

来水同比偏丰，业绩弹性显现

——黔源电力(002039.SZ) 2020年半年报点评

公司简报

◆**事件**：黔源电力发布2020年半年报。1H20公司营业收入10.1亿元，同比增长19.3%；归母净利润1.6亿元，同比增长70.5%。2Q20公司营业收入5.9亿元，同比增长12.1%；归母净利润1.1亿元，同比增长24.7%。

◆**区域来水向好，业绩增速可观**：2020年以来公司电站所在流域来水同比偏多，且公司普定水电站装机小幅增加（装机容量由3*2.8万千瓦增容为3*2.9万千瓦），1H20各月发电量总体实现同比增长（仅5月同比减少4.9%），合计发电量38.0亿千瓦时，同比增长21.3%。1Q20、2Q20公司发电量分别同比增长35.7%、13.2%。在上年同期基数总体恢复正常的情况下，公司2Q20实现上述发电量增速难能可贵。受益于发电量增长，公司2Q20归母净利润1.1亿元，同比增长24.7%，增速回归至合理水平。进入汛期以来，受益于来水偏丰，公司7月发电量19.2亿千瓦时，同比增长28.7%，3Q20电量有望持续高速增长。

◆**有息负债与财务费用下降**：公司水电站处于稳定运营期，财务状况持续改善。截至2020年6月底，公司有息负债规模98.1亿元，同比减少7.0亿元，同比降幅6.6%；资产负债率67.3%，同比降低2.9个百分点，降负债效果显著。1H20公司财务费用2.3亿元，同比降低9.3%；其中2Q20公司财务费用1.1亿元，同比降低7.8%。

◆**主要股东相继增持**：2Q20公司主要股东华电集团、重庆乌江电力及一致行动人长电资本相继增持公司股份。截至2020年6月底，大股东华电集团持股比例15.89%，较3月底增加2.31个百分点；重庆乌江电力持股比例2.38%，成为新晋十大股东。公司主要股东的增持行为亦体现了股东方对于公司发展前景的认可。

◆**盈利预测与投资评级**：根据公司1H20业绩及来水同比偏丰预期等因素，上调公司2020-2022年的EPS至1.20、1.29、1.40元（调整前分别为1.18、1.28、1.39元），当前股价对应PE分别为14、13、12倍，对应PB分别为1.6、1.5、1.4倍。看好汛期来水改善对公司的业绩弹性，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：来水低于预期，上网电价超预期下调，综合融资成本大幅上行等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,389	2,174	2,319	2,321	2,321
营业收入增长率	-1.3%	-9.0%	6.7%	0.1%	0.0%
净利润(百万元)	368	290	365	394	428
净利润增长率	14.8%	-21.1%	25.8%	8.0%	8.5%
EPS(元)	1.20	0.95	1.20	1.29	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.0%	10.2%	11.8%	11.7%	11.7%
P/E	14	18	14	13	12
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年8月26日

增持(维持)

分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebcn.com

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebcn.com

市场数据

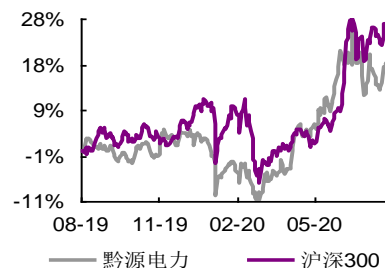
总股本(亿股)：3.05

总市值(亿元)：50.91

一年最低/最高(元)：12.54/17.70

近3月换手率：55.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.12	-9.76	-7.96
绝对	5.57	13.14	15.21

