

黔源电力 (002039) \公用事业

——大股东增持叠加业绩预增，彰显信心

投资建议: **推荐**
 首次覆盖

当前价格: 17元

目标价格: 18.15元

事件:

大股东增持公司股份达到1%;上半年预计归属于上市公司股东净利润比上年同期增长50%-90%。

投资要点:

业绩预增，有望持续增长

公司预告上半年归属于上市公司股东的净利润将达1.41-1.78亿元，比上年同期增长50%-90%，主要增长源于上半年来水充裕。另国家气象部门预测2020年属于偏丰年份，有利于公司水电发电总量和经营绩效。预计全年有望实现发电量90.87亿千瓦时（同比+10%），水电作为清洁和稳定电源，假设售价水平保持不变，预计给当年公司业绩带来30%同比增长。

公司股东增持，彰显对未来发展信心

今年以来公司大股东乌江电力及长电资本增持比例达1%，连续增持比例达5%，彰显对公司未来发展信心。

公司2019年度分红每10股派3.3元（含税），比2018年多派发0.3元，共派发现金股利超1亿元，分红率2.2%，印证反映公司业绩良好，现金流量充足，测算2020年经营现金流量可达13.8亿元，维持公司后续高分红的预判。

新利润增长点：水光电互补，光伏开启未来发展动力

控股子公司计划于镇宁、关岭县建设3个光伏项目，投资27.6亿元，装机总量75万千瓦，业已竞配成功并全部纳入2020年国家补贴竞价项目名单，有望带来新的利润增长点，一旦全部达成，投产后测算增加30%的营收、近4千万的毛利。光电产能将有效被消纳，与公司水电互补上网供电。

盈利分析和估值

测算2020-2022年EPS分别为1.21元，1.23元，1.26元，按照同类公司市盈率15倍，给予目标价18.15元，给予“推荐”评级。

风险提示

政策对电价的管制；气候地理灾害；企业治理风险。

马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	305/305
流通A股市值（百万元）	5,192
每股净资产（元）	9.45
资产负债率（%）	66.91
一年内最高/最低（元）	17.70/12.81

