

业绩低点与政策拐点同现，投资价值凸显

2012年3月29日

强烈推荐/维持

黔源电力

财报点评

——黔源电力（002039）11年财报点评

俞鹏程 公用事业行业分析师
010-66554035

执业证书编号：S1480511010002

事件：

公司今日公布11年年报，报告期实现营业收入9.77亿元，较去年同期下降33.67%；利润总额为-11965.94万元，较去年同期下降181.68%；归属上市公司股东的净利润为-8433.73万元，比去年同期下降229.41%，扣除非经常性损益后归属净利润-10633.1万元，同比下降419.43%。11年实现每股收益-0.4142元，加权ROE-5.15%。

公司分季度财务指标

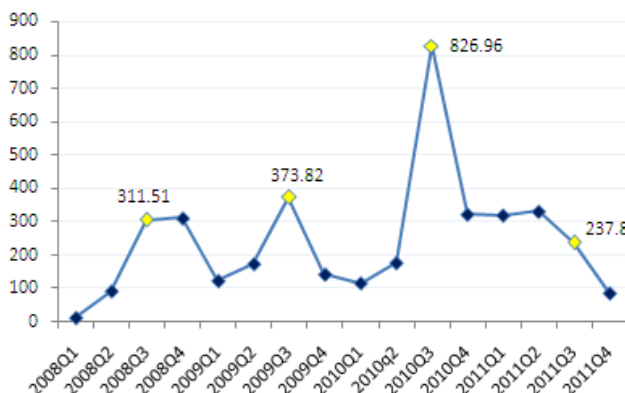
| 指标 | 10Q2 | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 178.07 | 826.96 | 323.25 | 320.41 | 331.55 | 237.84 | 87.07 |
| 增长率(%) | 1.78% | 121.22% | 125.32% | 172.95% | 86.19% | -71.24% | -73.06% |
| 毛利率(%) | 8.76% | 73.07% | 50.36% | 55.21% | 56.84% | 49.14% | 19.06% |
| 期间费用率(%) | 89.36% | 13.48% | 50.97% | 47.90% | 47.49% | 52.62% | 194.99% |
| 销售费用率(%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 管理费用(%) | 3.58% | 1.15% | 2.81% | 2.57% | 2.89% | 3.75% | 15.84% |
| 财务费用(%) | 85.78% | 12.33% | 48.16% | 45.33% | 44.61% | 48.88% | 179.16% |
| 营业利润率(%) | -81.51% | 57.85% | 0.79% | 3.80% | 9.18% | -1.85% | -184.51% |
| 净利润(百万元) | -88.55 | 260.50 | 9.57 | 0.58 | 14.70 | -3.56 | -96.06 |
| 增长率(%) | 371.68% | 179.25% | -46.79% | -100.50% | -116.60% | -101.37% | -1103.24% |
| 每股盈利(季度,元) | -0.631 | 1.857 | 0.047 | 0.003 | 0.072 | -0.017 | -0.472 |
| 资产负债率(%) | 92.02% | 89.21% | 80.93% | 80.04% | 79.53% | 78.59% | 79.12% |
| 净资产收益率(%) | -12.13% | 27.34% | 0.83% | 0.39% | 0.96% | -0.16% | -4.88% |
| 总资产收益率(%) | -0.97% | 2.95% | 0.16% | 0.08% | 0.20% | -0.03% | -1.02% |
| 净利率(%) | -49.73% | 31.50% | 2.96% | 0.18% | 4.43% | -1.50% | -110.31% |

评论：

- 汛期罕见的干旱导致公司全年业绩亏损。**由于水力发电行业的特殊性，公司业绩十分依赖来水。贵州省每年6至10月是传统的丰水期，5月和11月为平水期，其它月份为枯水期，因此三季度来水情况直接决定了全年业绩的好坏。11年上半年公司电站所处流域来水情况良好，一二季度单季收入同比分别增长了172.95%和86.19%，同时借助于修改折旧政策，前两季均实现了少见的盈利。但进入三季度传统丰水期后，贵州省遭遇百年一遇的干旱，导致三、四季度发电量大幅低于正常水平，三四季收入同比均大幅下降超过70%，丰水期发电量甚至明显小于枯水期水平，同时受固定成本制约，公司毛利率逐季下降，

