

电量改善释放业绩弹性，债务优化带来内生增长

2024 年 03 月 30 日

➤ **事件概述:** 3 月 29 日，公司发布 2023 年度报告，报告期内实现营业收入 19.909 亿元，同比下降 23.83% (经重述)；归母净利润 2.65 亿元，同比下降 36.09% (经重述)；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比下降 36.02% (经重述)；公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.19 元，合计派发现金红利 0.81 亿元，现金分红比例约 30.68%。

➤ **4Q23 电量持续改善，度电营收偏差消除:** 4Q23 公司 9 座水电站合计发电量 11.98 亿千瓦时，同比增发 3.79 亿千瓦时，增幅 46.3%，延续 Q3 改善态势；此外，上网电价相对较高的北盘江流域 4 座电站完成发电量 9.22 亿千瓦时，同比增发 2.00 亿千瓦时，增幅 27.6%。从营收端看，公司实现营业收入 4.38 亿元，同比增长 131.7%，归母净利润亏损 0.11 亿元，同比减亏 1.29 亿元。4Q23 公司光伏发电量 1.64 亿千瓦时，如果按照 2023 年光伏上网电价均值测算，实现营收约 0.56 亿元，扣除该板块收入后，单季剩余收入约 3.82 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 水电度电营收约 0.3188 元/千瓦时 (不含税)，同比提高约 0.141 元/千瓦时。我们认为营收增速大幅高于电量增速，主要是上年同期因“西电东送”电价结算调整导致的单季度水电营收大幅偏离全年水电综合平均电价，本季度影响或已消除。

➤ **资本开支收窄，财务费用下降带来内生增长:** 2023 年公司新增光伏装机 3.21 万千瓦，目前在建光伏装机 15.58 万千瓦，除此之外暂无新项目开发，全年购建固定资产开支同比下降约 4.51 亿元至 2.22 亿元，降幅 67.0%。资本开支放缓的同时，2023 年公司财务费用支出 3.36 亿元，同比下降 0.81 亿元，降幅 19.4%，资产负债率亦同比下降 3.16 个百分点至 2023 年年末的 58.56%，随着公司持续的债务结构优化与偿还，财务费用的下降有望带来公司业绩持续的内生增长。

➤ **投资建议:** 公司旗下电站均为径流式电站，若 2024 年来水持续性改善，公司水电业绩弹性有望充分释放；同时持续的财务优化亦带来业绩的内生增长。根据电价、电量情况调整对公司的盈利预测，预计 24/25 年 EPS 分别为 1.37/1.57 元 (前值 1.51/1.66 元)，新增 26 年 EPS 为 1.72 元，对应 3 月 29 日收盘价 PE 分别为 11.7/10.2/9.3 倍，参考可比公司估值，给予公司 24 年 14.0 倍 PE，目标价 19.18 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,990	2,582	2,631	2,707
增长率 (%)	-23.8	29.7	1.9	2.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	265	584	672	735
增长率 (%)	-36.1	120.7	15.1	9.3
每股收益 (元)	0.62	1.37	1.57	1.72
PE	25.8	11.7	10.2	9.3
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 2024 年 03 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

16.00 元

目标价:

19.18 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) 2023 年业绩预告点评: 电量持续改善, 资产整合或具良机-2024/01/30
- 2.黔源电力 (002039.SZ) 2023 年三季报点评: 来水初现曙光, “1+3” 或具良机-2023/10/31
- 3.黔源电力 (002039.SZ) 2023 年半年报点评: “渡” 过黑夜, 迎接曙光-2023/08/24
- 4.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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,990	2,582	2,631	2,707
营业成本	963	1,236	1,263	1,301
营业税金及附加	23	31	32	32
销售费用	0	0	0	0
管理费用	130	111	113	116
研发费用	0	0	0	0
EBIT	874	1,204	1,223	1,257
财务费用	336	251	168	128
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-6	-5	-5	-5
营业利润	531	951	1,053	1,126
营业外收支	-5	-5	-5	-5
利润总额	526	946	1,048	1,121
所得税	77	132	147	157
净利润	450	814	902	964
归属于母公司净利润	265	584	672	735
EBITDA	1,428	2,007	2,044	2,105

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	253	554	1,031	726
应收账款及票据	94	106	108	111
预付款项	2	2	3	3
存货	2	0	0	0
其他流动资产	141	459	466	478
流动资产合计	492	1,121	1,608	1,318
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	14,864	14,222	13,917	13,565
无形资产	46	43	40	37
非流动资产合计	15,508	14,795	14,122	13,777
资产合计	15,999	15,916	15,730	15,095
短期借款	120	120	120	120
应付账款及票据	412	508	519	535
其他流动负债	2,112	2,200	2,208	2,221
流动负债合计	2,644	2,827	2,847	2,876
长期借款	6,191	5,191	3,191	691
其他长期负债	534	534	1,534	2,534
非流动负债合计	6,725	5,725	4,725	3,225
负债合计	9,369	8,552	7,572	6,101
股本	428	428	428	428
少数股东权益	2,814	3,043	3,273	3,502
股东权益合计	6,631	7,363	8,158	8,994
负债和股东权益合计	15,999	15,916	15,730	15,095

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.83	29.73	1.89	2.90
EBIT 增长率	-33.81	37.75	1.61	2.76
净利润增长率	-36.09	120.71	15.06	9.34
盈利能力 (%)				
毛利率	51.60	52.13	52.01	51.94
净利润率	22.60	31.51	34.27	35.62
总资产收益率 ROA	1.65	3.67	4.27	4.87
净资产收益率 ROE	6.94	13.53	13.76	13.39
偿债能力				
流动比率	0.19	0.40	0.56	0.46
速动比率	0.18	0.40	0.56	0.46
现金比率	0.10	0.20	0.36	0.25
资产负债率 (%)	58.56	53.74	48.14	40.42
经营效率				
应收账款周转天数	17.18	15.00	15.00	15.00
存货周转天数	0.69	0.10	0.10	0.10
总资产周转率	0.12	0.16	0.17	0.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	1.37	1.57	1.72
每股净资产	8.93	10.10	11.43	12.85
每股经营现金流	4.22	3.94	4.48	4.62
每股股利	0.19	0.25	0.30	0.35
估值分析				
PE	25.8	11.7	10.2	9.3
PB	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.35	6.72	5.87	5.13
股息收益率 (%)	1.19	1.56	1.88	2.19

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	450	814	902	964
折旧和摊销	554	803	821	848
营运资金变动	455	-145	10	14
经营活动现金流	1,806	1,685	1,916	1,974
资本开支	-221	-95	-153	-508
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-221	-100	-158	-513
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-945	-1,000	-1,000	-1,500
筹资活动现金流	-1,558	-1,285	-1,280	-1,766
现金净流量	28	300	477	-305

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