

➤ **水为主，持续提供现金流**：公司主营业务集中于水电，即贵州境内“两江一河”流域水电资源梯级开发，其中北盘江是核心。各个流域电站的出力波动性较大，超过 20% 的变化幅度并不罕见。在 2015 年马马崖、善泥坡投产后，公司即步入了“印钞机”阶段。

➤ **光为辅，创造第二成长曲线**：公司紧跟“双碳”政策，2020 年进入光伏开发，并初步建成国内第一个流域梯级水光互补可再生能源基地。充沛的现金流支持公司每年 0.88-1.50GW 的光伏项目开发能力，目前已签约光伏资源装机合计 5.30GW，有望打造出第二个增长点。

➤ **资产整合提速，下一个会否是水电**：2022 年是国企改革三年行动的收官之年，国资委要求央企推动上市平台布局优化和功能发挥。控股股东华电集团已经完成了体内新能源资产的整合，并开始整合煤炭资产。如果下一步轮到水电，除单独 IPO 之外，资产注入的可选平台就是公司。乌江、金中、金上等大型水电资产对于证券化、融资渠道的需求，或将为公司带来新的机遇。

➤ **投资建议**：公司水电出力的波动性带来了业绩的弹性，丰厚的现金流为新能源转型提供充足的资金支持，赋予其成长属性；政策推动央企上市平台资源优化整合，带来发展新机遇。预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 1.69/1.92/2.10 元（未考虑资本公积转增股本），对应 2022 年 6 月 15 日收盘价 PE 分别 12.2/10.8/9.9 倍。给予公司 2022 年 15.0 倍 PE，目标价 25.35 元，首次覆盖，给予“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**
**首次评级**
**当前价格：**
**20.71 元**
**目标价：**
**25.35 元**

**分析师：严家源**

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

**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	9.4
每股收益 (元)	0.77	1.69	1.92	2.10
PE	27.0	12.2	10.8	9.9
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 06 月 15 日收盘价)

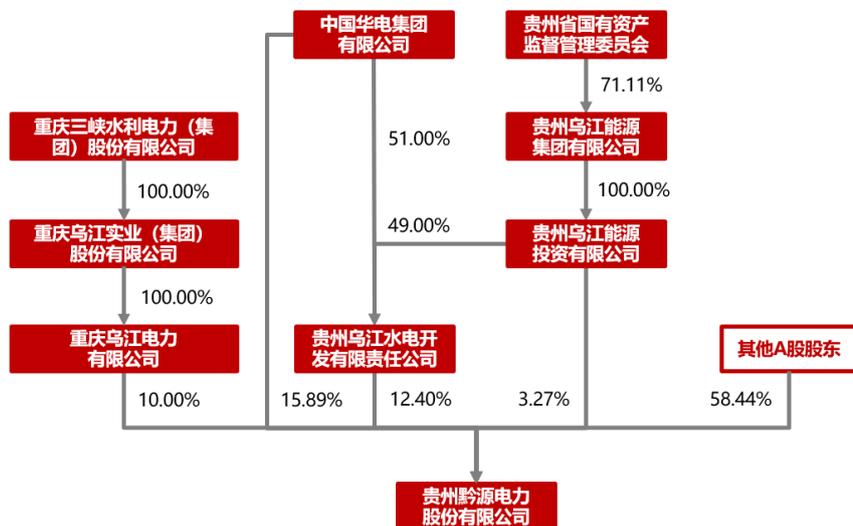
# 目录

<b>1 背靠央企华电</b>	<b>3</b>
<b>2 水为主，持续提供现金流</b>	<b>5</b>
2.1 两江一河九电站，北盘江为核心	5
2.2 出力波动性带来业绩弹性	6
2.3 折旧政策稳定业绩，现金流创造能力优异	8
<b>3 光为辅，创造第二成长曲线</b>	<b>12</b>
3.1 紧跟“3060”双碳目标	12
3.2 风光运营近于水电，平价消解补贴“堰塞湖”	14
3.3 强劲现金流支持新能源转型	18
<b>4 资产整合提速，下一个会否是水电</b>	<b>20</b>
4.1 国改收官年，政策推动央企做强上市平台	20
4.2 下一个整合对象会是水电资产吗	21
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
5.1 盈利预测	23
5.2 估值分析	25
5.3 投资建议	26
<b>6 风险提示</b>	<b>27</b>
<b>插图目录</b>	<b>29</b>
<b>表格目录</b>	<b>29</b>

## 1 背靠央企华电

贵州黔源电力股份有限公司(以下简称“黔源电力”或“公司”)成立于1993年10月12日,是由贵州省电力投资公司、国能中型水电实业开发公司、贵州新能实业发展公司、贵州省普定县资源开发公司联合发起设立。2005年,贵州省电力投资公司将持有的公司17.65%股份以行政划拨方式无偿划转至中国华电集团公司。2005年3月3日公司在深交所中小板挂牌上市,截至2022年一季度末,华电集团直接持有公司15.89%股权,并通过控股子公司乌江水电间接持有12.40%股权。

图1:黔源电力股权结构(1Q22)



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

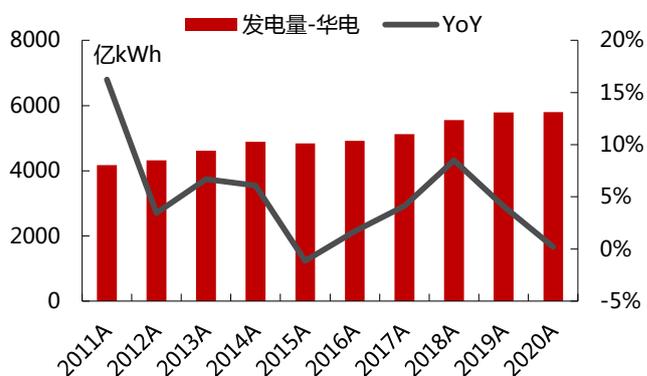
公司控股股东华电集团是2002年底国家电力体制改革组建的国有独资发电企业,属于国务院国资委监管的特大型中央企业,主营业务为:电力生产、热力生产和供应;与电力相关的煤炭等一次能源开发以及相关专业技术服务。截至2020年底,华电集团总装机容量达到1.66亿千瓦,其中水电装机容量为2741万千瓦,占比16.5%;2020年华电集团总发电量达到5799亿千瓦时,其中水电发电量为1073亿千瓦时,占比18.5%。

图 2：2011-2020 年华电集团装机容量



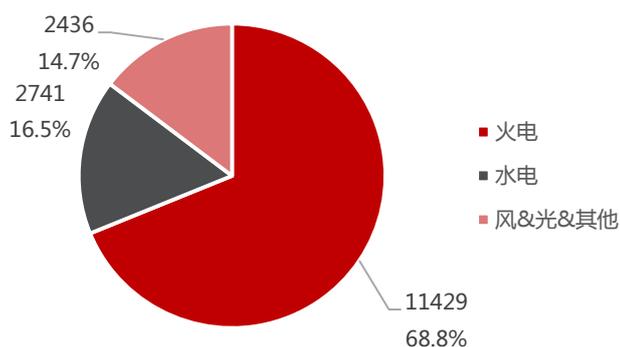
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 3：2011-2020 年华电集团发电量



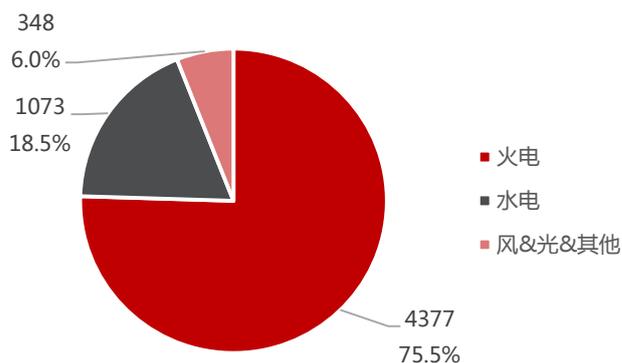
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 4：2020 年华电集团装机容量结构（单位：万 kW）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 5：2020 年华电集团发电量结构（单位：亿 kWh）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

## 2 水为主，持续提供现金流

### 2.1 两江一河九电站，北盘江为核心

公司 2005 年上市之初，旗下有水城一座火电厂，以及普定、引子渡两座水电站。但在 2007 年水城电厂关停后，直至 2020 年启动光伏开发业务前，公司主营业务集中于水电板块，即贵州境内“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域水电资源梯级开发。公司目前控股 9 座水电站，总装机容量 323.35 万千瓦。其中，

- 全资直属电站 2 座：普定（8.70 万千瓦）、引子渡（36.00 万千瓦）；
- 控股子公司贵州北盘江电力股份有限公司 3 座：光照（104.00 万千瓦）、董箐（88.00 万千瓦）、马马崖一级（55.80 万千瓦）；
- 控股子公司贵州北源电力股份有限公司 3 座：鱼塘（7.50 万千瓦）、清溪（2.80 万千瓦）、牛都（2.00 万千瓦）3 个电站；
- 控股子公司贵州西源发电有限责任公司 1 座：善泥坡电站（18.55 万千瓦）。

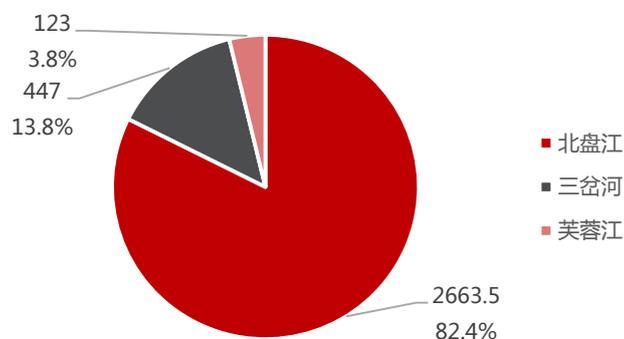
表 1：黔源电力控股水电站

流域	水电站	股比	机组	装机容量 (MW)	调节性能	设计多年平均发电量 (亿 kWh)	总库容 (亿 m <sup>3</sup> )	调节库容 (亿 m <sup>3</sup> )
三岔河	普定	100%	3×29	87	不完全年	3.16	4.20	—
	引子渡	100%	3×120	360	不完全年	9.78	5.31	3.22
北盘江	光照	51%	4×260	1040	不完全多年	27.54	32.45	31.35
	董箐	51%	4×220	880	日	30.26	9.55	1.44
	马马崖	51%	3×180+1×18	558	日	15.61	1.37	0.73
	善泥坡	30%	2×90+1×5.5	185.5	日	6.79	0.85	0.25
芙蓉江	鱼塘	51.94%	2×37.5	75	周	3.13	1.22	0.36
	清溪	51.94%	2×14	28	不完全年	0.97	0.98	0.45
	牛都	51.94%	2×10	20	日	0.70	0.37	0.09
<b>合计</b>				<b>3233.5</b>		<b>97.94</b>		

资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

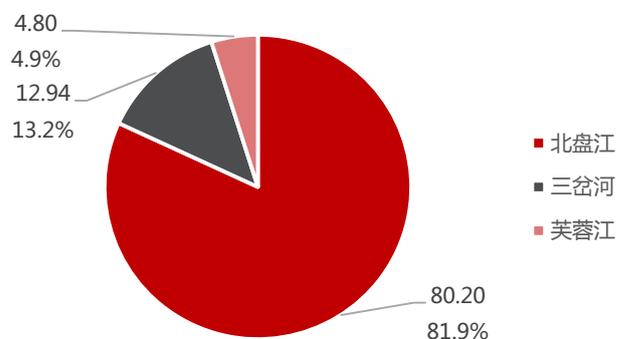
从装机结构和设计多年平均发电量来看，北盘江流域的 4 座电站是公司水电板块的核心，分别占控股总装机容量、多年平均发电量的 82.4%、81.9%，占权益总装机容量、多年平均发电量的 72.1%、71.9%。北盘江为贵州境内第二条大河，全长 442 千米，天然落差 1932 米，流域面积 2.66 万平方公里，多年平均径流量 125.55 亿立方米。径流主要由降水补给，年际之间变化较小，年内变化较大，洪枯分明。汛期一般为 5-10 月，汛期多年平均径流量占全年的 84%，其中 6-8 月占全年径流量的 55%；枯期多年平均径流量占全年的 16%。

图 6：黔源电力旗下水电站控股装机容量流域分布（单位：MW）



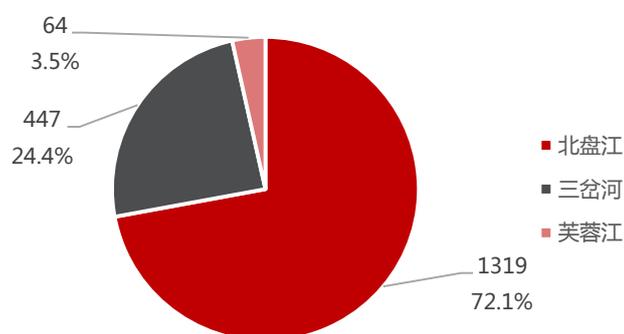
资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

图 7：黔源电力旗下水电站控股设计发电量流域分布（单位：亿 kWh）



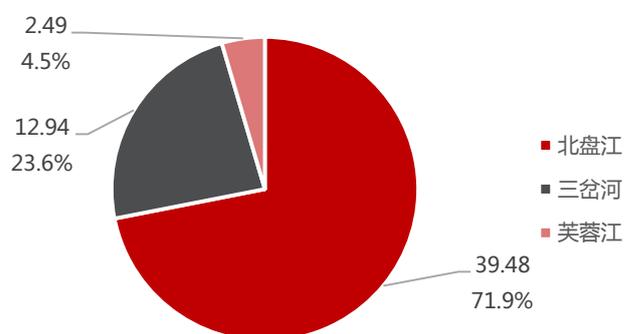
资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

图 8：黔源电力旗下水电站权益装机容量流域分布（单位：MW）



资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

图 9：黔源电力旗下水电站权益设计发电量流域分布（单位：亿 kWh）



资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

## 2.2 出力波动性带来业绩弹性

2021 年公司水电发电量 74.29 亿千瓦时，同比下降 28.7%，出现了较大的下滑。纵观公司历史的水电发电量变化情况，可以发现其波动性较大，超过 20% 的变化幅度并不罕见；2011-2021 年，正向变化幅度最大的是 2014 年，同比增长 112.1%，主要原因是 2013 年同比下降 42.6% 造成的低基数效应。

图 10：2011-2021 年黔源电力水电发电量及增速



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

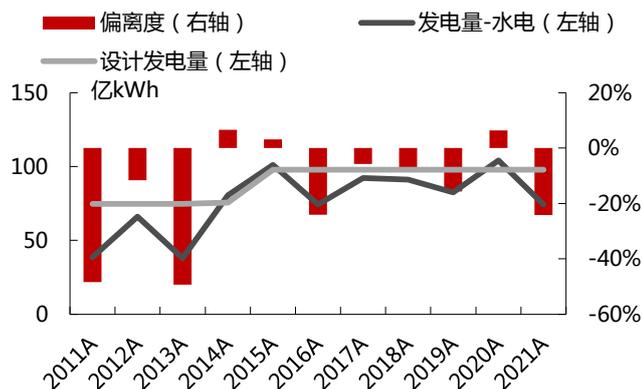
对比前述各个电站的多年平均发电量设计值，可以发现，“两江一河”各个流域电站的出力波动性均较大，且多数年份低于设计值。考虑公司各个电站机组的投产时间，2011 年及以后的多年平均发电量设计值可分为两个阶段：

- 2011-2014 年：设计值为 74.84 亿千瓦时，2014 年牛都电站投产后为 75.53 亿千瓦时；
- 2015 年至今：2015 年马马崖一级、善泥坡电站投产，设计值达到 97.93 亿千瓦时。

对应两个阶段的年均实际发电量与设计值的偏差分别为-25.6%、-9.6%。

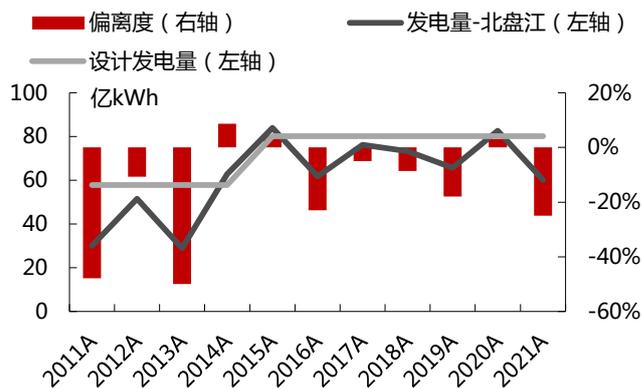
2011 年 4 月，公司公布《关于固定资产折旧计提方法会计估计变更的公告》，提出“经中国水电顾问集团贵阳勘测设计研究院分析论证，公司所属各电站多年平均的年度生产能力约为年设计发电量的 90%”，则两个阶段的多年平均发电量设计值分别为 67.51、88.13 亿千瓦时，对应的偏差分别为-17.3%、+0.5%。

图 11：2011-2021 年黔源电力水电发电量与设计发电量对比



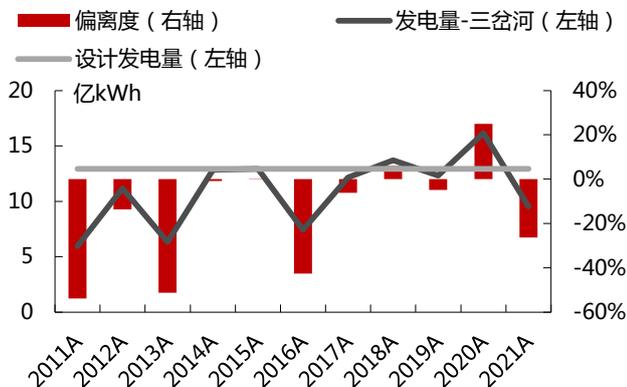
资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

图 12：2011-2021 年黔源电力北盘江流域电站发电量与设计发电量对比



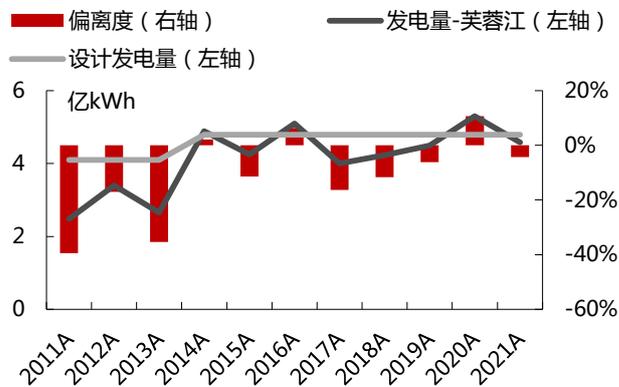
资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

