

黔源电力(002039)

电力/公用事业

发布时间: 2021-03-26

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

水光互补结构化转型，成就优质清洁能源企业

事件:

黔源电力于3月25日披露2020年年报。2020年公司实现营业收入26.51亿元，同比增长21.90%，归母净利润4.44亿元，同比增长52.87%。2020年第4季度实现营业收入4.81亿元，同比增长8.48%。利润分配预案：每10股现金分红3.6元（含税），共计现金分红1.1亿元。

点评:

所在流域来水偏丰，带动公司业绩快速增长。公司所属9座水电站均位于贵州“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域，河流来水情况较好是公司全年营收实现较快增长的主要因素。贵州2020年降水偏丰，年降水量达1449.7毫米，较常年平均水平多22.8%，创造1961年以来历史记录。受益于来水偏丰及年初蓄能值同比上升，公司2020年度发电量104.13亿kWh，同比增长26.13%，带动公司营收和利润较快增长。

成功竞配光伏发电项目，水光互补助力电源结构优化。为充分发挥北盘江流域梯级水库的调节性能、增强公司发电能力，公司于2020年成功投资建设了3座水光互补农业光伏电站。3座电站总装机75万千瓦，通过水电光伏打捆上网的方式接入电网，且均已于2020年底实现并网发电，并被纳入国补。公司借此形成总装机容量为341.35万千瓦的流域梯级水光互补基地，总装机量提升23.2%，其中水电装机占比81.2%，光伏装机占比18.8%，成功优化公司电源结构。由于3座新增电站去年底始才并网发电，上网电量未予结算，预计2021年全年发电量相比2020年有较大增长。

主要股东增持，坚定公司发展信心。2020年公司大股东中国华电对公司增持2.31%，第三大股东重庆乌江电力（原第三大股东长电资本一致行动人）由5%增持至9.2%，公司前三大股东总计增持6.51%，彰显公司股东对公司发展的信心。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2021-2023年营业收入分别为27.65/29.03/30.48亿元，归母净利润分别为4.44/5.92/7.14亿元，EPS为1.45/1.94/2.34，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：贵州流域来水偏枯，上网电价大幅下降

股票数据

2021/03/25

6个月目标价(元)	19.54
收盘价(元)	15.54
12个月股价区间(元)	13.26~17.66
总市值(百万元)	4,745.90
总股本(百万股)	305
A股(百万股)	305
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	6

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	-2%	20%
相对收益	20%	0%	-12%

相关报告

《蛟龙出海，新动能助推水电巨擘》

--20210303

《国网换帅促进绿色能源改革加速》

--20210126

《生物质燃油取得突破进展 高速增长可期》

--20200830

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,174	2,651	2,765	2,903	3,048
(+/-)%	-8.97%	21.90%	4.33%	4.98%	4.98%
归属母公司净利润	290	444	444	592	714
(+/-)%	-21.09%	52.87%	0.15%	33.22%	20.55%
每股收益(元)	0.95	1.45	1.45	1.94	2.34
市盈率	15.36	10.61	10.68	8.02	6.65
市净率	1.57	1.48	1.33	1.19	1.05
净资产收益率(%)	10.24%	13.96%	12.48%	14.80%	15.82%
股息收益率(%)	2.12%	2.32%	2.32%	3.58%	4.42%
总股本(百万股)	305	305	305	305	305

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024

yueting@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	163	45	75	176
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	123	373	324	331
存货	0	0	0	0
其他流动资产	195	200	197	198
流动资产合计	481	618	596	705
可供出售金融资产				
长期投资净额	29	29	29	29
固定资产	14,054	13,429	12,749	12,071
无形资产	35	33	31	29
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	15,951	14,121	13,135	12,350
资产总计	16,432	14,738	13,731	13,056
短期借款	1,630	2,230	2,426	1,807
应付款项	311	358	361	371
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	1,221	1,221	1,221	1,221
流动负债合计	3,617	4,294	4,514	3,924
长期借款	7,241	4,241	2,241	1,241
其他长期负债	17	17	17	17
长期负债合计	7,258	4,258	2,258	1,258
负债合计	10,875	8,552	6,772	5,182
归属于母公司股东权益合计	3,179	3,561	4,000	4,512
少数股东权益	2,379	2,626	2,959	3,362
负债和股东权益总计	16,432	14,738	13,731	13,056

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,651	2,765	2,903	3,048
营业成本	1,268	1,344	1,385	1,426
营业税金及附加	34	35	36	38
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	70	68	73	77
财务费用	458	515	329	203
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	6
营业利润	827	816	1,092	1,317
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	828	816	1,092	1,317
所得税	124	125	167	200
净利润	704	691	925	1,116
归属于母公司净利润	444	444	592	714
少数股东损益	261	247	333	403

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	704	691	925	1,116
资产减值准备	-1	0	0	0
折旧及摊销	802	734	755	744
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	462	517	329	203
投资损失	-5	-5	-5	-6
运营资本变动	191	-177	75	22
其他	7	0	0	0
经营活动净现金流量	2,160	1,760	2,078	2,079
投资活动净现金流量	-1,796	1,149	254	53
融资活动净现金流量	-364	-3,028	-2,303	-2,032
企业自由现金流	-231	3,172	2,122	2,048

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	1.45	1.45	1.94	2.34
每股净资产 (元)	10.41	11.66	13.10	14.77
每股经营性现金流量	7.07	5.76	6.81	6.81
成长性指标				
营业收入增长率	21.9%	4.3%	5.0%	5.0%
净利润增长率	52.9%	0.1%	33.2%	20.5%
盈利能力指标				
毛利率	52.1%	51.4%	52.3%	53.2%
净利润率	16.7%	16.1%	20.4%	23.4%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	2.43	6.32	5.43	5.22
存货周转率 (次)	0.02	0.05	0.04	0.04
偿债能力指标				
资产负债率	66.2%	58.0%	49.3%	39.7%
流动比率	0.13	0.14	0.13	0.18
速动比率	0.13	0.14	0.13	0.18
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
财务费用率	17.3%	18.6%	11.3%	6.7%
分红指标				
分红比例	24.8%	24.7%	28.7%	29.4%
股息收益率	2.3%	2.3%	3.6%	4.4%
估值指标				
P/E (倍)	10.61	10.68	8.02	6.65
P/B (倍)	1.48	1.33	1.19	1.05
P/S (倍)	1.79	1.72	1.63	1.56
净资产收益率	14.0%	12.5%	14.8%	15.8%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

岳挺：美国宾夕法尼亚大学能源经济博士，清华大学能源与动力工程本科，CFA持证人，现任东北证券电力环保组组长。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员。具有法律职业资格，享受深圳市海外高层次人才（孔雀计划）奖励补贴。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn