

7月发电量超11年下半年全年，光照水库接近设计水位

——黔源电力（002039）

2012年8月3日

强烈推荐/维持

黔源电力

事件点评

俞鹏程 公用事业行业分析师
010-66554035

执业证书编号：S1480511010002

事件：

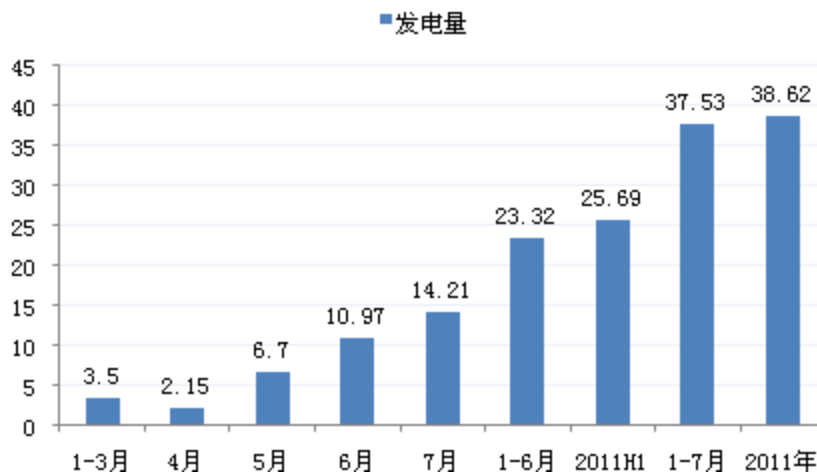
公司7月单月发电量14.21亿度，12年累计发电量37.53亿度；光照水库水位740米，接近745米的设计水位（最大蓄水量）。

1. 汛期来水丰沛，7月单月发电量超11年整个下半年。

近日，公司披露了7月发电量数据，发电情况延续了5月以来的良好势头，同比改善显著。其中7月发电14.21亿度，超过11年整个下半年的发电量（11年下半年发电量不到13亿度），12年以来累计发电量37.53亿度，已接近11年全年水平（11年发电38.62亿度）。

12年初，受11年大旱影响，公司龙头电站（光照）水库接近死水位，可发电量较小，同时一季度是传统枯水期，一季度公司仅发电3.5亿度。4月来水开始好转，单月发电2.15亿度，5月发电6.7亿度，6月10.97亿度，上半年合计发电23.32亿度，接近11年同期水平（25.69亿度）。7月公司电站再度发力，累计发电量同比实现大幅改善。

图1、公司12年各月发电量情况（单位：亿度）



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

分各电站看，公司下游主力电站董箐7月发电6.44亿度，发电732小时，产能利用率高达98.38%，基本达到了全月满发。

光照电站7月发电4.468亿度，发电430小时，产能利用率57.74%。利用率相对偏低。主要原因是由于光照和董箐之间来水充足，足够下游董箐电站满发，光照若放水发电，将导致下游董箐电站入库流量过大，势必造成弃水（董箐电站水库为日调节，蓄水能力较弱）。因此7月光照电站在适度出力的同时，以蓄水为主。

7月17日至23日甚至基本处于停发状态，而在此期间，光照上游入库流量大部分时间都保持在1000立方米/秒以上（出库流量只要达到717立方米/秒即可使光照电站基本满发）。

其它电站方面，普定和引子渡电站单月分别发电0.59亿度和2.12亿度，产能利用率分别达到94.44%和79.18%；鱼塘和清溪电站分别发电0.47亿度和0.12亿度，产能利用率分别达到84.32%和58.11%。

光照和董箐7月合计发电10.91亿度，占公司当月发电量76.76%，前7月合计发电28.96亿度，占公司累计发电量的77.166%，充分发挥了公司主力电站的作用。