资料来源：Wind

相关研报

来水波动影响业绩，一季度指引亮眼——黔源电力(002039.SZ) 2019年年报点评
..... 2020-03-27

1、附图

图 1：公司月度发电量

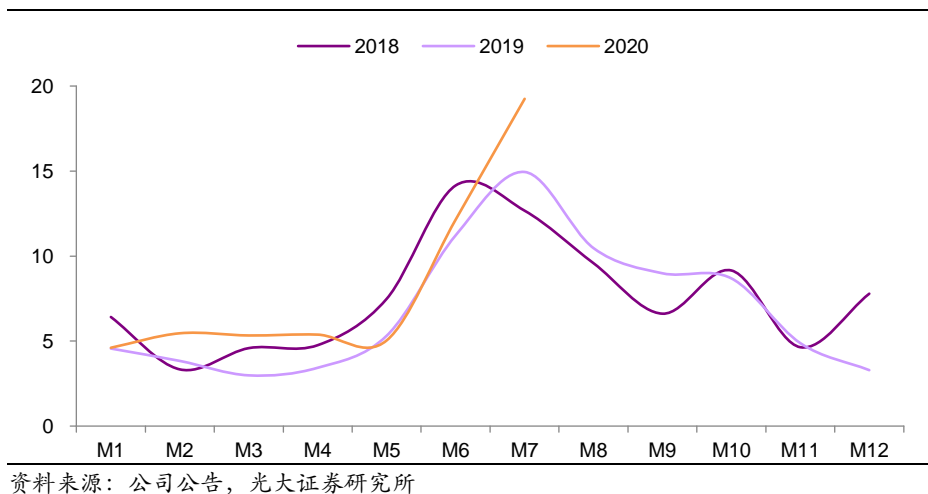


图 2：公司有息负债规模

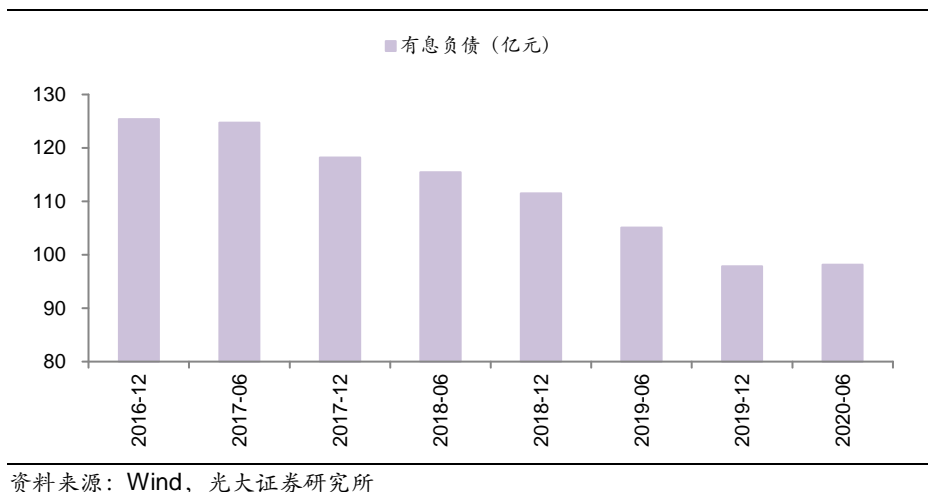
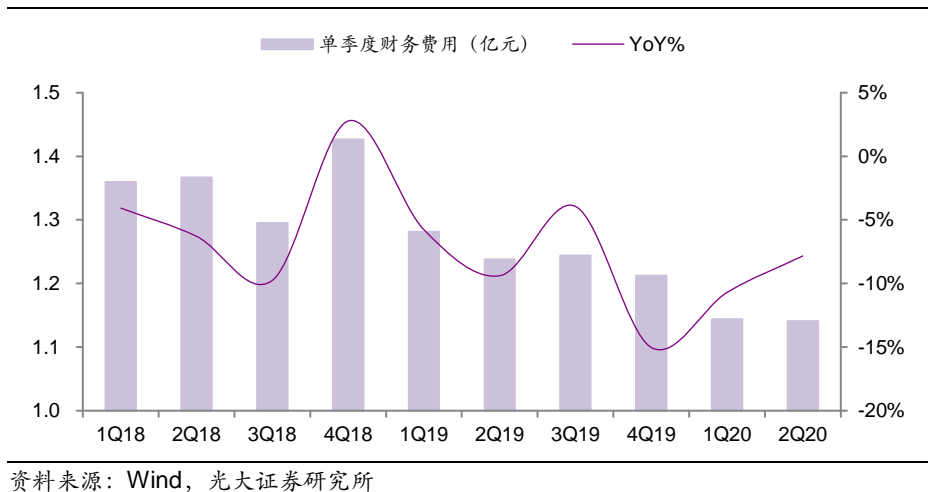