一年内股价相对走势



相关报告

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,174.4	2,359.2	2,434.7	2,507.7
YOY	-8.97%	8.50%	3.20%	3.00%
归属母公司净	282.1	358.4	374.1	382.9
EPS(元)	0.92	1.21	1.23	1.26
P/E	17.1	13.3	12.9	12.6
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	2,388.7	2,174.4	2,359.2	2,434.7	2,507.7	现金	324.7	162.9	268.3	426.1	348.4
YOY(%)	-1.3%	-9.0%	8.5%	3.2%	3.0%	交易性金融	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	1,179.6	1,059.2	1,085.2	1,168.7	1,221.5	应收款项净	811.8	378.2	891.1	418.8	930.3
营业税金及附	35.5	27.6	30.0	30.9	31.8	存货	0.5	0.1	0.5	0.4	0.3
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动资	1.0	2.2	2.4	2.5	2.6
占营业收入比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动资产总	1,138.1	543.5	1,162.3	847.8	1,281.7
管理费用	41.3	54.6	47.9	39.9	41.1	固定资产净	15,386.5	14,781.0	15,083.8	16,365.9	16,889.6
占营业收入比	1.7%	2.5%	2.0%	1.6%	1.6%	减:资产减值	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	1,131.8	1,016.0	1,205.2	1,195.6	1,213.4	固定资产净	15,386.5	14,781.0	15,083.8	16,365.9	16,889.6
财务费用	544.8	497.6	537.4	517.6	517.6	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比	22.8%	22.9%	22.8%	21.3%	20.6%	在建工程	44.5	28.1	30.5	30.6	31.5
资产减值损失	0.8	0.0	1.5	1.5	1.5	固定资产清	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.6	4.9	3.8	4.1	4.2	固定资产总	15,431.0	14,809.2	15,114.3	16,396.5	16,921.1
营业利润	590.3	520.7	660.9	680.2	698.4	无形资产	36.1	38.3	38.8	37.7	38.3
营业外净收入	-3.2	-2.3	-3.2	-3.2	-3.2	长期股权投	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	587.0	518.5	657.6	676.9	695.2	其他长期资	138.9	105.5	238.9	(46.7)	(103.8)
所得税	86.3	80.1	95.2	95.1	99.8	资产总额	16,708.0	15,458.0	16,515.0	17,197.0	18,099.0
所得税率(%)	14.7%	15.5%	14.5%	14.0%	14.4%	循环贷款	940.0	1,071.0	867.0	959.3	965.8
净利润	500.8	438.3	562.4	581.9	595.3	应付款项	466.0	396.4	588.5	456.0	626.2
占营业收入比	21.0%	20.2%	23.8%	23.9%	23.7%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	182.9	156.2	204.1	207.8	212.4	其他流动负	814.6	1,833.8	1,424.0	1,424.0	1,424.0
归属母公司净	317.9	282.1	358.4	374.1	382.9	流动负债	2,220.6	3,301.2	2,879.4	2,839.2	3,015.9
YOY(%)	2.8%	-11.3%	30.6%	1.8%	2.2%	长期借款	8,348.2	7,252.3	7,868.8	8,120.6	8,364.2
EPS (元)	1.04	0.92	1.21	1.23	1.26	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负	1,372.1	(105.6)	304.3	304.3	304.3
						负债总额	11,940.9	10,448.0	11,052.5	11,264.1	11,684.4
						少数股东权	2,134.3	2,175.2	2,379.2	2,587.0	2,799.5
						股东权益	4,767.1	5,010.1	5,463.0	5,933.5	6,414.5
						负债和股东	16,708.0	15,458.1	16,515.5	17,197.6	18,099.0
主要财务比率	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力						税后利润	487.0	442.3	566.3	574.7	590.0
营业收入	-1.3%	-9.0%	8.5%	3.2%	3.0%	加:少数股东	182.9	156.2	204.1	207.8	212.4
营业利润	839.9%	-11.8%	26.9%	2.9%	2.7%	公允价值变	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	2.8%	-11.3%	30.6%	1.8%	2.2%	折旧和摊销	799.5	777.5	699.9	699.9	699.9
获利能力						营运资金的	531.7	755.0	184.1	546.3	185.8
毛利率(%)	50.6%	51.3%	54.0%	52.0%	51.3%	经营活动现	1,818.2	1,974.8	1,450.4	1,821.0	1,475.7
净利率(%)	21.0%	20.2%	23.8%	23.9%	23.7%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	12.1%	10.0%	11.9%	11.2%	10.6%	长期股权投	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	6.8%	6.6%	7.4%	6.9%	6.6%	固定资产投	(182.0)	(68.9)	(116.0)	(236.4)	(243.1)
偿债能力						投资活动现	(182.0)	(68.9)	(116.0)	(236.4)	(243.1)
流动比率	0.35	0.19	0.40	0.30	0.42	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	0.35	0.19	0.40	0.30	0.42	长期贷款的	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
资产负债率%	71.5%	67.6%	67.4%	64.9%	63.8%	公司债券发	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						股利分配	0.0	91.6	91.6	91.6	119.7
总资产周转率	14.3%	14.1%	14.4%	14.0%	13.7%	计入循环贷	(611.2)	(661.4)	(636.3)	(589.1)	(657.1)
应收账款周转	117.9	63.3	137.5	62.6	135.1	循环贷款的	(836.2)	(1,406.0)	(592.7)	(837.7)	(653.2)
存货周转天数	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	融资活动现	(1,447.3)	(2,067.6)	(1,229.0)	(1,426.8)	(1,310.3)
每股指标 (元)						现金净变动	188.9	(161.7)	105.4	157.8	(77.7)
每股收益	1.04	0.92	1.21	1.23	1.26						
每股净资产	6.97	7.72	8.62	9.28	10.10						
估值比率											
P/E	15.2	17.1	13.3	12.9	12.6						
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373