

来水丰裕大幅提升发电量 业绩显著改善

推荐 (维持)

黔源电力 (002039) 2012 年中报点评

风险评级: 一般风险

2012 年 8 月 27 日

投资要点:

◇ **事件:** 黔源电力 (002039) 公布2012年中报, 2012年上半年公司实现营业收入6.21亿元, 同比减少4.71%, 营业利润亏损3818.3万元, 同比下降189.63%; 归属上市公司净利润亏损2549.8万元, 同比下降266.93%; 实现基本每股收益-0.125元, 同比减少266.93%。中报业绩符合预期。

俞春燕

SAC 执业证书编号:
S0340511010001

研究助理: 饶志

电话: 0769-22119416

邮箱: raozhi@dgzq.com.cn

点评:

◇ **1、汛期提早和降雨量充沛使得二季度收入大幅增加、上半年亏损大幅减少**

2012年上半年公司营业收入6.21亿元, 同比减少4.71%。而营业成本6.69亿元, 同比增长8.2%, 营业成本增长较快。营业成本的高企和增速较快是公司亏损的一个重要原因。尽管如此, 若分季度上看, 二季度营业收入高达5.26亿元, 同比增长58.9%, 环比则大幅增加3.6倍; 净利润5800万元, 同比增长295.4%, 环比增涨169.5%。二季度业绩大幅提升, 也使得上半年亏损大幅减少。

公司二季度业绩有明显改善主要源于公司各电站所属流域入汛较早, 进入第二季度后, 降雨明显增多, 尤其是5-6月持续降雨, 使各流域来水好于预期值。受来水较好影响, 公司发电量大幅增加, 使营业收入与归属于母公司的净利润增加。

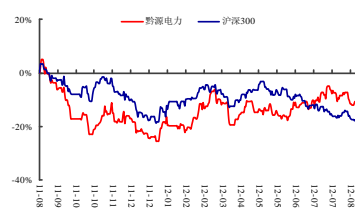
主要数据 2012 年 08 月 24 日

收盘价(元)	15.50
总市值(亿元)	31.56
总股本(百万股)	203.60
流通股本(百万股)	169.74
ROE (TTM)	-8.04%
12 月最高价(元)	18.29
12 月最低价(元)	12.60

◇ **2、综合毛利率不断回升, 盈利能力显著增强**

上半年公司综合毛利率达55.28%, 已经迅速回升。二季度毛利率高达58.89%, 却已经超过了去年同期水平。从去年下半年开始, 干旱的影响一直持续, 使得公司盈利能力不断下滑, 至去年年底滑落至低谷(毛利率仅有19%), 不过进入2012年开始回升。同时净利润率二季度扭亏转正, 达19.98%, 盈利能力显著增强。

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

◇ **3、7月发电量再创新高 将锁定三季度业绩高增长**

上半年, 公司发电量累计23.32亿千瓦时, 同比减少2.37亿千瓦时, 主要是一季度干旱拖累了整个上半年的发电量。其中, 5月发电量就达6.7亿千瓦时, 而6月迅速上升到10.9亿千瓦时, 至7月发电量已经升至14.2亿千瓦时, 再创新高。至此计算, 1-7月累计发电量达37.5亿千瓦时, 已经完成2012年全年发电量的58.6%。而2011年全年发电量38.6亿千瓦时。因此2012年1-7月发电量已经达到去年全年水平, 这无疑将锁定三季度乃至下半年的业绩高增长。

相关报告

◇ **4、电价上调和连续降息进一步提升公司业绩。**

2011年两次上调电价使得2012年公司平均结算电价增长2分,

若按照公司 64 亿千瓦时的目标，上调电价将贡献 1.2 亿元的收入。另外，公司是重资产高负债类型，目前公司资产负债率高达近 80%，央行连续两次降息无疑将削减融资成本高企和偿债压力。因此电价上调增加收入、连续下降降低成本，将进一步提升公司的业绩。

5、公司装机规模逐步扩大，2014 年装机容量将增长 23%。

公司目前正在建设牛都、善泥坡和马马崖四座水电站，合计装机容量 74.5 万千瓦，权益装机量 34.1 万千瓦，预计该四座水电站将于 2012-2014 年投产，建成后公司控股装机增加至 321 万千瓦，权益装机将增加到 182 万千瓦，增长幅度达 23%。

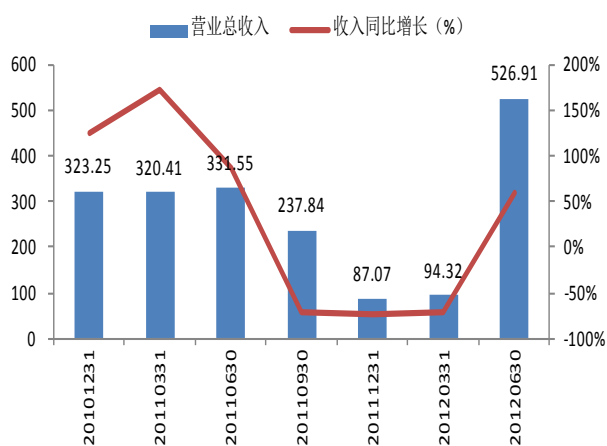
6、给予“推荐”评级

综合来看，我们预计公司 2012 和 2013 年的 EPS 分别为 0.58 元和 0.69 元，对应市盈率分别为 26.5 倍和 22.3 倍。给予推荐评级。

7、风险提示

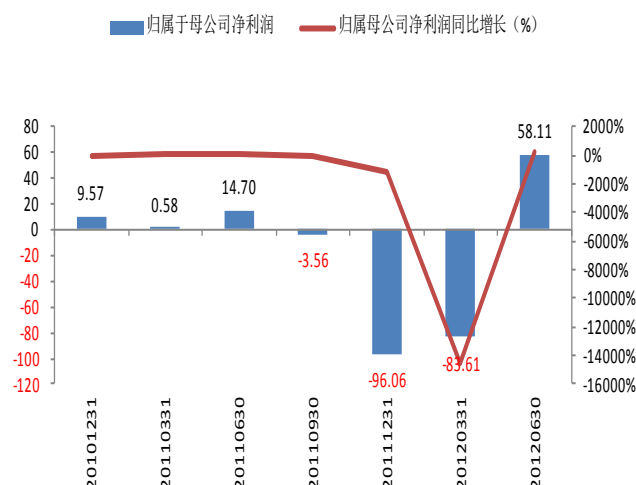
贵州来水下降致使发电量低于预期；电站建设进度滞后

图 1：公司营业收入季度比较



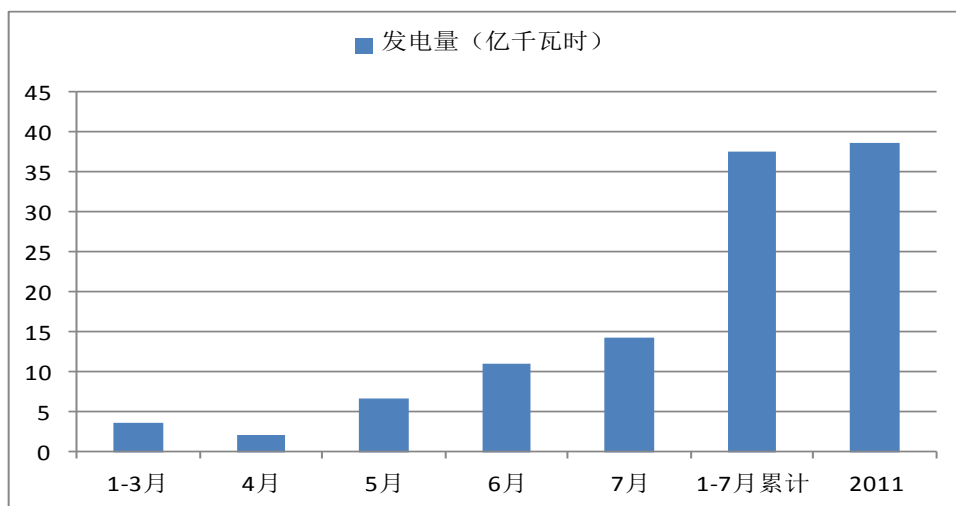
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 2：公司净利润季度比较



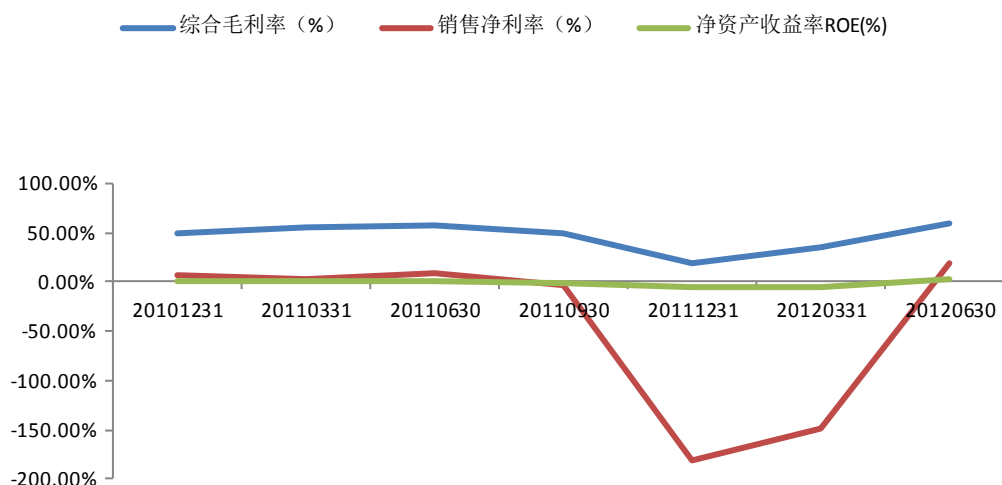
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 3：2012 年公司发电量情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：公司季度盈利能力逐步回升



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	976.87	1611.84	1934.21	2321.05
营业总成本	1100.10	1428.89	1716.97	1981.82
营业成本	478.06	725.33	947.76	1137.31
营业税金及附加	17.86	29.01	23.21	27.85
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.53	64.47	77.37	69.63
财务费用	565.37	605.24	662.82	740.06
资产减值损失	-1.72	4.84	5.80	6.96

其他经营收益	0.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.78	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-122.45	182.95	217.24	339.23
加 营业外收入	2.94	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	0.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	-119.66	182.95	217.24	339.23
减 所得税	0.87	9.15	10.86	15.94
净利润	-120.53	173.81	206.38	323.28
减 少数股东损益	-36.19	54.89	65.17	101.77
归属于母公司净利润	-84.34	118.92	141.21	221.52
最新总股本(万股)	20359.91	20359.91	20359.91	20359.91
基本每股收益(元)	-0.41	0.58	0.69	1.09
市盈率(倍)	-37.42	26.54	22.35	14.25

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn