

2024年02月21日

# 黔源电力 (002039.SZ)

买入 (首次覆盖)

——水电板块最后洼地 看好低协方差行情扩散

## 证券分析师

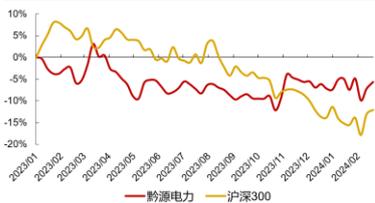
刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- **估值体系升级进行时, 看好低协方差行情扩散。**近年来, 以长江电力为代表的水电龙头走势超过市场预期, 我们认为超额收益主要来自低协方差资产重估, 折现率下降带动估值水平持续攀升。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, 但是同为水电的黔源电力表现却不尽人意。站在当前时点, 我们认为水电板块的低协方差资产重估尚未结束。通过多维对比可以发现, 公司的资产质量并不显著逊色于水电龙头, 目前估值水平处于水电板块的绝对洼地, 有望享受扩散行情。
- **小而美的区域水电公司, 华电集团唯一水电上市平台。**公司为华电集团唯一水电上市平台, 电力资产全部位于贵州, 资产负债表简洁清爽, 固定资产占总资产的比例超过 90%: 截至 2023 年底运水电总装机 323.1 万千瓦, 权益装机 182.8 万千瓦, 加权平均权益占比 56.5%; 同时依托水电资源发展水光一体化业务, 已投运光照、董箐、马马崖三个光伏项目合计装机 75 万千瓦, 在建镇宁坝草光伏一期 20 万千瓦。
- **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。
- **从现金流去向来看, 公司绝大部分自由现金流用于还债, 资本开支非常克制。**在现金流远好于净利润的背景下, 公司分红率较低 (2022 年 31%) 主要系过去几年保持了高强度还债节奏, 同时进行了大比例债务置换, 2016 年至今财务费用降幅超过 2 亿元, 成为公司最主要的利润增长点。公司资本开支非常克制, 仅在 2020 年双碳战略提出初期, 集中开发 75 万千瓦水光一体化项目, 公司 2023 年前三季度资本开支仅有 1.3 亿元, 2023 年 9 月底在建工程仅为 3.29 亿元。从自由现金流 FCFE 折现模型以及 MM 定理来看, **还债等价于分红**, 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 7.34 亿元, **以公司最新市值 60 亿计算, 公司近 5 年年均“等效分红率”高达 12.2%**。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, 公司合理市值即可超过 100 亿元。**按照相对中性的 6% 折现率计算 (考虑到来水波动性, 高于龙头水电), 公司合理市值可超过 120 亿元。**分子端来看, 贵州水电开发殆尽, 其他能源禀赋先天不足的问题格外突出, 电力供需趋紧有望为公司估值重塑提供基本面支撑。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 2.49 (业绩预告)、5.01、5.38 和 5.59 亿元, 当前股价对应 PE 24、12、11、11。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, 首次覆盖, 给予“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。

## 股票数据: 2024年2月20日

收盘价 (元)	14.07
一年内最高/最低 (元)	16.16/12.76
总市值 (亿元)	60
<b>基础数据: 2023年9月30日</b>	
总股本 (亿股)	4.28
总资产 (亿元)	166.4
净资产 (亿元)	66.62
每股净资产 (元)	8.98
市净率 PB	1.57

## 盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2036	2613	1913	2668	2753
同比增长率 (%)	-23.2%	28.3%	-26.8%	39.5%	3.2%
归母净利润 (百万元)	234	414	249	501	538
同比增长率 (%)	-47.1%	76.7%	-39.8%	100.9%	7.5%
每股收益 (元/股)	0.55	0.97	0.58	1.17	1.26
毛利率 (%)	53.7%	55.9%	49.9%	55.1%	55.0%
ROE (%)	7.3%	11.9%	6.6%	11.9%	11.7%
市盈率			24	12	11

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 2.49（业绩预告）、5.01、5.38 和 5.59 亿元，当前股价对应 PE 24、12、11、11。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，首次覆盖，给予“买入”评级。

按照权益现金流折现，在 7% 的保守折现率下，公司合理市值即可超过 100 亿元。在中性的 6% 折现率下，公司合理市值可超过 120 亿元，具有翻倍空间。在乐观的 5% 折现率下，公司合理市值接近 150 亿元，空间处于水电板块第一梯队。

### 关键假设

假设公司未来几年电价整体稳定，未来几年水电发电量参考 2018-2022 年均值水平（88.1 亿千瓦时），预计 2023-2026 年水电发电量分别为 61.3、86.8、88.1 和 88.1 亿千瓦时。

### 投资逻辑要点

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。为水电的黔源电力表现却不尽人意，虽然相较沪深 300 仍有相对收益，但是绝对收益为负。

我们认为站在当前时点，水电板块的低协方差资产重估尚未结束。本文主要通过多维对比的方式，论证公司的资产质量并不显著逊色于水电龙头，目前估值水平处于水电板块的绝对洼地，有望享受“四水两核”的扩散行情。

### 核心风险提示

公司电站所在流域来水天然波动较大；电价政策调整。

## 目录

---

引言：估值体系升级进行时 看好低协方差行情扩散 .....	6
1. 小而美的现金奶牛 净现比位列水电板块首位 .....	7
2. 水电板块的绝对洼地 供需趋紧提供基本面支撑 .....	13
3. 盈利预测及估值 .....	16

## 图表目录

图 1: 2023 年以来黔源电力与四水两核、沪深 300 走势对比.....	6
图 2: 截至 2023 年 9 月底公司股权结构.....	8
图 3: 公司电站分布图 (红色字体为公司旗下电站, 蓝色字体为乌江水电旗下电站)	8
图 4: 黔源电力归母净利润及现金流情况 (亿元) .....	9
图 5: 主要水电公司现金流/净利润情况.....	9
图 6: 主要水电公司折旧/营业收入.....	10
图 7: 主要水电公司水电利用小时.....	10
图 8: 主要水电公司净利率情况.....	10
图 9: 主要水电公司不考虑折旧的净利率情况 .....	10
图 10: 主要水电公司财务费用率 (财务费用/营业收入) .....	11
图 11: 黔源电力总负债与财务费用情况 (亿元) .....	11
图 12: 黔源电力偿还债务情况 (亿元) .....	11
图 13: 黔源电力资本开支情况 (亿元) .....	11
图 14: 主流水电公司 ROE 情况 (净利润/净资产) .....	13
图 15: 主流水电公司 (净利润+折旧)/净资产情况 .....	13
图 16: 黔源电力与主流水电公司 PB 对比.....	14
图 17: 贵州近年新增电源情况 (万千瓦) .....	15
图 18: 贵州近年火电、水电利用小时情况.....	15
表 1: 黔源电力电力装机情况 (万千瓦) .....	7
表 2: 黔源电力权益现金流计算 (亿元, 水电资产加权平均权益占比 56.5%) ..	12
表 3: 贵州、云南、四川发电量结构对比 (2023 年数据, 亿千瓦时) .....	14
表 4: 公司旗下电站上网电价情况 (元/千瓦时, 含税, 2019 年电价调整系增值税影响)	15
.....	
表 5: 主要水电公司 DCF 折现.....	16
表 6: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股, 长江电力来自华源证券预测, 其余来自 wind 一致预期) .....	16

表 7: 公司利润表预测 (百万元) .....	16
表 8: 公司资产负债表预测 (百万元) .....	17
表 9: 公司现金流量表预测 (百万元) .....	18

## 引言：估值体系升级进行时 看好低协方差行情扩散

近年来，以长江电力为代表的水电龙头走势超过市场预期，我们在 2024 年 1 月发布的报告《电力板块复盘与展望：关注低协方差组合》以及公司深度《长江电力：低协方差资产重估 水电龙头的预期差与底层逻辑》中均有系统性阐述。

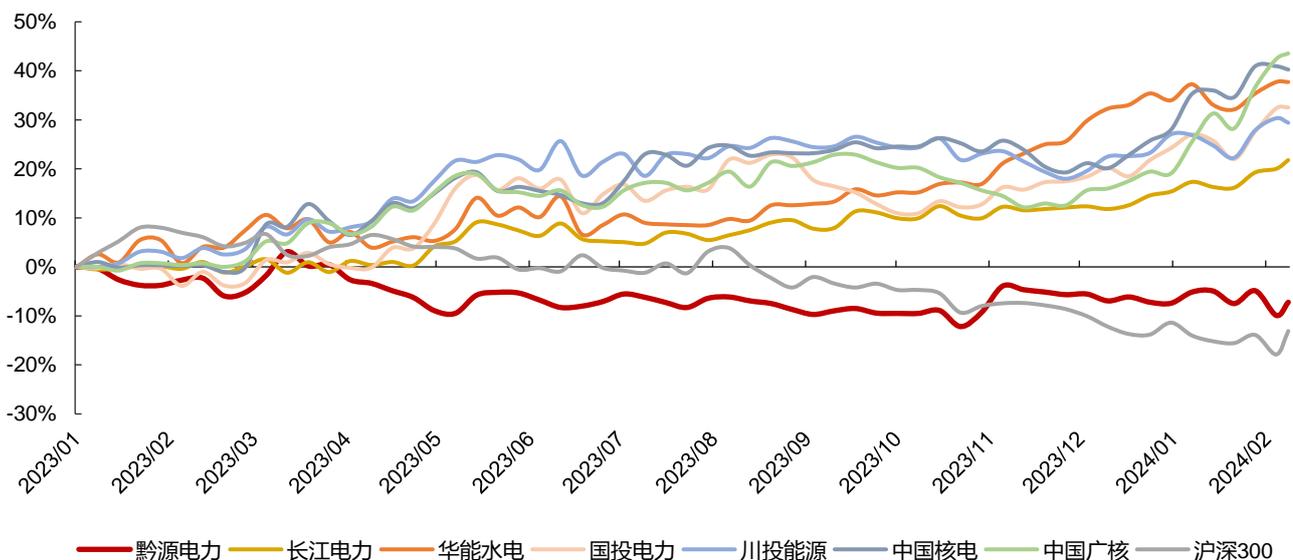
简而言之，我们认为水电板块盈利模型过于透明，分子端很难有持续的预期差，财务费用下降、投资收益增长、折旧到期等固然可以带来业绩增长，但是无法提供超额收益。

**水电板块的超额收益来自低协方差资产重估，折现率下降带动估值水平持续攀升。**

首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，减少了大部分管理层风险。因此，水电的特性就是“全方位的低协方差”，市场此前并没有对该属性充分定价。当外部环境发生变化时，很多市场原本认为的“低风险、高增长”资产逐渐掉队，水电龙头的低协方差属性逐渐凸显。

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。然而，同为水电的黔源电力表现却不尽人意，虽然相较沪深 300 仍有相对收益，但是绝对收益为负，显然未受到“低协方差行情”的垂青。

图 1：2023 年以来黔源电力与四水两核、沪深 300 走势对比



资料来源：wind，华源证券

我们分析原因包括两方面：其一，低协方差资产重估本质上是分母端逻辑，更多通过大资金的配置潮流实现，因此往往是先涨大票，小票需要等大票涨完后提供“估值锚”。

其二，长期以来，由于业绩波动大，且所在流域并非知名大河，黔源电力并不在主流水电投资者的视野中，市场对公司存在一定偏见。

本文主要通过多维对比的方式，证明黔源电力的资产质量并不显著逊色于水电龙头，目前估值水平处于水电板块的绝对洼地，有望享受“四水两核”的扩散行情。

## 1. 小而美的现金奶牛 净现比位列水电板块首位

从股票简称即可看出，公司电力资产全部位于贵州，分布于三岔河（乌江支流）、北盘江（珠江支流）、芙蓉江（乌江支流）三个流域上。截至 2023 年底，公司在运水电总装机 323.1 万千瓦，权益装机 182.8 万千瓦，加权平均权益占比 56.5%，其中最核心的资产为北盘江三个电站（光照 100 万千瓦、董箐 88 万千瓦、马马崖 55.8 万千瓦，权益占比 51%）。

同时，公司依托水电资源发展水光互补项目，2020 年以来与贵州关岭、镇宁、晴隆、六盘水市水城区签订合作协议，合计规划建设光伏规模 5.3GW。目前已围绕龙头电站投运光照、董箐、马马崖三个光伏项目合计装机 75 万千瓦（均为 2021 年投产），在建镇宁坝草光伏一期 20 万千瓦。

