

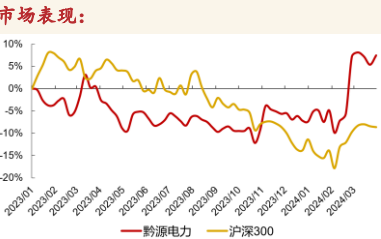
2024 年 04 月 01 日

买入（维持）

证券分析师  
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

研究支持

联系人  
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com



相关研究

股票数据：	2024 年 4 月 01 日
收盘价（元）	15.74
一年内最高/最低（元）	16.59/12.76
总市值（亿元）	67
基础数据：	2023 年 12 月 31 日
总股本（亿股）	4.28
总资产（亿元）	159.99
净资产（亿元）	38.17
每股净资产（元）	8.93
市净率 PB	1.76

# 黔源电力（002039.SZ）

——来水偏枯拖累业绩 现金流价值持续凸显

投资要点：

- 事件：公司发布 2023 年年度报告，全年实现归母净利润 2.65 亿元，同比下降 36.09%（经重述，此前已有业绩预告）；每股派发现金股利 0.19 元，合计派发现金红利 0.81 亿元，现金分红比例 30.68%。
- 受来水严重偏枯影响，公司 2023 年上半年盈利可比口径历史同期最低，下半年显著改善，但是难以弥补缺口。受来水严重偏枯影响，公司 2023 年全年水电发电量 61.26 亿千瓦时，同比减少 30.76%，处于近年来最低水平。整体水情前低后高态势明显，公司上半年归母净利润仅为 0.32 亿元，为 2015 年以来最低，下半年归母净利润 2.32 亿元，高于 2022 年同期的 0.98 亿元以及 2021 年同期的 1.21 亿元。
- 持续偿还本息贷款，资产负债率降至 60% 以下，全年财务费用同比减少 8000 万元。公司全年经营性现金流量净额 18.06 亿元，投资性现金流出 2.22 亿元，富余现金流绝大部分用于偿还本息贷款。全年取得借款收到现金 7.27 亿元，偿还债务支付现金 16.72 亿元，净偿还债务约 9.5 亿元，处于历年较高水平。通过偿还贷款以及低成本债务置换两种手段，公司 2023 年财务费用 3.36 亿元，同比减少约 8000 万元。截至 2023 年底，公司有息负债（短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债）合计约 80 亿元，资产负债率降至 58.56%，较 2022 年底减少 3.16 个百分点，已经处于水电行业较低水平。公告拟对未来年度到期高息存量贷款进行置换，涉及融资规模约 10 亿元，有望带动财务费用进一步下降。
- 经营性现金流量净额是更能体现水电公司价值的指标，公司的净现比处于水电板块首位。由于所在流域来水波动天然较大，公司归母净利润不稳定是压制公司估值的重要原因。但是从 DCF 模型出发，将折旧加回后，公司经营性现金流量净额的波动性远小于归母净利润。同行业对比来看，剔除投资收益的影响，定义经营性净现比=（经营性现金流量净额-财务费用）/（净利润-投资收益），黔源电力该指标远高于长江电力等龙头水电。公司净现比高的原因即度电折旧高，而度电折旧表征了净利润的失真程度。
- 继续看好公司现金流价值重估。从自由现金流 FCFF 折现模型以及 MM 定理来看，还债等价于分红。公司 2024 年资本性投资支出预算仅有 2.13 亿元（2023 年实际支出 2.22 亿元）如果认为公司遵循股东利益最大化原则，增量资本开支的全投资回报率不低于加权资本成本，那么直接对（经营性净现金流-财务费用）折现，即可得到公司股权价值的下限。在不考虑应收应付变化的情况下，（经营性净现金流-财务费用）近似等于（净利润+折旧），取近 5 年均值，再乘以公司水电资产加权平均权益占比，公司年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 7.5 亿元，以公司最新市值 68 亿计算，公司近 5 年年均“等效分红率”高达 11%。将水电公司视为永续资产，按照沪深 300 平均的 7% 股权折现率计算，公司合理市值超过 100 亿元。按照相对中性的 6% 折现率计算，公司合理市值可超过 120 亿元。
- 盈利预测与估值：我们维持预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.01、5.38 和 5.59 亿元，当前股价对应 PE 13、13、12。从 2023 年开始，低协方差行情从水电龙头扩散到包括核电在内的多个板块，“四水两核”（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核）股价走势整体趋同，均远远跑赢沪深 300。我们分析当前市场关于低协方差资产的重估尚未结束，公司有望受益于扩散行情，维持“买入”评级。
- 风险提示：公司电站所在流域来水天然波动较大；电价政策调整。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2613	1990	2712	2781	2840
同比增长率（%）	28.3%	-23.9%	36.3%	2.5%	2.1%
归母净利润（百万元）	414	265	501	538	559
同比增长率（%）	76.7%	-36.1%	89.0%	7.5%	3.8%
每股收益（元/股）	0.97	0.62	1.17	1.26	1.31
毛利率（%）	55.9%	51.6%	56.7%	56.7%	56.4%
ROE（%）	11.9%	6.8%	12.1%	12.1%	11.5%
市盈率			13	13	12

**表 1：公司利润表预测（百万元）**

	2020	2021	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2036	2613	1990	2712	2781	2840
营业收入	2036	2613	1990	2712	2781	2840
营业总成本	1499	1711	1452	1669	1638	1653
营业成本	942	1152	963	1173	1204	1237
税金及附加	24	31	23	31	32	33
销售费用						
管理费用	93	111	130	177	159	165
研发费用						
财务费用	440	418	336	287	243	219
其中：利息费用	450	425	339	289	245	221
减：利息收入	10	7	2	2	2	2
加：其他收益	7	2	2	2	2	2
投资净收益	-1	-5	-6			
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	-5	-6			
信用减值损失	-2	-1	-3			
资产处置收益		0	0			
营业利润	541	898	531	1046	1144	1188
加：营业外收入	5	0	2			
减：营业外支出	16	6	7			
利润总额	530	892	526	1046	1144	1188
减：所得税	104	127	77	151	166	172
净利润	426	765	450	894	979	1016
减：少数股东损益	191	351	185	394	440	457
归属于母公司所有者的净利润	234	414	265	501	538	559

资料来源：Wind，华源证券

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数