

# FCFE 或迎拐点，分红能力有望增强的贵州小水电

华泰研究

2025 年 1 月 27 日 | 中国内地

首次覆盖

发电

首次覆盖黔源电力给予“买入”评级，目标价 16.47 元(基于 18.5x 2025-2026 年平均 PE)。黔源电力是华电集团旗下在贵州唯一水电上市公司，水电站执行核准电价，电价水平较为稳健，短期来水修复或带来较高利润弹性，长期折旧/财务费用下降将促使盈利能力提升。建议关注公司自 2025 年理论分红能力提升可能带来的估值重塑。

## 基本面：短期来水或迎来修复，长期盈利能力有望增强

公司各水电站上网电价采用核准电价，暂无市场化交易，相对其他水电公司电价更为稳定。考虑 2023/2024 年公司水电站来水处于周期底部，我们预期 2025-2026 年公司水电发电量或将修复，从而带来较高利润弹性。长期维度，我们推算公司 2026-2027 年牛都/马马崖/善泥坡机器设备折旧将陆续到期，有望推动 2027E 公司水电毛利率较 2025E 提升 7.0pp 至 58%。2023 年公司财务费用较 2019 年下降 32.4%，随着公司有息负债逐渐消减以及综合贷款利率下行，公司水电财务费用或持续减少，盈利能力有望进一步增强。

## 催化：有息负债偿还和资本开支高峰度过，分红能力有望提升

公司分红比例在过去 10 年的多数年份为 30%左右，较可比公司的 50%-70% 显著偏低，主要系在资本开支和债务偿还压力下，公司可供分配现金流不足。考虑公司除在建的坝草一期 20 万千瓦光伏电站和距离开工时间尚远的光马抽蓄项目外暂无其他新增装机规划，我们预计公司未来资本开支规模将下降；同时，由于公司有息负债规模已大幅下降，我们预计未来每年有息负债偿还规模或将减小；从而测算公司股权自由现金流/归母净利润有望于 2025 年转正并达到 86%，2026-35 年超过 100%，分红比例有提升潜力。

与市场观点不同之处：公司现金流价值或将随分红提升不断反映在估值中市场认为公司作为小水电只能关注短期来水弹性，主要是公司此前分红能力不足导致 DPS 无法抵御 EPS 波动。但我们认为，公司股权自由现金流 2025 年将迎来转正拐点，且未来潜在分红比例高于 100%，若公司未来分红比例能够有所提升，其有望走向更能体现水电价值的 DCF 估值体系。

## 盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.54/3.59/4.02 亿元,对应 EPS 为 0.59/0.84/0.94 元,2025-26E 平均 EPS 0.89 元。参考可比公司 2025-26E PE 的 Wind 一致预期均值 15.4x，考虑公司分红比例有较大提升潜力、从而现金流价值在估值上的体现有望增强，给予公司 18.5x 2025-26E 平均 PE，目标市值 70.41 亿元，对应目标价 16.47 元，首次覆盖给予“买入”。

风险提示：来水/分红比例提升不及预期，电价政策变化风险。

## 经营预测指标与估值

| 会计年度             | 2022   | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (人民币百万)     | 2,613  | 1,990   | 1,900  | 2,221  | 2,333  |
| +/-%             | 28.34  | (23.83) | (4.54) | 16.89  | 5.06   |
| 归属母公司净利润 (人民币百万) | 414.25 | 264.78  | 254.30 | 359.33 | 401.71 |
| +/-%             | 76.67  | (36.08) | (3.96) | 41.30  | 11.79  |
| EPS (人民币, 最新摊薄)  | 0.97   | 0.62    | 0.59   | 0.84   | 0.94   |
| ROE (%)          | 11.87  | 7.07    | 6.52   | 8.70   | 9.09   |
| PE (倍)           | 14.78  | 23.12   | 24.08  | 17.04  | 15.24  |
| PB (倍)           | 1.67   | 1.60    | 1.53   | 1.43   | 1.34   |
| EV EBITDA (倍)    | 8.93   | 12.10   | 12.60  | 9.85   | 8.90   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

