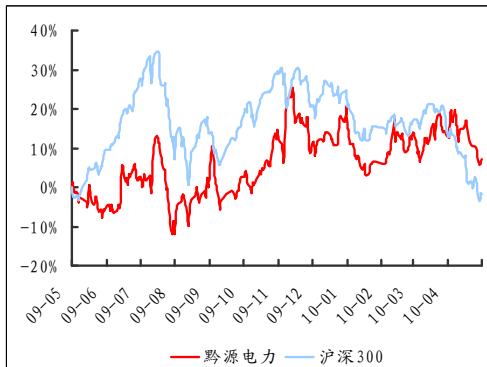


评级: 谨慎推荐 (首次)

2010年5月20日

黔源电力 (002039): “滚动开发” 战略进入收获期



市场数据: 2010年5月20日

行业分类: 电力行业

沪深300指数: 2726.02

电力行业指数: 2065.18

研究员: 蔡文彬

电话: (0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·青年路8号

邮编: 030001

网址: www.dtsbc.com.cn

相关研究:

投资要点:

- **华电集团旗下唯一水电生产企业** 黔源电力作为纯水电生产企业, 控股装机容量达到了 202.7 万千瓦。按照目前的总股本计算, 公司每股控股装机容量达到了 14.45 瓦/股, 远高于其它水电上市公司, 具有较强的竞争优势。同时, 黔源电力作为华电集团唯一水电上市公司, 未来有望成为华电集团贵州地区水电资产的整合平台, 不排除乌江公司将水电资产整体上市的可能性。
- **内生增长迅速, 但受制于资金瓶颈** 上市前, 黔源电力拥有可控装机容量仅为 55.9 万千瓦, 年发电能力约 20 亿千瓦时。随着引子渡、鱼塘以及光照等水电站投产, 公司的控股装机容量迅速增长至目前的 202.7 万千瓦。作为贵州北盘江、芙蓉江以及三岔河“两江一河”水梯级项目的开发主体, 黔源电力计划到 2015 年装机容量突破 300 万千瓦。因此, 公司未来几年仍将保持一定速度的增长。但是经过多年快速增长后, 公司资金瓶颈显现, 其资产负债率由 2005 年的 75% 提高至 2010 年一季度末的 90%。
- **开始步入收获期, 业绩对上游来水敏感性高** 黔源电力北盘江公司光照、董箐项目均为大型水电站, 是北盘江流域梯级开发电站, 2010 年董箐水电站剩余机组将全部投产。由于上网电价较高, 因此新投产电厂盈利能力较强。在经历前几年滚动开发后, 公司即将进入收获期。我们分析认为, 考虑到公司折旧成本和财务费用较为固定, 公司业绩在很大程度上取决于公司的发电量, 因而对上游来水敏感性非常高。
- **投资建议** 预计黔源电力 2010-2011 年的每股收益分别为 0.631 元和 0.695 元。我们认为, 制约公司未来发展的瓶颈依然是过高负债率带来的财务成本压力较大, 但预计随着增发成功, 以及新投产项目步入收获期, 公司的资金瓶颈和财务困境将逐步得到缓解。因此, 我们看好黔源电力未来的发展, 首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示** 1、上游来水的不确定性; 2、税收优惠即将到期, 有取消的可能; 3、在建项目环保、移民费用增加的风险; 4、定向增发再次失败的风险。

目 录

一、发展迅速的水电生产企业.....	3
(一) 公司历史沿革.....	3
(二) 纯水电上市公司.....	3
(三) 每股装机容量位于行业第一.....	5
(四) 华电集团旗下唯一水电上市公司.....	5
二、内生增长迅速，但受制于资金瓶颈.....	5
(一) 装机容量快速增长.....	5
(二) 项目投资依赖对外负债，未来资本支出将减小.....	6
(三) 定向增发可缓解资金压力.....	7
三、开始步入收获期，业绩对上游来水敏感性高.....	8
(一) 新机组盈利能力强.....	8
(二) 资产折旧占成本比重高.....	9
(三) 高负债决定了其财务负担较重.....	10
(四) 业绩对上游来水敏感性高.....	11
四、看好乌江公司未来资产注入.....	11
(一) 水电资源的稀缺性.....	11
(二) 乌江公司是贵州最大发电企业.....	12
(三) 未来乌江公司资产注入的可能性较大.....	13
五、盈利预测及投资评级.....	13
(一) 关键假设.....	13
(二) 盈利预测.....	14
(三) 行业估值比较.....	14
(四) 首次给予“谨慎推荐”投资评级.....	15
七、风险提示.....	15