图 13：2011-2021 年黔源电力三岔河流域电站发电量与设计发电量对比



资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

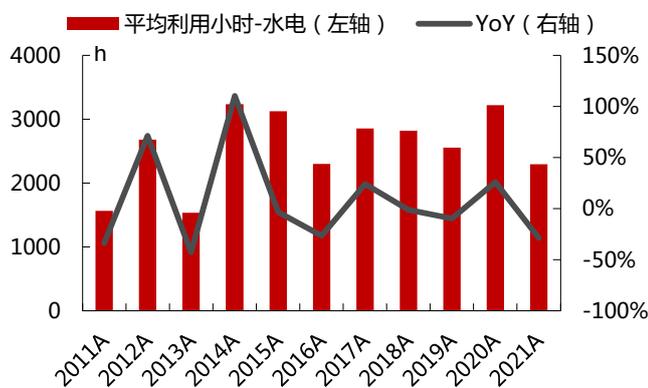
图 14：2011-2021 年黔源电力芙蓉江流域电站发电量与设计发电量对比



资料来源：公司公告，百度百科，民生证券研究院

发电量的大幅波动，导致平均利用小时、营业收入同步呈现出较大的波动性。按照通常情况下水电成本相对固定的组成结构，利润的波动性会被进一步放大。

图 15：2011-2021 年黔源电力水电平均利用小时



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 16：2011-2021 年黔源电力水电板块营业收入



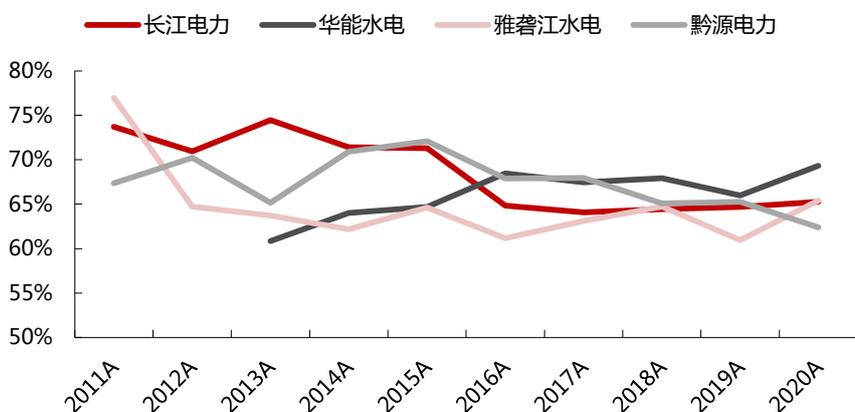
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

注：2021 年水电板块营收根据总营收和光伏板块营收测算值进行计算。

## 2.3 折旧政策稳定业绩，现金流创造能力优异

水电的营业成本主要就是固定资产折旧、运维及人力、水资源费（2017 年 12 月 1 日起改为水资源税，计入税金及附加）及库区基金等。国内三大水电龙头企业长江电力、华能水电、雅砻江水电，其固定资产折旧在营业成本中的占比基本保持在六至七成。公司与同业相似，2016-2020 年折旧在成本中占比均值为 65.7%。

图 17：2011-2020 年四家水电公司营业成本中折旧占比



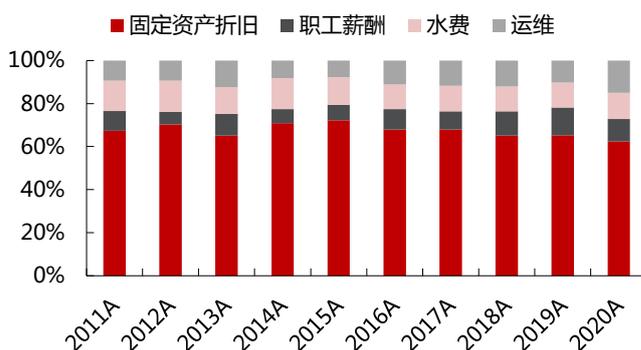
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 18：2011-2020 年黔源电力营业成本结构



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 19：2011-2020 年黔源电力营业成本项目占比



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

但与同业公司的不同之处在于，2011 年起公司对折旧方法进行了调整，与发电直接相关的固定资产采用工作量法计提折旧，与发电无直接关系的固定资产仍采用年限平均法计提折旧。其中，

- 发电类资产主要包括：水电站房屋及建筑物（包括大坝、发电厂房等）、发电设备、变电及配电设备、水工机械设备、检修及维护设备、输电及配电线路、通讯线路及设备、自动化控制及仪器仪表、生产管理用工器具。
- 非发电类资产主要包括：非生产用房屋及构筑物（包括公司办公楼、各电站营地办公楼和住宿楼、交通道路等）、运输设备、非生产用设备及器具。

工作量法计算公式如下：

- 折旧额=实际发电量×度电折旧额；
- 度电折旧额=（固定资产净值-预计净残值-固定资产减值准备）/资产剩余年限工作量；

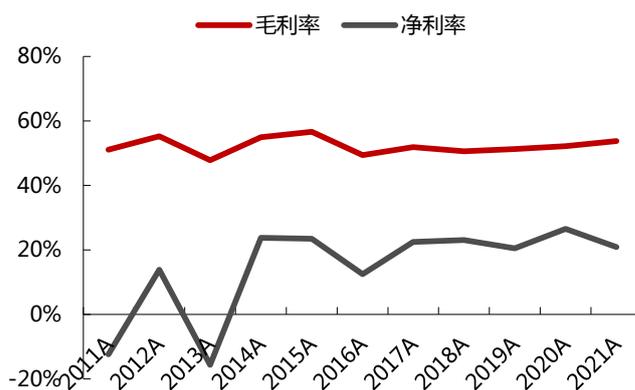
- 资产剩余年限工作量=资产剩余使用年限×年度发电资产总体工作量(设计电量 90%);
- 资产剩余使用年限=资产预计使用年限-变更日前已使用年限。

多数水电企业对全部固定资产折旧一致采用年限平均法,公司采用工作量法计提固定资产折旧与多数高速公路企业对无形资产摊销进行计提的方法类似,营业成本中的折旧摊销部分在一定程度上与营业收入成正比,可以实现利润的合理释放,确保利润率的稳定性。且公司在综合考虑设计发电量与实际发电情况后,参照国内水电厂设计发电量与实际发电量的差异,经中国水电顾问集团贵阳勘测设计研究院分析论证,将所属各电站多年平均的年度生产能力设为年设计发电量的 90%,进一步减少了折旧计提金额,提高了利润释放比例。

2015-2020 年,公司毛利率基本维持在 50%左右,6 年均值为 52.0%;净利率维持在 20%左右,6 年均值为 21.4%。

**图 20 : 2011-2021 年黔源电力净利润**


资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院  
注:2020 年及以前光伏电站尚未正式投产。

**图 21 : 2011-2020 年黔源电力毛利率&净利率**


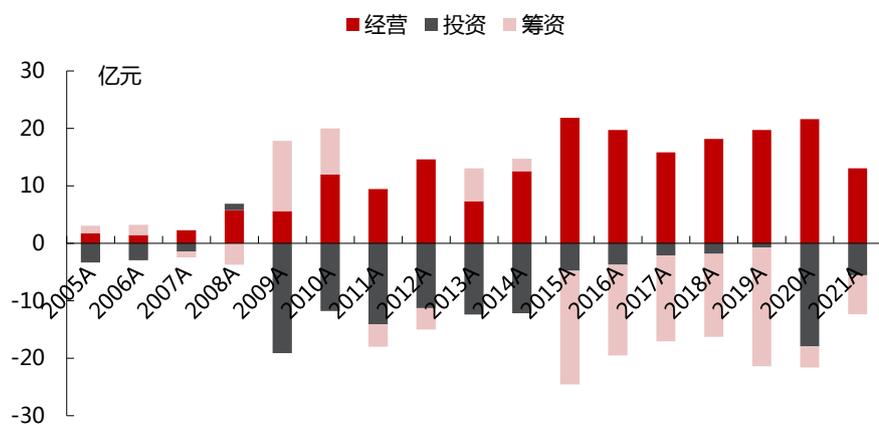
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院  
注:2020 年及以前光伏电站尚未正式投产。

观察公司 2005 年上市后的现金流情况,可以发现 2009-2014 年是资本开支的高峰期。在 2015 年马马崖、善泥坡陆续投产后,公司即步入了“印钞机”阶段,2015-2019 年 5 年间:

- 累计经营现金流为 95.32 亿元,年均流入约 19.06 亿元;
- 累计投资现金流为-13.06 亿元,年均流出约 2.61 亿元;
- 累计筹资现金流为-85.71 亿元,年均流出约 17.14 亿元。

直至 2020 年,公司开始进入光伏项目开发,并在当年年底初步建成国内第一个流域梯级水光互补可再生能源基地。公司目前将进入上市以来的第二个资本开支高峰期,也有望迎来新一轮的成长。

图 22 : 2005-2021 年黔源电力现金流状况



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

## 3 光为辅，创造第二成长曲线

### 3.1 紧跟“3060”双碳目标

2017年6月1日，时任美国总统特朗普在白宫宣布退出《巴黎协定》，是继退出跨太平洋贸易伙伴协定(TPP)后，特朗普宣布退出的第二个国际协议。2019年11月4日，在满足协定要求的三年有效期后，美国政府通知联合国退出《巴黎协定》；一年后，美国正式退出《巴黎协定》，成为近两百个缔约方中唯一一个退出的国家。在美国出于自身利益考虑拒绝承担相应责任的情况下，中国选择了逆流而上。在2017年6月1日美国宣布“退群”的当天，李克强总理在回答德国记者关于气候变化问题的提问时表示：中国政府积极参与推动并签署巴黎协定，并最早一批向联合国提交应对气候变化国别方案。中国人信守“言必信、行必果”，将会继续履行巴黎协定承诺，也希望同世界各国就此加强合作。

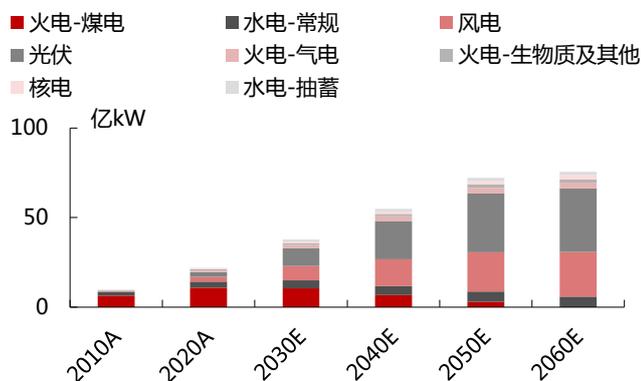
2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话，提出“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。”将“碳达峰”提升至“碳中和”，进一步明确了中国碳减排的工作目标。

2020年10月29日中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，要求加快推动绿色低碳发展，推动能源清洁低碳安全高效利用；降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值，制定2030年前碳排放达峰行动方案。

2020年12月12日，国家主席习近平在气候雄心峰会上发表题为《继往开来，开启全球应对气候变化新征程》的重要讲话，宣布中国国家自主贡献一系列新举措：“到2030年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。”再一次强化了中国政府积极践行应对气候变化《巴黎协定》的决心。

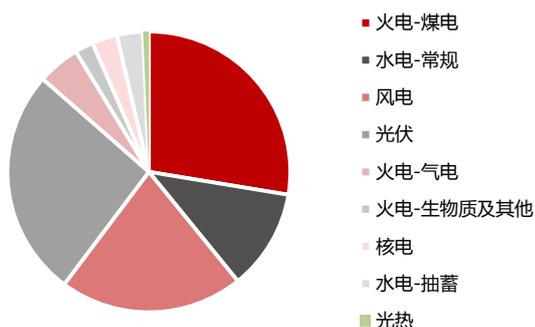
截至2020年底，国内风电、光伏装机容量分别为2.82、2.53亿千瓦，两者合计约5.35亿千瓦，根据气候雄心峰会上提出的2030年风电、光伏总装机12亿千瓦以上的目标，未来十年我国风电、光伏年均新增装机将超过6650万千瓦。而根据全球能源互联网发展合作组织(GEIDCO)的预测，到2030年风、光装机将分别达到8、10亿千瓦，年均复合增速分别达到11.0%、14.7%；两者合计18亿千瓦，比12亿千瓦的底线目标高出50%，对应的年均新增装机将达到1.27亿千瓦。GEIDCO预测到2060年，风、光装机将分别达到25.0、35.5亿千瓦，对应2030-2060年的30年CAGR分别为3.9%、4.3%，2020-2060年的40年CAGR分别为5.6%、6.8%。

图 23：2020-2060 年中国电源装机发展预测



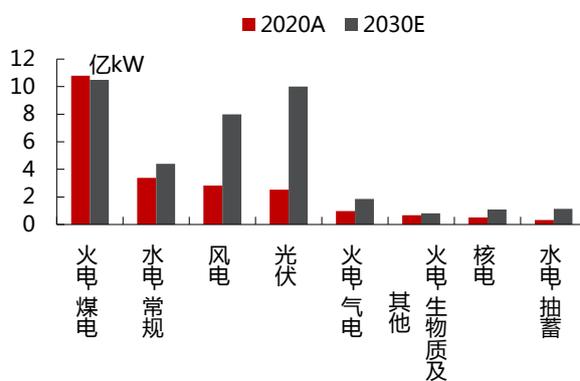
资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，GEIDCO，民生证券研究院  
注：2040 年预测值根据 2030、2050 年预测值测算。

图 25：2030 年中国电源装机结构预测



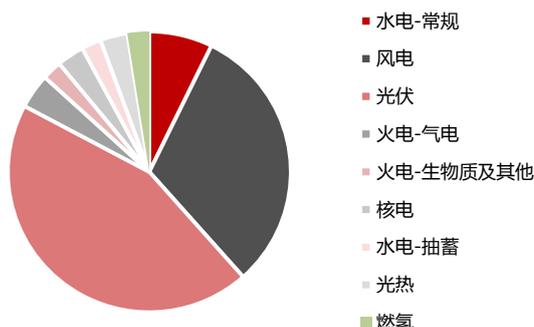
资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，GEIDCO，民生证券研究院

图 24：2020 与 2030 年各类电源装机对比



资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，GEIDCO，民生证券研究院

图 26：2060 年中国电源装机结构预测



资料来源：国家统计局，国家能源局，中电联，GEIDCO，民生证券研究院

在“2030 碳达峰、2060 碳中和”的目标得以明确并强化后，从各地政府到各家企业，纷纷加码新能源，提出了各自的发展目标。以发电央企为例，

- 华能明确提出到 2025 年新增新能源装机 8000 万千瓦以上；
- 国电投宣布“2023 年国内碳达峰”；
- 中广核“十四五”规划年均新增投运 400-600 万千瓦，到 2025 年在运装机超过 5000 万千瓦；
- 国家能源集团先期提出确保实现新增新能源装机 7000-8000 万千瓦，之后更进一步加码；
- 三峡集团董事长在接受媒体采访时表示，未来 5 年新能源装机实现 7000-8000 万千瓦的水平。

公司控股股东华电集团董事长、党组书记温枢刚在 2021 年“两会”期间表示：“十四五”期间，华电集团力争新增新能源装机 7500 万千瓦，“十四五”末非化石能源装机占比力争达到 50%，非煤装机（清洁能源）占比接近 60%，努力于 2025 年实现碳排放达峰。

公司在 2020 年 3 月 26 日发布的《2020 年度报告》中，首次提出“2020 年发展目标：力争光伏项目实现“零突破”；完成公司“十四五”发展规划编制。”同年 7 月，公司发布公告，宣布控股子公司北盘江公司拟投资建设镇宁县董箐、关岭县光照、关岭县马马崖这 3 个水光互补农业光伏电站项目，合计装机容量 75 万千瓦、预算总投资 27.65 亿元，并于当年 12 月完成三个项目并网发电。其他同业企业如长江电力、华能水电、桂冠电力等，对于“十四五”新能源规划的启动均在 2021 年，进度稍显落后，体现了公司对于“双碳目标”的预判前瞻性和落地执行力。

## 3.2 风光运营近于水电，平价消解补贴“堰塞湖”

### 3.2.1 风光运营近于水电，利润丰厚

对比水、火、核、风、光五大电源类型的生产流程，火、核两种电源类型在生产流程中需要消耗燃料（煤炭、天然气、核燃料等），而水、风、光是水能、风能、太阳能的直接利用，目前除部分地区的水电需要支付水资源费（2017 年 12 月 1 日起改为水资源税，计入税金及附加）外，并不需要对上游“原材料”进行付费。因此，水、风、光三种电源类型的盈利模式较为相似，成本端主要是固定资产折旧以及人员、运维等费用。

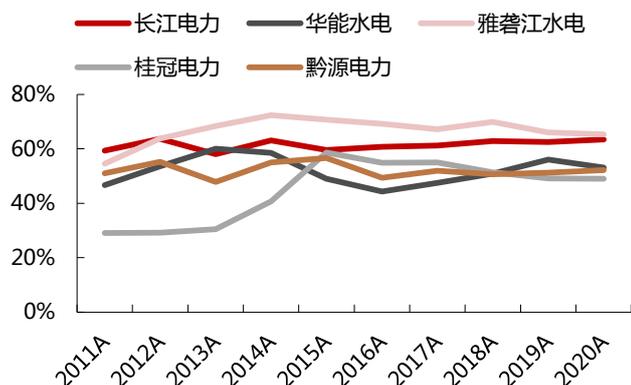
对比 6 家头部新能源运营商和 5 家头部水电运营商的关键财务指标：

- 毛利率：2020 年，6 家新能源运营商毛利率均值为 47.9%，5 家水电运营商均值为 56.6%；2016-2020 年 6 家新能源和 5 家水电企业的均值分别为 46.9%、56.6%。剔除有一定规模火电资产的龙源电力和华电福新后，其余 4 家新能源运营商 2020 年毛利率均值为 54.0%，2016-2020 年均值为 52.6%。
- 净利率：2020 年，6 家新能源运营商净利率均值为 24.0%，5 家水电运营商均值为 32.7%；2016-2020 年 6 家新能源和 5 家水电企业的均值分别为 22.7%、31.8%。剔除龙源电力和华电福新后，4 家新能源运营商 2020 年净利率均值为 27.5%，2016-2020 年均值为 25.5%。
- ROE：2020 年，6 家新能源运营商 ROE 均值为 8.8%，5 家水电运营商均值为 12.3%；2016-2020 年 6 家新能源和 5 家水电企业的均值分别为 8.9%、13.1%。
- ROA：2020 年，6 家新能源运营商 ROA 均值为 3.1%，5 家水电运营商均值为 5.2%；2016-2020 年 6 家新能源和 5 家水电企业的均值分别为 2.9%、4.9%。