16.47

研究员

SAC No. S0570517050002  
SFC No. BEB090

王玮嘉

wangweijia@htsc.com  
+(86) 21 2897 2079

研究员

SAC No. S0570519090003  
SFC No. BQR122

黄波

huangbo@htsc.com  
+(86) 755 8249 3570

研究员

SAC No. S0570523050003  
SFC No. BTC420

李雅琳

liyalin018092@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570523120002

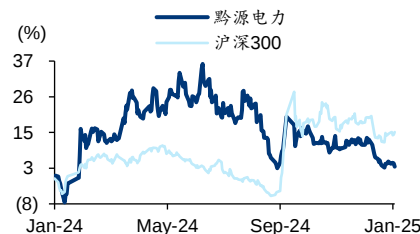
胡知

huzhi019072@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

|                       |             |
|-----------------------|-------------|
| 目标价 (人民币)             | 16.47       |
| 收盘价 (人民币 截至 1 月 24 日) | 14.32       |
| 市值 (人民币百万)            | 6,123       |
| 6 个月平均日成交额 (人民币百万)    | 74.87       |
| 52 周价格范围 (人民币)        | 12.98-18.91 |
| BVPS (人民币)            | 9.28        |

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 881.29 | 491.53 | 485.04 | 531.14 | 550.98 |
| 现金             | 225.57 | 253.33 | 241.82 | 282.66 | 296.96 |
| 应收账款           | 46.32  | 93.67  | 98.35  | 103.27 | 108.43 |
| 其他应收账款         | 4.31   | 6.18   | 6.49   | 6.82   | 7.16   |
| 预付账款           | 1.52   | 1.52   | 1.53   | 1.55   | 1.56   |
| 存货             | 0.16   | 1.82   | 1.83   | 1.84   | 1.85   |
| 其他流动资产         | 603.42 | 135.02 | 135.02 | 135.02 | 135.02 |
| <b>非流动资产</b>   | 15,879 | 15,508 | 15,082 | 14,638 | 14,109 |
| 长期投资           | 23.35  | 16.95  | 15.95  | 14.95  | 13.95  |
| 固定投资           | 15,203 | 14,864 | 14,400 | 13,885 | 13,304 |
| 无形资产           | 33.96  | 45.60  | 38.42  | 30.92  | 23.40  |
| 其他非流动资产        | 618.68 | 581.71 | 627.71 | 707.71 | 767.71 |
| <b>资产总计</b>    | 16,761 | 15,999 | 15,567 | 15,170 | 14,660 |
| <b>流动负债</b>    | 2,376  | 2,644  | 2,776  | 2,582  | 2,188  |
| 短期借款           | 0.00   | 119.99 | 1,003  | 911.16 | 599.05 |
| 应付账款           | 457.95 | 411.59 | 415.71 | 419.87 | 424.06 |
| 其他流动负债         | 1,918  | 2,112  | 1,357  | 1,251  | 1,165  |
| <b>非流动负债</b>   | 7,969  | 6,725  | 5,810  | 5,072  | 4,382  |
| 长期借款           | 7,452  | 6,191  | 5,276  | 4,538  | 3,847  |
| 其他非流动负债        | 517.08 | 534.49 | 534.49 | 534.49 | 534.49 |
| <b>负债合计</b>    | 10,345 | 9,369  | 8,586  | 7,654  | 6,570  |
| 少数股东权益         | 2,740  | 2,814  | 2,992  | 3,243  | 3,524  |
| 股本             | 427.56 | 427.56 | 427.56 | 427.56 | 427.56 |
| 资本公积           | 1,022  | 1,022  | 1,022  | 1,022  | 1,022  |
| 留存公积           | 2,223  | 2,360  | 2,662  | 3,089  | 3,567  |
| 归属母公司股东权益      | 3,676  | 3,817  | 3,990  | 4,273  | 4,567  |
| <b>负债和股东权益</b> | 16,761 | 15,999 | 15,567 | 15,170 | 14,660 |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金</b> | 1,946    | 1,806    | 1,260    | 1,515    | 1,597    |
| 净利润           | 765.06   | 449.77   | 431.98   | 610.39   | 682.38   |
| 折旧摊销          | 713.32   | 554.05   | 546.12   | 648.72   | 683.07   |
| 财务费用          | 417.54   | 336.41   | 279.38   | 253.85   | 229.99   |
| 投资损失          | 5.03     | 6.41     | 1.00     | 1.00     | 1.00     |
| 营运资金变动        | 33.67    | 454.59   | 4.07     | 4.38     | 4.38     |
| 其他经营现金        | 11.30    | 4.83     | (2.87)   | (3.35)   | (3.52)   |
| <b>投资活动现金</b> | (672.50) | (220.52) | (121.54) | (205.76) | (155.05) |
| 资本支出          | (673.05) | (222.38) | (115.00) | (200.00) | (150.00) |
| 长期投资          | 0.00     | 0.00     | 1.00     | 1.00     | 1.00     |
| 其他投资现金        | 0.55     | 1.86     | (7.54)   | (6.76)   | (6.05)   |
| <b>筹资活动现金</b> | (1,286)  | (1,558)  | (1,150)  | (1,268)  | (1,428)  |
| 短期借款          | (859.80) | 119.99   | 882.55   | (91.38)  | (312.11) |
