

民生证券股份有限公司严家源,赵国利近期对黔源电力进行研究并发布了研究报告《2022年年报点评：Q4电量好于预期，业绩波动或因电价结算》，本报告对黔源电力给出买入评级，认为其目标价位为20.30元，当前股价为14.82元，预期上涨幅度为36.98%。

黔源电力(002039)

事件概述：3月29日，公司发布2022年度报告，报告期内实现营业收入26.13亿元，同比增长26.14%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润4.14亿元，同比增长65.02%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润4.17亿元，同比增长61.48%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利0.3元。

Q4水电电量表现好于预期，营收下降或因电价结算调整：4Q22，公司实现营业收入1.89亿元，同比下降22.7%，归母净利润亏损1.40亿元。但从电量表现看，4Q22公司水电出力提振，单季度完成发电量8.19亿千瓦时，同比增长11.8%。4Q22，公司光伏发电量1.35亿千瓦时，如果按照2022年光伏上网电价均值测算，实现营收约0.43亿元，扣除该板块收入后，单季剩余收入约1.46亿元，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水电平均上网电价约0.178元/千瓦时（不含税），同比下降约0.156元/千瓦时，考虑到Q4贵州省内电力供应紧张，电价调整可能性较小，四季度营收下降或受“西电东送”电价结算调整影响。但公司水电资产主要采用工作量法计提折旧，发电量增长推动营业成本增长导致单季度业绩亏损。

谨慎性原则下下调光伏电价：2022年，公司光伏电站发电量合计7.34亿千瓦时，其中，Q4完成发电量1.35亿千瓦时。按照相关政策，公司已投运光伏电站若在2020年底之前全容量并网发电，光照、马马崖、董箐三座光伏电站的补贴竞价申报上网电价分别为0.4128、0.4128、0.4193元/千瓦时。据公司年报披露，公司所属光伏电站实际为分批并网发电，基于谨慎性考虑，本年度公司在确认光伏电站电费收入时，董箐光伏电站并网电价补贴全部扣减，按照0.3515元/千瓦时确认电费收入，马马崖和光照光伏电站均按并网电价补贴降低0.02元/千瓦时处理，均按照0.3928元/千瓦时确认电费收入。公司全年光伏平均上网电价0.3628元/千瓦时，同比下降4.3分/千瓦时，光伏板块实现营收2.34亿元，如果按照2021年光伏平均上网电价测算，本年度光伏板块实现营收2.64亿元，较实际值高出约0.30亿元。

投资建议：公司Q4水电出力好于预期，全年业绩高增，Q4营收下降或因电价结算调整，短期扰动不影响公司长期发展。根据电量、电价、光伏装机变化，以及公司财务规划，调整对公司的盈利预测，预计23/24年EPS分别为1.45/1.60元（前值1.37/1.50元），新增25年EPS预测值1.75元，对应3月29日收盘价PE分别为10.5/9.5/8.7倍，参考可比公司估值水平，给予公司23年14倍PE估值，目标价20.30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。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，海通证券吴杰研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值为44.68%，其预测2023年度归属净利润为盈利4.8亿，根据现价换算的预测PE为9.44。

最新盈利预测明细如下：