表 1：黔源电力电力装机情况（万千瓦）

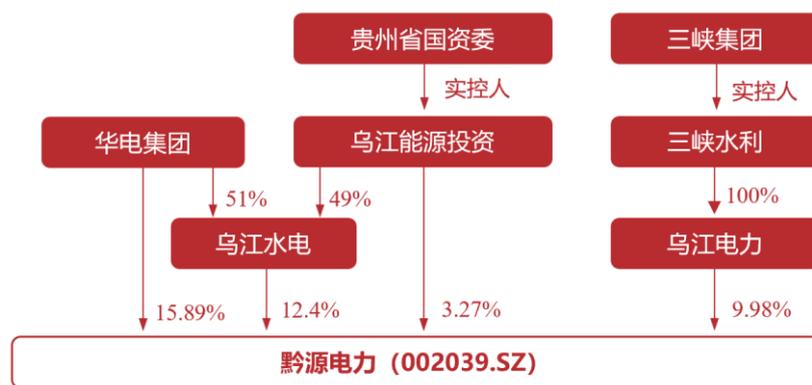
状态	电站	流域	持股比例	总装机	权益装机
在运	普定电站	三岔河	100%	8.4	8.4
在运	引子渡电厂	三岔河	100%	36	36
在运	善泥坡电厂	北盘江	30%	18.6	5.6
在运	光照电厂	北盘江	51%	104	53.0
在运	马马崖电厂	北盘江	51%	55.8	28.5
在运	董箐电厂	北盘江	51%	88	44.9
在运	鱼塘电站	芙蓉江	52%	7.5	3.9
在运	清溪电站	芙蓉江	52%	2.8	1.5
在运	牛都电站	芙蓉江	52%	2	1.04
水电合计				323.1	182.8
在运	光照水光互补	北盘江	51%	30	15.3
在运	董箐水光互补	北盘江	51%	15	7.65
在运	马马水光互补	北盘江	51%	30	15.3
在建	镇宁坝草光伏一期		100%	20	20
光伏合计				95	58.25

资料来源：公司公告，华源证券研究

**股权结构分散，大股东持股比例低于 30%。**截至 2023 年 9 月底，华电集团直接持股 15.89%，通过乌江水电间接持股 12.40%，合计持股 28.29%；三峡水利（背后是三峡集团）通过乌江电力持股 9.98%；乌江能源投资（背后是贵州省国资委）持股 3.27%。

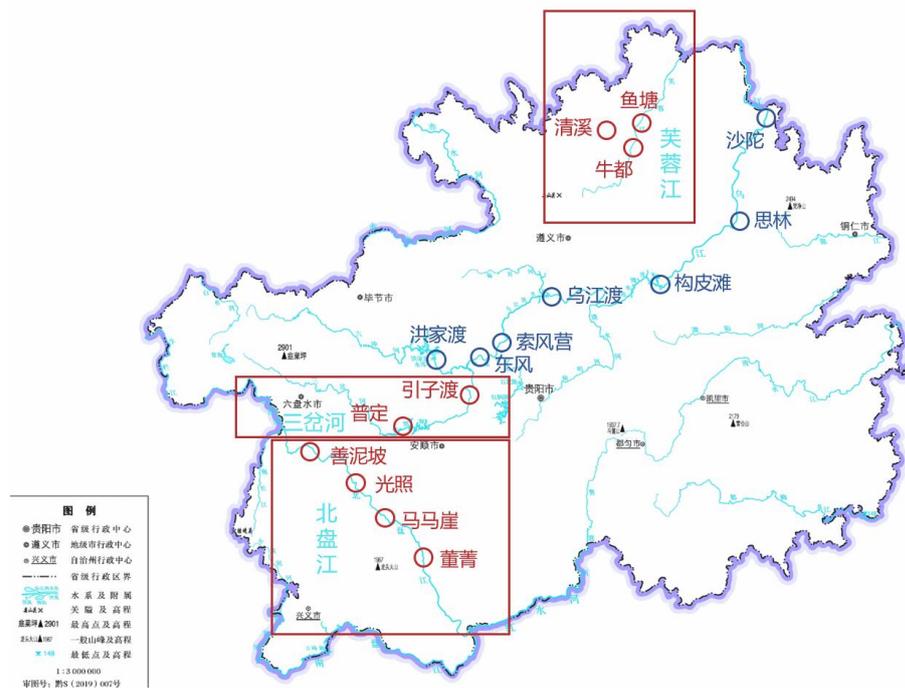
注：乌江水电由华电集团持股 51%，贵州省国资委持股 49%，总装机容量 1552 万千瓦。其中，水电 869.5 万千瓦，分别为洪家渡 60 万千瓦、东风 69.5 万千瓦、索风营 60 万千瓦、乌江渡 125 万千瓦、构皮滩 300 万千瓦、思林 105 万千瓦、沙沱 112 万千瓦、清水河 35 万千瓦；火电 450 万千瓦，分别为大龙 60 万千瓦、大方 120 万千瓦、塘寨 120 万千瓦、桐梓 120 万千瓦、毕节 30 万千瓦；新能源 232.5 万千瓦。

图 2：截至 2023 年 9 月底公司股权结构



资料来源：公司公告，华源证券

图 3：公司电站分布图（红色字体为公司旗下电站，蓝色字体为乌江水电旗下电站）

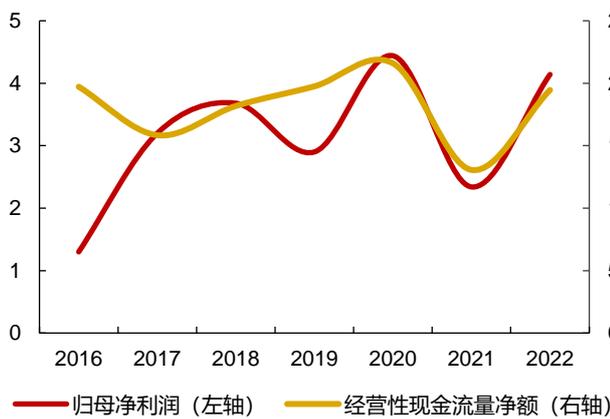


资料来源：公司公告，华源证券

由于河流本身较小、旗下电站非同一流域（无法联合调度）等因素影响，公司归母净利润波动较大，成为压制公司估值水平的核心因素。但是从盈利模型来看，水电站最主要的成本是折旧，而我国水电公司的折旧计提额普遍失真（部分出于抵税考虑，如大坝可近似视为永续资产，折旧一般按照40年寿命计提；水轮机组可使用30年，折旧一般按照15-20年寿命）。由于折旧已经是沉没成本，**经营性现金流是更能体现水电公司价值的指标。**