| 长期借款          | (551.40) | (1,261)  | (914.86) | (738.03) | (690.24) |
| 普通股增加         | 122.16   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加        | (122.36) | 0.01     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金        | 125.60   | (416.64) | (1,117)  | (438.97) | (425.58) |
| 现金净增加额        | (12.38)  | 27.76    | (11.51)  | 40.84    | 14.31    |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>  | 2,613  | 1,990  | 1,900  | 2,221  | 2,333  |
| 营业成本         | 1,152  | 963.38 | 963.27 | 1,087  | 1,131  |
| 营业税金及附加      | 30.78  | 22.57  | 21.55  | 25.19  | 26.46  |
| 营业费用         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 管理费用         | 111.35 | 129.61 | 123.72 | 133.51 | 140.27 |
| 财务费用         | 417.54 | 336.41 | 279.38 | 253.85 | 229.99 |
| 资产减值损失       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动收益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益        | (5.03) | (6.41) | (1.00) | (1.00) | (1.00) |
| <b>营业利润</b>  | 898.05 | 531.26 | 510.44 | 719.25 | 803.50 |
| 营业外收入        | 0.43   | 1.95   | 1.95   | 1.95   | 1.95   |
| 营业外支出        | 5.99   | 6.80   | 6.80   | 6.80   | 6.80   |
| <b>利润总额</b>  | 892.49 | 526.41 | 505.59 | 714.40 | 798.66 |
| 所得税          | 127.44 | 76.64  | 73.61  | 104.01 | 116.28 |
| <b>净利润</b>   | 765.06 | 449.77 | 431.98 | 610.39 | 682.38 |
| 少数股东损益       | 350.81 | 184.99 | 177.68 | 251.06 | 280.67 |
| 归属母公司净利润     | 414.25 | 264.78 | 254.30 | 359.33 | 401.71 |
| EBITDA       | 2,023  | 1,417  | 1,313  | 1,607  | 1,685  |
| EPS (人民币，基本) | 0.97   | 0.62   | 0.59   | 0.84   | 0.94   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2022   | 2023    | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |        |         |        |       |       |
| 营业收入              | 28.34  | (23.83) | (4.54) | 16.89 | 5.06  |
| 营业利润              | 66.05  | (40.84) | (3.92) | 40.91 | 11.71 |
| 归属母公司净利润          | 76.67  | (36.08) | (3.96) | 41.30 | 11.79 |
| <b>获利能力 (%)</b>   |        |         |        |       |       |
| 毛利率               | 55.93  | 51.60   | 49.30  | 51.06 | 51.54 |
| 净利率               | 29.28  | 22.60   | 22.74  | 27.49 | 29.25 |
| ROE               | 11.87  | 7.07    | 6.52   | 8.70  | 9.09  |
| ROIC              | 8.77   | 6.15    | 5.76   | 7.66  | 8.67  |
| <b>偿债能力</b>       |        |         |        |       |       |
| 资产负债率 (%)         | 61.72  | 58.56   | 55.15  | 50.45 | 44.81 |
| 净负债比率 (%)         | 143.59 | 123.83  | 106.47 | 85.88 | 66.13 |
| 流动比率              | 0.37   | 0.19    | 0.17   | 0.21  | 0.25  |
| 速动比率              | 0.34   | 0.16    | 0.15   | 0.18  | 0.22  |
| <b>营运能力</b>       |        |         |        |       |       |
| 总资产周转率            | 0.15   | 0.12    | 0.12   | 0.14  | 0.16  |
| 应收账款周转率           | 42.90  | 28.44   | 19.79  | 22.03 | 22.04 |
| 应付账款周转率           | 2.25   | 2.22    | 2.33   | 2.60  | 2.68  |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |        |         |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.97   | 0.62    | 0.59   | 0.84  | 0.94  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 4.55   | 4.22    | 2.95   | 3.54  | 3.74  |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 8.60   | 8.93    | 9.33   | 9.99  | 10.68 |
| <b>估值比率</b>       |        |         |        |       |       |
| PE (倍)            | 14.78  | 23.12   | 24.08  | 17.04 | 15.24 |
| PB (倍)            | 1.67   | 1.60    | 1.53   | 1.43  | 1.34  |
| EV EBITDA (倍)     | 8.93   | 12.10   | 12.60  | 9.85  | 8.90  |



