

## 业绩增速可观，财务状况改善

### ——黔源电力(002039.SZ) 2018年半年报点评

公司简报

◆**事件**：黔源电力发布2018年半年报。2018H1公司实现营业收入10.7亿元，同比增长34.3%；归母净利润1.40亿元，同比增长197%；扣非归母净利润1.34亿元，同比增长189%；EPS 0.46元。

◆**发电量上半年大增，预计三季度难以大幅增长**：受2018年6月发电量数据拉动，公司2018Q2发电量同比增长46%，增速较2018Q1提升19个百分点；公司2018H1发电量同比增长38%。由于水力发电成本以固定成本为主，边际发电成本极低，公司盈利受益于发电量的高速增长，2018H1归母净利润同比大幅增长197%，其中2018Q2归母净利润同比增长136%。由于公司2017Q3发电量数据亮眼，受去年同期高基数的影响，预计2018Q3发电量同比难以大幅增长；从2018年1~7月发电量数据来看，发电量增速出现下滑迹象。公司半年报预计2018年前三季度归母净利润同比增速为-30%~3%。

◆**资产负债率与财务费用降低**：自2016年起，公司水电机组全部投产运营，未来暂无新建水电站计划。随着水电站建设期债务的偿还，公司资产负债率和财务费用持续降低。截至2018H1，公司资产负债率73.4%，同比降低3.3个百分点。公司2018H1财务费用2.73亿元，同比降低5.2%；财务费用率25.4%，同比降低10.6个百分点。期待公司财务状况的持续改善。

◆**大水电机组占比较低，增值税返还政策到期的负面影响较小**：财政部2014年下发的《关于大型水电企业增值税政策的通知》(财税[2014]10号)指出，水电增值税返还政策截至2017年底。公司仅有光照电站享受上述优惠政策，2017年公司增值税即征即退返还额仅占利润总额的2.4%，公司受增值税返还政策到期的负面影响较小。

◆**盈利预测与投资评级**：我们维持原盈利预测，预计公司2018-2020年的EPS分别为1.21、1.29、1.37元，对应PE分别为12、11、10倍。维持目标价15.76元，对应2018年13倍PE，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：来水低于预期导致发电量下降的风险，上网电价下调导致电力营收下降的风险等，水火发电权交易拖累公司营收的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,918	2,419	2,584	2,572	2,572
营业收入增长率	-29.0%	26.1%	6.8%	-0.5%	0.0%
净利润(百万元)	130	320	370	394	418
净利润增长率	-63.9%	147.2%	15.6%	6.4%	6.1%
EPS(元)	0.42	1.05	1.21	1.29	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.1%	13.6%	14.1%	13.9%	13.6%
P/E	33	13	12	11	10
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年08月21日

#### 增持(维持)

当前价/目标价：13.95/15.76元

目标期限：6个月

#### 分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)  
021-22169047

[wangwei2016@ebsec.com](mailto:wangwei2016@ebsec.com)

车玺(执业证书编号：S0930518010001)

[chexi@ebsec.com](mailto:chexi@ebsec.com)

#### 联系人

于鸿光

021-22169163

[yuhongguang@ebsec.com](mailto:yuhongguang@ebsec.com)

#### 市场数据

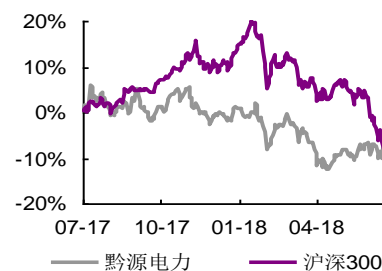
总股本(亿股)：3.05

总市值(亿元)：42.60

一年最低/最高(元)：13.72/17.00

近3月换手率：35.90%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.45	12.91	0.07
绝对	-4.31	-1.86	-10.61