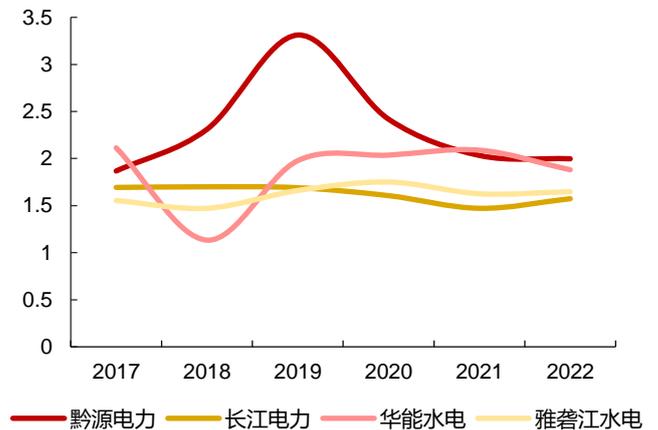
如图4所示，将折旧加回后，**公司经营性现金流量净额的波动性远小于归母净利润**（2021年现金流下滑较大主要系应收款项增多，该笔款项目前已经收回）。从权益所有者的角度出发，同时剔除投资收益的影响，**定义经营性净现比=（经营性现金流量净额-财务费用）/（净利润-投资收益），黔源电力该指标远高于长江电力等龙头水电。**

图4：黔源电力归母净利润及现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券

图5：主要水电公司现金流/净利润<sup>1</sup>情况



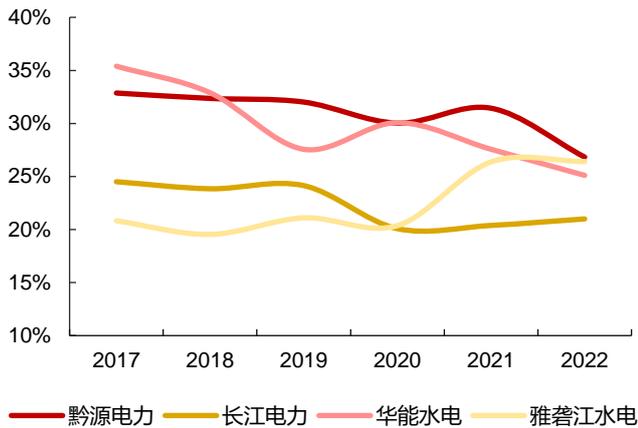
资料来源：公司公告，华源证券

**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。**从折旧占营业收入的比值来看，如图6所示，黔源电力长期在30%以上，目前处于水电板块首位。对比之下，长江电力仅为20%左右；华能水电“十三五”前期较高主要受云南省电力供需过剩，电价较低影响，随着电价回升，近年来折旧占比也在持续降低；雅砻江水电2021-2022年折旧占比飙升，主要系两河口、杨房沟电站投产，但是蓄水尚未完成、发电量较低所致。

**进一步探究，黔源电力折旧占比高的底层原因是利用小时低。**在电站单位装机造价相仿甚至略低的背景下，如图7所示，黔源电力旗下水电站近年平均利用小时不足3000小时，而长江电力等龙头水电均在4000小时以上，发电量低使得公司每度电分摊的折旧更多。

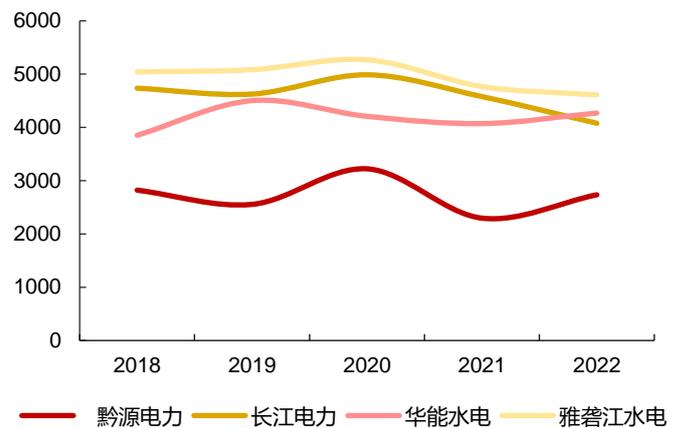
<sup>1</sup> 从权益所有者的角度出发，同时剔除投资收益的影响，图2指标采用（经营性现金流量净额-财务费用）/（净利润-投资收益）

图 6：主要水电公司折旧/营业收入



资料来源：公司公告，华源证券

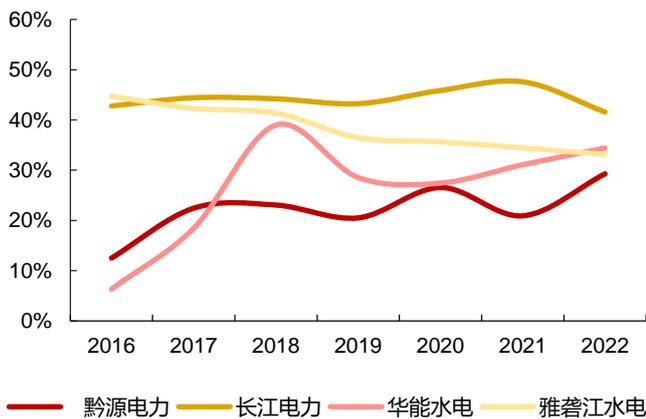
图 7：主要水电公司水电利用小时



资料来源：公司公告，华源证券

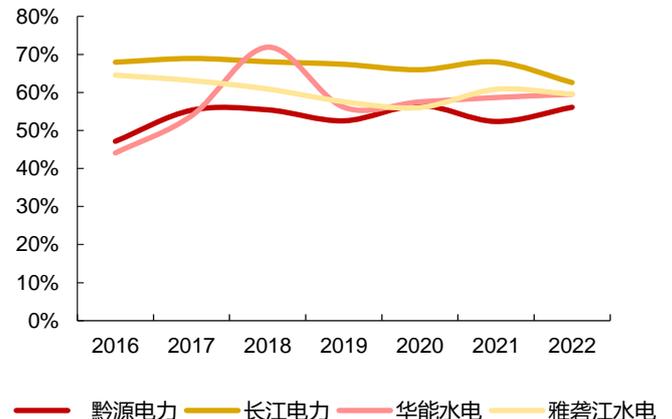
因此，就利润表来看，如图 8 所示，公司的表观利润率（净利润/营业收入）在主流水电公司中处于末尾。但是从更贴近 DCF 估值的角度看，如果不考虑基于沉没成本的折旧，如图 9 所示，用（净利润+折旧）/营业收入代替会计利润率，公司虽然仍略逊于龙头水电，但是已经不存在量级差距。

图 8：主要水电公司净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券

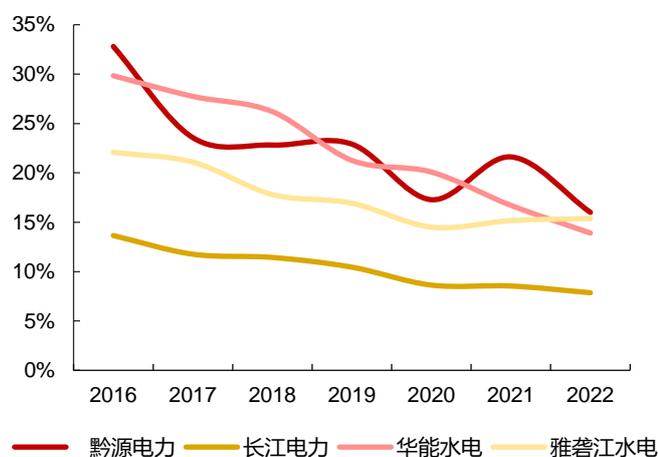
图 9：主要水电公司不考虑折旧的净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券

