

➤ **事件概述:** 10 月 30 日, 公司发布 2023 年三季度报告, 前三季度实现营业收入 15.52 亿元, 同比下降 36.0% (经重述); 归母净利润 2.76 亿元, 同比下降 50.2% (经重述); 扣非归母净利润 2.75 亿元, 同比下降 50.3% (经重述)。第三季度公司实现营业收入 9.25 亿元, 同比下降 1.3% (经重述); 归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 2.3% (经重述); 扣非归母净利润 2.45 亿元, 同比增长 2.7% (经重述)。

➤ **来水边际改善:** Q3 公司 9 座水电站发电量合计 31.27 亿千瓦时, 同比增发 1.37 亿千瓦时, 增幅 4.6%; 但上网电价相对较高的北盘江流域 4 座电站完成发电量 24.09 亿千瓦时, 同比减发 1.88 亿千瓦时, 降幅 7.2%; 电价下滑抵消电量修复由此单季度营收同比微降。同时公司水电资产主要采用工作量法计提折旧, 发电量修复带动营业成本上行, Q3 公司毛利率同比下降 1.6 个百分点至 63.8%。2023 年 7、8、9 三月贵州全省水电发电量同比分别-42.9%、-5.0%、+20.9%; 同时据贵州气象局数据, 10 月上旬, 全省平均降水量为 35.6 毫米, 接近常年, 来水情况正在边际改善。

➤ **光伏增发, 经营向好:** Q3 公司光伏电站发电量合计 4.54 亿千瓦时, 同比增发 1.89 亿千瓦时, 增幅 71.3%; 10 月 19 日, 公司公告与控股股东开展 1500 万元绿电交易业务, 公司光伏板块经营稳中向好。

➤ **资产整合或具良机:** 9 月底以来, 国务院国资委接连召开“国有企业改革深化提升行动”、“中央企业提高上市公司质量暨公司治理工作”、“国有企业对标世界一流企业价值创造行动”一系列专题会议。公司第二大股东贵州乌江水电(公司第一大股东华电集团、第四大股东贵州乌江能投分别持有 51%、49% 股权)是我国第一家流域水电开发公司, 拥有乌江干流贵州境内合计装机 869.5 万千瓦的 7 个梯级水电站, 约为公司现有水电装机的 3 倍。“1+3”或有望在顶层推动下获得实质性进展。

➤ **投资建议:** 贵州省内来水正边际向好, 公司经营改善曙光初现。根据电量情况调整对公司的盈利预测, 预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.71/1.51/1.66 元(前值 0.89/1.51/1.66 元), 对应 10 月 30 日收盘价 PE 分别为 19.1/9.0/8.2 倍, 参考公司历史估值水平, 给予公司 24 年 12.0 倍 PE, 目标价 18.12 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)	2,613	1,927	2,706	2,787
增长率 (%)	26.1	-26.2	40.4	3.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	414	305	647	711
增长率 (%)	65.0	-26.4	112.4	9.9
每股收益 (元)	0.97	0.71	1.51	1.66
PE	14.1	19.1	9.0	8.2
PB	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价)

## 推荐

**维持评级**
**当前价格:**
**13.63 元**
**目标价:**
**18.12 元**

**分析师 严家源**

执业证书: S0100521100007

电话: 021-60876734

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

**研究助理 赵国利**

执业证书: S0100122070006

电话: 021-60876734

邮箱: zhaoguoli@mszq.com

## 相关研究

- 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年半年报点评: “渡”过黑夜, 迎接曙光-2023/08/24
- 黔源电力 (002039.SZ) 2023 年一季报点评: 偏枯水情业绩承压, 静等汛期来水改善-2023/04/28
- 黔源电力 (002039.SZ) 2022 年年报点评: Q4 电量好于预期, 业绩波动或因电价结算-2023/03/30
- 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
- 黔源电力 (002039.SZ) 2022 年三季度报点评: Q3 水电出力好于预期, 电价或有提升-2022/10/25

## 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	2,613	1,927	2,706	2,787
营业成本	1,152	937	1,247	1,287
营业税金及附加	31	21	30	31
销售费用	0	0	0	0
管理费用	111	77	122	125
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,321	892	1,307	1,344
财务费用	418	307	231	204
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-5	0	0	0
营业利润	898	589	1,078	1,143
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	892	589	1,078	1,143
所得税	127	85	162	171
净利润	765	504	916	972
归属于母公司净利润	414	305	647	711
EBITDA	2,034	1,488	2,123	2,188

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	226	217	882	1,019
应收账款及票据	46	53	74	76
预付款项	2	2	2	3
存货	0	0	0	0
其他流动资产	608	376	495	507
流动资产合计	881	648	1,454	1,606
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	15,203	14,759	14,479	14,151
无形资产	34	31	28	25
非流动资产合计	15,879	15,422	15,129	14,788
资产合计	16,761	16,070	16,583	16,394
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	458	385	513	529
其他流动负债	1,918	1,950	2,091	2,106
流动负债合计	2,376	2,335	2,603	2,635
长期借款	7,452	6,452	4,952	2,952
其他长期负债	517	517	1,517	2,517
非流动负债合计	7,969	6,969	6,469	5,469
负债合计	10,345	9,304	9,072	8,104
股本	428	428	428	428
少数股东权益	2,740	2,939	3,208	3,469
股东权益合计	6,416	6,766	7,511	8,290
负债和股东权益合计	16,761	16,070	16,583	16,394

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	26.14	-26.25	40.39	3.01
EBIT 增长率	30.19	-32.42	46.44	2.87
净利润增长率	65.02	-26.45	112.37	9.94
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	55.93	51.41	53.90	53.84
净利润率	29.28	26.14	33.86	34.86
总资产收益率 ROA	2.47	1.90	3.90	4.34
净资产收益率 ROE	11.27	7.96	15.04	14.75
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.37	0.28	0.56	0.61
速动比率	0.37	0.28	0.56	0.61
现金比率	0.09	0.09	0.34	0.39
资产负债率 (%)	61.72	57.90	54.71	49.43
<b>经营效率</b>				
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	0.12	0.16	0.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.97	0.71	1.51	1.66
每股净资产	8.60	8.95	10.06	11.28
每股经营现金流	4.55	3.61	4.90	4.78
每股股利	0.30	0.36	0.40	0.45
<b>估值分析</b>				
PE	14.1	19.1	9.0	8.2
PB	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.25	9.25	5.93	5.23
股息收益率 (%)	2.20	2.64	2.93	3.30

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	765	504	916	972
折旧和摊销	713	595	816	844
营运资金变动	34	184	127	17
经营活动现金流	1,946	1,543	2,095	2,045
资本开支	-673	-138	-523	-503
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-673	-138	-523	-503
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-712	-1,000	-500	-1,000
筹资活动现金流	-1,286	-1,414	-906	-1,404
现金净流量	-12	-9	666	137

## 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收到任何形式的补偿。

## 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