图表目录

图表 1 黔源电力股权结构.....	3
图表 2 2009 年公司主营业务组成.....	4
图表 3 公司组织结构	4
图表 4 每股装机容量的行业对比（瓦/股）	5
图表 5 上市以来黔源电力机组投产情况（万千瓦）	6
图表 6 2005 年至今公司资产负债率变化（%）	6
图表 7 黔源电力所属电力资产情况.....	7
图表 8 投资项目资本金需求情况（亿元）	7
图表 9 近年来公司平均上网电价持续上升.....	8
图表 10 2009 年公司电站利用小时数对比.....	9
图表 11 2009 年公司营业成本组成.....	9
图表 12 2005 年至今公司长短期借款余额变化.....	10
图表 13 2005 年至今公司财务费用支出变化.....	10
图表 14 2009 年公司营业总成本的组成.....	11
图表 15 乌江公司所属电力资产情况.....	12
图表 16 盈利预测结果.....	14
图表 17 估值水平比较.....	14

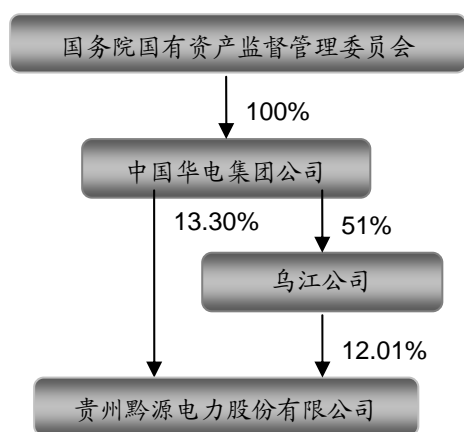
一、发展迅速的水电生产企业

（一）公司历史沿革

贵州黔源电力股份有限公司（简称“黔源电力”）于 1993 年由贵州省电力投资公司、国能中型水电实业开发公司、贵州省普定县资源开发公司以及贵州新能实业发展公司等四家投资方，在普定水电站在建工程的基础上，以实际投入工程建设的资金作为出资设立。2000 年公司与贵州省电力公司签订资产转让协议，受让贵州省电力公司水城发电厂全部资产。2001 年公司与贵州省电力投资公司共同设立贵州引子渡发电有限责任公司，负责引子渡水电站的组织建设及生产运营。

黔源电力于 2005 年首次向社会公开发行的人民币普通股 5,000 万股，募集资金 29,850 万元，并与当年 3 月 3 日在深圳证券交易所上市交易。所募集资金用于对贵州引子渡发电有限责任公司进行增资扩股，并投入引子渡水电站建设工程。2005 年，根据国家电力体制改革方案，贵州省电力投资公司持有的黔源电力 2,475 万国有法人股（占总股本的 17.65%）划归华电集团持有。目前，华电集团通过控股子公司乌江公司持有公司 12.01% 的股权，共计持有 25.31% 的股权，是黔源电力第一大股东和实际控制人。

图表 1 黔源电力股权结构



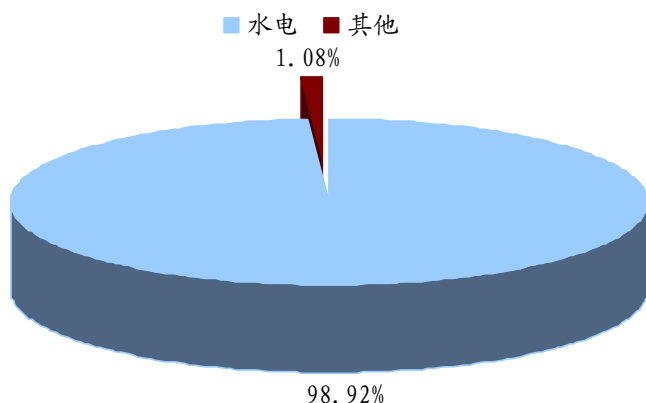
资料来源：大同证券研究部、公司公告

（二）纯水电上市公司

作为贵州省首批股份制公司，黔源电力近年来充分利用“西电东送”，“黔电送粤”等政策支持，积极推进贵州北盘江、芙蓉江以及三岔河“两江一河”水电梯级项目开发。具体水电

项目包括：国家“西电东送”首批开工项目之一的引子渡水电站；子公司贵州北盘江水电开发有限公司开发和经营的北盘江流域光照、马马崖、董箐等水电站；子公司贵州北源发电有限责任公司开发的芙蓉江流域鱼塘、沙阡、石门坎等中型水电站；子公司贵州西源电力有限责任公司开发的北盘江流域上游石板寨、善泥坡两座水电站。

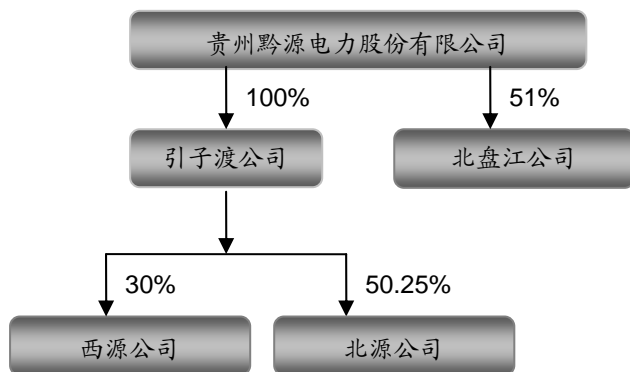
图表 2 2009 年公司主营业务组成



资料来源：大同证券研究部、公司公告

目前，黔源电力的营业收入几乎全部由水电销售所贡献，2009 年其比重达到了 98.92%。上市前，公司拥有可控装机容量仅为 55.9 万千瓦，年发电能力约 20 亿千瓦时。随着引子渡、鱼塘以及光照等水电站投产，公司的控股装机容量迅速增长至目前的 202.7 万千瓦，年平均增长 52.52%。而且，在 2006 年关闭水城发电厂后，公司变身为纯水电上市公司。