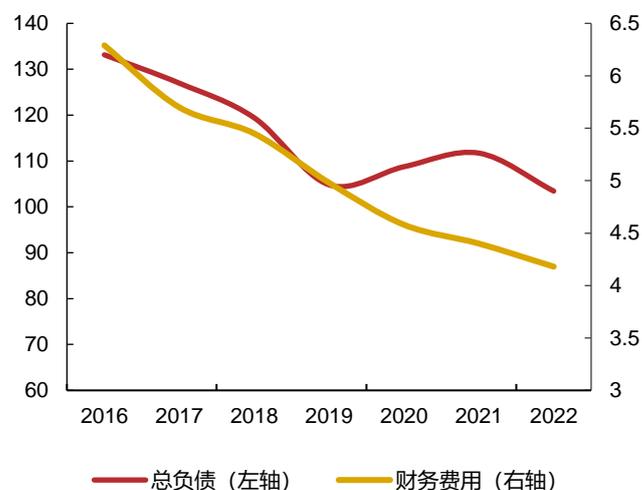
公司净利率偏低的另一个原因是财务费用率偏高。如图 10 所示，虽然公司近年来通过持续还债，财务费用率快速下降，且下降斜率远胜长江电力、雅砻江水电，但是绝对值仍高于龙头水电。然而，从图 11 来看，公司近年来财务费用的降幅远大于总负债的降幅，尤其是 2020-2021 年，公司开发水光互补项目导致总负债增加，财务费用不升反降，2016 年至今降幅超过 2 亿元，成为最主要的利润增长点。

图 10：主要水电公司财务费用率（财务费用/营业收入）



资料来源：公司公告，华源证券

图 11：黔源电力总负债与财务费用情况（亿元）



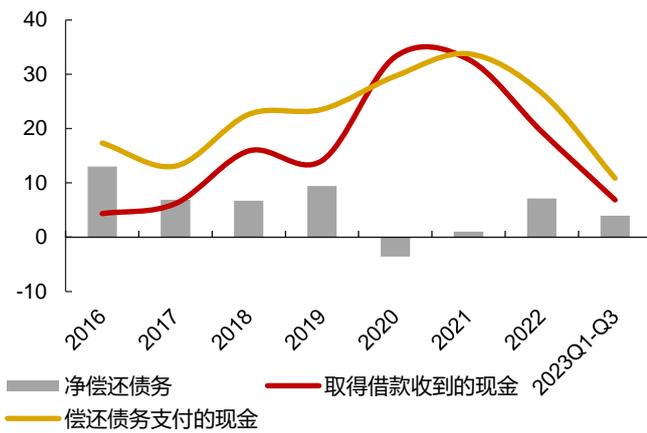
资料来源：公司公告，华源证券

**财务费用加速下降的原因是低成本债务置换。**就现金流去向而言，公司过去几年绝大部分自由现金流都用于还债，但是从筹资性现金流结构来看，如图 12 所示，公司长期维持了“大进大出”的态势，通过低成本债务置换高成本债务，带动财务费用加速下降。在早期高利率时代，低成本融资能力往往是行业龙头专利，近年来随着利率下行，“旧时王谢堂前燕”，也开始“飞入寻常百姓家”。

**资本开支非常克制，2023 年 9 月底在建工程仅为 3.29 亿元。**相比大手笔还债，公司在增量资本开支方面非常克制，仅在 2020 年双碳战略提出初期，集中开发 75 万千瓦水光一体化项目（2021 年投产）。受新能源消纳问题及现货市场风险影响，如图 13 所示，公司 2023 年前三季度用于构建固定资产的资本开支仅有 1.3 亿元，2023 年 9 月底在建工程仅为 3.29 亿元，重视股东回报，资本开支非常克制。

图 12：黔源电力偿还债务情况（亿元）

图 13：黔源电力资本开支情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券



资料来源：公司公告，华源证券

### 从自由现金流 FCFF 折现模型以及 MM 定理来看：

$$\text{股权价值 (FCFF 法)} = \text{对自由现金流折现} - \text{债务余额} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r_{wacc})^t} - \text{债务余额}$$

其中， $FCFF_t$  为企业经营层面产生的现金流净额，加权资本成本  $r_{wacc}$  取决于企业经营层面的风险，均与资本结构无关，因此资本结构不影响企业整体价值，股权价值等于企业整体价值减去债务余额。按照该等式，还债和分红对股权价值的影响是一样的，**即还债等价于分红**，只不过前者的途径是减少财务费用，增加未来利润；后者是直接产生当期回报。

**同理，资本开支需要满足全投资回报率大于等于加权资本成本，否则将减损企业价值。**如果我们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），公司 2018-2022 年 5 年均值为 13 亿元，按照公司水电资产 56.5% 的加权平均权益占比计算，公司年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 7.34 亿元，以公司 2024 年 2 月 8 日最新市值 59 亿计算，**公司近 5 年年均“等效分红率”高达 12.4%。**

表 2：黔源电力权益现金流计算（亿元，水电资产加权平均权益占比 56.5%）

	2018	2019	2020	2021	2022	5 年均值
净利润	5.51	4.46	7.04	4.26	7.65	5.78
折旧	7.73	6.96	7.96	6.40	7.01	7.21
净利润+折旧	13.24	11.42	15.00	10.66	14.66	13.00
归属于权益所有者的部分	7.48	6.45	8.48	6.02	8.28	<b>7.34</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究

