



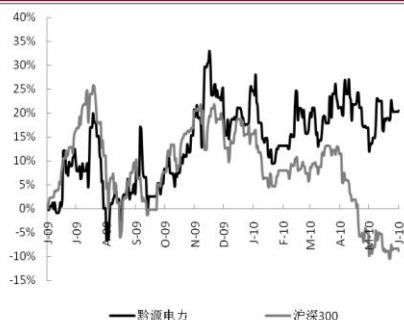
公用事业 - 电力生产与供应
Utilities - Electric Utilities

2010 年 6 月 18 日

市场数据

当前价格(元)	17.6
52 周价格区间(元)	14.11 ~ 20.45
总市值(百万)	2569.49
流通市值(百万)	2260.45
总股本(万股)	14026
流通股(万股)	12339
日均成交额(百万)	28
近一月换手(%)	17.03
Beta(2 年)	0.69
第一大股东	中国华电集团公司
公司网址	www.gzqydl.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
黔源电力	7.6	-0.4	20.5
沪深 300	1.0	-16.7	-8.9

相关报告

陈光明 黎国栋(协助)
+86 755 83025696
ligd@jyzq.cn

执业证书编号:
S1170200010013

黔源电力 (002039)

—经营业绩出现拐点, 成为优良的防御性品种

评级: 买入

盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	722.75	816.61	1528.41	1858.21	1911.48
增长率(%)	-	12.99	87.16	21.58	2.87
归属母公司股东净利润(百万元)	120.50	33.66	109.03	232.61	244.97
增长率(%)	-	-72.07	223.95	113.35	5.31
每股收益-摊薄(元)	0.86	0.24	0.53	1.14	1.20
市盈率	20.49	73.35	32.97	15.45	14.68

我们近期对黔源电力进行了调研, 就公司经营情况、项目进展、未来发展规划等情况与公司高管进行了深入交流。

投资要点:

- 公司是纯水电公司, 今年董箐水电站全面投产使公司总装机规模达到 246.7 万千瓦。公司总市值仅为 24.7 亿, 单位权益装机市值比为 1675 元/千瓦, 估值相比桂冠电力的 3428 元/千瓦和长江电力的 6332 元/千瓦有明显优势。
- 公司水电站装机快速增长, 投资开发进入末期, 即将进入盈利增长期。2005~2010 年公司水电装机从 44.4 万千瓦增长到 246.7 万千瓦, 营业收入从 05 年的 3.54 亿元增长到 09 年的 8.17 亿元, 随着大量降雨及主要河流的来水恢复正常水平, 盈利即将出现拐点。
- 公司业绩稳定、抗周期性较强, 水电上网电价的上升趋势提升公司盈利能力。2005~2009 年公司上网电价累计上涨 0.0374 元/千瓦, 涨幅高达 15.9%, 未来“水火同价”的趋势仍将持续增厚公司业绩。
- 定向增发的实施解决了项目开发的瓶颈, 有效降低资产负债率。公司拟以现金形式定向增发 6400 万股, 筹资 10.8 亿元, 将解决公司目前项目发展的资金瓶颈, 并偿还 3.2 亿银行贷款以减少财务费用。
- 公司有望成为华电集团在西南地区的整合平台。新任董事长将整合华电集团在贵州的电力资产, 乌江水电(装机 739.5 万千瓦)及华电贵州公司(装机 365 万千瓦)都有望注入, 同时金沙江中游、上游的水电项目也可望由公司开发。估计今年内整合不会有实质进展。
- 投资建议: 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.53 元、1.14 元、1.20 元, 对应目前价格的动态市盈率为 33 倍、15.5 倍和 14.7 倍, 估值与行业水平相比偏低, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示: 1、气候影响; 2、贷款利率上调

目录:

一、公司概况.....	3
1、公司设立与股权结构.....	3
2、公司主要业务及资产情况.....	3
二、水电站装机快速增长，即将进入盈利增长期.....	5
1、装机快速增长，投资过快拖累经营业绩.....	5
2、水电站开发进入末期，内生性增长促业绩出现拐点.....	7
3、后续项目上网电价及利用小时数高，经济效益显著.....	7
三、公司业绩稳定、抗周期性较强，具有良好的防御性.....	8
1、作为纯水电企业具有业绩稳定的行业特征.....	8
2、公司水电站上网电价有望持续上涨.....	9
3、水电站发电量受气候影响大、季节性强.....	9
四、定向增发的实施有效降低资产负债率.....	11
1、定向增发方案.....	11
2、定向增发降低资产负债率，有利公司长远发展.....	11
五、华电集团打造的西南地区电力资产整合平台.....	12
1、公司有望成为华电集团西南地区电力资产的整合平台.....	12
2、华电集团在贵州的主要电力资产情况.....	12
3、金沙江中游规划水电项目.....	13
六、盈利预测与评级.....	13
七、风险提示.....	14

图表目录:

图表 1: 主要法人股东持股情况.....	3
图表 2: 所属企业及水电站情况.....	4
图表 3: 公司拥有开发权项目装机容量一览表.....	4
图表 4: 水电类上市公司装机容量与市值比较.....	5
图表 5: 公司水电装机容量变化及增速图.....	5
图表 6: 公司总资产、毛利、净利润与财务费用比较.....	6
图表 7: 公司资产负债率、毛利、净利润与财务费用比较.....	6
图表 8: 公司主营业务收入与经营活动现金流量净额变动.....	7
图表 9 历年上网电价调整情况.....	9
图表 10: 近三年公司各季度主营业务收入与净利润比较.....	10
图表 11: 定向增发募集资金用途.....	11
图表 12: 乌江水电开发项目一览表.....	13
图表 13: 公司 08 年~12 年装机容量、发电量及收入比较.....	14
图表 14 利润表预测.....	14
图表 15 上网电量变动整对盈利情况的敏感分析.....	15
图表 16 贷款利率调整波动对盈利情况的敏感分析.....	15

一、公司概况

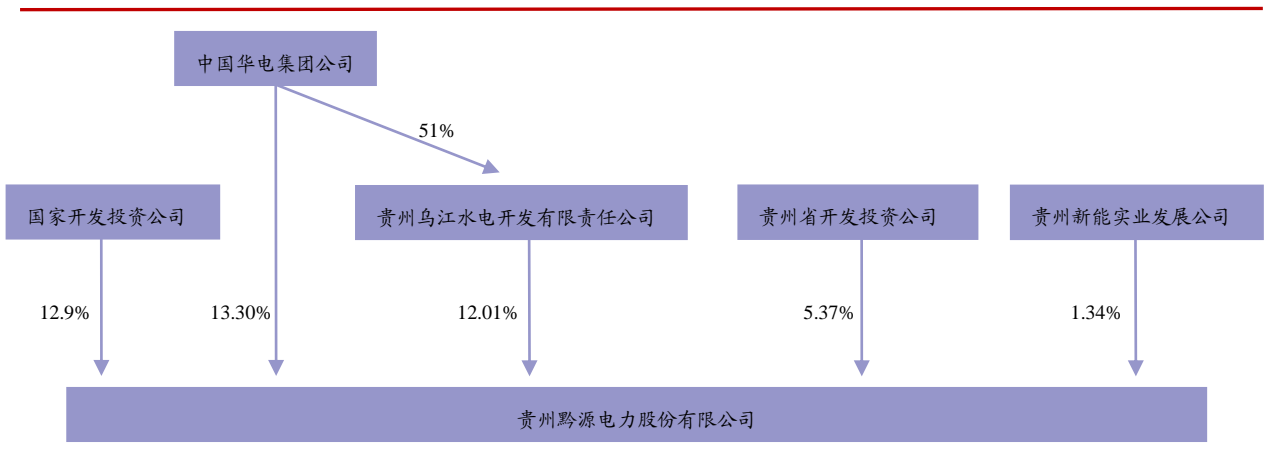
1、公司简介与股权结构

贵州黔源电力股份有限公司经营范围为开发、经营水、火电站及其电力工程；从事为电力行业服务的各种机电设备及原材料经营；水工机械安装、维修。公司 1993 年经贵州省经济体制改革委员会批准，以定向募集方式设立，目前注册资本为人民币 14,025.60 万元，办公地址在贵州省贵阳市机场路 5 号黔源大厦。

公司成立时经批准发行的普通股总数为 9,025.6 万股，2005 年 1 月 14 日经中国证券监督管理委员会核准，首次向社会公众发行人民币普通股 5,000 万股，募集资金 29,850 万元，并于同年 3 月 3 日在深圳证券交易所上市交易。发行后，公司总股本为 14,025.6 万股。

公司目前实际控制人为中国华电集团，中国华电集团直接持有公司股份 13.30%，并通过控股子公司贵州乌江水电开发有限责任公司间接持股 12.01%，合计持股 25.31%。公司主要法人股东持股情况见下图：

图表 1：主要法人股东持股情况



资料来源：金元证券研究所

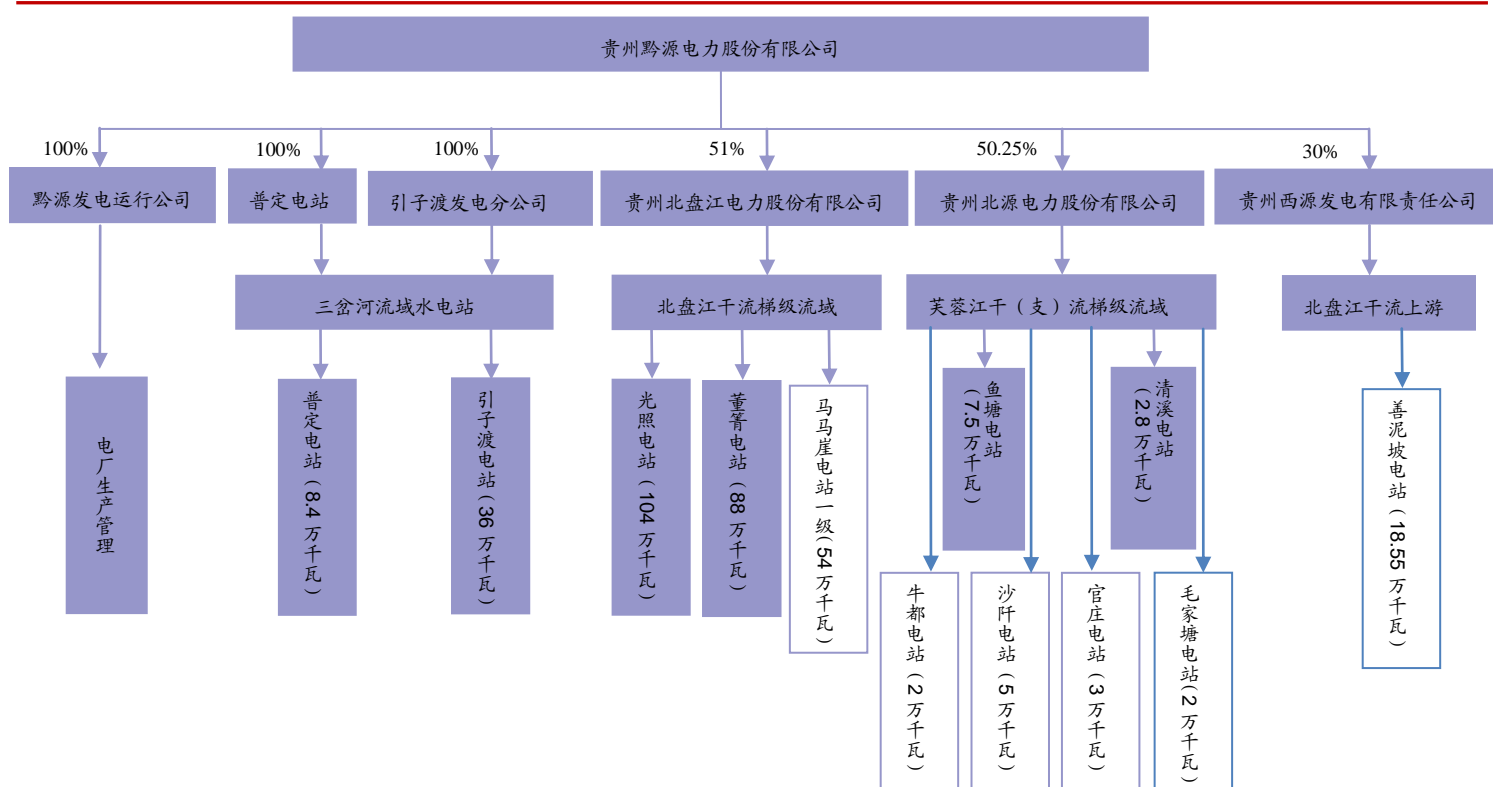
2、公司主要业务及资产情况

公司目前主营业务为单一的水电生产，是一家纯水电公司，主要负责贵州北盘江流域、芙蓉江流域、三岔河流域“两江一河”梯级水电项目的开发。

公司主要通过 6 家所属企业分别负责各流域水电项目的开发及运

营。2010年6月1日董箐水电站投产后，公司水电总装机规模已达到246.7万千瓦，其中权益装机147.5万千瓦。公司已建成投产的水电站有：普定电站、引子渡电站、鱼塘电站、光照电站、清溪电站、董箐电站。另外，公司在建和拟建（规划）项目还有善泥坡电站、马马崖电站、牛都电站、沙阡电站、官庄电站、毛家塘电站等电站，在建拟建项目装机容量达到84.55万千瓦，全部建设完成后公司总装机规模将达到331.25万千瓦。而公司目前总市值仅为24.7亿，相对水电行业同类上市公司，估值具有明显优势。

图表 2：所属企业及水电站情况



资料来源：金元证券研究所（注：图中实框为已投产电站，虚框为拟建在建水电站）

图表 3：公司拥有开发权项目装机容量一览表

水电站	公司权益	装机容量 (万千瓦)	总投资 (亿元)	设计多年平均发电量 (亿KW.h)	上网电价 (元/KW.h)	备注
普定	100%	8.4	2.4	3.16	0.2724	
引子渡	100%	36	13.6	9.78	0.2574	
鱼塘	50.25%	7.5	5.97	3.13	0.2524	
光照	51%	104	69.03	27.54	0.293	
清溪	50.25%	2.8	3.03	0.97	0.2524	
董箐	51%	88	69.63	30.26	0.306	
善泥坡	30%	18.55	16.9	6.79	-	在建（核准）

马马崖（一级）	51%	54	30.98	20.27	0.306	在建（路条）
牛都	50.25%	2	-	-	-	在建
沙阡	50.25%	5	-	-	-	在建
官庄	50.25%	3	-	-	-	在建
毛家塘	50.25%	2	-	-	-	在建
总装机容量		331.25				
权益装机容量		186.64				

