

上半年巨额亏损，不能反映公司真实盈利能力

——黔源电力（002039）动态跟踪

最新评级：谨慎推荐（维持）

上次评级：谨慎推荐

市场数据

上证综合指数	2627.00
深圳成分指数	10830.70
沪深 300 指数	2886.19
沪深成交金额	1862.07 亿

报告时间：2010年8月23日
报告类型：动态跟踪
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：<http://www.dtsbc.com.cn>



相关报告：

《黔源电力（002039）：旱灾拖累业绩，下半年仍值得期待》（2010/08/04）

《黔源电力（002039）：“滚动开发”战略进入收获期》（2010/05/20）

■ 个股动态

黔源电力近期出现持续上涨，截至 23 日，股价已经达到了 20.80 元的历史高位。我们自 2010 年 5 月 20 日开始推荐黔源电力（详见深度研究报告《黔源电力（002039）：“滚动开发”战略进入收获期》），至今该股已经上涨 21.21%。

■ 我们的观点

黔源电力作为 A 股市场为数不多的纯水电上市公司，具有股本较小，但每股装机容量高的特点。近年来，公司利用贵州省的水能资源优势，在“黔电送粤”、“西电东送”等政策支持下，滚动开发了大量水电项目，目前已经进入了收获期。公司业绩对上游来水敏感性高，虽然上半年出现巨额亏损，但这并不能反映公司的真实盈利能力。在今年汛期来水好于往年的情况下，预计公司全年业绩将好于预期。此外，黔

源电力作为华电集团在贵州地区唯一上市公司，未来注入乌江公司水电资产的可能性较大，市场相关预期也将提升公司的估值水平。

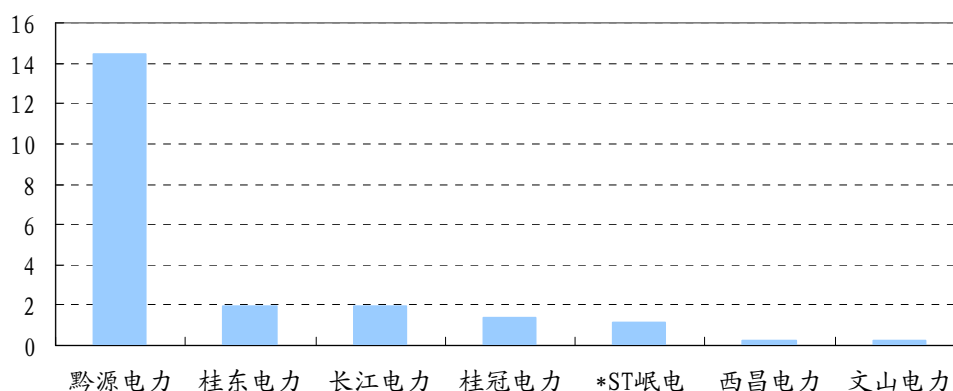
上半年巨额亏损，不能反映公司真实盈利能力

上半年黔源电力实现归属于母公司的净利润-2.05 亿元，比上年同期增亏 1.27 亿元。上半年实现每股收益-1.46 元。我们认为，上半年巨额亏损并不能反映公司真实盈利能力。由于公司水电机组以调节能力较弱的径流式水电站为主，营业收入主要由三季度汛期贡献。以 2009 年为例，1-4 季度公司的每股收益分别为-0.42 元、-0.13 元、0.66 元、0.13 元，三季度贡献了主要利润。同时，由于今年一季度旱情严重，上游来水不佳，导致机组发电量不及预期，也扩大了上半年亏损幅度。因此，上半年巨额亏损是由于公司业绩季度分配规律以及旱灾的影响，并没能反映公司的真实盈利能力。

高每股装机容量，决定了高业绩弹性

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。按照平均上网电价计算，黔源电力每年多发一亿度电，可增厚公司每股收益超过 0.1 元。因此，股本较小，每股装机容量高的特点，决定了公司具有较高的业绩弹性。

图表 每股装机容量的行业对比（瓦/股）



资料来源：大同证券研究部

上涨动力源自高成长性、高业绩弹性以及资产注入预期

黔源电力董箐电站于上半年已全部投产发电，目前公司仍有大规模在建项目，包括马马崖、善泥坡、牛都等，总装机规模超过 70 万千瓦。因此，未来几年，公司装机将保持一定的速度增长，成长性良好。

黔源电力作为华电集团在贵州地区唯一上市公司，在发电集团整体高负债率的背景下，其融资平台的重要性也越发突出。而华电集团主要发电资产是乌江公司，乌江公司作为一家非上市公司，融资渠道单一，近年来的快速发展使得公司的资产负债率也不断上升。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，未来华电集团将乌江公司水电资产注入的可能性较大。

综上所述，我们认为黔源电力的高成长性、高业绩弹性，以及市场对于乌江水电资产的注入预期，是公司近期股价上涨的主要动力。目前黔源电力非公开发行股票方案已经通过国资委的批复，未来发行成功可能性非常大，公司资产负债率有望得到降低。因此，可以继续看好公司未来的发展前景。

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。