



来水大发，等待集团资产注入

——黔源电力（002039）调研快报

2015年01月07日

推荐/维持

黔源电力

调研快报

关注 1: 2014 年来水大幅增长

2014 年，公司所属流域来水提前，进入主汛期后，降雨明显增多。9 月，由于受台风“海鸥”登陆外围云系带来的强降雨影响，北盘江光照以上流域来水较常年偏多近八成，董箐区间来水偏多四成，三岔河流域偏多六成。截至 11 月，公司下属 7 个电站发电量约为 81 亿千瓦时（未披露 2 月发电数据），与去年同期相比增加 1.56 倍。

关注 2: 牛都、善泥坡电站投产，马马崖一级也将建成投产

2014 年 6 月，装机 2 万千瓦的牛都电站正式投产发电；2015 年 1 月 5 日，装机 18.6 万千瓦的善泥坡电站已经建成投产；装机 54 万千瓦的马马崖一级电站也将于 15 年全部建成投产，投产后公司权益装机将由 148.5 万千瓦增加至 182 万千瓦，增加 22%。善泥坡、马马崖一级电站电价尚未核定，预计将高于董箐电厂 0.326 元/kwh 的电价。

关注 3: 进入降息周期，持续提升公司业绩

截至 2014 年 9 月 30 日，公司短期借款 10.9 亿元，长期借款 121.5 亿元，发生财务费用 4.8 亿元。2014 年 11 月 22 日，央行实施全面、非对称性降息，一年期贷款基准利率和存款基准利率分别下调 0.4 个百分点和 0.25 个百分点。随着中国经济进入降息周期，公司盈利能力有望得到持续提升。

关注 4: 集团资产有望注入

集团华电乌江公司负责开发的乌江干流上的 7 个梯级电站，参股乌江干流重庆境内彭水电站，相对控股和承担了乌江支流清水河 2 个梯级电站大花水和格里桥的开发工作。截止 2012 年末，乌江公司投产装机容量 1024.5 万千瓦，水电装机 754.5 万千瓦，水电权益装机 730.05 万千瓦，火电装机 270 万千瓦。集团水电站规模超 100 万千瓦的有 4 个，盈利能力好于上市公司，随着国企改革政策的推进，我们预计集团资产注入将是大概率事件，可明显增厚上市公司盈利能力。

盈利预测:

公司盈利受降水影响波动较大，在 15、16 年降水下降 20%、增加 20%的假设条件下，测算公司 14-16 年可实现 EPS0.96、0.94、1.4 元，对应 PE15、15、10 倍。在 15 年来水增长分别为-20%、0%、10%的假设条件下，预测 15 年 EPS 分别为 0.94 元、1.35 元、1.56 元，PE 分别为 15、11、9 倍，首次给予“推荐”的评级。

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480513050002

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

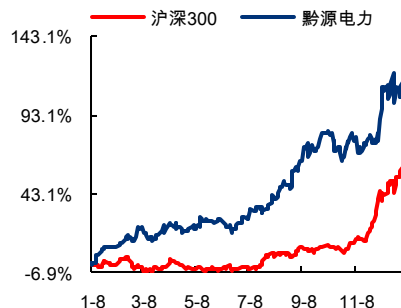
执业证书编号:

S1480512060003

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.59-10.18
总市值 (亿元)	44.56
流通市值 (亿元)	44.55
总股本/流通 A 股 (万股)	30540/30538
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.17

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

表 1:公司月度发电量表

	普定电站	引子渡电厂	光照电厂	董箐电厂	鱼塘电站	清溪电站	牛都电站	合计
装机容量（万千瓦）	84.0	360.0	1,040.0	880.0	75.0	28.0	20.0	2,487.0
2012年6月	647.0	338.0	319.0	597.0	625.0	606.0		445.0
2012年7月	703.0	589.0	430.0	732.0	627.0	432.0		576.0
2012年8月	668.0	569.0	608.0	703.0	263.0	181.0		623.0
2012年9月	408.0	174.0	330.0	434.0	142.0	113.0		339.0
2012年10月	370.0	155.0	79.0	127.0	258.0	219.0		124.0
2012年11月	72.0	13.0	17.0	64.0	198.0	148.0		42.0
2012年12月	75.0	116.0	11.0	7.0	141.0	110.0		32.0
2013年1月	261.0	141.0	229.0	224.0	89.0	121.0		210.0
2013年2月	221.4	1,746.4	11,941.2	10,084.5	827.3	349.3		25,170.0
2013年3月	826.7	3,402.0	25,170.3	23,115.8	847.2	339.0		53,701.1
2013年4月	278.0	1,306.0	21,067.2	22,930.4	4,290.6	1,603.6		51,475.9
2013年5月	1,611.7	3,493.7	7,877.6	16,018.7	4,979.9	1,242.8		35,224.3
2013年6月	5,343.9	10,852.4	8,458.2	18,045.0	3,946.4	1,377.7		48,023.5
2013年7月	2,085.3	5,338.3	11,867.5	14,767.5	791.7	239.1		35,089.5
2013年8月	957.2	1,582.9	5,030.5	6,921.8	476.9	197.5		15,166.7
2013年9月	2,567.2	3,035.3	3,654.1	11,157.4	1,673.0	89.0		22,176.1
2013年10月	1,406.2	3,480.4	5,743.8	6,366.7	366.6	46.9		17,410.5
2013年11月	1,042.5	4,340.4	3,166.6	3,676.4	795.5	241.9		13,263.3
2013年12月	173.5	743.7	3,538.4	5,713.7	660.5	183.1		11,012.9
2014年1月	61.5	37.8	2,961.5	2,479.7	424.8	288.5		6,253.9
2014年3月	1,274.0	68.0	15,859.2	15,163.5	1,025.9	575.9		33,966.6
2014年4月	1,434.4	5,836.3	23,098.9	24,042.3	3,886.3	1,103.0		59,401.1
2014年5月	1,703.4	4,696.7	14,164.7	16,655.6	4,590.1	1,191.2		43,001.6
2014年6月	2,533.5	5,912.9	17,057.2	40,124.3	5,293.5	1,976.8	838.0	73,736.2
2014年7月	5,753.8	20,703.1	44,221.9	62,191.6	4,766.0	2,113.4	1,014.5	140,764.3
2014年8月	6,176.3	19,668.3	69,020.7	66,410.4	3,287.4	1,103.6	619.5	166,286.2
2014年9月	5,821.5	16,082.0	55,455.9	54,126.4	2,773.9	1,148.8	501.8	135,910.3
2014年10月	4,299.3	11,283.3	26,158.8	31,543.7	1,774.3	489.6	399.0	75,947.9
2014年11月	2,492.5	6,495.9	15,252.6	12,136.6	3,059.0	1,015.0	627.8	41,079.5