资料来源：金元证券研究所

图表 4：水电类上市公司装机容量与市值比较 单位：万千瓦、亿元、元/千瓦

上市公司	装机容量	权益装机	总市值	单位权益装机市值比	09年EPS
黔源电力	246.7	147.5	24.7	1675	0.24
桂冠电力	415.8	298	102.16	3428	0.222
长江电力	2091.5	2091.5	1324.4	6332	0.47

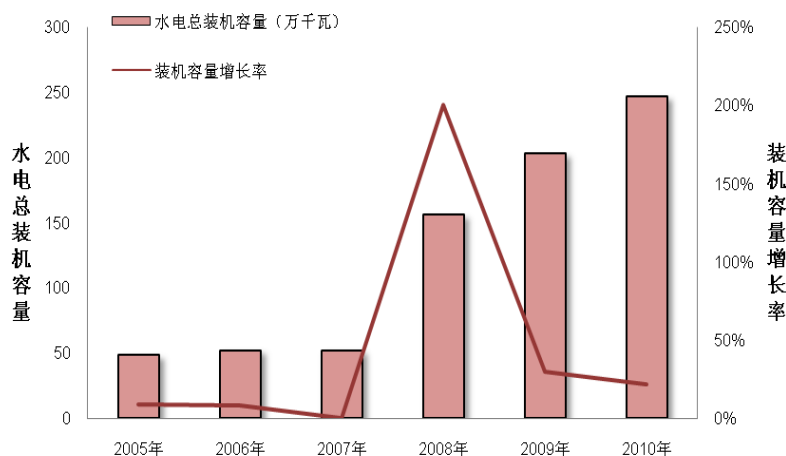
资料来源：金元证券研究所

二、水电站装机快速增长，即将进入盈利增长期

1、装机快速增长，投资过快拖累经营业绩

上市以来，公司利用募集资金和经营活动内生的净现金流为资本金，充分发挥财务标杆的作用，陆续完成了北盘江流域和芙蓉江流域的多个水电站的开发建设工作，水电站装机容量从上市初的 44.4 万千瓦增长到目前的 246.7 万千瓦，年复合增长率为 40.9%，截至 2010 年 3 月 31 日，公司总资产达到 148.79 亿元。

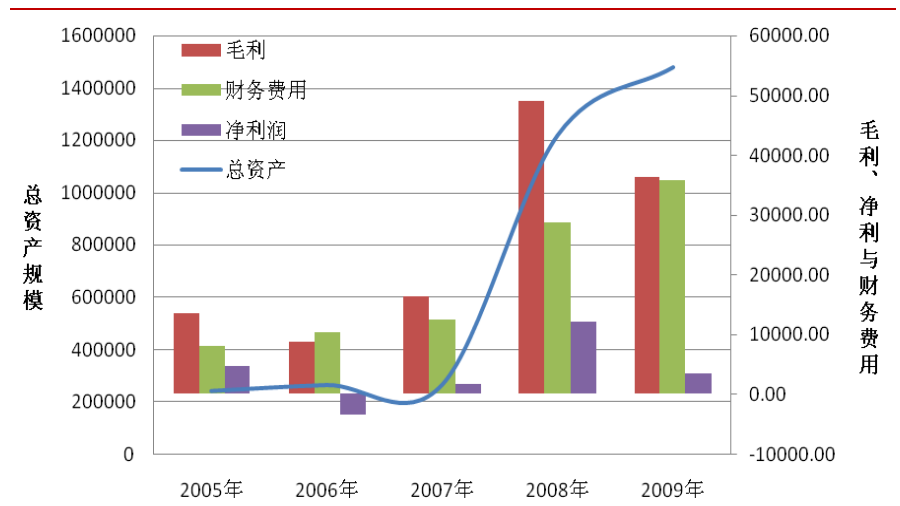
图表 5：公司水电装机容量变化及增速图 单位：万千瓦



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

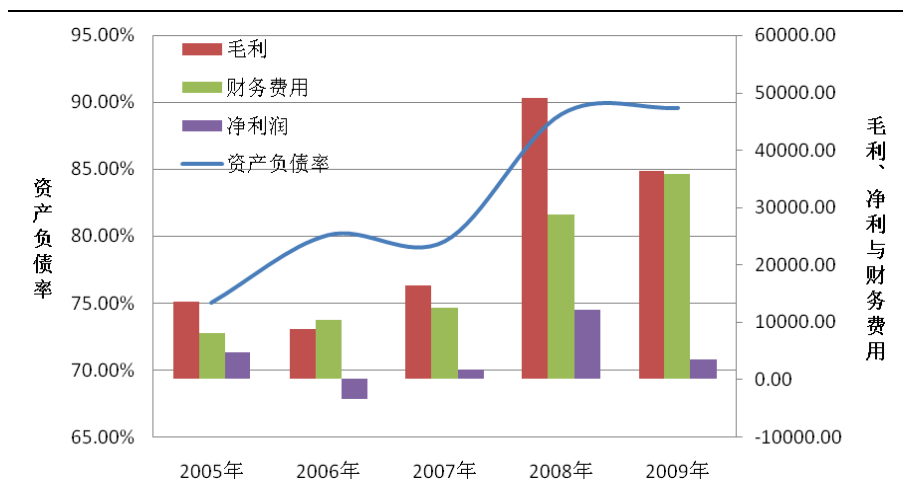
由于水电站项目建设成本高，初期的资金投入量大，公司为保证项目建设进度，采用了极高的财务杠杆，随着装机容量的高速增长贷款余额也连续多年快速增长。2010年一季报显示，公司资产负债率高达90.87%，长期借款和短期借款余额合计110.91亿元，这也导致公司多年来财务费用过高，2009年实际发生的财务费用高达4.11亿元（未扣除中央财政贴息0.53亿元），折每股财务费用2.93元。高额的财务费用不仅抵消了公司内生性的增长，也严重影响了公司的盈利状况。因此公司尽管上市以来装机容量高速增长，但是公司业绩未能同步实现增长，盈利能力的增长没有在财务报表中直接体现出来。