## 正文目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 投资概要 .....                                       | 4  |
| 我们与市场观点的不同之处 .....                               | 4  |
| 华电集团贵州区域唯一水电上市公司，业绩随来水波动 .....                   | 5  |
| 自由流通盘占比相对较大，水光装机规模稳中有升 .....                     | 5  |
| 业绩随来水丰枯影响，但毛利率相对稳定 .....                         | 6  |
| 资本开支主要用于光伏项目建设，资产负债率持续下降 .....                   | 7  |
| 股价复盘：相较水电指数超额收益波动，但较上证/电力指数超额收益显著 .....          | 8  |
| 水电电价较为平稳，成本费用下行有望带动盈利能力增强 .....                  | 9  |
| 水电：暂无市场化交易，未来盈利能力或稳中有升 .....                     | 9  |
| 致力于水光互补新能源项目发展，抽蓄项目可研开展中 .....                   | 13 |
| 现金流充裕具备分红提升潜力，估值偏低有提升潜力 .....                    | 15 |
| 多角度对比，公司估值较可比公司偏低 .....                          | 15 |
| 估值催化：2025 年 FCFE 或迎转正拐点，分红能力有望提升 .....           | 16 |
| 盈利预测与估值 .....                                    | 18 |
| 预计 2024-2026 年公司归母净利润同比-4.0%/+41.3%/+11.8% ..... | 18 |
| 目标价 16.47 元，首次覆盖给予“买入”评级 .....                   | 21 |
| 风险提示 .....                                       | 22 |

## 投资概要

电价稳健,短期看来水修复下利润高弹性,长期看折旧和财务费用下降促使盈利能力提升。截至 2024 年 6 月底,公司主营贵州北盘江/芙蓉江/三岔河流域 3.23GW 水电装机,另拥有 0.81GW 水光互补光伏项目。自 2023 年开始,公司各水电站完全执行其核准电价,无市场化部分,电价稳健。考虑 2023/2024 年公司水电站来水处于周期底部,我们预期公司 2025-2026 年水电发电量将有所修复,从而带来较高利润弹性。长期维度,我们推算公司 2026-2027 年牛都/马马崖/善泥坡机器设备折旧将陆续到期,合计有望减少 1.61 亿营业成本,2027E 公司水电毛利率或较 2025E 提升 7.0pp 至 58%。随着有息负债规模下降及综合贷款利率降低,公司水电财务费用或持续下行,其盈利能力有望进一步提升。

