

电力设备行业

报告原因:

2010年4月21日

基础数据:2010年4月21

收盘价(元)	18.16
每股净资产(元)	4.14
资产负债率%	89.56%
总股本/流通A股(亿)	1.4/1.2
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街69号国贸中心

A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

黔源电力(002039)

增持

三季度是盈利核心期,董筹电价超预期,资产注入预期强烈

公司研究/研究报告

投资要点:

●09年来水较少严重影响公司业绩:09年公司实现净利润3365.57万元,同比下降72%。主要原因是由于2009年8月份以后来水情况减少明显,在水电旺季时来水较少,对公司09年的业绩造成了较大的影响。即使在来水偏枯的情况下公司新投产的光照电站基本维持了盈亏平衡。

●董筹电站电价超出我们预期:根据贵州省物价局发布的《贵州省物价局关于董筹电站临时上网电价的通知》(黔价格【2010】28号),公司负责开发的董筹水电站临时上网电价为每千瓦时0.306元,高于目前光照电站0.01元,超出我们的预期,体现了政府对公司的支持。

●董筹电站2010年基本全部出力,盈利能力较强。董筹2台电站已经投产,剩余两台机组有望在6月份前投产,由于6月份以后是来水旺季,如若6月份开始当地旱情缓解,董筹4台机组基本均在2010年得到出力。董筹电厂属于北盘江光的中游电站,发电小时要高于光照电站(龙头电站),而电价水平也高于光照电站0.01元/千瓦,而两个电站的预计单位千万投资成本基本差不多,在发电小时高出1000的情况下,董筹电站的盈利能力将远高于光照电站。考虑到董筹电站在2010年基本全部发力,在来水合理的情况下预计贡献公司盈利可观。我们简单根据公司提供的最新数据测算了光照电站和董筹电站的盈利,预计董筹电站贡献公司每股收益0.47元,详见表1。

●滚动开发完成后,内生增长空间较大:由于公司尚在滚动开发期,当年产生的现金流可能难以归还贷款,可能将用于新项目的资本金,如若滚动开发期结束,每年产生的经营现金流用于归还贷款,公司财务费用降低,业绩将实现内生性增长,我们假设公司总投资还款比例达到50%后,测算公司旗下电站的业绩将达到2.2元左右,公司滚动开发完成后依靠内生增长的空间较大。

●三季度是盈利核心期,期待旱情好转: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。南方旱情严重影响来水情况,但如果进入6月份以后来水恢复正常,对全年的业绩影响并不是很大。但如若干旱持续时间较长对公司业绩影响较大。

●资产注入预期强烈:目前公司的资产负债率接近90%,达到了极限,公司有较强的融资动力,此外公司作为华电集团贵州水电资产整合平台的地位比较明确。目前华电集团在乌江流域已投产水电装机容量679.5万千瓦,是黔源电力已投产装机容量的2倍多,且盈利情况较好。此外,华电集团在华南地区的水电开发流域还包括金沙江、怒江等,后续开发装机预计在4000万千瓦以上,需要大量的资金,作为华电集团在西南地区唯一的水电上市公司,公司可能是华电集团的融资平台。正文对公司可能的融资方案进行了分析。



● **盈利预测结果：**根据盈利预测假设，我们预测公司 2010 年-2011 年的每股收益分别为 0.67、0.99 元。2010 年业绩考虑到前几个月的干旱按照正常理论发电量的 95% 测算；2011 年按照理论发电量测算。由于设计发电量是理论发电量的值，根据公司历史经验达到设计发电量的年份并不是很多，所以关于 2011 年的业绩预测属于理论值，实际情况可能低于或高于该值，主要取决于当年三季度来水情况。我们按照设计发电量比例进行了敏感性测试，公司对来水量较为敏感，如若来水量只有设计发电量的 80%，公司将出现亏损。

● **投资建议：**根据公司设计发电量测算，预计公司 2010 年-2011 年的每股收益为 0.67 元、0.99 元。由于 2010 年干旱特殊情况业绩并不能反映公司真实盈利，2011 年能够反映公司真实盈利，从 2011 年的业绩看公司 PE 为 20 倍左右，考虑到公司具有资产重组预期和滚动开发完成后的内生业绩增长，应该给予较高的估值水平，给予公司“增持”的投资评级。

● **投资风险：**1、公司股权结构较为分散，定向增发方案股东会通过存在不确定性；2、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。3、董箐电站电价为贵州省物价局核准的临时上网电价，未来是否调整具有不确定性。

表 1：光照电站和董箐简单盈利测算

	光照	董箐
装机容量（万千瓦）	104	88
总投资（亿元）	72.00	69.52
含税电价（元）	0.293	0.306
年设计发电量（亿千瓦时）	27.54	30.26
年收入（亿元）	6.90	7.91
年折旧（亿元）	2.74	2.64
年财务费用（亿元）	3.23	3.11
年其他成本（亿元）	0.52	0.64
年利润（亿元）	0.35	1.29
持股比例	51.00%	51.00%
贡献每股收益（元）	0.13	0.47

资料来源：山西证券

盈利预测

■ 盈利预测假设

- 1、 考虑到 2010 年的 1-4 月份的旱情假设 2010 年发电量为各个电厂设计发电量的 95% 测算，各个电厂设计发电量详见表 2
- 2、 2011 年发电量恢复正常，按照各个电厂设计发电量测算（2011 年为考虑新建项目投产）
- 3、 董箐另外两台机组在 2010 年来水前投产，即另外两台电站也能够达到全年设计发电量
- 4、 电价水平按照目前的电价水平
- 5、 2010 年利率水平维持 2009 年水平

6、 折旧率 3.8%

表 2：公司各电站设计发电量情况及收入情况

	光照	董管	引渡子	普定	鱼塘	清溪	合计
装机容量 (万千瓦)	104	88	36	8.4	7.5	2.8	246.7
电价(元)	0.293	0.306	0.2574	0.2724	0.2524	0.2524	
年设计发电量 (亿千瓦时)	27.54	30.26	9.78	9.78	3.05	0.967	81.377
年收入 (亿元)	6.90	7.91	2.15	2.28	0.66	0.21	20.11
持股比例	51.00%	51.00%	100.00%	100%	50.25%	50.25%	

资料来源：山西证券

- **盈利预测结果：**根据盈利预测假设，我们预测公司 2010 年-2011 年的每股收益分别为 0.67、0.99 元。2010 年业绩考虑到前几个月的干旱按照正常理论发电量的 95%测算；2011 年按照理论发电量测算。由于设计发电量是理论发电量的值，根据公司历史经验达到设计发电量的年份并不是很多，所以关于 2011 年的业绩预测属于理论值，实际情况可能低于或高于该值，主要取决于当年三季度来水情况。
- **敏感性测试：**我们按照设计发电量比例进行了敏感性测试，公司对来水量较为敏感，如若来水量只有设计发电量的 80%，公司将出现亏损，详见表 4。

表 3：盈利预测

单位：万元	2008 年报	2009 年报	2010E	2010E
营业收入	72,275.01	81,661.48	191045.00	201100.00
	135.24%	12.99%	133.95%	5.26%
营业成本	23,214.87	45,346.16	108588.08	108588.08
折旧	16,161.47	35159.44	61759.44	61759.44
其它	7,053.40	29828.64	46828.64	46828.64
营业税金及附加	1,058.91	714.89	1200	1400
销售费用	0.00	0	0	0
管理费用	2,774.90	2,586.86	3,500.00	3,000.00
财务费用	28,639.00	35,783.95	56389.12	56389.12
资产减值损失	561.1	267.03	0	0
公允价值变动净收益	0.00	0	0	0
投资净收益	900	6,860.91	0	0
营业利润	16,926.22	3,823.50	21567.80	32122.80
营业外收入	597.3	288.46	0.00	0.00
营业外支出	764.91	60.65	0.00	0.00
利润总额	16,758.61	4,051.31	21567.80	32122.80
所得税	532.65	1,622.45	3235.17	4818.42

净利润	16,225.96	2,428.86	18332.63	27304.38
少数股东损益	4,179.77	-936.71	8982.99	13379.15
归属于母公司净利润	12,046.19	3,365.57	9349.64	13925.23
基本每股收益(元)	0.8589	0.24	0.67	0.99

资料来源：山西证券

表 4：设计发电量比例盈利敏感性测试

设计电量比例	100%	95%	90%	85%	80%
每股收益	0.99	0.67	0.36	0.05	-0.27

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

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。