图 3：公司单季度财务费用



财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,389	2,174	2,319	2,321	2,321
营业成本	1,180	1,059	1,139	1,144	1,139
折旧和摊销	777	701	729	732	735
税金及附加	36	28	29	29	29
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	41	55	58	58	58
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	545	498	425	370	314
投资收益	4	5	5	5	5
营业利润	666	533	671	724	785
利润总额	662	530	668	722	783
所得税	112	84	107	116	125
净利润	551	446	561	606	658
少数股东损益	183	156	197	212	230
归属母公司净利润	368	290	365	394	428
EPS(按最新股本计)	1.20	0.95	1.20	1.29	1.40

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,818	1,975	1,722	1,704	1,700
净利润	368	290	365	394	428
折旧摊销	777	701	729	732	735
净营运资金增加	143	-357	3	-1	1
其他	530	1,341	625	580	536
投资活动产生现金流	-182	-69	-97	-97	-97
净资本支出	-183	-82	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	-2	-2	-2
其他资产变化	1	13	5	5	5
融资活动现金流	-1,447	-2,068	-1,556	-1,607	-1,603
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-277	-1,316	-1,030	-1,110	-1,151
无息负债变化	-478	-146	37	2	-1
净现金流	189	-162	69	0	0

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	50.6%	51.3%	50.9%	50.7%	50.9%
EBITDA 率	80.5%	80.3%	78.5%	78.5%	78.8%
EBIT 率	47.9%	48.1%	47.1%	46.9%	47.1%
税前净利润率	27.7%	24.4%	28.8%	31.1%	33.7%
归母净利润率	15.4%	13.3%	15.7%	17.0%	18.4%
ROA	3.3%	2.9%	3.8%	4.2%	4.8%
ROE(摊薄)	14.0%	10.2%	11.8%	11.7%	11.7%
经营性 ROIC	6.2%	6.1%	6.6%	6.9%	7.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	71%	68%	63%	58%	53%
流动比率	0.35	0.19	0.19	0.17	0.17
速动比率	0.35	0.19	0.19	0.17	0.17
归母权益/有息债务	0.24	0.30	0.37	0.46	0.59
有形资产/有息债务	1.54	1.63	1.76	1.95	2.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	16,710	15,491	14,958	14,329	13,696
货币资金	325	163	232	232	232
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	86	52	56	56	56
应收票据	685	325	346	347	347
其他应收款(合计)	40	1	1	1	1
存货	1	0	0	0	0
其他流动资产	1	2	2	2	2
流动资产合计	1,138	544	638	638	638
其他权益工具	0	26	26	26	26
长期股权投资	0	0	2	4	6
固定资产	15,386	14,781	14,149	13,508	12,865
在建工程	44	28	29	29	29
无形资产	36	38	36	35	33
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	15,572	14,947	14,320	13,691	13,058
总负债	11,943	10,481	9,487	8,379	7,227
短期借款	940	1,071	1,541	1,931	1,780
应付账款	369	291	313	314	313
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	-4	-4	-4	-4	-4
流动负债合计	3,232	2,916	3,422	3,814	3,662
长期借款	8,348	7,252	5,752	4,252	3,252
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	13	13	13	13
非流动负债合计	8,710	7,565	6,065	4,565	3,565
股东权益	4,767	5,010	5,471	5,950	6,469
股本	305	305	305	305	305
公积金	1,336	1,361	1,361	1,361	1,361
未分配利润	992	1,170	1,434	1,700	1,990
归属母公司权益	2,633	2,835	3,099	3,366	3,655
少数股东权益	2,134	2,175	2,372	2,584	2,814

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	1.73%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%
财务费用率	22.81%	22.88%	18.32%	15.93%	13.52%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	17%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.33	0.42	0.45	0.49
每股经营现金流	5.95	6.47	5.64	5.58	5.57
每股净资产	8.62	9.28	10.15	11.02	11.97
每股销售收入	7.82	7.12	7.59	7.60	7.60

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	14	18	14	13	12
PB	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.4	10.8	10.0	9.6	9.2
股息率	1.8%	2.0%	2.5%	2.7%	2.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