

电力行业

报告原因：业绩公布

2012年8月29日

市场数据：2012年8月29日

总股本/流通股本(亿股)	2.04/1.70
收盘价(元)	14.96
流通市值(亿元)	25.43

基础数据：2012年6月30日

资产负债率	79.72%
毛利率	55.28%
净资产收益率(摊薄)	-1.64%

相关研究

《黔源电力(002039)三季度是盈利核心期，董管电价超预期，资产注入预期强烈(增持)》2010年4月21

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

黔源电力 (002039)

维持

三季度业绩大幅好转，对降息及极为敏感

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

① **上半年来水不好，业绩低于预期。**2012年1-6月，公司实现营业收入6.21亿元，比上年同期减少0.31亿元；公司利润总额-3,818.29万元，比上年同期减少8,058.69万元，归属于母公司的净利润-2,549.83万元，比上年同期减少4,077.31万元。报告期内，公司发电量为23.32亿千瓦时，比去年同期减少2.37亿千瓦时，是公司上半年业绩负增长的主要原因。

② **三季度是盈利核心期，预计来水较好，利润大幅好转。**公由于公司现有水电项目多为径流式或弱调节能力电站，公司业绩季节波动性较大，一、二、四季度的业绩往往出现亏损或微利，三季度单季度业绩状况基本上能够决定全年业绩变动趋势。公司预计2012年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动幅度1436%至1479%，归属于上市公司股东的净利润18000.00至18500.00，对应每股收益0.88、0.91元。

③ **负债率较高，对降息极为敏感。**公司资产负债率高达80%，公司每年财务费用高达6-7个亿，而公司股本仅有2.04万股，公司业绩对降息极其敏感。经我们测算每降息0.25%，公司每股收益增加0.14元。预计未来较长时间处于降息通道，公司业绩有望受益于此。

④ **在建项目较多，成长性可期。**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，幅度达30%。

⑤ **投资建议。**我们预计公司2012-2013年每股受益分别为0.94、0.84元，对应目前股价市盈率分别为15、17倍，预计公司3季度来水较好，今年业绩大幅扭亏，今年业绩可能成为近几年的业绩高峰期，公司对降息极为敏感，目前处于降息通道对公司有利，综合考虑给予公司“增持”的投资评级。

⑥ **投资风险。**公司多数电站属于不可调电站，来水情况对公司盈利影响较大；在建项目低于预期。

表 1: 盈利预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E
营业收入	144,565.86	97,687.30	151415.315	166556.8465
营业收入增速	77.03%	-32.43%	55.00%	10.00%
营业成本	69,862.07	47,806.08	52586.688	57845.3568
毛利率	51.67%	51.06%	65.27%	65.27%
营业税金及附加	1,673.35	1,785.64	2767.742	3044.5162
管理费用	3,148.87	4,053.19	4255.8495	4468.641975
财务费用	55,692.36	56,537.26	62190.986	68410.0846
资产减值损失	-218.22	-172.08	0.00	0.00
公允价值变动净收益				
投资净收益	54.00	78.00	0.00	0.00
营业利润	14,461.45	-12,244.80	29614.05	32788.25
营业外收入	274.35	293.86	0.00	0.00
营业外支出	85.19	15.00	0.00	0.00
利润总额	14,650.61	-11,965.94	29614.05	32788.25
所得税	701.94	86.82	1480.70	8197.06
净利润	13,948.66	-12,052.76	28133.35	24591.19
少数股东损益	7,431.60	-3,619.03	8440.00	7377.36
归属母公司净利润	6,517.06	-8,433.73	19693.34	17213.83
每股收益:	0.32	-0.41	0.97	0.84

资料来源: 山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

。