

➤ **事件概述：**3月29日，公司发布2022年度报告，报告期内实现营业收入26.13亿元，同比增长26.14%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润4.14亿元，同比增长65.02%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润4.17亿元，同比增长61.48%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利0.3元。

➤ **Q4水电电量表现好于预期，营收下降或因电价结算调整：**4Q22，公司实现营业收入1.89亿元，同比下降22.7%，归母净利润亏损1.40亿元。但从电量表现看，4Q22公司水电出力提振，单季度完成发电量8.19亿千瓦时，同比增长11.8%。4Q22，公司光伏发电量1.35亿千瓦时，如果按照2022年光伏上网电价均值测算，实现营收约0.43亿元，扣除该板块收入后，单季剩余收入约1.46亿元，考虑到公司营收除光伏外基本全部由水电板块贡献，测算可知Q4水电平均上网电价约0.178元/千瓦时（不含税），同比下降约0.156元/千瓦时，考虑到Q4贵州省内地力供应紧张，电价调整可能性较小，四季度营收下降或受“西电东送”电价结算调整影响。但公司水电资产主要采用工作量法计提折旧，发电量增长推动营业成本增长导致单季度业绩亏损。

➤ **谨慎性原则下下调光伏电价：**2022年，公司光伏电站发电量合计7.34亿千瓦时，其中，Q4完成发电量1.35亿千瓦时。按照相关政策，公司已投运光伏电站若在2020年底之前全容量并网发电，光照、马马崖、董箐三座光伏电站的补贴竞价申报上网电价分别为0.4128、0.4128、0.4193元/千瓦时。据公司年报披露，公司所属光伏电站实际为分批并网发电，基于谨慎性考虑，本年度公司在确认光伏电站电费收入时，董箐光伏电站并网电价补贴全部扣减，按照0.3515元/千瓦时确认电费收入，马马崖和光照光伏电站均按并网电价补贴降低0.02元/千瓦时处理，均按照0.3928元/千瓦时确认电费收入。公司全年光伏平均上网电价0.3628元/千瓦时，同比下降4.3分/千瓦时，光伏板块实现营收2.34亿元，如果按照2021年光伏平均上网电价测算，本年度光伏板块实现营收2.64亿元，较实际值高出约0.30亿元。

➤ **投资建议：**公司Q4水电出力好于预期，全年业绩高增，Q4营收下降或因电价结算调整，短期扰动不影响公司长期发展。根据电量、电价、光伏装机变化，以及公司财务规划，调整对公司的盈利预测，预计23/24年EPS分别为1.45/1.60元（前值1.37/1.50元），新增25年EPS预测值1.75元，对应3月29日收盘价PE分别为10.5/9.5/8.7倍，参考可比公司估值水平，给予公司23年14倍PE估值，目标价20.30元/股，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2613	2683	2762	2843
增长率（%）	26.1	2.7	2.9	2.9
归属母公司股东净利润（百万元）	414	621	683	749
增长率（%）	65.0	49.9	9.9	9.7
每股收益（元）	0.97	1.45	1.60	1.75
PE	15.7	10.5	9.5	8.7
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年03月29日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
15.22 元
目标价：
20.30 元

分析师 严家源

 执业证书：S0100521100007
 邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

 执业证书：S0100122070006
 邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.黔源电力 (002039.SZ) 2022 年业绩预告点评：业绩略低预期，静待光伏花开-2023/01/20
- 2.黔源电力 (002039.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 水电出力好于预期，电价或有提升-2022/10/25
- 3.黔源电力 (002039.SZ) 2022 年半年报点评：业绩高增，兑现预期-2022/08/24
- 4.黔源电力 (002039.SZ) 1H22 业绩预告点评：最佳开局，硕果已育-2022/07/07
- 5.黔源电力 (002039.SZ) 公司首次覆盖报告：水光互补，兼具弹性与成长性-2022/06/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2613	2683	2762	2843
营业成本	1152	1233	1273	1312
营业税金及附加	31	32	33	34
销售费用	0	0	0	0
管理费用	111	107	110	114
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1319	1310	1345	1383
财务费用	418	308	271	231
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-5	3	3	3
营业利润	898	1007	1080	1158
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	892	1007	1080	1158
所得税	127	151	162	174
净利润	765	856	918	984
归属于母公司净利润	414	621	683	749
EBITDA	2033	2118	2182	2248

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	226	531	1109	1278
应收账款及票据	46	74	76	78
预付款项	2	2	3	3
存货	0	0	0	0
其他流动资产	608	491	503	516
流动资产合计	881	1099	1690	1875
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	15203	14919	14618	14269
无形资产	34	31	28	25
非流动资产合计	15879	15582	15268	14906
资产合计	16761	16680	16959	16782
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	458	507	523	539
其他流动负债	1918	2086	2101	2117
流动负债合计	2376	2593	2624	2656
长期借款	7452	6452	4952	2952
其他长期负债	517	517	1517	2517
非流动负债合计	7969	6969	6469	5469
负债合计	10345	9562	9093	8125
股本	428	428	428	428
少数股东权益	2740	2975	3211	3446
股东权益合计	6416	7118	7865	8657
负债和股东权益合计	16761	16680	16959	16782

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.14	2.67	2.94	2.95
EBIT 增长率	34.37	-0.71	2.70	2.81
净利润增长率	65.02	49.94	9.92	9.68
盈利能力 (%)				
毛利率	55.93	54.03	53.91	53.85
净利润率	29.28	31.92	33.24	34.61
总资产收益率 ROA	2.47	3.72	4.03	4.46
净资产收益率 ROE	11.27	14.99	14.67	14.37
偿债能力				
流动比率	0.37	0.42	0.64	0.71
速动比率	0.37	0.42	0.64	0.70
现金比率	0.09	0.20	0.42	0.48
资产负债率 (%)	61.72	57.32	53.62	48.41
经营效率				
应收账款周转天数	6.47	10.00	10.00	10.00
存货周转天数	0.05	0.10	0.10	0.10
总资产周转率	0.16	0.16	0.16	0.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	1.45	1.60	1.75
每股净资产	8.60	9.69	10.89	12.19
每股经营现金流	4.55	5.33	4.78	4.92
每股股利	0.30	0.36	0.40	0.45
估值分析				
PE	15.7	10.5	9.5	8.7
PB	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.59	6.67	5.98	5.28
股息收益率 (%)	1.97	2.37	2.63	2.96
现金流量表 (百万元)				
净利润	765	856	918	984
折旧和摊销	713	808	837	865
营运资金变动	34	305	17	17
经营活动现金流	1946	2278	2045	2104
资本开支	-673	-510	-523	-503
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-673	-508	-520	-500
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-712	-1000	-500	-1000
筹资活动现金流	-1286	-1465	-948	-1433
现金净流量	-12	306	577	170

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026