由此可见，风电、光伏运营商的利润率水平接近于水电，大幅高于火电，甚至略高于同样有“印钞机”美誉的核电。从公司自身发展的角度来看，一方面贵州省

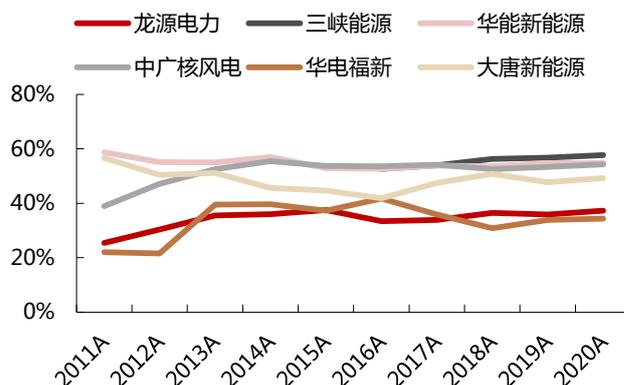
内基本已无可开发水电资源,作为体量逊于同业的本地企业,外延扩张实力不足;另一方面通过利用水电调节性能和外送通道实现水光互补,可以带来新的利润增长点。

图 27 : 2011-2020 年 5 家水电运营商毛利率



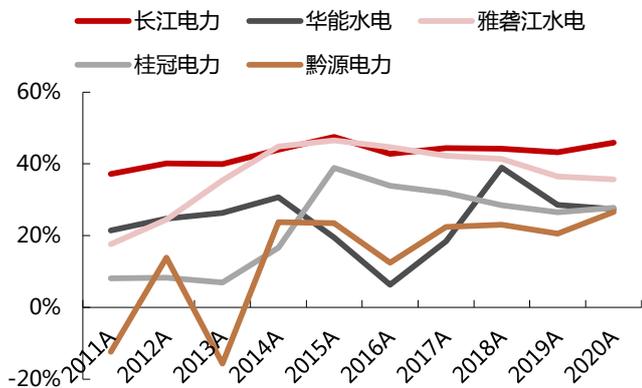
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 28 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商毛利率



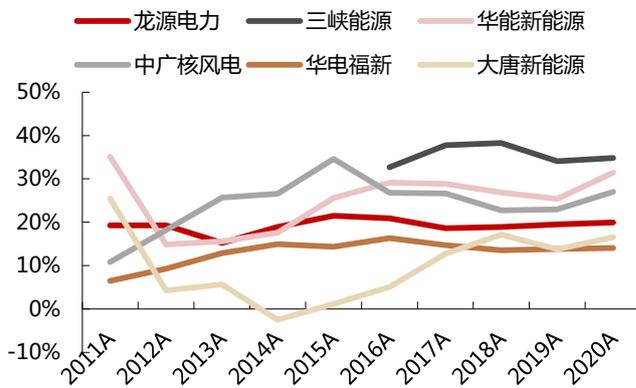
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 29 : 2011-2020 年 5 家水电运营商净利率



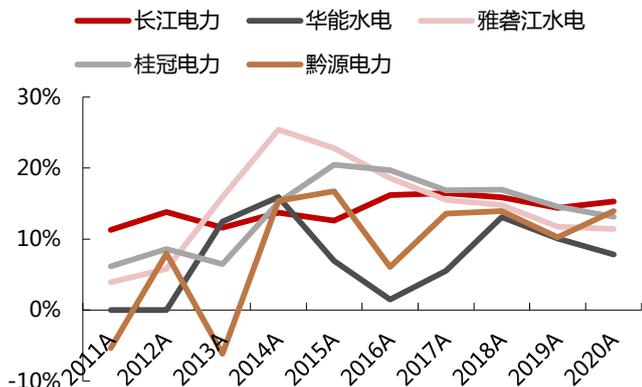
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 30 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商净利率



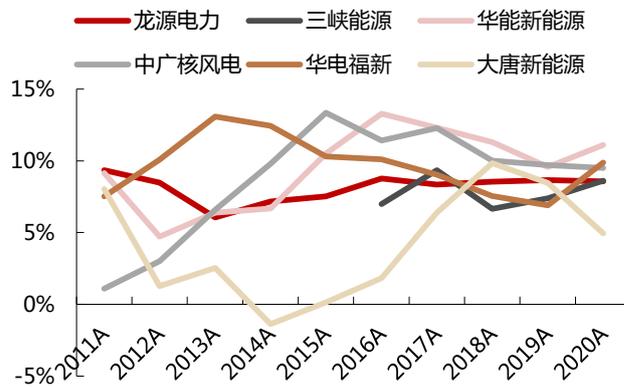
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 31 : 2011-2020 年 5 家水电运营商 ROE



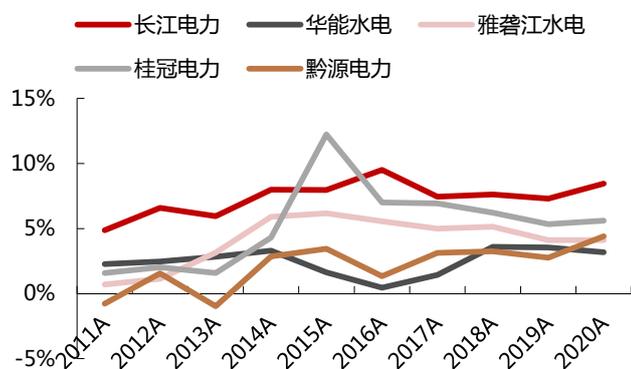
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 32 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商 ROE



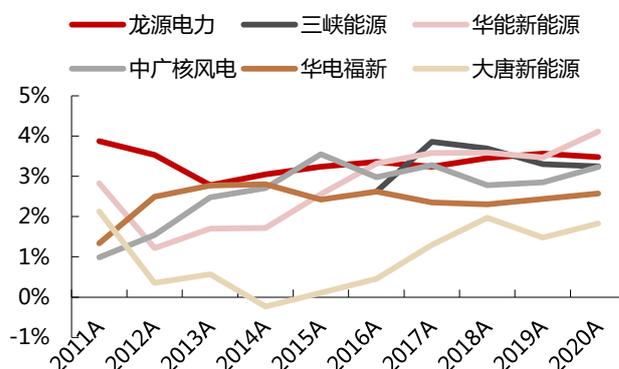
资料来源:公司公告, Wind, 民生证券研究院

图 33：2011-2020 年 5 家水电运营商 ROA



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 34：2011-2020 年 6 家新能源运营商 ROA



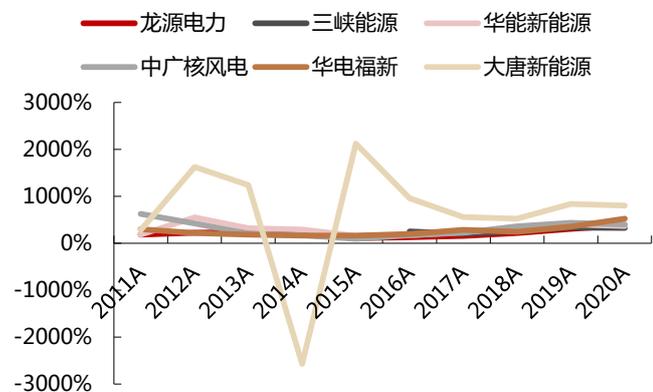
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

### 3.2.2 平价消解补贴“堰塞湖”，风光资产迎来重估

在风电、光伏的上网电价结构中，煤电标杆电价占据着重要地位，超出煤电标杆电价的部分因为可再生能源补贴发放的延迟问题，导致运营企业产生了大体量的应收账款“堰塞湖”。以 6 家头部央企新能源运营商为例：