资料来源：东兴证券研究所，公司公告

表 2:2015 年 EPS 敏感性测算

来水量	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
0.94	0.94	1.03	1.14	1.24	1.35	1.45	1.56	1.66	1.77

资料来源：东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E		2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	271	322	1,857	1,945	3,378	营业收入	1,771	1,017	2,133	2,182	2,730
货币资金	180	247	1,700	1,785	3,178	营业成本	231	531	996	1,015	1,271
应收账款	21	41	85	87	109	营业税金及附加	-	-	-	-	-
其他应收款	-	-	-	-	-	营业费用	-	-	-	-	-
预付款项	-	-	-	-	-	管理费用	41	39	38	47	48
存货	-	-	-	-	-	财务费用	644	588	606	600	618
其他流动资产	70	34	71	73	91	资产减值损失	-	-	-	-	-
非流动资产合计	13,481	13,327	13,375	13,411	13,412	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资净收益	1	1	2	2	2
固定资产	13,351	13,201	13,227	13,236	13,229	营业利润	-	-	-	-	-
无形资产	12	14	14	13	13	营业外收入	-5	-3	72	52	62
其他非流动资产	114	111	133	159	167	营业外支出	-	-	-	-	-
资产总计	15,940	17,170	15,232	15,356	16,790	利润总额	264	-160	522	534	798
流动负债合计	1,845	2,144	2,754	2,435	3,193	所得税	17	-1	31	32	48
短期借款	730	880	880	880	880	净利润	246	-159	490	502	750
应付账款	389	520	55	55	77	少数股东损益	110	-60	196	216	323
预收款项	-	-	-	-	-	归属母公司净利润	137	-99	294	286	428
一年内到期的非	-	-	-	-	-	EBITDA	1,471	783	1,440	1,484	1,771
非流动负债合计	10,533	11,640	11,640	11,640	11,640	BPS(元)	0.67	-0.49	0.96	0.94	1.40
长期借款	10,533	11,640	11,640	11,640	11,640	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
负债合计	12,384	13,791	14,394	14,075	14,834	成长能力					
少数股东权益	-	-	-	-	-	营业收入增长	81%	-43%	110%	2%	25%
实收资本(或股	1,504	1,527	1,555	1,555	1,555	营业利润增长	92%	-47%	84%	3%	19%
资本公积	-	-	-	-	-	归属于母公司净利润	-304%	-164%	-409%	2%	49%
未分配利润	2,052	1,852	2,292	2,734	3,409	获利能力					
归属母公司股东	3,556	3,379	3,847	4,289	4,964	毛利率(%)	87%	48%	53%	53%	53%
负债和所有者权	15,940	17,170	18,241	18,364	19,797	净利率(%)	14%	-16%	23%	23%	27%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)					
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	11%	6%	13%	14%	17%
经营活动现金流	1,252	896	2,513	1,181	2,504	偿债能力					
净利润	246	-159	490	502	750	资产负债率(%)	78%	80%	94%	92%	88%
折旧摊销	560	350	386	402	419	流动比率	15%	15%	67%	80%	106%
财务费用	644	588	606	600	618	速动比率	11%	13%	65%	77%	103%
应付帐款的变化	-	-	-	-	-	营运能力					
预收帐款的变化	-	-	-	-	-	总资产周转率					
投资活动现金流	-271	-610	-432	-436	-418	应收账款周转率	5910%	5910%	5910%	5910%	5910%
公允价值变动收	-	-	-	-	-	应付账款周转率					
长期股权投资减	-	-	-	-	-	每股指标(元)					
投资收益	1	1	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.67	-0.49	0.96	0.94	1.40
筹资活动现金流	-	-	-	-	-	每股净现金流(最新					
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新摊	15.9	17.5	16.6	12.6	14.0
长期借款增加	530	1,108	-	-	-	估值比率					
普通股增加	2	23	28	-	-	P/E	21.3	-29.4	14.8	15.2	10.2
资本公积增加	-	-	-	-	-	P/B	0.9	0.8	0.9	1.1	1.0
现金净增加额	1,146	938	1,453	84	1,393	EV/EBITDA					

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

张鹏

金融学硕士，CPA，CFA。2011年进入东兴证券研究所，2013年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名，目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

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。