其中四季度毛利率仅 19.06%，单季亏损近 1 亿，直接导致全年业绩亏损。

图 1、公司近三年单季收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：标黄色的数据点位三季度收入

图 2、公司近三年单季度毛利率和净利率情况



表 1、公司 11 年各电站经营情况

| 分公司 | 电站 | 11 年发电量 | 设计发电量 | 利用率 | 项目利润总额 (万元) | 收入 | 11 年营业利润 | 11 年净利润 | 10 年净利润 | 同比变化 |
|-----|-----|---------|-------|-------|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 北盘江 | 光照 | 12.88 | 27.54 | 46.8% | -9066.02 | 77196.8 | -4866.37 | -4912.24 | 17071.25 | -128.77% |
| | 董箐 | 17.29 | 30.26 | 57.1% | 4969.4 | | | | | |
| | 马马崖 | - | 15.81 | - | - | | | | | |
| 西源 | 善泥坡 | - | 6.79 | - | - | 5334.48 | -2730.1 | -2436.24 | -1876 | - |
| | 鱼塘 | 1.91 | 3.13 | 61.0% | -1326.66 | | | | | |
| 北源 | 清溪 | 0.57 | 0.97 | 58.8% | -1109.58 | 5334.48 | -2730.1 | -2436.24 | -1876 | - |
| | 牛都 | - | 0.703 | - | - | | | | | |
| | 官庄 | - | - | - | - | | | | | |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **收入锐减，在建项目进度放缓，12 年财务费用压力较大。** 由于来水大幅减少，公司 12 年发电 38.62 亿度，仅完成 11 年发电量计划的 59.4%，年设计发电量的 51.6%，收入和经营性现金流净额严重低于预期。公司在建项目投资进度放缓，报告期计划完成基建投资 13.77 亿元，实际完成 8.55 亿（包含因政策性因素变化，冲减以前年度计提的耕地占用税和移民费约 2.1 亿），完成率约 62.05%；其中董箐，马马崖，善泥坡，牛都和官庄 11 年均未完成当年投资计划。同时，公司货币资金消耗速度较快，11 年增发募集资金已全部使用完毕。根据公司年报披露，2012 年，公司基建项目投资预算为 9 亿元。其中在建项目 6.5 亿元（马马崖一级 3.48 亿元、善泥坡 2.52 亿元、牛都 5,000 万元）；前期项目 2,400 万元；尾工项目 2.26 亿元（董箐 2.16 亿元、光照 1,000 万元）。后续资金来源为自有资金和银行贷款。考虑到 11 年整体银根紧缩导致的贷款利息上升和 12 年新增贷款需求，预计 12 年财务费用压力较大。

表 2、11 年各电站投资情况及 12 年计划投资（单位：万元）

| 电站 | 11 年计划投资 | 11 年实际完成 | 计划完成率 | 累计投资完成率 | 12 年计划投资 |
|--------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 光照 | 8500 | -3979.97 | -46.82% | 100% | 1000 |
| 董箐 | 30301 | 14564.26 | 48.07% | 85.25% | 21600 |
| 马马崖 | 55489 | 42337.36 | 76.30% | 16.26% | 34800 |
| 清溪 | 435 | -756.17 | -173.83% | 100% | - |
| 善泥坡 | 30373 | 26755.21 | 88.09% | 26.26% | 25200 |
| 牛都 | 11647 | 5311.66 | 45.61% | 64.20% | 5000 |
| 官庄 | 1000 | 207.47 | 20.75% | - | |
| 黔源大厦 | - | 1026.64 | - | 98.80% | |
| 其它前期项目 | | | | | 2400 |
| 合计 | 137745 | 85466.46 | 62.05% | 69.07% | 90000 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 12 年若来水恢复，公司业绩弹性较大。考虑到 10 年贵州省来水偏枯，董箐 44 万千瓦机组下半年投产的基础上，当年实际发电量达到 58 亿度；公司在 10 年底基于来水正常情况下制定的 11 年发电量计划为 65 亿度；同时 65 亿度的发电量水平约为公司合计年设计发电量的 86.85%。综合以上三点，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，较 11 年同比增长约 68.3%。上网电价方面，公司旗下电站在 11 年 4 月和 11 年 12 月分别上调 0.3 分/度和 1.7 分/度，综合上网电价约为 0.31 元/度，同比 11 年初上涨约 5.5%。因此，来水正常情况下，公司收入增幅有望超过 75%。