图表6：公司总资产、毛利、净利润与财务费用比较 单位：万元



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

图表7：公司资产负债率、毛利、净利润与财务费用比较 单位：万元



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

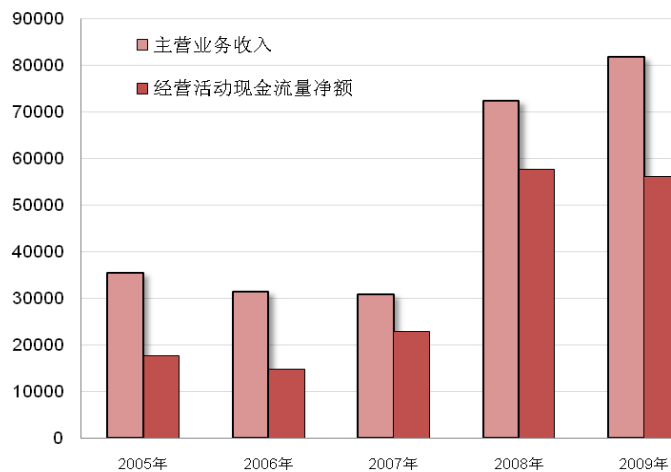
2、水电站开发进入末期，内生性增长促业绩出现拐点

2010年6月1日，随着董箐水电站3号、4号机组投产，公司总装机规模达到246.7万千瓦。董箐水电站1号、2号机组已于2009年12月实现“双投”，而3号、4号机组能够赶在北盘江汛期来临的6月初投产，就已确保董箐水电站四台机组都能够在全年主要出力时段的正常运行。董箐水电站1号、2号机组的全年运行和3号、4号机组在主要出力时段的运行将成为公司2010年发电收入和盈利大幅增长的主要来源。

公司总装机规模不断扩大，每年的发电收入也将有大幅度的增长，经营活动产生的现金流量净额也将逐年增长，公司的资金压力将得到有效缓解。随着公司的水电站开发进入末期，公司可利用经营活动产生的大量现金流偿还贷款，以大幅降低资产负债率，实现内生性增长。

贵州省内已没有可供开发的大中型水电站，因此公司后续开发的项目主要是马马崖一级水电站和善泥坡电站两个项目，总投资不足48亿，公司将不再需要大幅增加贷款，资产负债率有望逐年下降，内生性增长潜力巨大。

图表 8：公司主营业务收入与经营活动现金流量净额变动 单位：万元



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

3、后续项目上网电价及利用小时数高，经济效益显著

马马崖一级水电站是北盘江干流梯级开发的第二级电站，位于光照水电站与董箐水电站之间，受益于光照水电站不完全多年调节水库的调节能力，发电利用小时数高，发电量稳定，因此盈利能力强于公司其它水电站。光照水电站是北盘江的“龙头”梯级电站，电站正常蓄水位 745

米，相应库容 31.35 亿立方米，调节库容 20.37 亿立方米。

善泥坡水电站是北盘江流域综合规划中布置的第八个梯级，具有日调节能力。电站距贵州省主要的煤炭产地六盘水市 120 千米，在贵州电网覆盖范围内。善泥坡水电站是六盘水电网目前最大的水电调峰、调频及备用电源，建成后可提高贵州电网的供电质量，在“黔电送粤”中为电力紧缺的华南地区提供稳定的优质电能。

根据项目可研方案，马马崖一级水电站与善泥坡水电站的年利用小时数高达 3700 小时，比公司同类的水电站高近 1000 小时，使项目具有良好的盈利性。

在上网电价方面，新建水电站核定的上网电价也越来越高，董箐水电站于 2010 年批复了 0.306 元/千瓦时的高上网电价，与火电的平均上网电价 0.35 元/千瓦时已经十分接近。而在国家发改委批复马马崖一级水电站的路条中，前所未有地明确了项目采用“水火同价”的定价方式，暂定上网电价为 0.306 元/千瓦时，项目的盈利能力更加显著。