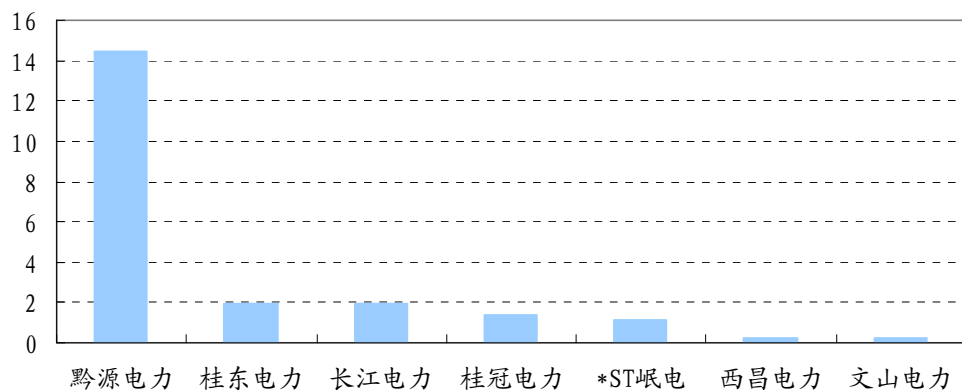
图表 3 公司组织结构



资料来源：大同证券研究部、公司公告

（三）每股装机容量位于行业第一

图表 4 每股装机容量的行业对比（瓦/股）



资料来源：大同证券研究部

按照目前的总股本计算，黔源电力每股控股装机容量达到了 14.45 瓦/股，远高于其它水电上市公司，具有较强的竞争优势。

（四）华电集团旗下唯一水电上市公司

公司实际控制人华电集团是我国五大国有独资发电集团之一，资产总额达到 3300 亿元人民币。截至 2009 年底，华电集团装机容量达到 7550.73 万千瓦，其中，火电 6239 万千瓦，水电 1235.96 万千瓦，风电 75.43 万千瓦，其他 0.3432 万千瓦。

除了黔源电力，华电集团旗下还拥有华电国际、华电能源、金山股份三家上市公司，但这三家电力公司均以火电为主，黔源电力是华电集团旗下唯一水电上市公司。而公司二股东贵州乌江水电开发有限责任公司（简称“乌江公司”）也是华电集团控股子公司，主要经营、开发建设乌江干流贵州境内河段梯级电站。

黔源电力作为华电集团贵州地区唯一水电上市公司，未来有望成为华电集团贵州区域水电资产的整合平台，不排除乌江公司将水电资产整体上市的可能性。

二、内生增长迅速，但受制于资金瓶颈

（一）装机容量快速增长

上市前，黔源电力拥有可控装机容量仅为 55.9 万千瓦，包括普定、水城、引子渡三个电厂，

年发电能力约 20 亿千瓦时，其中水城为火电机组。2005、2006 年鱼塘水电站两台机组陆续投产。2007 年公司根据国家关停小火电机组要求，水城发电厂完全关闭。2008 年光照电站（2×26 万千瓦）实现“四投”，公司装机容量迅速增加。2009 年，在清溪电站（2×1.4 万千瓦），以及董箐电站两台 22 万千瓦机组投产后，公司控股装机容量达到了 202.7 万千瓦。可见，上市后，黔源电力装机容量保持了快速增长，年平均增长高达 52.52%。

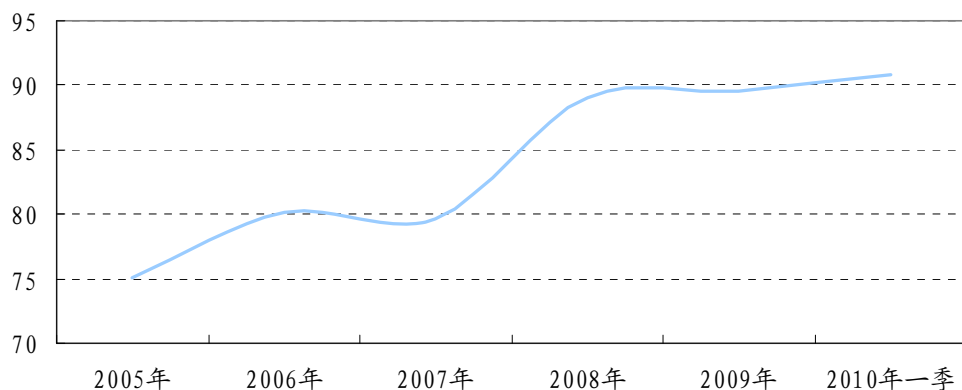
图表 5 上市以来黔源电力机组投产情况（万千瓦）

上市前	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
普定：3×2.8 水城：1×5+1×6.5 引子渡：3×12	鱼塘：1× 3.75	鱼塘：1× 3.75	水城关停	光照：4×26	董箐：2×22 清溪：2×1.4