资料来源：Wind

#### 相关研报

拥抱丰水期，6月发电量数据亮眼——黔源电力(002039.SZ)发电量数据点评

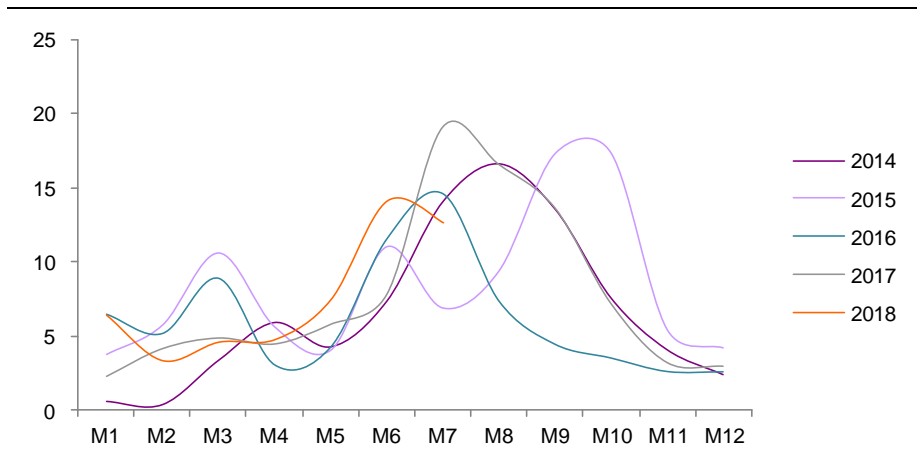
.....2018-07-03

扎根于贵州，弹性待释放

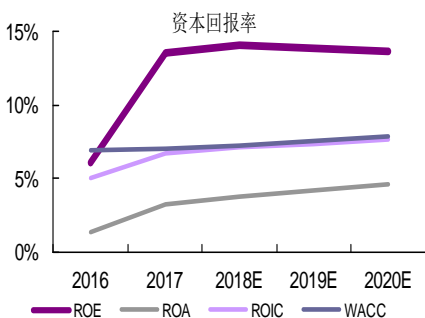
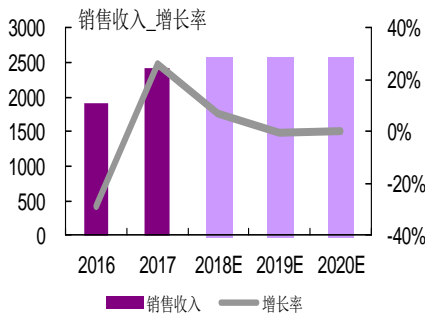
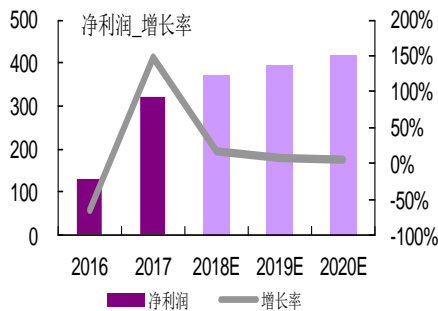
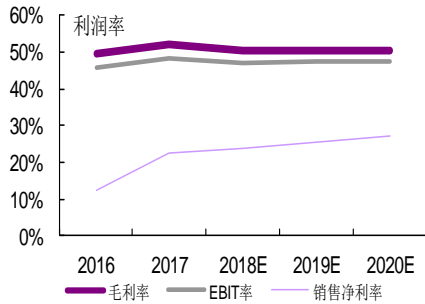
.....2017-11-01