我们测算，善泥坡水电站投产后每年盈利约 0.4 亿元，马马崖一级水电站投产后每年盈利约 2.5 亿元。

三、公司业绩稳定、抗周期性强，具有良好的防御性

1、作为纯水电企业具有业绩稳定的行业特征

公司作为一家纯水电上市公司，销售收入基本不受经济周期影响，收入稳定、可靠，是良好的防御性品种。

水电是低碳的清洁能源，是国家重点鼓励和支持的能源项目。《中华人民共和国可再生能源法》第十四条规定：“电网企业应当与依法取得行政许可或者报送备案的可再生能源发电企业签订并网协议，全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量，并为可再生能源发电提供上网服务”，从法律上规定了电网公司必须对水电站的发电量优先全额收购，确保了水电站发电量的并网与销售。

另一方面，水电站具有良好的调峰、调频能力，是优质的电源点，加上水电上网电价有价格优势，因此电网公司乐于优先接入水电站的发电量。公司的主要电站距离消纳中心近，不经过贵州省电力公司而直接接入南方电网的“西电东送”主干电网送往华南地区，也说明了公司水电站是优质的能源点。

水电站项目的初期投资较高，但是经营成本极低。与火电厂项目需

要外购动力煤不同，水电站发电的原料是水资源，只需要按发电量向政府缴纳 0.008 元/千瓦时的水资源费和 0.008 元/千瓦时的库区基金。因此，水电站经营成本主要是固定资产折旧，占比超过 70%，而实际运行的成本相对固定而且占比非常低，从而保证水电站有较高的毛利率水平和稳定大量的经营活动现金流。

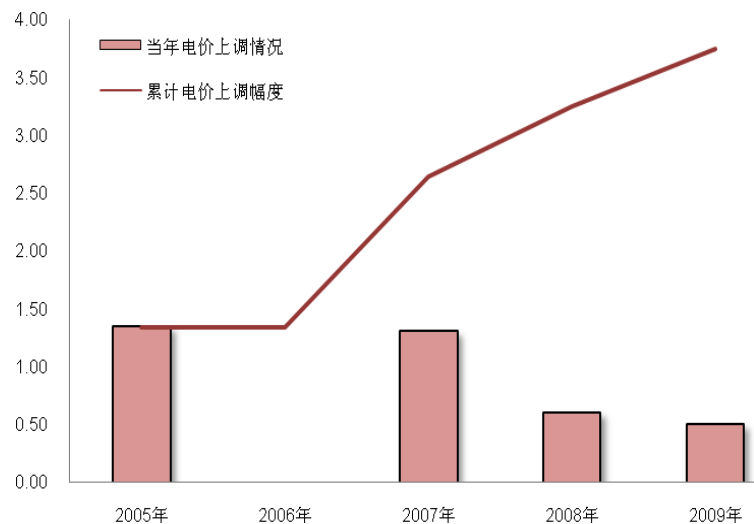
2、公司水电站上网电价有望持续上涨

目前国内平均水电上网电价为 0.25 元/千瓦时，比火电平均上网电价 0.35 元/千瓦时低了约 0.1 元/千瓦时。国家能源局已经明确“水火同价”的政策调整方向，因此从长期看，水电站的上网电价会持续向火电价格靠拢，保持上涨的趋势，从而公司的销售收入与利润也有望持续上涨。

短期来看，“水火同价”仍在研究与试点阶段，暂时不会实施。但是由于制度改革的方向已经明确，因此后续在火电厂上网价格上调的时候，为避免拉大水电与火电的价格差距，势必也将上调水电价格。

从近几年公司各水电站的上网电价来看，已经连续多年保持小幅上涨，从 2005 年开始到 2009 年，水电站上网电价累计上涨 0.0374 元/千瓦时，涨幅高达 15.9%。

图表 9 历年上网电价调整情况 单位：分/千瓦时



资料来源：公司定期报告 金元证券研究所

3、水电站发电量受气候影响大、季节性强

水电站发电的原材料是水资源，因此水电经营容易受到气候变化的

影响，水电站发电情况高度依赖于河流来水情况。当河流来水稳定、持续、均匀的时候，水电站的发电状况达到最佳，而过度干旱与来水过多都会对水电站的发电造成不利影响。因此，当水电站调节库容不足以进行季节性调节时，发电量就会呈现出很强的季节性特征。对于贵州地区来说，每年的一季度是来水最少的季节，二季度与四季度次之，来水最充沛的季节就是三季度，三季度也是水电站的主要出力时段。

水电设计院在设计水电站时已经充分考虑了这些因素，提出的设计多年平均发电量和设计利用小时数都有充分的科学依据，从一个较长期间来看，水电站的平均发电量与设计值应该是吻合的。

公司从 2009 年四季度以来，遭遇了严重的干旱灾害，导致 2009 年经营业绩大幅下滑，2010 年一季度甚至出现 1.16 亿的严重亏损，公司预告二季度仍将出现亏损，预计上半年亏损高达 1.3 亿元。从调研的情况来看，由于今年雨季来得较往年迟了半个多月，预期公司水电站二季度发电量仍不理想，上半年亏损可能比公司一季报中的预测更严重一些。