资料来源：大同证券研究部、公司公告

（二）项目投资依赖对外负债，未来资本支出将减小

贵州是我国水能资源大省，水能资源理论蕴藏量为 1874.5 万千瓦，居全国第六位，其中可开发量达 1683 万千瓦，占全国总量的 4.4%。而黔源电力是贵州北盘江、芙蓉江以及三岔河“两江一河”水电梯级项目的重要开发主体，利用“黔电送粤”、“西电东送”等政策支持，公司建成投产了引子渡、鱼塘以及光照等水电站，并且拥有大量在建水电项目，计划到 2015 年公司装机容量突破 300 万千瓦。

图表 6 2005 年至今公司资产负债率变化（%）


资料来源：大同证券研究部

由于公司前期资本积累较少，同时上市后没有再融资，除开部分资本金为自有资金外，其余项目投资资金均依赖于对外负债。随着新开工项目的增加，2009 年公司投资活动产生的现金

流量净额为-19.13 亿元，而同期经营活动产生的现金流量净额仅为 5.61 亿元。截至 2010 年 3 月 31 日，公司的长短期借款余额达到了 110.91 亿元。公司的资产负债率由 2005 年的 75% 提高至 2010 年一季度末的 90%。

可见，由于大规模资本项目支出需要，公司发展遭遇到了资金瓶颈。目前，公司在建的可控装机容量仍有 118.55 万千瓦。但是我们分析后发现，除了在建的马马崖电站（一级）（装机 54 万千瓦），后续建设机组规模都较小，因此我们预计未来资本支出将会逐渐减少，这将有利于公司归还贷款，缓解财务压力。

图表 7 黔源电力所属电力资产情况

公司/电站名称	机组类型	持股比例	装机结构 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	上网电价 (元/千瓦时)	备注
普定电站	水电	100%	3×2.8	8.4	0.2724	
引子渡公司	水电	100%	3×12	36	0.2574	
北盘江	光照	51%	4×26	104	0.2930	
董箐	水电	51%	4×22	88	0.3060	两台投产
公司 马马崖	水电	51%	3×18	54	—	在建
西源	石板寨	30%	—	3.6	—	在建
公司 善泥坡	水电	30%	2×9+0.55	18.55	—	在建
北源	清溪	50.25%	2×1.4	2.8	0.2474	
公司 鱼塘	水电	50.25%	2×3.75	7.5	0.2474	
牛都	水电	50.25%	2×1	2	—	在建

资料来源：大同证券研究部、公司公告

（三）定向增发可缓解资金压力

黔源电力 2010 年 4 月 30 号公告了定向增发预案，拟非公开发行募集资金净额不超过 10.80 亿元。其中，安排不超过 7.6 亿元募集资金用于北盘江流域的光照、董箐和善泥坡电站的开发建设，安排不超过 3.20 亿元用于偿还金融机构贷款。

图表 8 投资项目资本金需求情况（亿元）

项目名称	投资总额(1)	已投入资金	需投入资本金 (2)=(1)×20%	已投入资本金(3)	尚需投入资本金 (4)=(2)-(3)	公司按权益比例 尚需投入资本金 (5)=(4)×51%
光照	69.03	65.79	13.81	12.38	1.43	0.73
董箐	69.63	54.45	13.93	2.14	11.79	6.01
善泥	16.9	0.6	3.38	0.5	2.88	0.86

坡

合计	155.56	120.84	31.12	15.02	16.1	7.6
----	--------	--------	-------	-------	------	-----

资料来源：大同证券研究部、公司公告

定向增发若成功，公司将能保障在建电源项目的顺利进行，缓解资本支出的压力；同时降低公司的资产负债率，预计可由当前的 90.87% 降至 84.72% 左右。因此，我们认为，此次定向增发可降低公司财务风险，利好于公司未来的发展。

