

公用事业

2022 年 10 月 25 日

黔源电力 (002039)

——光伏投产抵消来水偏枯影响 业绩略超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

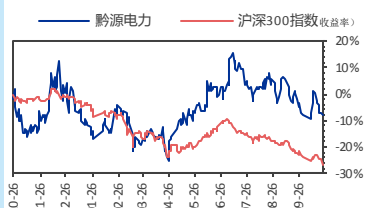
买入 (维持)

市场数据：		2022 年 10 月 24 日
收盘价 (元)		13.35
一年内最高/最低 (元)		24.01/13.03
市净率		1.5
息率 (分红/股价)		1.50
流通 A 股市值 (百万元)		5708
上证指数/深证成指		2977.56/10694.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2022 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)		8.92
资产负债率%		62.22
总股本/流通 A 股 (百万)		428/428
流通 B 股/H 股 (百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

相关报告

证券分析师

查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com
邹佩轩 A0230520110002
zoupux@swsresearch.com

研究支持

蔡思 A0230121090006
caisi@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818x
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：公司发布 2022 年三季报。**2022 年前三季度公司实现营收 24.24 亿元，同比增长 32.67%；归母净利润 5.54 亿元，同比增长 67.6%。2022 年单三季度归母净利润 2.39 亿元，同比增长 18.67%，超出我们此前预期。
- **光伏投产叠加折旧减少抵消来水偏枯影响，公司业绩实现正增长。**受上半年来水偏丰、三季度来水偏枯影响，公司前三季度水电发电量 80.27 亿千瓦时 (yoy +19.88%)，单三季度水电发电量 29.9 亿千瓦时 (yoy -10.6%)。另一方面，公司 75 万千瓦光伏于 2021 年下半年并网发电，2022 年前三季度光伏发电量 6 亿千瓦时，单三季度光伏发电量 2.65 亿千瓦时 (qoq +41.83%)。根据测算，公司光伏电站 2022 年单一季度、单二季度以及单三季度利用小时数分别为 197、249、353 小时，产能利用率逐步提升。我们认为光伏投产抵消公司水电电量下滑影响，成为公司业绩稳定器，形成了“晴天雨天都是好天”的水光互补优势局面。另一方面，公司大批量水电站在 2008-2014 年投产，根据公司专用设备折旧 12 年折旧政策 (工况法)，我们预计十四五期间公司将有 215 万千瓦水电机组专用设备折旧到期，机组折旧到期将提升公司 ROE 并增厚利润。
- **晴热少雨加剧用电紧张格局，电价涨价业绩中枢有望上移。**公司电力除供应贵州省内用电以外，约 1/3 电量进行“黔电送粤”，因此贵州及广东地区的电力市场环境将直接影响公司业绩。根据贵州日报，贵州自 6 月底至 7 月持续性高温少雨，气温达到 1961 年以来同期最高；8 月以来贵州仍以晴热少雨天气为主，降水量偏少，中部以西地区偏少 1-2.5 倍，公司主要水电装机所处的北盘江流域位于贵州西南部，受到来水偏枯影响。9 月底，贵州省大部分地区出现降雨，地区旱情明显缓解或解除，为冬季蓄水发电提供动力。短期看，贵州持续高温干旱加剧用电紧张格局，为省内水电电价上涨提供催化；中长期看，十四五期间贵州及广东用电供需将进一步趋紧，市场化电价有望维持高位 (广东省 2022 年火电年度长协价 0.4970 元/千瓦时，yoy +24.42%)，同时南方区域省间电力现货市场为电价发现提供场所。公司 2021 年水电电价整体偏低仅 0.2932 元/千瓦时，我们认为贵州及广东持续趋紧的电力供需将为公司水电电价提供强有力支撑。
- **新能源转型有望加速，十四五有望新建超 500 万千瓦新能源。**公司依托存量优质水电资源，已于 2020 年建成 75 万千瓦水光互补项目，并于 2020-2021 年合计签订 530 万千瓦水光互补项目框架协议。截至目前，公司在建光伏项目 20 万千瓦，2022 年前三季度受光伏组件价格高企影响，公司暂无新项目投入建设，预计公司光伏建设有望随着组件价格下滑而提速。此外，公司控股股东华电集团在贵州省发电装机 1657 万千瓦，占比 22% (2020 年)；十四五期间贵州省计划新增 4180 万千瓦新能源，公司背靠华电集团，且作为贵州省唯一电力上市企业，其新能源业务有望获得集团与省政府支持。(接第二页)

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,036	2,424	3,059	3,380	3,819
同比增长率 (%)	-23.2	32.7	50.2	10.5	13.0
归母净利润 (百万元)	234	554	550	617	762
同比增长率 (%)	-47.2	67.6	134.6	12.1	23.5
每股收益 (元/股)	0.77	1.30	1.29	1.44	1.78
毛利率 (%)	53.7	64.0	54.4	53.9	54.4
ROE (%)	7.1	14.5	14.3	13.8	14.6
市盈率	24		10	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **贵州省抽水蓄能空间广阔，进一步打开公司水电成长上限。**根据《贵州省抽水蓄能电站中长期规划》，贵州省内抽水蓄能规划比选站点 35 个，总装机规模 4080 万千瓦，中国电建贵阳院预计贵州省十四五期间将重点实施抽水蓄能项目 12 个，装机容量 1480 万千瓦。公司作为贵州省水电龙头企业，水电装机占贵州省水电装机 14%（2020 年），承担省内抽水蓄能项目建设运营责无旁贷。公司已率先开启贵州省抽水蓄能可研，截至目前，公司关岭光马 104 万千瓦抽水蓄能项目正开展可研工作。我们认为抽水蓄能作为新能源重要消纳工具，且在两部制电价下有望在十四五期间加速发展，贵州省抽水蓄能空间广阔，有望打开公司成长上限。
- **盈利预测与估值** 考虑到贵州来水、用电供需格局以及公司新能源建设情况，我们上调公司 22-24 年归母净利润预测分别为 5.5、6.2、7.6 亿元（此前为 5.1、6.0 和 7.5 亿元），当前 PE 分别为 10、9 和 8 倍，继续给予“买入”评级。
- **风险提示** :来水不及预期 ,新能源投产不及预期 ,政策及市场具有不确定性。

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,651	2,036	3,059	3,380	3,819
其中: 营业收入	2,651	2,036	3,059	3,380	3,819
减: 营业成本	1,268	942	1,396	1,558	1,740
减: 税金及附加	34	24	36	40	46
主营业务利润	1,349	1,070	1,627	1,782	2,033
减: 销售费用	0	0	0	0	0
减: 管理费用	70	93	139	154	92
减: 研发费用	0	0	0	0	0
减: 财务费用	458	440	455	490	533
经营性利润	820	537	1,033	1,138	1,408
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	1	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	5	6	6	6	7
营业利润	827	541	1,039	1,144	1,415
加: 营业外净收入	1	-11	0	0	0
利润总额	828	530	1,039	1,144	1,415
减: 所得税	124	104	204	224	278
净利润	704	426	835	919	1,137
少数股东损益	261	191	285	302	375
归属于母公司所有者的净利润	444	234	550	617	762
全面摊薄总股本	305	305	428	428	428
每股收益 (元)	1.45	0.77	1.29	1.44	1.78

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。