公司当前估值水平较低,分红能力提升迎拐点将或推动公司估值提升。从 PB、调整后单位经营净现金流对应市值、水电权益装机容量单位千瓦市场价值等多个维度对比,我们发现公司估值较可比水电公司偏低,我们认为主要系公司过往分红比例较可比公司显著较低。我们认为主要系公司 2020 年以来建设光伏项目资本开支规模较大以及每年用于偿还本息负债的现金较多,考虑公司除在建的坝草一期 20 万千瓦光伏电站外暂无其他具体的新增装机规划,光马抽蓄项目仍在可研阶段,距离开工时间仍遥远,公司资本开支规模或下降,同时有息负债偿还规模也有望不断下行,我们测算公司理论可分红比例(股权自由现金流/归母净利润)有望于 2025 年转正并达到 86%,2026-2035 年甚至将超过 100%。我们认为若公司未来提升分红比例,充裕的股权自由现金流价值有望更多在估值中体现,从而走向 DCF 估值体系,7.5% 贴现率和 0.5% 永续增长率的中性假设,公司 DCF 估值高达 87.09 亿元。

## 我们与市场观点的不同之处

市场认为公司这类小水电的股价催化只有短期来水弹性,我们认为若公司股权自由现金流改善带来分红比例提升,现金流价值值得被合理定价。从过去 10 年维度看,一方面公司分红比例较低,多数年份在 30% 左右;另一方面,公司利润受天然来水影响波动较大,且资本开支或还债的压力导致公司股权自由现金流(可供分配现金流)充裕度不够,在 EPS 下降时,并没有能够通过提升分红比例保证至少 DPS 不下降。因此,市场自然而然形成了公司只有来水好配置价值才更强的观念,认为公司对来水波动的自身防御性并不够。回归本质,投资水电这类红利资产主要看重的是相对稳定的分红和较无风险利率更有优势的股息率。如果公司可供分配的现金流足够充裕,哪怕某些年份来水偏枯导致利润大幅下滑,同样可以做到 DPS 同比不下降,类比 2023 年的桂冠电力。所以我们认为在公司股权自由现金流 2025 年将迎来拐点,且未来可供分红能力越来越强,甚至超过 100% 的情况下,若公司未来的分红比例能陆续提升,其现金流价值将不断被定价至估值中,逐步走向更能体现水电价值的 DCF 估值体系。

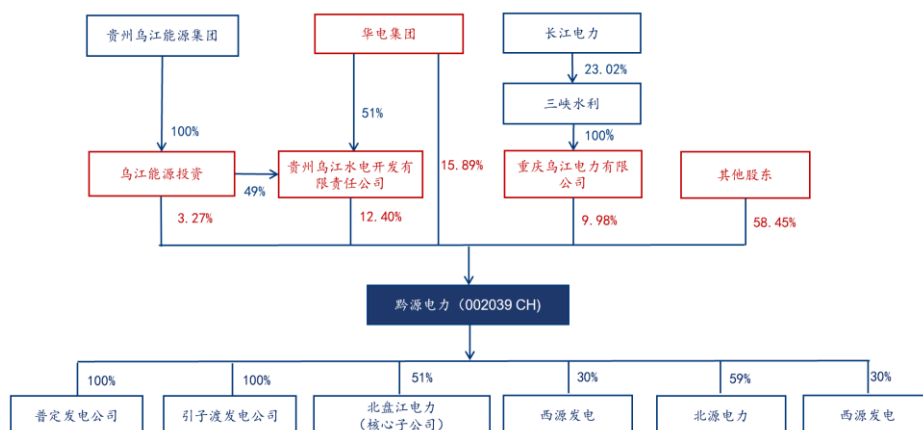
## 华电集团贵州区域唯一水电上市公司，业绩随来水波动

黔源电力作为华电集团旗下在贵州区域的唯一水电上市公司，主要经营贵州境内“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域九座水电站及水光互补项目。截至 1H24，公司总控股装机规模为 4.04GW，权益装机 2.28GW（同时考虑控股和参股），控股装机中水电装机 3.23GW，占比 80.0%，光伏装机 0.81GW，占比 20.0%。2019-2023 年，公司业绩随来水波动，但由于水电成本主要由折旧构成且公司采用工作量折旧法，其毛利率相对稳定，维持在 52.9% 水平。公司资本结构良好，2019 年以来资产负债率呈下行趋势，截至 2024 年 9 月底公司资产负债率仅 56.09%。