## 1、附图

图 1：公司单月发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司官网，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,918</b>	<b>2,419</b>	<b>2,584</b>	<b>2,572</b>	<b>2,572</b>
营业成本	971	1,164	1,284	1,271	1,271
折旧和摊销	668	800	680	682	682
营业税费	30	39	42	42	42
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	45	40	42	42	42
财务费用	629	570	507	454	398
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>251</b>	<b>621</b>	<b>711</b>	<b>766</b>	<b>822</b>
<b>利润总额</b>	<b>269</b>	<b>619</b>	<b>709</b>	<b>764</b>	<b>820</b>
少数股东损益	110	223	247	263	279
<b>归属母公司净利润</b>	<b>130</b>	<b>320</b>	<b>370</b>	<b>394</b>	<b>418</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>17,486</b>	<b>17,134</b>	<b>16,606</b>	<b>15,920</b>	<b>15,238</b>
流动资产	703	882	934	929	929
货币资金	258	136	129	129	129
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	39	110	127	126	126
应收票据	380	619	661	658	658
其他应收款	1	1	1	1	1
存货	1	1	1	1	1
可供出售投资	19	19	19	19	19
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16,577	16,065	15,520	14,846	14,168
无形资产	42	42	41	39	38
<b>总负债</b>	<b>13,315</b>	<b>12,697</b>	<b>11,644</b>	<b>10,486</b>	<b>9,304</b>
无息负债	1,551	1,623	1,670	1,664	1,664
有息负债	11,764	11,074	9,973	8,822	7,640
<b>股东权益</b>	<b>4,171</b>	<b>4,437</b>	<b>4,962</b>	<b>5,434</b>	<b>5,934</b>
股本	305	305	305	305	305
公积金	1,277	1,304	1,304	1,304	1,304
未分配利润	546	747	1,026	1,234	1,456
少数股东权益	2,043	2,080	2,327	2,590	2,869

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,972</b>	<b>1,584</b>	<b>1,790</b>	<b>1,787</b>	<b>1,774</b>
净利润	130	320	370	394	418
折旧摊销	668	800	680	682	682
净营运资金增加	78	227	19	2	0
其他	1,096	237	721	709	674
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-371</b>	<b>-209</b>	<b>-97</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
净资本支出	-372	-210	-100	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	1	3	3	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,580</b>	<b>-1,497</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,790</b>	<b>-1,776</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-795	-690	-1,101	-1,151	-1,182
无息负债变化	176	72	48	-6	0
<b>净现金流</b>	<b>21</b>	<b>-123</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-28.96%	26.14%	6.81%	-0.48%	0.00%
净利润增长率	-63.94%	147.16%	15.61%	6.42%	6.09%
EBITDA 增长率	-32.57%	27.67%	-3.94%	0.19%	0.00%
EBIT 增长率	-39.18%	33.78%	3.61%	0.12%	0.00%
<b>估值指标</b>					
PE	33	13	12	11	10
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	13	10	10	10	9
EV/EBIT	23	17	15	15	14
EV/NOPLAT	25	19	18	17	17
EV/Sales	10	8	7	7	7
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	49.37%	51.91%	50.31%	50.58%	50.58%
EBITDA 率	80.55%	81.53%	73.33%	73.82%	73.82%
EBIT 率	45.72%	48.48%	47.03%	47.31%	47.31%
税前净利润率	14.04%	25.58%	27.45%	29.70%	31.88%
税后净利润率 (归属母公司)	6.76%	13.24%	14.33%	15.32%	16.26%
ROA	1.37%	3.17%	3.72%	4.13%	4.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.09%	13.59%	14.05%	13.86%	13.64%
经营性 ROIC	4.98%	6.69%	7.12%	7.39%	7.67%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.60	0.39	0.42	0.45	0.50
速动比率	0.60	0.39	0.42	0.45	0.50
归属母公司权益/有息债务	0.18	0.21	0.26	0.32	0.40
有形资产/有息债务	1.48	1.54	1.66	1.80	1.99
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.42	1.05	1.21	1.29	1.37
每股红利	0.50	0.30	0.61	0.65	0.68
每股经营现金流	6.46	5.19	5.86	5.85	5.81
每股自由现金流(FCFF)	3.25	4.57	5.30	5.65	5.62
每股净资产	6.97	7.72	8.63	9.31	10.04
每股销售收入	6.28	7.92	8.46	8.42	8.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	