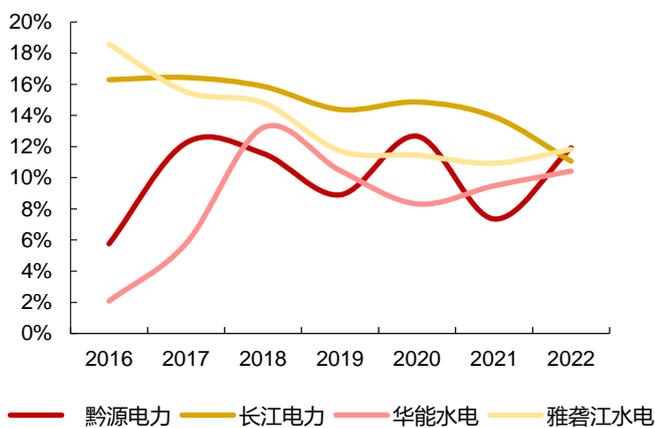
## 2. 水电板块的绝对洼地 供需趋紧提供基本面支撑

从绝对估值的角度看，如上述计算，公司近 5 年年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 7.34 亿元，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，公司合理市值即可超过 100 亿元（在长江电力深度报告中，我们强调水电拥有全方位低协方差属性，折现率理应低于市场均值，我们建议给予龙头水电 5% 折现率）。按照相对中性的 6% 折现率计算（考虑到来水波动性，高于龙头水电），公司合理市值可超过 120 亿元。

从相对估值的角度看，PB-ROE 框架可以作为水电公司的估值参考，单纯就会计 ROE 而言，公司落后水电龙头的幅度已经较为有限（2022 年 ROE 反超主要系公司所在流域来水偏丰，而龙头水电所在流域来水普遍偏枯，具有一定的偶然性）。从更贴近现金流的“修正 ROE”（净利润+折旧）/净资产来看，公司近年反而高于龙头水电。

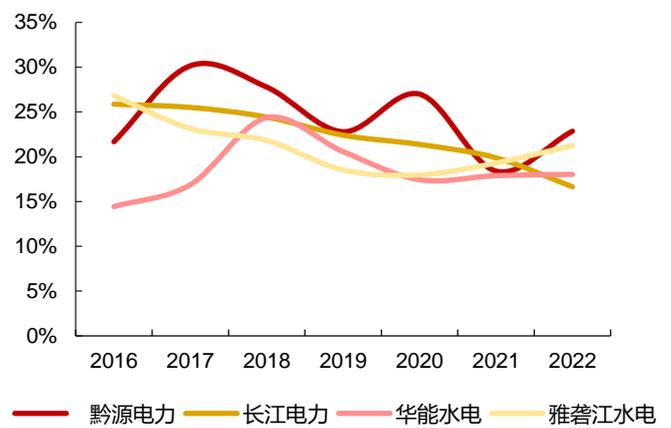
在利用小时大幅落后的背景下，会计 ROE 落后有限、“修正 ROE”反超主要系公司资产负债表更为清爽，2022 年底固定资产占总资产的比例超过 90%。相比之下，长江电力有大量股权投资，多为从二级市场直接购买，ROE 等于购买 PE 的倒数；雅砻江水电和华能水电有大量在建工程，拖累了分母（净资产），却没有贡献分子（净利润）。

图 14：主流水电公司 ROE 情况（净利润/净资产）



资料来源：公司公告，华源证券

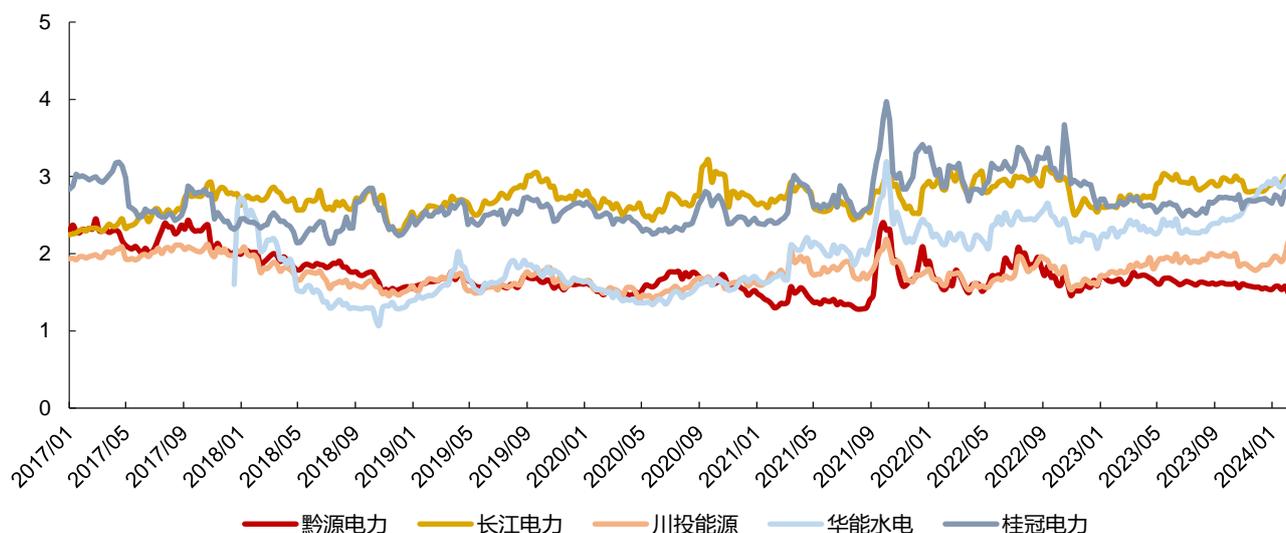
图 15：主流水电公司（净利润+折旧）/净资产情况



资料来源：公司公告，华源证券

由此，我们分析即便在 PB-ROE 框架下，公司 PB 估值水平也不应该过度偏离龙头水电。但是如图 16 所示，公司 PB 在主要水电公司（剔除火电占比较高的国投电力）仍处于最低位，甚至 2022 年以来呈下降趋势，最新数据仅有 1.54 倍，而长江电力、华能水电均在 3 倍左右，桂冠电力达到 2.7 倍，川投能源达到 2.2 倍，亦有大幅提升空间。

图 16: 黔源电力与主流水电公司 PB 对比



资料来源: wind, 华源证券

此外，龙头水电的看好逻辑在黔源电力上全部适用。首先，河流无论大小，降雨均与宏观经济脱钩，构成公司低协方差资产的底色，无需赘述。其次，水电电价最主要的安全垫在于水电是终端同质化商品中的低成本供给，该条在黔源电力上反而更适用。

虽然水电在全国发电量结构中的占比仅约 15%，但是当前我国全国性电力市场尚未建立健全，区域供需格局分析更为重要。相比四川、云南，贵州并非水电大省，水电占省内总发电量的比例仅有 18%，高成本火电占比达到 71.2%；而四川、云南水电发电量占比分别达到 77.5%和 74.2%，尤其是夏季丰水期，水电甚至可以覆盖全部用电需求。

表 3: 贵州、云南、四川发电量结构对比 (2023 年数据, 亿千瓦时)