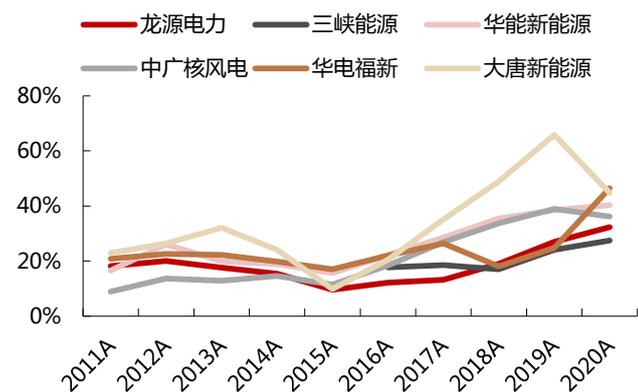
- 期末应收账款/当年净利润：6 家公司在 2020 年度的比值均在 300% 以上，最高的是大唐新能源，达到了 8 倍；2016-2020 年均值也基本在 3 倍上下，其中大唐新能源超过 7 倍。
- 期末应收账款/当年营业收入：除龙源电力和华电福新外，其他 4 家公司在 2020 年度的比值均在 100% 以上，即期末应收账款大于全年营业收入；而 2016-2020 年均值也都接近于 100%。龙源电力和华电福新的比值较低，主要是因为其有相当体量的装机是火电，营收中没有补贴。
- 期末应收账款/当年经营净现金流：6 家公司在 2020 年度的比值在 200% 上下，大唐新能源和华电福新超过 2 倍；2016-2020 年均值基本在 1 倍以上，仅龙源电力略低于 100%。
- 期末应收账款/期末净资产：6 家公司在 2020 年度的比值在 40% 上下，大唐新能源、华电福新、华能新能源超过 40%，2016-2020 年均值在 30% 上下。

图 35 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/净利润



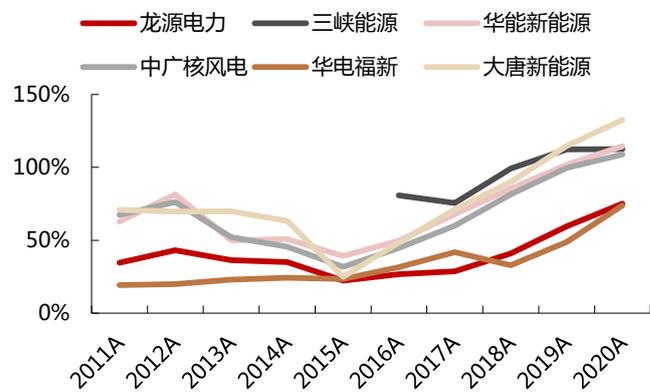
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 37 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/经营净现金流



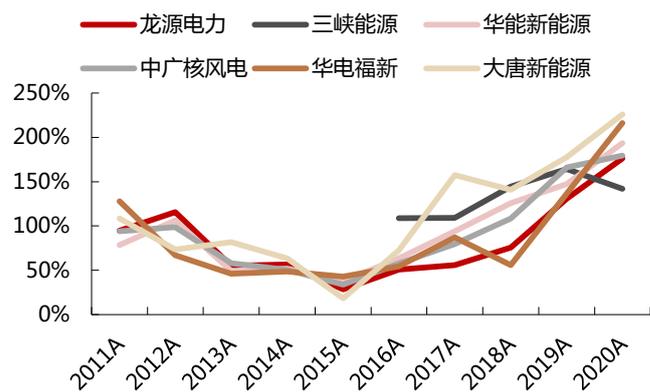
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 36 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/营业收入



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

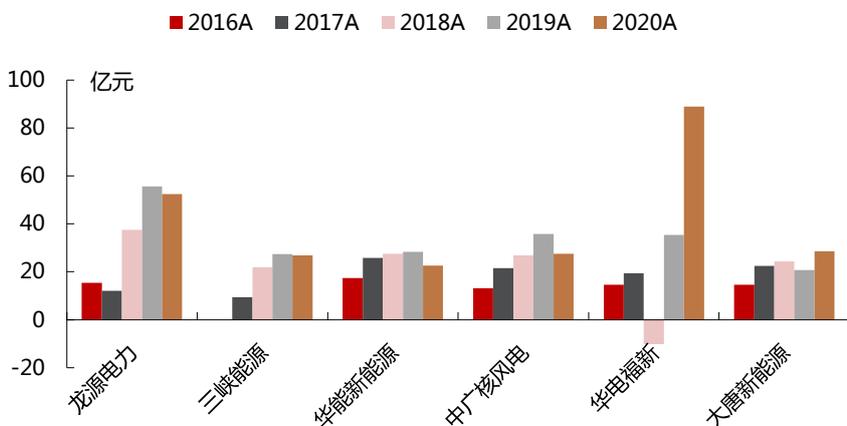
图 38 : 2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/净资产



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

随着上网电价下调带来的新增补贴金额增长趋缓、存量补贴金额的稳步提升、平价项目的陆续投产，补贴造成的应收账款“堰塞湖”有望逐步回落。对比 6 家头部公司在 2020 年末和 2019 年末的应收账款情况，可以发现，有 4 家的期末应收账款增加值同比下降；仅华电福新和大唐新能源同比上升，其中华电福新的部分原因在于 2020 年退市后整合集团内部资源、大量风光项目并表。平价上网减少了对补贴的依赖，风电、光伏将不再是报表好看、运营吃力的低质资产。相比旧“玩家”而言，新进入者基本没有补贴拖欠的历史包袱。

图 39：2016-2020 年 6 家新能源运营商期末应收账款增加值变化



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

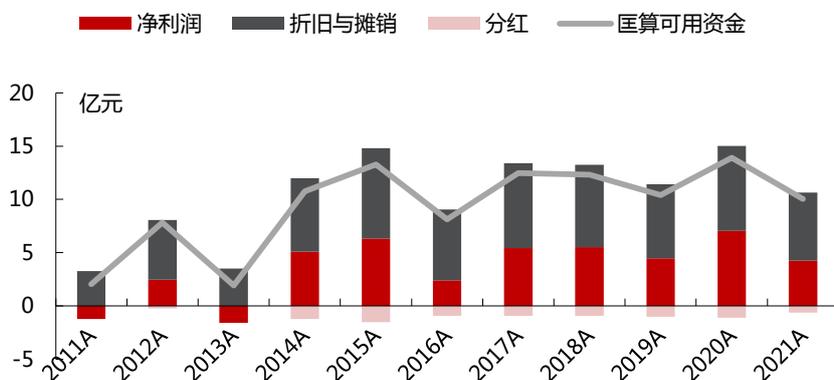
### 3.3 强劲现金流支持新能源转型

根据净利润、折旧与摊销、分红，匡算公司每年的可供支配现金流，2017-2021 年年均匡算可用资金 12 亿元。假设这部分资金不参与偿还债务，全部用于投资光伏项目，平均造价 4000 元/千瓦，则：

- 资本金比例 20%，对应每年光伏开发规模 150 万千瓦；
- 如果考虑到公司的资产负债结构，假设资本金比例参照 2021 年资产负债率 66%的水平，对应每年光伏开发规模 88 万千瓦。

截至目前，除了已经投产的 3 个光伏项目外，公司在省内已经与关岭县、镇宁县、晴隆县、水城区等地方政府签订了光伏项目开发协议，获取资源装机容量合计 530 万千瓦，预算投资额合计 212 亿元。其中，镇宁坝草一期 200MW 水光互补农业光伏电站项目已经启动。

图 40：2011-2021 年黔源电力匡算可用资金



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

表 2：黔源电力已签约光伏发电项目

项目	签约时间	合作方	规划装机 (万 kW)	规划投资 (亿元)
北盘江水风光一体化可再生能源基地	2020/12	安顺市关岭县	200	80
北盘江水风光一体化可再生能源基地	2020/12	安顺市镇宁县	300	120
光照水光互补农业光伏电站	2021/02	黔西南州晴隆县	10	4
北盘江 200MW 水光互补农业光伏电站	2021/04	六盘水市水城区	20	8
<b>合计</b>			<b>530</b>	<b>212</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 资产整合提速，下一个会否是水电

### 4.1 国改收官年，政策推动央企做强上市平台

2020年5月22日，第十三届全国人大三次会议在京召开，国务院总理李克强在2020年国务院政府工作报告中提出：提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行。2022年是国企改革三年行动的收官之年，5月27日，国资委产权局印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求坚持做优存量与做精增量结合，坚持价值创造与价值实现兼顾，坚持依法合规与改革创新并重。《方案》提出：

- 推动上市平台布局优化和功能发挥：加强顶层设计，建立资本运作规划制定机制；分类推进上市平台建设，形成梯次发展格局；充分发挥上市平台功能，支持主业发展。
- 促进上市公司完善治理和规范运作：完善中国特色现代企业制度，健全国有控股上市公司治理机制；调整优化股权结构，引入积极股东完善治理；持续提高信息披露质量，提升上市公司透明度；贯彻落实新发展理念，探索建立健全ESG体系；坚持依法合规经营，防范化解重大风险。
- 强化上市公司内生增长和创新发展：深化提质增效，提高综合经营管理水平；提升自主创新能力，当好科技创新国家队；健全激励约束机制，加强人才队伍建设。
- 增进上市公司市场认同和价值实现：强化投资者关系管理，建立多层次良性互动机制；推动业绩说明会常态化召开，使高质量业绩说明会成为央企标配；树立科学市场价值观，合力打造价值实现新局面。

其中，关于上市平台建设，《方案》要求，

- 做强做优一批：以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易，大力优化产业布局、提升运营质量，推动上市公司核心竞争力、市场影响力迈上新台阶，力争成为行业领军企业。
- 调整盘活一批：梳理业务协同度弱、管理链条过长、缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能、存在失管失控风险等情况的上市平台，列出清单，因企制宜制定调整计划，2024年底前基本完成调整，支持通过吸收合并、资产重组、跨市场运作等方式盘活，或通过无偿划转、股权转让等方式退出，进一步聚焦主责主业和优势领域。
- 培育储备一批：中央企业集团公司要对子企业上市工作进行统筹，建立对相关资源上市必要性、可行性和上市方式的研究评估机制，在加强上市资源储备管理，继续孵化更多具有发展潜力、专业优势突出的优质资源对接

