	1.79	2.35

资料来源：wind（一致预期）

## 5、风险提示

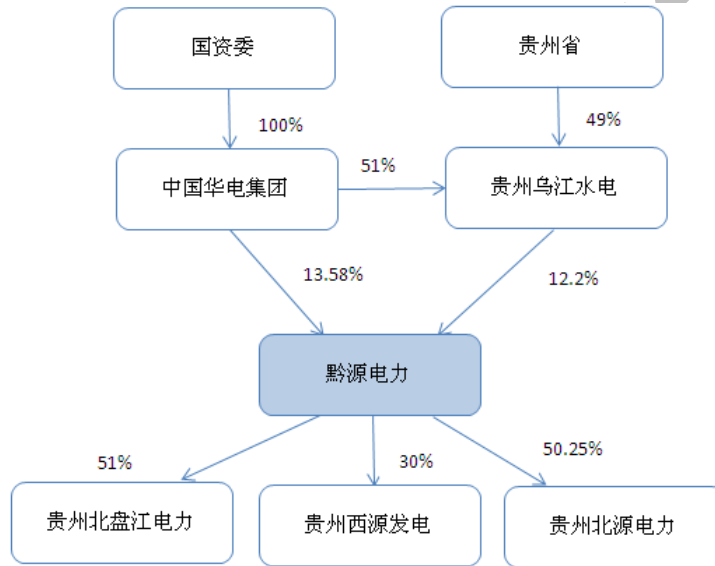
12 年公司所属北盘江流域，乌江-三岔河流域和芙蓉江流域丰水期连续出现大旱

## 6、附录

### 6.1、公司股权结构

公司是 05 年上市的水力发电上市公司，目前市值约 28 亿，流通市值约 24 亿。中国华电集团直接和通过乌江水电公司间接持有公司股权合计 25.78%，是公司的控股股东；公司旗下子公司包括贵州北盘江电力，贵州西源发电有限公司和贵州北源电力公司，分别负责开发北盘江和芙蓉江流域的水电站；建成较早的普定和引子渡水电站由母公司直接管理。

图 13、公司的股权结构及下属子公司

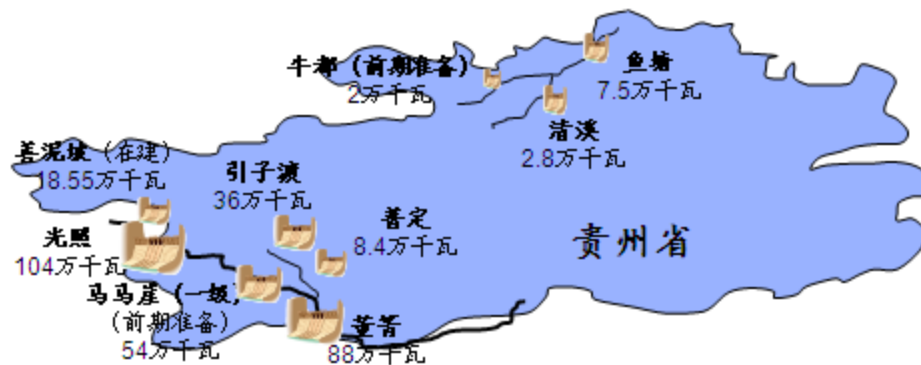


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6.2、公司水电资产分布

公司上市初只有普定一家水电站（引子渡水电站在建），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 147.5 万千瓦）。

图 14、公司下属水电站布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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 2 万千瓦，公司未来拟建的毛家塘和官庄水电站合计装机 5 万千瓦。预计 14 年公司可控装机容量和权益装机容量将达 326.25 万千瓦和 184.12 万千瓦，分别增长 32.25%和 24.84%。公司下属水电站设计年发电量也将从目前的 74.84 亿度增至近 100 亿度，增长超过 32%。