	总发电量	水电	水电占比	火电	火电占比	风电	风电占比	光伏	光伏占比
贵州	2403	432	18.0%	1711	71.2%	125	5.2%	136	5.7%
四川	4983	3863	77.5%	900	18.1%	167	3.4%	52	1.0%
云南	4151	3079	74.2%	647	15.6%	288	6.9%	137	3.3%

资料来源: 中电联, 华源证券研究

从电价水平来看，贵州水电市场化程度较低，公司旗下电站仍然执行核准电价。公司近年来电价保持平稳，2019 年变动主要系增值税调整影响，参加“西电东送”的部分电量结算电价在批复电价基础上扣减 0.0276 元/千瓦时执行，公司最新加权平均电价在 0.3 元/千瓦时左右，绝对值与其他大型水电公司相当。但是对比同区域内其他电源，贵州煤电基准电价为 0.3515 元/千瓦时，且目前贵州煤电仍处于普遍亏损状态，为整体电价提供支撑。如果水电市场化改革进一步推进，电价存在上涨空间。

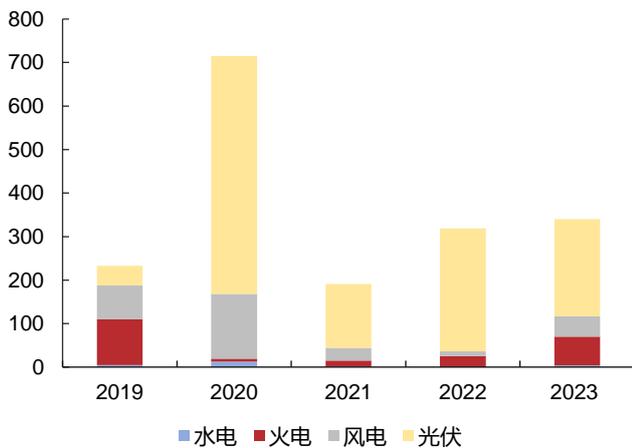
**表 4：公司旗下电站上网电价情况（元/千瓦时，含税，2019 年电价调整系增值税影响）**

电站	2016	2017	2018	2019H1	2019H2	2020	2021	2022
普定	0.292	0.292	0.292	0.292	0.2848	0.2848	0.2848	0.2848
引子渡	0.277	0.277	0.298	0.298	0.29	0.29	0.2901	0.2901
光照	0.313	0.313	0.313	0.313	0.3049	0.3049	0.3049	0.3049
董箐	0.326	0.326	0.326	0.326	0.3176	0.3176	0.3176	0.3176
马马崖	0.353	0.353	0.326	0.326	0.3176	0.3176	0.3176	0.3176
善泥坡	0.267	0.267	0.292	0.292	0.2848	0.2848	0.2848	0.2848
鱼塘	0.272	0.272	0.272	0.272	0.272	0.272	0.2654	0.2654
清溪	0.274	0.274	0.274	0.274	0.2744	0.2744	0.2744	0.2744
牛都	0.259	0.259	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26

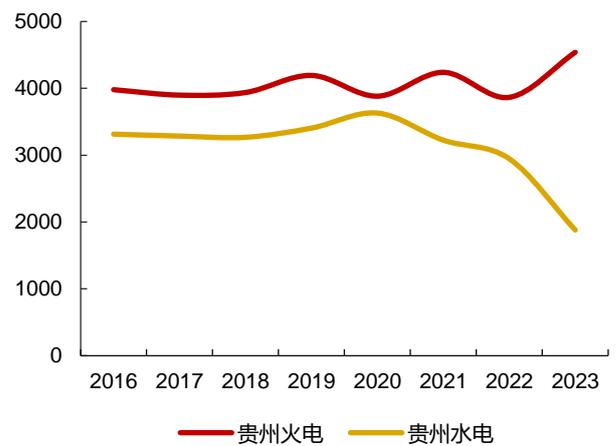
资料来源：公司公告，华源证券研究

从供需格局来看，西南地区水电开发殆尽、缺乏优质煤炭资源、风光先天禀赋不足的问题在贵州同样突出。近 5 年（2019-2023 年）贵州几乎没有新增水电机组，新增火电机组仅约 200 万千瓦，其余均为难以支撑高峰负荷的新能源，量级也极为有限。

受此影响，贵州火电利用小时呈震荡上行态势，2023 年增长至 4540 小时，虽有来水偏枯因素，供需趋紧仍是主因。近年来贵州缺电新闻频上报端，如 2022 年 12 月贵州电网发布通知称“11 月底以来，全省气温骤降，用电量迅速攀升，受高热值煤不足影响，在电力外送降至最低水平的情况下，**水电被迫超发满足省内电力供应需求**”。我们分析贵州电力供需趋紧有望为公司估值重塑提供基本面支撑。

**图 17：贵州近年新增电源情况（万千瓦）**


资料来源：中电联，华源证券

**图 18：贵州近年火电、水电利用小时情况**


资料来源：中电联，华源证券

### 3. 盈利预测及估值

假设公司未来几年电价整体稳定，未来几年水电发电量参考 2018-2022 年均值水平（88.1 亿千瓦时），预计 2023-2026 年水电发电量分别为 61.3、86.8、88.1 和 88.1 亿千瓦时。预测公司 2023-2026 年归母净利润分别为 2.49（业绩预告）、5.01、5.38 和 5.59 亿元，当前股价对应 PE 24、12、11、11。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，首次覆盖，给予“买入”评级。

如第二章计算，按照权益现金流折现，在 7% 的保守折现率下，公司合理市值即可超过 100 亿元。在中性的 6% 折现率下，公司合理市值可超过 120 亿元，具有翻倍空间。在乐观的 5% 折现率下，公司合理市值接近 150 亿元，空间处于水电板块第一梯队。

表 5：主要水电公司 DCF 折现

	净利润 中枢	折旧 中枢	净利润 +折旧	权益 占比	归母权益 现金流	6%折现率 下目标市值	5%折现率 下目标市值	当前 市值	6%折现率 下空间	5%折现率 下空间
长江电力	330	200	530	100%	530	8833	10600	6142	43.8%	72.6%
华能水电	85	53	138	92%	127	2116	2539	1638	29.2%	55.0%
桂冠电力	35	20	55	80%	44	733	880	452	62.2%	94.7%
黔源电力	5.78	7.21	13	56.4%	7.33	122	147	60	103.6%	144.3%

资料来源：公司公告，华源证券研究。注：将水电公司视为永续资产，忽略应收应付变化，用净利润+折旧代表权益现金流，直接对归母权益现金流折现，目标市值等于归母权益现金流中枢/折现率