但是，这种严重旱灾的极端气候因素影响不具有持续性，一般情况下可以预期 2011 年将出现正常的气候状况，公司水电站的发电情况将回到正常水平，公司盈利情况也将实现正常化。

图表 10: 近三年公司各季度主营业务收入与净利润比较 单位: 万元



资料来源: 公司定期报告 金元证券研究所

四、定向增发的实施有效降低资产负债率

1、定向增发方案

公司拟以现金形式向包括本公司的控股股东中国华电、关联股东乌江公司在内的不超过十家特定对象定向增发 6400 万股，增发价不低于 16.86 元，拟募集资金 10.8 亿。

2010 年 5 月 25 日，国务院国有资产监督管理委员会下发《关于贵州黔源电力股份有限公司非公开发行股票有关问题的批复》（国资产权[2010] 382 号文），同意本次非公开发行股票方案，发行完成后，公司总股本不超过 20425.6 万股。

2010 年 5 月 28 日，公司股东大会审议通过了《关于公司拟向特定对象非公开发行 A 股股票方案的议案》。

图表 11：定向增发募集资金用途

募集资金用途	
1	向北盘江公司增资6.74亿元，用于董箐项目和光照项目的开发建设；
2	向西源公司增资0.86亿元，用于善泥坡项目的开发建设；
3	偿还金融机构贷款3.2亿元。

资料来源：金元证券研究所

2、定向增发降低资产负债率，有利公司长远发展

通过调研了解到，此次增发主要是解决北盘江公司与西源公司资本金比例未达到国家规定的 20% 的最低资本金比例，而北盘江公司与西源公司的各个股东都同意按各自的持股比例进行增资，以促进项目的建设。按此计算，增资完成后公司还将从北盘江公司与西源公司的股东中得到 8.5 亿元的增资款，公司资产负债率将大幅下降。我们依据公司 2010 年一季报的数据进行测算，增发前公司资产负债率为 90.87%，增发成功后公司的资产负债率将下降到 80.05%。

可以看到，如果定向增发成功，不仅使公司北盘江公司和西源公司达到了国家规定的资本金要求，突破当前项目发展的瓶颈。而且增发也有效地降低了公司的资产负债率，使财务杠杆大幅下降，大幅降低了财务费用。仅偿还 3.2 亿的金融机构借款一项，保守估计可以减少公司财务费用 1600 万元，按增发后股本计算每股业绩贡献达到 0.08 元。

五、华电集团打造的西南地区电力资产整合平台

1、公司有望成为华电集团西南地区电力资产的整合平台

公司董事长刚完成了交替，原董事长张志孝功成身退，华电集团新任命的耿元柱董事长年富力强，有望带领公司再上一个台阶。耿元柱董事长同时兼任乌江水电和华电贵州公司的董事长和党委书记。

据介绍，耿元柱董事长到贵州的一个重要使命就是整合华电集团在贵州的电力资产，要求充分发挥上市公司平台作用，按股东价值最大化的思路进行整合。

华电集团在西南地区有大量的优质电力资产，有望持续注入上市公司。除市场普遍预期的贵州乌江水电开发有限责任公司外，华电集团在西南地区还有金沙江中游、上游等大量待开发的水电项目，确定了公司长期可持续发展。

但是，公司暂未启动乌江水电等电力资产的注入工作，由于资产注入需要做大量工作，估计今年内整合工作不会有实质性的进展。

2、华电集团在贵州的主要电力资产情况

中国华电集团公司注册资本 120 亿元人民币，是中央直接管理的国有独资公司，主营业务为：电力生产、热力生产和供应；与电力相关的煤炭等一次能源开发；相关专业技术服务。至 2009 年底，华电集团装机容量 7,550.73 万千瓦，其中，火电 6239 万千瓦，水电 1,235.96 万千瓦，风电 75.43 万千瓦，其他 0.3432 万千瓦；资产总额 3,300 亿元人民币。

华电集团目前在贵州省的总装机容量超过 1200 万千瓦，仅次于华电集团在山东的电力资产规模。华电集团在贵州的电力资产分成三部分，即贵州乌江水电开发有限责任公司、中国华电集团公司贵州公司、贵州黔源电力股份有限公司。

贵州乌江水电开发有限责任公司成立于 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。公司产权比为中国华电集团公司 51%，贵州省 49%。截至 2009 年底，乌江公司已建成总装机 739.5 万千瓦，总资产 336 亿元，2009 年实现净利润 5.89 亿元。

图表 12: 乌江水电开发项目一览表

项目	电源类型	装机容量 (万千瓦)	备注
洪家渡	水电	60	
东风	水电	69.5	
索风营	水电	60	
乌江渡	水电	125	
构皮滩	水电	300	
思林	水电	105	
沙沱	水电	112	在建
大花水	水电	20	
格里桥	水电	15	在建
毕节热电	热电联产	30	在建
总装机容量		896.5	