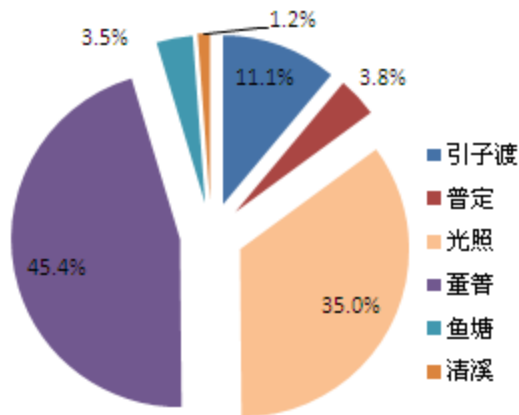
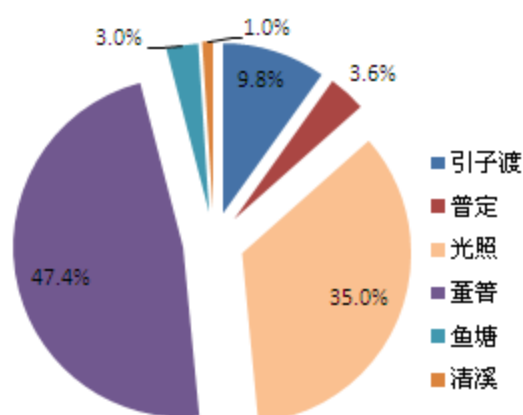
**表 6、公司下属水电站概况**

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
			董箐	88	69.6	30.26	
			马马崖	54	31.0	15.81	在建
西源电力	30%	善泥坡	18.55	16.9	6.79		
		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	
			鱼塘	7.5	6.0	3.13	拟建
			毛家塘	2	-	-	
			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

### 6.3、北盘江流域的董箐和光照是公司收入的主要来源

目前北盘江流域的董箐和光照 11 年前三季度合计发电 13.66 亿度，已达公司合计发电量的 80%，并且由于董箐和光照电站建成较晚，上网电价明显高于普定、引子渡等老水电站，两电站收入占比合计约 82.4%，目前是公司营业收入的主要来源。

**图 15、公司 11 年前三季度各电站发电量占比**

**图 16、公司 11 年前三季度各电站收入占比**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 7、公司三张表预测

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	816.61	1,445.66	977.35	1,715.57
营业成本	453.46	698.62	464.24	651.92
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	25.87	31.49	29.42	32.60
财务费用	357.84	556.92	592.88	607.13
投资收益	68.61	0.54	0.00	0.00
营业利润	38.23	144.61	(117.96)	402.53
利润总额	40.51	146.51	(114.96)	402.53
所得税	16.22	7.02	0.00	60.38
净利润	24.29	139.49	(114.96)	342.15
归属母公司所有者的净利润	33.66	65.17	(80.47)	239.51
NOPLAT	237.46	667.93	474.92	858.21
资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	247.14	1,070.10	175.92	205.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	127.97	81.74	48.20	94.00
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.83	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	413.07	1,283.51	266.14	373.64
非流动资产	14,395.87	14,659.91	13,951.22	13,347.47
资产总计	14,808.94	15,943.42	14,217.37	13,721.11
短期借款	3,062.60	872.60	1,794.04	802.86
应付帐款	734.96	638.16	356.13	428.66
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,529.72	2,859.33	2,166.17	1,247.51
非流动负债	7,733.37	10,044.46	9,934.70	10,134.70
少数股东权益	947.11	1,339.60	1,305.12	1,407.76
母公司股东权益	598.74	1,700.03	811.38	931.13
净营运资本	(5,116.65)	(1,575.81)	(1,900.02)	(873.87)
投入资本 IC	12,702.99	13,407.62	13,669.07	13,070.33
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	24.29	139.49	(114.96)	342.15
折旧摊销	344.31	530.40	0.00	603.75
净营运资金增加	(3,518.24)	3,540.83	(324.21)	1,026.15
经营活动产生现金流	560.93	1,201.93	214.46	1,549.51

投资活动产生现金流	(1,912.66)	(1,176.59)	105.24	(1.50)
融资活动产生现金流	1,223.57	797.63	(1,213.87)	(1,518.06)
现金净增(减)	(128.16)	822.96	(894.18)	29.95

### 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，从事建筑材料，公用事业行业研究。

### 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。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

## 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。