表 6：公用事业重点公司估值表（元，元/股，长江电力来自华源证券预测，其余来自 wind 一致预期）

板块	代码	简称	收盘价 2024/2/20	EPS			PE			PB (lf)
				23E	24E	25E	23E	24E	25E	
水电	600900.SH	长江电力	25.54	1.12	1.39	1.46	23	18	17	3.08
	600025.SH	华能水电	9.36	0.43	0.48	0.48	22	20	20	3.15
	600886.SH	国投电力	14.79	0.90	1.04	1.14	16	14	13	2.08
	600236.SH	桂冠电力	5.78	0.15	0.36	0.38	39	16	15	2.77
	600674.SH	川投能源	16.18	0.96	1.11	1.18	17	15	14	2.03
		平均值					23	17	16	2.62
	002039.SZ	黔源电力	14.07	0.58	1.17	1.26	24	12	11	1.57

资料来源：Wind，华源证券

**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。

表 7：公司利润表预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2651	2036	2613	1913	2668	2753	2814
营业收入	2651	2036	2613	1913	2668	2753	2814

营业总成本	1830	1499	1711	1394	1625	1631	1648
营业成本	1268	942	1152	959	1198	1240	1278
税金及附加	34	24	31	23	31	32	33
销售费用							
管理费用	70	93	111	81	114	121	124
研发费用							
财务费用	458	440	418	331	281	237	213
其中：利息费用	462	450	425	339	289	245	221
减：利息收入	4	10	7	7	7	7	7
加：其他收益	1	7	2	2	2	2	2
投资净收益	5	-1	-5				
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		0	-5				
信用减值损失	1	-2	-1				
资产处置收益			0				
营业利润	827	541	898	520	1046	1124	1168
加：营业外收入	6	5	0				
减：营业外支出	5	16	6				
利润总额	828	530	892	520	1046	1124	1168
减：所得税	124	104	127	74	148	160	166
净利润	704	426	765	447	897	964	1002
减：少数股东损益	261	191	351	197	397	426	443
归属于母公司所有者的净利润	444	234	414	249	501	538	559

资料来源：Wind，华源证券

**表 8：公司资产负债表预测（百万元）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产：</b>							
货币资金	163	238	226	24	294	481	717
应收票据及应收账款	123	76	46	46	46	46	46
应收票据	105						
应收账款	18	76	46				
应收款项融资	142	344	522	522	522	522	522
预付款项	0	2	2	2	2	2	2
其他应收款	7	7	4	4	4	4	4
其他应收款	7	7	4				
存货	0	0	0				
其他流动资产	46	49	82	82	82	82	82
流动资产合计	481	715	881	679	950	1136	1373
<b>非流动资产：</b>							
其他权益工具投资	7	7	9	9	9	9	9
长期股权投资	29	28	23	23	23	23	23
投资性房地产	63	59	55	55	55	55	55
固定资产(合计)	14054	15755	15203	15377	15353	15262	15148
固定资产	14054	15755	15203	15377	15353	15262	15148

在建工程(合计)	1677	36	405	405	405	405	405
在建工程	1677	36	405				
使用权资产		137	139	139	139	139	139
无形资产	35	32	34	34	34	34	34
递延所得税资产	4	12	11	11	11	11	11
其他非流动资产	82	186					
非流动资产合计	15951	16253	15879	16053	16029	15938	15824
资产总计	16432	16968	16761	16732	16979	17075	17197
流动负债:							
短期借款	1630	860		0	0	0	0
应付票据及应付账款	311	564	458	458	458	458	458
应付职工薪酬	7	2	2	2	2	2	2
应交税费	288	285	225	225	225	225	225
其他应付款(合计)	159	86	105	105	105	105	105
应付利息	11						
应付股利	0						
其他应付款	149	86	105				
一年内到期的非流动负债	1221	868	1585	1585	1585	1585	1585
流动负债合计	3617	2664	2376	2376	2376	2376	2376
非流动负债:							
长期借款	7241	8003	7452	7052	6552	5952	5352
租赁负债		116	107	107	107	107	107
长期应付款		371	394	394	394	394	394
预计负债	4	4	4	4	4	4	4
递延所得税负债	5	5	4	4	4	4	4
递延收益-非流动负债	8	10	8	8	8	8	8
非流动负债合计	7258	8509	7969	7569	7069	6469	5869
负债合计	10875	11172	10345	9945	9445	8845	8245
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	305	305	428	428	428	428	428
资本公积金	1144	1144	1022	1022	1022	1022	1022
其它综合收益		1	2	2	2	2	2
专项储备			1	1	1	1	1
盈余公积金	240	252	270	270	270	270	270
未分配利润	1489	1602	1953	2128	2478	2747	3027
归属于母公司所有者权益合计	3179	3304	3676	3850	4201	4470	4749
少数股东权益	2379	2492	2740	2938	3334	3760	4203
所有者权益合计	5558	5795	6416	6788	7535	8230	8953

资料来源: Wind, 华源证券

**表 9: 公司现金流量表预测 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量:							
销售商品、提供劳务收到的现金	3009	2121	2821	1913	2668	2753	2814

收到的税费返还		3	211				
收到其他与经营活动有关的现金	25	24	36	2	2	2	2
经营活动现金流入(金融类)				7	7	7	7
经营活动现金流入小计	3034	2149	3068	1922	2678	2762	2824
购买商品、接受劳务支付的现金	111	104	169	418	474	489	504
支付给职工以及为职工支付的现金	183	214	240	81	114	121	124
支付的各项税费	562	489	680	96	180	192	199
支付其他与经营活动有关的现金	17	36	33	0	0	0	0
经营活动现金流出小计	873	843	1122	596	768	802	827
经营活动产生的现金流量净额	2160	1306	1946	1326	1910	1960	1997
投资活动产生的现金流量:							
取得投资收益收到的现金	4						
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4	0	0				
收到其他与投资活动有关的现金	0		0				
投资活动现金流入小计	8	0	1	0	0	0	0
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1796	554	673	714	700	660	660
投资支付的现金	7						
支付其他与投资活动有关的现金	1						
投资活动现金流出小计	1804	554	673	714	700	660	660
投资活动产生的现金流量净额	-1796	-554	-673	-714	-700	-660	-660
筹资活动产生的现金流量:							
取得借款收到的现金	3325	3274	1942				
收到其他与筹资活动有关的现金		395	39				
筹资活动现金流入小计	3325	3669	1981	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	2967	3377	2654	400	500	600	600
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	653	650	577	414	439	514	500
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润	115	79	115				
支付其他与筹资活动有关的现金	69	319	36				
筹资活动现金流出小计	3689	4347	3267	814	939	1114	1100
筹资活动产生的现金流量净额差额(合计平衡项目)							
筹资活动产生的现金流量净额	-364	-678	-1286	-814	-939	-1114	-1100

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 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@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