资料来源: 金元证券研究所

中国华电集团公司贵州公司成立于 2003 年, 主要负责管理清镇 (400MW), 异地技改塘寨项目 (1200MW)、遵义 (250 MW)、大龙 (600 MW)、大方 (1200 MW) 等华电在贵州的火电企业。

为发挥区域资源优势, 实现水火互济, 2007 年 1 月乌江公司、华电贵州公司已进行管理整合, 实行“两个牌子、一套班子”, 现共有职工 4382 人, 现任董事长即是黔源电力董事长耿元柱先生。

3、金沙江中游规划水电项目

金沙江中游河段规划梯级开发方案为龙盘、两家人、梨园、阿海、金安桥、龙开口、鲁地拉和观音岩的一库八级方案, 总装机容量 2058 万 kW (约占全国经济可开发水电站装机容量的 5%), 保证出力 943 万 kW, 年发电量 883 亿 kW.h。

六、盈利预测与评级

公司水电站受气候影响较大, 但是连续多年出现大旱的可能性并不大, 因此我们做出如下假设:

- 1) 2010 年发电利用小时数与 09 年相当、11~12 年为平水年份;
- 2) 2010 年顺利实施增发;
- 3) 2011 年后不享受所得税优惠;
- 4) 不考虑水电站上网电价的调整。

根据上述假设,我们测算了公司10年~12年的发电量及收入情况,其中2010年收入大幅增长的主要原因是董箐水电站2009年12月开始逐步投产,2010年全面释放业绩。

图表 13: 公司 08 年~12 年装机容量、发电量及收入比较

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
装机容量(万千瓦)	155.90	202.70	246.70	246.70	255.98
发电量(亿千瓦时)	325,000	345,100	614,656	748,370	768,740
主营业务收入(万元)	72,275.01	81,661.48	152,840.57	185,820.67	191,148.21

资料来源: 金元证券研究所

预计公司2010-2012年EPS(摊薄)为0.53元、1.14元、1.20元,对应目前价格的动态市盈率为33倍、15.5倍和14.7倍,估值与行业内同类公司相比明显偏低,给予公司“买入”评级。

图表 14 利润表预测 单位: 百万元、元/股

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	722.75	816.61	1,528.41	1,858.21	1,911.48
减: 营业成本	232.15	453.46	646.19	699.00	716.76
营业税金及附加	10.59	7.15	15.28	18.58	19.11
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.75	25.87	26.81	29.49	32.44
财务费用	286.39	357.84	675.31	629.24	624.45
资产减值损失	5.61	2.67	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	9.00	68.61	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	169.26	38.23	164.82	481.89	518.72
加: 营业外收支	-1.59	2.28	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	167.67	40.51	164.82	481.89	518.72
减: 所得税	5.33	16.22	24.72	120.47	125.16
四、净利润	162.35	24.29	140.09	361.42	393.56
少数股东损益	41.84	-9.37	31.06	128.81	148.59
归属于母公司所有者的净利润	120.50	33.66	109.03	232.61	244.97
五、EPS(摊薄)	0.86	0.24	0.53	1.14	1.20

资料来源: 公司定期报告 金元证券研究所

风险提示

1、水电经营容易受到气候变化的影响,天气情况直接影响到河流来水情况的好坏,水流量的多少与稳定性严重影响公司的发电量,最终影响到公司的盈利状况。尽管我们认为09~10年的特大旱灾持续多年出现的可能性很小,但是仍需要高度关注贵州地区的天气情况与河流来

水情况。由于来水情况主要影响的是水电站的利用小时数和上网电量，因此我们对上网电量的变动对公司10年、11年、12年的盈利情况的影响做了敏感性分析，见下表：

图表 15 上网电量变动对盈利情况的敏感分析 单位：元/股

上网电量变动	-10%	-5%	0	5%	10%
2010年EPS	0.15	0.34	0.53	0.73	1.26
2011年EPS	0.74	0.94	1.14	1.34	2.48
2012年EPS	0.80	1.00	1.20	1.40	2.60

资料来源：金元证券研究所

2、即使增发成功，公司仍然存在资产负债率高、资金压力大的问题，过小的资产规模难以支撑过大的后续发展项目投入。公司必须进一步创新融资方式，加大资金筹措力度，充分利用资本市场融资平台，拓宽与金融机构的合作领域，进一步优化股权结构，改善债务结构，降低融资成本，才能有效化解财务风险，保障企业发展的资金需求，促进企业持续、健康发展。

因此贷款利率的变动对公司业绩影响很大，我们对贷款利率变动对公司10年、11年、12年的盈利情况的影响做了敏感性分析，见下表：

图表 16 贷款利率调整波动对盈利情况的敏感分析 单位：元/股

贷款利率调整	-0.54%	-0.27%	0	+0.27%	+0.54%
2010年EPS	0.70	0.62	0.53	0.45	0.37
2011年EPS	1.28	1.21	1.14	1.07	1.00
2012年EPS	1.34	1.27	1.20	1.13	1.06

资料来源：金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.