资本市场的同时,引导子企业树立正确理念,明确上市是改革发展手段而非目的,防止盲目追求单独上市。

- 支持各类纳入改革试点和改革专项工程的重点企业,以及在产业链、供应链关键环节和中高端领域布局的企业到相应层次资本市场上市,可注入现有上市公司平台,必要的也可单独上市。
- 对上市公司拟分拆子企业上市的要充分论证,结合战略定位、拟分拆业务独立性和成长性、分拆后的治理安排和管理成本等因素统筹考虑,支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市。

在国企改革和双碳目标的共同推动下,公司控股股东华电集团从 2020 年开始进行新能源资产的整合。当年 9 月,集团旗下的新能源开发平台华电福新(0816.HK)从港股私有化退市,通过注资、收购等方式开始整合集团新能源资产,并单独成立了华电新能作为集团新能源发展核心平台。根据新能源资产重组方案,华电集团和华电福新于 2020 年 12 月通过非公开协议转让和无偿划转两种方式,将其下属的部分全资及控股子公司转让至华电新能。2020 年底完成 1600 万千瓦风、光资产整合,2021 年 7 月完成华电国际 660 万千瓦(445.00+215.44 万千瓦)在运及在建风、光资产整合。截至 2021 年 9 月底,华电新能控股装机容量达到 2197.70 万千瓦(风电 1831.11 万千瓦+光伏 366.59 万千瓦),目标是“十四五”末实现新能源装机规模达 1 亿千瓦。

2022 年 5 月 6 日,集团旗下的上市公司之一华电能源(600726.SH)公布了《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》,拟向华电煤业发行股份购买其持有的锦兴能源 51.00%股权,标志着集团体内煤炭板块资产整合的开始。

## 4.2 下一个整合对象会是水电资产吗

公司控股股东华电集团运营管理着中国第一座水电站——石龙坝发电厂,电站一厂于 1910 年(庚戌年)7 月开工、1912 年 5 月 28 日发电,现已运行了 110 年。目前,集团旗下水电资产主要包括:

- 乌江水电:我国第一家流域水电开发公司,贵州省规模最大的发电企业,拥有乌江干流贵州境内洪家渡、东风、索风营、乌江渡、构皮滩、思林、沙沱 7 个梯级水电站,水电装机 869.5 万千瓦。
- 金沙江上游水电:开发建设金沙江上游川藏段岗托、岩比、波罗、叶巴滩、拉哇、巴塘、苏洼龙、昌波共 8 级电站,规划装机容量 965.5 万千瓦。按照国家发改委批复的金沙江上游水电规划报告,金沙江上游规划“一库十三级”开发方案,总装机容量 1392 万千瓦,其中川藏段 8 级电站分别为岗托、岩比、波罗、叶巴滩、拉哇、巴塘、苏洼龙、昌波电站,总装

机容量 943.6 万千瓦。国家环保部于 2011 年批复金沙江上游流域规划环评报告，国家发改委于 2012 年批复金沙江上游水电规划。2011 年 8 月和 2012 年 9 月，金沙江上游苏洼龙、叶巴滩、拉哇和岗托、波罗、巴塘、昌波水电站先后取得国家发改委同意华电集团开展前期工作的批复。当前，苏洼龙水电站、叶巴滩水电站、巴塘水电站和拉哇水电站等 4 级电站已通过核准，正式开工建设，在建装机 619 万千瓦。

- 华电云南发电有限公司：由原华电云南公司、云南华电金沙江中游水电开发有限公司、云南华电怒江水电开发有限公司整合而成。截止 2020 年底，装机容量达 1004 万千瓦，其中：水电 697 万千瓦，火电 240 万千瓦，风电、光伏 67 万千瓦。怒江水电规划建设松塔、丙中洛、马吉、鹿马登、福贡、碧江、亚碧罗、泸水、六库、石头寨、赛格、岩桑树、光坡等“两库十三级”电站，总装机 2132 万千瓦，年发电量 1030 亿千瓦时。
- 福建区域水电：下辖水电企业 18 家，装机容量 244.8 万千瓦，水电站遍布福建各大水系。拥有福建省第一座大型水电站古田溪水电厂，福建省第二大水电厂、国家重点工程棉花滩水电厂。
- 四川区域水电：拥有水电企业 12 家，水电装机容量 369 万千瓦，主要有宝珠寺电站、紫兰坝电站、泸定电站、瓦屋山电站、雅安周公河流域梯级电站、杂谷脑河流域梯级电站、西溪河流域梯级电站、木里河俄公堡电站、水洛河宁朗电站和撒多电站等。
- 西藏区域水电：致力推进雅鲁藏布江中游大古水电站和巴玉水电站前期工作，开发雅鲁藏布江下游水电资源，配合推进金沙江上游藏川段水电开发，开发西藏有关支流水电资源和新能源项目。

华电集团旗下目前有 6 家上市公司，除了华电重工（601226.SH）和国电南自（600268.SH）外，其余 4 家均属于发电运营板块。华电能源（600726.SH）和金山股份（600396.SH）分别是黑龙江省和沈阳市的地方能源平台；华电国际（600027.SH）在剥离新能源资产至华电新能后，基本成为纯火电平台，体内水电装机仅有四川区域的 4 个水电站以及河北区域的 1 个水电站，合计装机容量 240.35 万千瓦；公司是集团唯一的水电上市平台。如果下一步集团进行水电资产整合，除了单独 IPO 之外，资产注入的最佳选择就是公司。乌江、金中、金上等大型水电资产对于证券化、融资渠道的需求，或将为公司带来新的发展机遇。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

对于公司主营业务的盈利预测，可分为水电、光伏发电两大板块。

#### 5.1.1 水电

对于公司水电资产 2022-2025 年的盈利预测，首先做以下几点假设：

- 发电量：参考历史发电利用小时数，以及多年平均发电量设计值的 90% 进行预估。
- 上网电价：维持目前的电价水平，西电东送电量比例约为 50% 左右。

由此得到公司 2022-2025 年水电板块的盈利预测：

**表 3：2022-2025 年黔源电力水电板块盈利预测**

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
装机容量 (万 kW)	323.35	323.35	323.35	323.35	323.35
利用小时-平均 (h)	2298	2705	2705	2705	2705
发电量 (亿 kWh)	74.29	87.47	87.47	87.47	87.47
厂用电率	0.87%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%
上网电量 (亿 kWh)	73.64	86.84	86.84	86.84	86.84
上网电价-平均 (元/kWh, 含税)	0.2932	0.2921	0.2921	0.2921	0.2921
增值税税率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
上网电价-平均 (元/kWh, 不含税)	0.2595	0.2585	0.2585	0.2585	0.2585
营业收入-计算 (亿元)	19.11	22.45	22.45	22.45	22.45
营业收入-其他 (亿元)	-0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入 (亿元)	18.75	22.45	22.45	22.45	22.45
营业成本-折旧 (亿元)	5.28	6.51	6.51	6.51	6.51
营业成本-其他 (亿元)	2.75	3.96	4.01	4.05	4.09
营业成本 (亿元)	8.03	10.48	10.52	10.56	10.60
毛利润 (亿元)	10.72	11.97	11.93	11.89	11.85
毛利率	57.19%	53.33%	53.15%	52.96%	52.77%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

#### 5.1.2 光伏

对于公司 2022-2025 年光伏板块的营收预测，做以下几点假设：

- 新增装机：结合前述投资能力分析，以及近期在建项目情况进行预测。
- 利用小时：参考项目贵州省光伏利用小时数，当年新增装机全部按照 1/2 年均利用小时折算；
- 上网电价：考虑平价进程、西电东送让利和市场化交易。

由此得到公司 2022-2025 年光伏板块的盈利预测：

**表 4：2022-2025 年黔源电力光伏发电板块盈利预测**

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
装机容量 (万 kW)	75.00	125.00	185.00	255.00	335.00
利用小时-平均 (h)	428	1040	1089	1122	1145
发电量 (亿 kWh)	3.21	13.00	20.15	28.60	38.35
厂用电率	0.61%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
上网电量 (亿 kWh)	3.19	12.68	19.65	27.89	37.39
上网电价-平均 (元/kWh, 含税)	0.4062	0.3432	0.3332	0.3132	0.2932
增值税税率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
上网电价-平均 (元/kWh, 不含税)	0.3595	0.3037	0.2949	0.2772	0.2595
营业收入-计算 (亿元)	1.51	3.85	5.79	7.73	9.70
营业收入-其他 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入 (亿元)	1.51	3.85	5.79	7.73	9.70
营业成本-折旧 (亿元)	1.08	1.64	2.47	3.41	4.46
营业成本-其他 (亿元)	0.27	0.41	0.62	0.85	1.12
营业成本 (亿元)	1.34	2.05	3.08	4.27	5.58
毛利润 (亿元)	0.16	1.80	2.71	3.46	4.12
毛利率	10.72%	46.88%	46.78%	44.81%	42.50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：2021 年前期光伏电站处于试运行期。