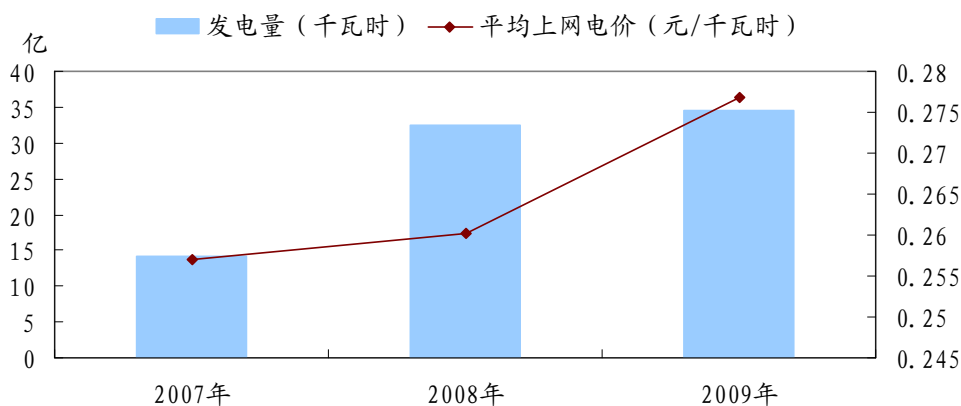
三、开始步入收获期，业绩对上游来水敏感性高

（一）新机组盈利能力强

黔源电力北盘江公司光照、董箐项目均为大型水电站，是北盘江流域梯级开发电站。其中，光照电站是贵州省内为数不多的具有不完全多年调节性能的电站之一；在上游光照水库的调节下，董箐电站具有良好的发电、调峰、备用等性能，也将成为贵州省内较为优秀的电源点。光照电站于 2008 年全部投产，董箐电站于 2009 年底投产两台机组，截至目前剩余两台已顺利通过了机组并网测试，已具备发电条件，预计 2010 年二季度可以投产。

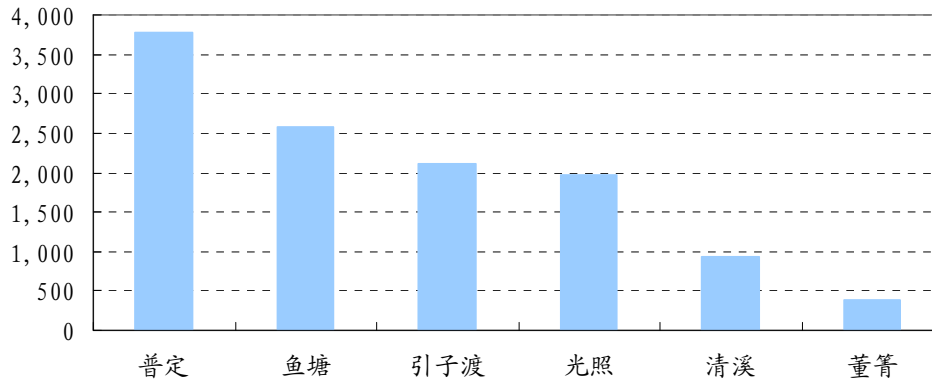
目前光照电站和董箐电站的临时上网电价分别为 0.293 元/千瓦时和 0.306 元/千瓦时，远高于目前水电行业 0.250 元/千瓦时的平均上网电价，也高于公司其他水电站的上网电价。同时，作为“西电东输”的大型水电电源点，将来为电力紧缺的华南地区（主要是广东省）提供优质电能。在上游来水正常的情况下，机组的利用小时数将得到保障。因此，我们认为，光照、董箐项目投产意味公司开始步入“滚动开发”战略收获期，未来盈利能力将显著增强。

图表 9 近年来公司平均上网电价持续上升



资料来源：大同证券研究部

图表 10 2009 年公司电站利用小时数对比

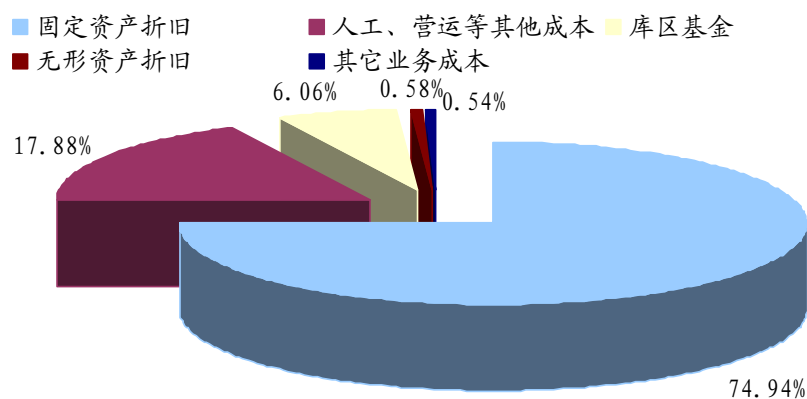


资料来源：大同证券研究部

受西南地区干旱等负面因素影响，2009 年光照电站发电量仅为 20.38 亿千瓦时，低于设计的年发电能力 27.54 千瓦时；对应的利用小时数仅为 1963.46 小时，也远低于公司其他水电站。2009 年光照电站实现净利润仅为 968.33 万元，大幅低于 2008 年的 8,199.61 万元。由于水电站发电量的边际利润贡献非常大，因此，我们认为，在消除不利影响后，2010 年光照电站的盈利能力将得到恢复。同时，2009 年贡献 871.74 万元利润的董箐电站也将在未来贡献更大的利润额。