表 3、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

展望:

从政策面看，行业和公司近期利好频出。由于电价管制，煤价持续上涨，火电企业“内部挖潜”接近瓶颈，近年来在盈亏平衡点上挣扎，对火电电源投资的热情和能力均大幅下降，我国缺电情况呈现扩大趋势，并有望向“硬缺电”发展；同时，综合我国在碳排放量和节能降耗方面的压力，以及水电、核电、太阳能及风电在体量，安全性，成本方面的考虑，12年以来我国坚定了优先发展水电的决心，从1-2月水电投资同比接近翻倍，到年初即核准五个大型水电开发项目，均证明了十二五期间我国对水电开发态度的转变。

贵州省方面，年初中央二号文件提出大力发展贵州，并将其作为电力改革的首个试点省份，“水火同价”预期明显增强，公司作为贵州省唯一的水电上市公司，无疑将首先受益；3月初，贵州省委、省政府在京举行支持贵州发展金融座谈会暨战略合作备忘录及协议签署仪式，“一行三会”及各大银行负责人出席座谈会，表示将紧紧围绕贵州的战略定位、资源优势、产业重点等，深入开展金融服务创新，努力在差别化信贷政策上给予更大支持，在信贷规模、信贷增长幅度上给予更大倾斜。对于资产负债率接近80%，财务费用率高达40%的水电开发企业，无疑形成明显利好。

公司层面，截至2011年末，公司发电装机权益容量为147.5万千瓦，可控容量为246.7万千瓦。从内生性增长看，目前在建和拟建的电站有马马崖，善泥坡，牛都，毛家塘和官庄电站，预计14年可以完成，届时，公司可控装机将达326.25万千瓦，增长32.25%，权益装机达184.12万千瓦，增长24.84%，年设计发电量近100亿度，增长32%。从外生性增长看，公司第二大股东乌江水电资产有望注入上市公司。乌江水电与公司同属华电集团控股，同在贵州省内进行水电开发，而公司作为华电旗下唯一的水电上市平台，考虑到从华电到公司都面临资产负债率较高，财务费用较大的现实，通过注入资产将公司做大做强，提升其融资能力，完成华电集团整体的清洁能源发展目标是十分符合逻辑的选择。目前乌江水电公司水电装机容量高达831.5万千瓦，可控装机是公司的3.37倍，权益装机是公司的5.64倍，11年发电量是公司的3.44倍，公司外生性增长空间巨大。

盈利预测与投资建议

我们预计12年贵州来水恢复正常的基础上，公司收入有望增至17.2亿，实现EPS1.18元，对应12年PE12倍；同时考虑到公司目前资产重组成本已低于市值约20%，维持“强烈推荐”评级。

表 4、公司重置成本与市值对比

| 项目 | 每瓦投资 (元) | | |
|-----------|-------------|-------------|-------------|
| | 10 | 11 | 12 |
| 权益装机 | 147.5 | | |
| 权益重置成本 | 147.5 | 162.25 | 177 |
| 资产负债率 | 78.59% | | |
| 重置成本 (亿元) | 31.6 | 34.7 | 37.9 |
| 重置成本/市值 | 110% | 121% | 132% |

表 5：公司盈利预测和估值

| | 2009A | 2010A | 2011A | 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% | -5.33% | 7.4% |
| EPS（元） | 0.240 | 0.465 | (0.395) | 1.176 |
| P/E | 56.96 | 29.42 | - | 11.98 |
| P/B | 3.20 | 1.64 | 1.82 | 1.58 |
| EV/EBITDA | 17.78 | 10.75 | 12.42 | 7.80 |

资料来源：东兴证券

风险提示：

贵州 12 年再次陷入干旱

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。