

➤ **事件概述**：7月6日，公司公布2022年半年度业绩预告。1H22公司实现归母净利润2.99-3.32亿元，同比增长164%-194%；扣非归母净利润2.97-3.31亿元，同比增长164%-194%。

➤ **Q2发电量创新高，实现历史最佳开局**：1Q21公司水电发电量同比增长23.2%，达近6年峰值，但仍次于1Q15、1Q16。2Q22水电发电量35.25亿千瓦时，同比增长90.2%，创造了Q2单季度出力纪录，且一举超过上年主汛期3Q21的33.45亿千瓦时。1H22水电发电量合计53.72亿千瓦时，同比增长60.3%，创造了历史最佳开局。

➤ **光伏运行稳定，有望贡献正收益**：1H22，岗坪、镇良、永新三个光伏电站发电量合计3.34亿千瓦时，已经超过2021年全年发电量（不含1H21试运行期发电量），平均利用小时446小时，已经接近贵州省2021年光伏年平均利用小时的50%。预计全年光伏发电量将达到6亿千瓦时以上，实现营收2亿元以上，有望为公司利润贡献正收益。

➤ **投资建议**：公司Q2创纪录的水电出力带来了历史最佳开局，充分体现了来水改善下业绩的弹性；随之产生的丰厚现金流也可为新能源转型提供充足的资金支持，赋予其成长属性。另一方面，在运3个光伏电站运行稳定，全年有望贡献正收益。在央企改革三年行动收官之年，政策推动上市平台资源优化整合，给公司带来潜在的发展新机遇。维持对公司的盈利预测，预计22/23/24年EPS分别为1.21/1.37/1.50元（资本公积转增股本后），对应2022年7月6日收盘价PE分别12.4/10.9/10.0倍。维持22年15.0倍PE估值，目标价18.15元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：1) 自然条件变化；2) 电量消纳不足；3) 补贴发放延迟；4) 设备价格上涨。

推荐

维持评级

当前价格：

14.99元

目标价：

18.15元

**分析师：严家源**

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 黔源电力 (002039.SZ) 公司首次覆盖报告：水光互补，兼具弹性与成长性

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2036	2641	2835	3028
增长率 (%)	-23.2	29.7	7.4	6.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	234	516	587	641
增长率 (%)	-47.1	120.2	13.6	9.3
每股收益 (元)	0.55	1.21	1.37	1.50
PE	27	12	11	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年07月06日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2036	2641	2835	3028
营业成本	942	1257	1365	1488
营业税金及附加	24	32	34	36
销售费用	0	0	0	0
管理费用	93	106	113	121
研发费用	0	0	0	0
EBIT	982	1246	1322	1383
财务费用	440	376	370	368
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-1	3	3	3
营业利润	541	875	958	1022
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	530	875	958	1022
所得税	104	131	144	153
净利润	426	744	814	868
归属于母公司净利润	234	516	587	641
EBITDA	1631	2077	2236	2392

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	238	200	112	14
应收账款及票据	76	72	78	83
预付款项	2	3	3	3
存货	0	0	0	0
其他流动资产	400	453	482	512
流动资产合计	715	728	675	612
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	15755	16340	17062	17889
无形资产	32	29	26	23
非流动资产合计	16253	16825	17534	18348
资产合计	16968	17553	18209	18960
短期借款	860	883	841	854
应付账款及票据	564	517	561	611
其他流动负债	1240	1365	1404	1443
流动负债合计	2664	2766	2806	2909
长期借款	8003	7803	6803	5803
其他长期负债	506	506	1506	2506
非流动负债合计	8509	8309	8309	8309
负债合计	11172	11074	11115	11217
股本	305	428	428	428
少数股东权益	2492	2719	2947	3174
股东权益合计	5795	6478	7094	7743
负债和股东权益合计	16968	17553	18209	18960

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.18	29.69	7.36	6.83
EBIT 增长率	-23.31	26.90	6.13	4.62
净利润增长率	-47.15	120.23	13.58	9.27
盈利能力 (%)				
毛利率	53.73	52.39	51.85	50.88
净利润率	20.90	28.17	28.71	28.67
总资产收益率 ROA	1.38	2.94	3.22	3.38
净资产收益率 ROE	7.10	13.74	14.14	14.03
偿债能力				
流动比率	0.27	0.26	0.24	0.21
速动比率	0.27	0.26	0.24	0.21
现金比率	0.09	0.07	0.04	0.00
资产负债率 (%)	65.84	63.09	61.04	59.16
经营效率				
应收账款周转天数	13.54	10.00	10.00	10.00
存货周转天数	0.13	0.10	0.10	0.10
总资产周转率	0.12	0.15	0.16	0.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	1.21	1.37	1.50
每股净资产	7.73	8.79	9.70	10.69
每股经营现金流	3.05	4.63	5.02	5.38
每股股利	0.20	0.36	0.40	0.45
估值分析				
PE	27	12	11	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.82	7.65	7.12	6.70
股息收益率 (%)	1.33	2.40	2.67	3.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	426	744	814	868
折旧和摊销	649	831	914	1009
营运资金变动	-215	28	47	55
经营活动现金流	1306	1979	2146	2299
资本开支	-554	-1403	-1623	-1823
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-554	-1400	-1620	-1820
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-103	-176	-42	13
筹资活动现金流	-678	-617	-614	-577
现金净流量	74	-38	-88	-98

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001