(二) 资产折旧占成本比重高

图表 11 2009 年公司营业成本组成



资料来源：大同证券研究部

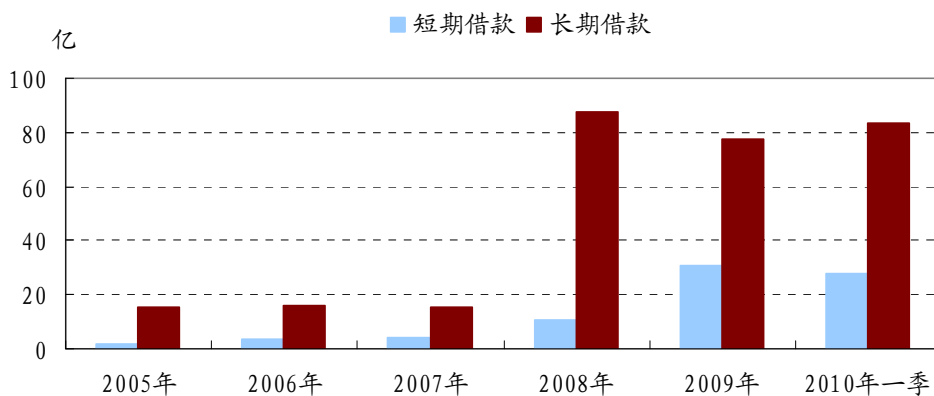
与其他纯水电公司类似，黔源电力的营业成本主要是固定资产折旧。2009 年公司计提的折旧费用为 3.39 亿元，较 2008 年增长了 122.42%，占公司当年营业成本的比重为 74.94%。折

旧费用增加主要是因为光照电站和董箐电站投产，在建工程完工转入固定资产，从而增加了公司折旧成本。

(三) 高负债决定了其财务负担较重

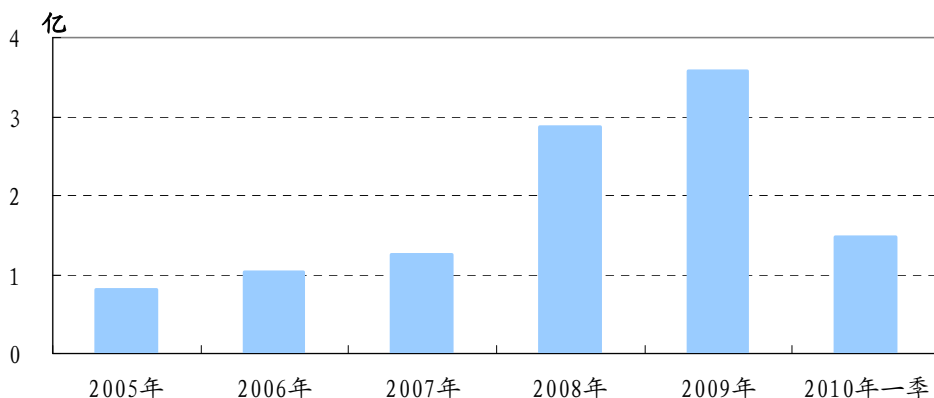
黔源电力高达 90% 的资产负债率决定了其繁重的财务负担。截至 2010 年 3 月 31 日，公司长、短期借款余额达到了 110.91 亿元，其中长期借款余额为 83.38 亿元，短期借款余额为 27.53 亿元。以公司 5.3% 的综合贷款利率计算，今年的利息支出接近了 6 个亿，如果未来加息，利息费用支出无疑将更高。

图表 12 2005 年至今公司长短期借款余额变化



资料来源：大同证券研究部

图表 13 2005 年至今公司财务费用支出变化

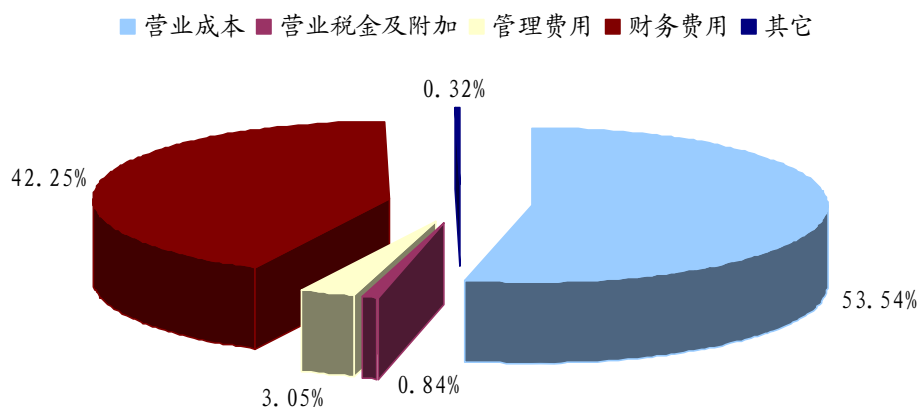


资料来源：大同证券研究部

2009 年黔源电力财务成本支出为 3.58 亿元，占营业总成本的 42.25%；2010 年一季度，

公司财务成本支出为 1.47 亿元，占营业总成本的 47.49%，比例较 2009 年进一步提升。因此，短期看，财务负担较重是制约公司发展和业绩提升的最重要因素之一。我们认为，未来公司改善财务状况的途径包括，1、通过资本运作，降低资产负债率；2、利用公司营运现金流，偿还公司债务。考虑到公司滚动开发新项目，未来对资金需要依然较大，改善财务状况短期主要依赖于途径一。因此，此次公司是否能顺利完成定向增发，对公司未来发展影响较大。

图表 14 2009 年公司营业总成本的组成



资料来源：大同证券研究部

（四）业绩对上游来水敏感性高

与火电机组依靠燃煤发电不同，水电机组发电量主要依赖于上游来水情况；同时水力发电成本并不会随着发电量同比例增加，因为水电生产成本主要是固定资产折旧，以及财务费用支出等，均与发电量无关；只有水资源费、库区基金部分随发电量有所增加。按照目前总股本和平均上网电价计算，公司每年多发一亿度电，可增厚公司每股收益超过 0.1 元。因此，公司业绩在很大程度上取决于公司的发电量，业绩对上游来水敏感性非常高。

四、看好乌江公司未来资产注入

（一）水电资源的稀缺性

我国水能资源十分丰富，据统计水能理论蕴藏量达到了 6.89 亿万千瓦，其中技术可开发量为 4.93 亿千瓦，占全世界的 20.75%。截至 2009 年底，我国水电装机容量达到了 19,679 万千瓦，水电总装机容量增长 14%，占全国电力总装机容量的 22.5%。目前我国水电开发程度仅为 36% 左右，与美欧等发达国家相比有很大差距。但是，近年来受环境保护、移民安置和违规建

设等问题的影响，大型水电项目的核准近年陷入了停滞状态。因此，在国家重新放开水电项目开发审批之前，在建水电项目具有较强的稀缺性。

我们认为，随着我国“十三大水电基地”的大规模开发，以及环境保护、移民安置越来越得到社会的重视，未来可开发水电资源将减少，同时水电资源的经济开发成本也将日渐提高。此外，国家未来碳减排的强烈需求，也将引起社会对于水电资源作为清洁能源重要性的重新认识。因此，虽然我国水能资源丰富，但未来水电资源的稀缺性将越来越凸显。

（二）乌江公司是贵州最大发电企业

贵州乌江水电开发有限责任公司（简称“乌江公司”）成立于1992年，是我国第一家流域水电开发公司，按照“流域、梯级、滚动、综合”的开发方针，经营管理、开发建设乌江干流贵州境内河段梯级电站，目前华电集团持有51%的股权。

图表 15 乌江公司所属电力资产情况

公司/电站名称	持股比例	装机结构 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	
水电	洪家渡	100%	3×20	60
	东风	100%	3×19+1×12.5	69.5
	索风营	100%	3×20	60
	乌江渡	100%	5×25	125
	构皮滩	100%	5×60	300
	思林	100%	4×26.25	105
	大花水	30%	2×10	20
	格里桥	30%	2×7.5	15
总计			754.5	
火电	清镇	—	2×20	40
	大龙	—	2×30	60
	大方	—	4×30	120
	毕节	—	2×15	30
总计			250	

资料来源：大同证券研究部、公司公告

2000年以来，乌江公司抓住国家“西部大开发”、“西电东输”的历史机遇，积极推动电源点的建设。2007年1月，拥有火电企业的华电贵州公司与拥有大量水电装机的乌江公司进行管理整合后，形成了乌江公司（华电贵州公司）以水为主、水火互济、煤电联营的发展新局面。因此，华电贵州公司和乌江公司按照“两块牌子、一套班子”进行经营，负责管理华电集团在黔资产运营。

截至目前，乌江公司拥有发电装机容量 1004.5 万千瓦，其中水电装机容量 754.5 万千瓦，火电装机容量 250 万千瓦（主要由 2007 年与华电贵州公司整合时注入）。公司是贵州省装机规模最大的发电企业，也是贵州省最大的水电生产企业。

（三）未来乌江公司资产注入的可能性较大

2008 年，为了促进公司发展，黔源电力曾与股东华电集团、乌江公司两次策划进行重大资产重组，但均以失败告终。

2008 年 8 月 1 日至 31 日，黔源电力与大股东华电集团计划进行重大资产重组，但由于重大资产重组涉及面广，在既定时间内，重组相关各方在某些问题上未能完全达成一致，重组不得以失败告终。

2008 年 10 月 27 日，公司提出非公开发行预案，计划以每股 6.70 元的价格向乌江公司发行数量为 74,626,865 股的普通股，发行结束后乌江公司将持有公司股份 91,471,889 股，占公司已发行股份的 42.57%，将成为公司的第一大股东。但在 2008 年 11 月 14 日召开的临时股东大会上，该预案未能审议通过。

由于乌江公司作为非上市公司，没有融资平台，近年来的快速发展使得公司的资产负债率也不断上升。而黔源电力作为华电集团在贵州地区唯一上市公司，其融资平台的重要性也越发突出。我们认为，从发电资产证券化、提升对黔源电力控制能力、以及发挥上市公司融资平台作用等角度出发，未来集团将乌江公司水电资产注入的可能性较大。

五、盈利预测及投资评级

（一）关键假设

黔源电力作为纯水电生产企业，水电销售是营业收入主要来源，其未来业绩主要取决于发售电量、财务费用、折旧费用以及上网电价的调整。因此，我们对公司未来的盈利预测主要基于以下几个方面的假设。

1、发售电量：根据公司发电计划，假设 2010 年全年发电量为 60 亿千瓦时，2011 年考虑马马崖电站投产因素，发电量将进一步增加。

2、财务费用：假设此次定向增发获得成功，公司资产负债率降低到预期水平；考虑到加息和短期贷款转为长期贷款等因素，假设公司贷款综合利率在 2009 年的基础上略有上调。

3、上网电价：维持当前上网电价不变，马马崖电站投产后，其上网电价与董箐电站持平。

4、折旧费用：董箐电站剩余两台机组 2010 年转入固定资产，马马崖电站 2011 年转入固定资产，按照相应的综合折旧率计算折旧成本。

（二）盈利预测

基于以上假设，我们预计 2010 年黔源电力营收和利润均能实现大幅度增长，公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.631 元和 0.695 元。

图表 16 盈利预测结果

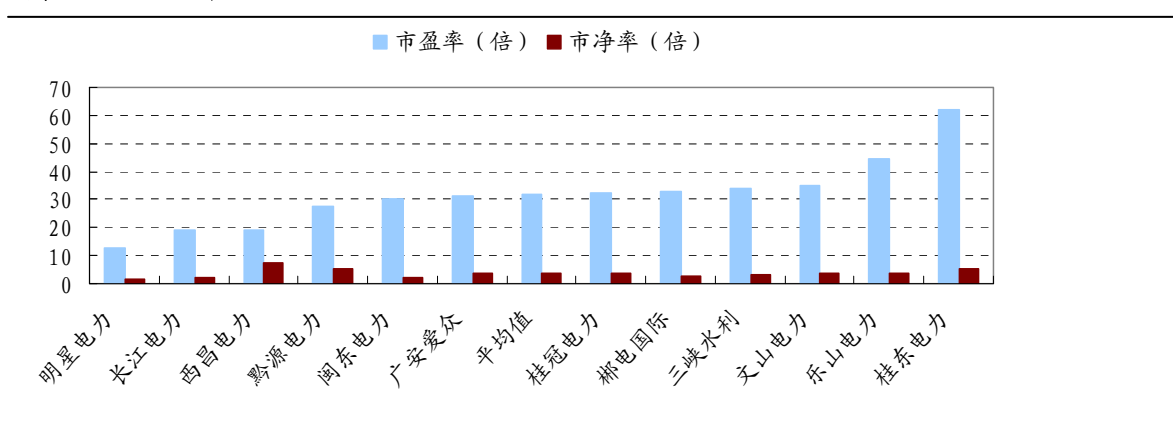
项目	2009A	2010E	2011E
主营收入（元）	816,614,818.52	1,474,269,486.87	1,615,217,794.56
主营收入增长率	12.99%	80.53%	9.56%
EBITDA（元）	330,134,284.78	729,636,536.50	779,606,517.45
EBITDA增长率	-22.72%	121.01%	6.85%
净利润（元）	33,655,666.96	128,876,886.48	141,933,727.48
净利润增长率	-67.02%	282.93%	10.13%
EPS（元/股）	0.240	0.631	0.695

资料来源：大同证券研究部

（三）行业估值比较

从黔源电力目前股价对应的动态估值水平看，其 27.37 倍的市盈率低于当前水电行业的平均水平，其 5.09 倍的市净率在同行业中处于较高的水平。虽然公司估值水平不具备优势，但是我们认为，水电作为清洁能源，未来稀缺性将逐渐显现，同时公司强劲的内生增长能力，以及资产注入的预期，使得公司应该享有一定的估值溢价。

图表 17 估值水平比较



资料来源：大同证券研究部

（四）首次给予“谨慎推荐”投资评级

黔源电力地处水能资源丰富的贵州省，在大股东华电集团的支持下，公司发展水电具有先发优势和区位优势。在经历了前几年“滚动开发”的快速扩张后，公司装机容量迅猛增加，未来几年将步入收获期。

同时，在大股东华电集团支持下，公司具备了强劲的外生增长实力。作为华电集团贵州地区水电资产的整合平台，乌江公司水电资产未来资产注入的可能性较大。

我们认为，制约公司短期发展瓶颈依然是过高负债率带来的财务成本压力较大，但预计随着增发成功，以及新投产项目步入收获期，公司的资金瓶颈和财务困境将逐步得到缓解，未来发展比较明确。

综上所述，我们看好黔源电力未来的发展，首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

七、风险提示

- 1、上游来水的不确定性；
- 2、税收优惠即将到期，有取消的可能；
- 3、在建项目环保、移民费用增加的风险；
- 4、定向增发再次失败的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准,“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 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。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。