加上其他业务的盈利预测，得到公司 2022-2025 年的整体盈利预测：

**表 5：2021-2025 年黔源电力现有业务盈利预测（未考虑资产注入）**

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	20.36	26.41	28.35	30.28	32.26
YoY	-23.18%	29.69%	7.36%	6.83%	6.52%
营业成本 (亿元)	9.42	12.57	13.65	14.88	16.23
YoY	-25.73%	33.45%	8.58%	8.97%	9.12%
毛利润 (亿元)	10.94	13.83	14.70	15.41	16.03
YoY	-20.85%	26.45%	6.25%	4.84%	4.00%
毛利率	53.73%	52.39%	51.85%	50.88%	49.68%
净利润 (亿元)	4.26	7.44	8.14	8.69	9.14
YoY	-39.57%	74.82%	9.43%	6.75%	5.24%
净利率	20.90%	28.17%	28.71%	28.69%	28.35%
归母净利润 (亿元)	2.34	5.16	5.87	6.41	6.87
EPS (元)	0.77	1.69	1.92	2.10	2.25

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：EPS 计算暂未考虑公司转增股本。

## 5.2 估值分析

考虑到短期内公司新能源资产体量以及对业绩的贡献相对较小，主要还是参考传统水电公司的估值体系。

### 5.2.1 相对估值

选取长江电力、华能水电、川投能源、桂冠电力 4 家水电上市公司，对应 2022 年 PE 均值为 17.9 倍。给予公司 2022 年 15.0 倍 PE，对应目标价 25.35 元。

表 6：可比水电公司 PE 估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002039.SZ	黔源电力	20.71	0.77	1.69	1.92	2.10	27.0	12.2	10.8	9.9
	均值						24.0	17.9	16.5	15.4
600900.SH	长江电力	23.67	1.16	1.25	1.35	1.42	20.4	18.9	17.5	16.7
600025.SH	华能水电	7.15	0.32	0.38	0.42	0.46	22.3	18.8	17.0	15.5
600674.SH	川投能源	11.96	0.70	0.82	0.90	0.93	17.1	14.6	13.3	12.9
600236.SH	桂冠电力	6.18	0.17	0.32	0.34	0.37	36.4	19.3	18.2	16.7

资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院预测

注：1、可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 06 月 15 日；2、黔源电力 EPS 计算暂未考虑公司转增股本。

图 41：近 3 年黔源电力 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 5.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，关键假设如下，测算得到公司每股价值为 26.11 元，对应 2022 年 PE 为 15.4 倍。

**表 7：黔源电力 DCF 假设参数**

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	3.00%	风险溢价 ( Rm-Rf )	7.00%
公司β系数	0.60	Ke	7.20%
Kd	4.14%	T	15.00%
E/ ( D+E )	36.35%	D/ ( D+E )	63.65%
WACC	4.86%	永续增长率	3.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

**表 8：黔源电力估值敏感性分析表**

永续增长率	WACC						
	4.56%	4.66%	4.76%	4.86%	4.96%	5.06%	5.16%
2.70%	26.85	23.48	20.44	17.67	15.16	12.86	10.74
2.80%	30.34	26.60	23.25	20.21	17.46	14.96	12.66
2.90%	34.26	30.08	26.36	23.01	19.99	17.26	14.76
3.00%	38.68	33.98	29.83	26.11	22.78	19.78	17.05
3.10%	43.70	38.38	33.71	29.57	25.87	22.55	19.56
3.20%	49.46	43.39	38.09	33.44	29.31	25.63	22.32
3.30%	56.15	49.13	43.08	37.81	33.17	29.06	25.39

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 5.3 投资建议

公司水电出力的波动性带来了业绩的弹性，丰厚的现金流为新能源转型提供充足的资金支持，赋予其成长属性；政策推动央企上市平台资源优化整合，带来发展新机遇。预计公司 22/23/24 年 EPS 分别为 1.69/1.92/2.10 元，对应 2022 年 6 月 15 日收盘价 PE 分别 12.2/10.8/9.9 倍。采用相对估值和绝对估值测算得到合理股价区间为 25.35-26.11 元，对应 2022 年 PE 为 15.0-15.4 倍。给予公司 2022 年 15.0 倍 PE，目标价 25.35 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

1) **自然条件变化**：水电、光伏发电情况与来水、光照等自然因素直接相关，若项目所在地自然条件发生不利变化，将导致发电量下降。

2) **电量消纳不足**：当电网的调峰能力不足、消纳能力有限或送出通道受限，可能导致产生弃水、弃光限电，影响上网电量。

3) **补贴发放延迟**：可再生能源补贴发放周期较长，导致应收账款规模逐年增大，如不能及时回收将影响经营现金流。

4) **设备价格上涨**：大规模抢装导致光伏设备短期内供不应求，推动设备价格快速上涨，将影响新建项目的收益率。

## 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	367
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	869
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	200	200
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	763	798
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	18297	19146
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	305	305	305
少数股东权益	2492	2719	2947	3174
股东权益合计	5795	6478	7182	7929
负债和股东权益合计	16968	17553	18297	19146

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
<b>成长能力 (%)</b>				
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	9.36
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	53.73	52.39	51.85	50.88
净利润率	20.90	28.17	28.71	28.69
总资产收益率 ROA	1.38	2.94	3.21	3.35
净资产收益率 ROE	7.10	13.74	13.85	13.49
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.27	0.26	0.27	0.27
速动比率	0.27	0.26	0.27	0.27
现金比率	0.09	0.07	0.07	0.07
资产负债率 (%)	65.84	63.09	60.75	58.59
<b>经营效率</b>				
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	0.15	0.16
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.77	1.69	1.92	2.10
每股净资产	18.98	21.21	23.52	25.96
每股经营现金流	4.28	6.48	7.03	7.53
每股股利	0.20	0.36	0.40	0.45
<b>估值分析</b>				
PE	27.0	12.2	10.8	9.9
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.77	7.60	7.04	6.59
股息收益率 (%)	0.97	1.74	1.93	2.17

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	426	744	814	869
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	-526	-480
现金净流量	74	-38	0	0

## 插图目录

图 1：黔源电力股权结构（1Q22）	3
图 2：2011-2020 年华电集团装机容量	4
图 3：2011-2020 年华电集团发电量	4
图 4：2020 年华电集团装机容量结构（单位：万 kW）	4
图 5：2020 年华电集团发电量结构（单位：亿 kWh）	4
图 6：黔源电力旗下水电站控股装机容量流域分布（单位：MW）	6
图 7：黔源电力旗下水电站控股设计发电量流域分布（单位：亿 kWh）	6
图 8：黔源电力旗下水电站权益装机容量流域分布（单位：MW）	6
图 9：黔源电力旗下水电站权益设计发电量流域分布（单位：亿 kWh）	6
图 10：2011-2021 年黔源电力水电发电量及增速	7
图 11：2011-2021 年黔源电力水电发电量与设计发电量对比	7
图 12：2011-2021 年黔源电力北盘江流域电站发电量与设计发电量对比	7
图 13：2011-2021 年黔源电力三岔河流域电站发电量与设计发电量对比	8
图 14：2011-2021 年黔源电力芙蓉江流域电站发电量与设计发电量对比	8
图 15：2011-2021 年黔源电力水电平均利用小时	8
图 16：2011-2021 年黔源电力水电板块营业收入	8
图 17：2011-2020 年四家水电公司营业成本中折旧占比	9
图 18：2011-2020 年黔源电力营业成本结构	9
图 19：2011-2020 年黔源电力营业成本项目占比	9
图 20：2011-2021 年黔源电力净利润	10
图 21：2011-2020 年黔源电力毛利率&净利率	10
图 22：2005-2021 年黔源电力现金流状况	11
图 23：2020-2060 年中国电源装机发展预测	13
图 24：2020 与 2030 年各类电源装机对比	13
图 25：2030 年中国电源装机结构预测	13
图 26：2060 年中国电源装机结构预测	13
图 27：2011-2020 年 5 家水电运营商毛利率	15
图 28：2011-2020 年 6 家新能源运营商毛利率	15
图 29：2011-2020 年 5 家水电运营商净利率	15
图 30：2011-2020 年 6 家新能源运营商净利率	15
图 31：2011-2020 年 5 家水电运营商 ROE	15
图 32：2011-2020 年 6 家新能源运营商 ROE	15
图 33：2011-2020 年 5 家水电运营商 ROA	16
图 34：2011-2020 年 6 家新能源运营商 ROA	16
图 35：2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/净利润	17
图 36：2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/营业收入	17
图 37：2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/经营净现金流	17
图 38：2011-2020 年 6 家新能源运营商应收账款/净资产	17
图 39：2016-2020 年 6 家新能源运营商期末应收账款增加值变化	18
图 40：2011-2021 年黔源电力匡算可用资金	18
图 41：近 3 年黔源电力 PE-Band	25

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：黔源电力控股水电站	5
表 2：黔源电力已签约光伏发电项目	19
表 3：2022-2025 年黔源电力水电板块盈利预测	23
表 4：2022-2025 年黔源电力光伏发电板块盈利预测	24
表 5：2021-2025 年黔源电力现有业务盈利预测（未考虑资产注入）	24

表 6：可比水电公司 PE 估值.....	25
表 7：黔源电力 DCF 假设参数.....	26
表 8：黔源电力估值敏感性分析表.....	26
公司财务报表数据预测汇总.....	28

## 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