图1、公司7月各电站发电情况（单位：亿度）

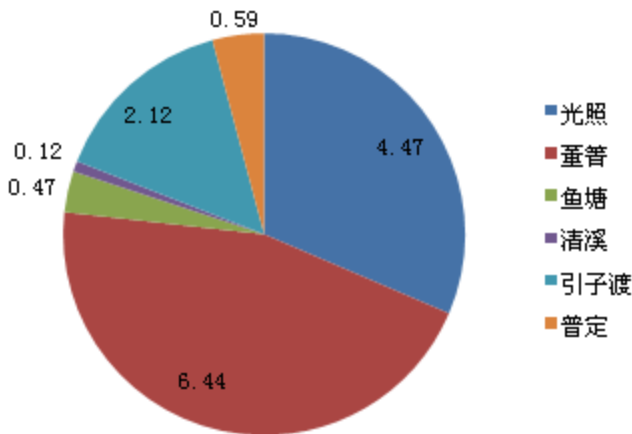
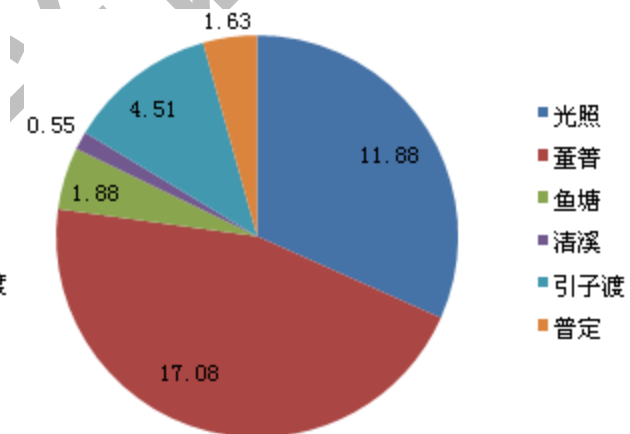


图1、公司前7月各电站发电情况（单位：亿度）

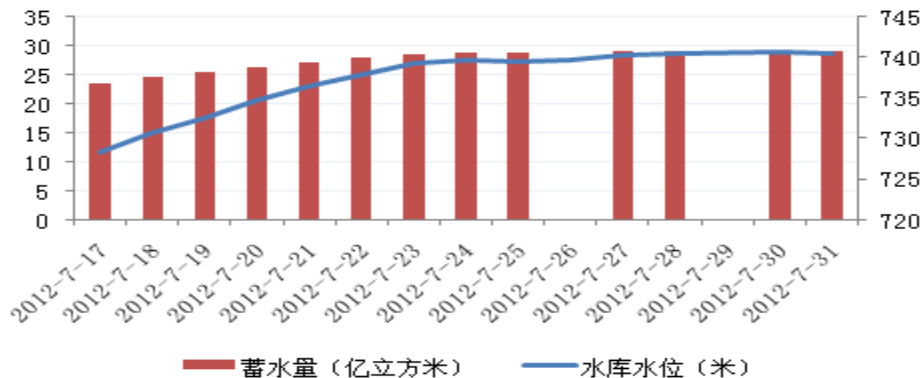


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2. 光照水库水位涨至740米，可发电量接近12亿度。

在保证7月发电量同比环比均大幅增长的同时，公司龙头电站光照水库水位从6月30日的715.97米快速上升到7月底的740.36米，距离745米的设计水位仅不到5米；蓄水量相应从18.72亿立方米猛增至29.03亿立方米，调节水量近20亿立方米。以每三立方米发一度电计算，约可发电6.67亿度，足够光照电站发电641小时，满发26天，加上下游董箐电站对光照出库流量的二次利用，目前光照水库可为公司发电约12亿度。

图4、光照电站7月部分水库水位和蓄水量记录



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

结论：

截至7月底，公司累计发电37.53亿度，已完成全年发电计划（64亿度）的58.6%。公司所处流域经历三年干旱之后（11年更是百年一遇的干旱），今年有望迎来丰水年；同时考虑到公司电改受益（贵州为电改试点省份），增值税减免，电价上调，后续降息（11年财务费用率40%）和资产注入预期等潜在的利好因素以及公司较强的业绩弹性，继续维持强烈推荐评级。

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	66.33	34.26	-	13.53
P/B	3.73	1.91	2.65	2.31
EV/EBITDA	18.21	11.12	12.42	7.99

资料来源：东兴证券

风险提示

三季度区域来水突然转枯导致水电业务盈利能力下降；

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。