## 自由流通盘占比相对较大，水光装机规模稳中有升

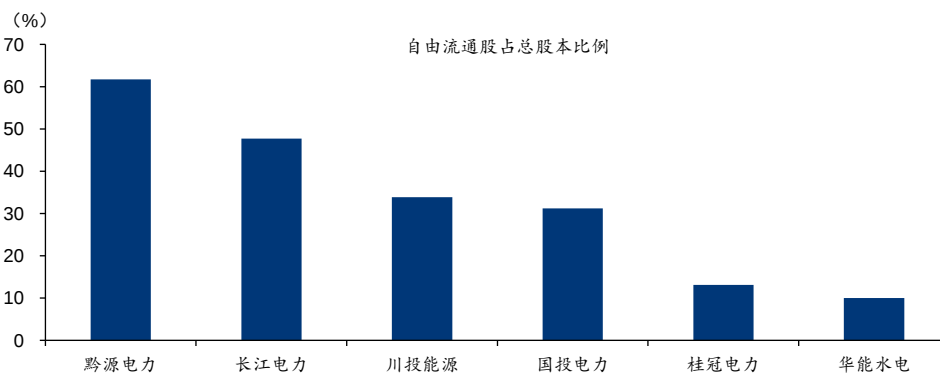
控股股东华电集团合计持有公司 22.21% 股权，公司自由流通盘占比高。公司成立于 1993 年，2005 年 3 月深圳证券交易所中小板挂牌上市，上市之初第一大股东为贵州省电力投资公司，2005 年 11 月，按照公司股权分置改革方案，贵州省电力投资公司将所持股份划转给华电集团，目前公司是华电集团旗下在贵州省的唯一水电上市公司。截至 2024 年 9 月底，华电集团直接持有公司股份 15.89%，通过乌江水电站间接持股 12.40%，合计持股 22.21%；三峡水利通过乌江电力持股 9.98%；乌江能源投资持股 3.27%，其他股东持股 58.45%。公司股权较为分散，截至 2025 年 1 月 7 日公司自由流通盘占总股本比例高达 61.73%，较其他水电公司显著更高。

图表1：公司股权结构（截至 3Q24）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：黔源电力自由流通盘占总股本比例显著更高

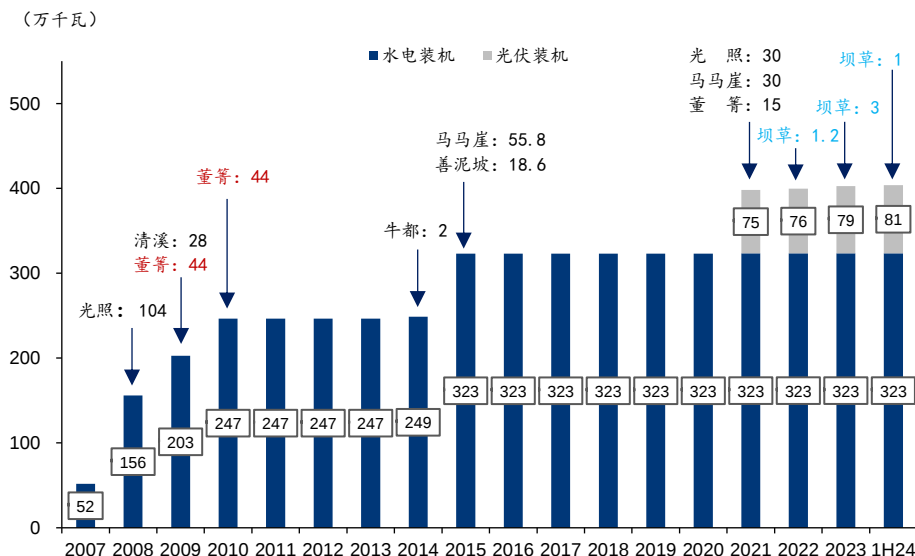


注：截至 2025/1/24

资料来源：Wind、华泰研究

2015 年以来水电装机保持稳定,“十四五”期间光伏装机显著增长。公司主要经营贵州境内水电和光伏发电项目,以水电为主,截至 1H24 公司在运行水电装机容量达 323.35 万千瓦,占公司在运总装机容量的 80%。公司自 2020 年开始推进水光互补项目建设,2021 年开始陆续投产,截至 1H24,公司光伏装机容量为 80.64 万千瓦。

图表3: 2007-1H24 年公司水电及光伏发电装机情况



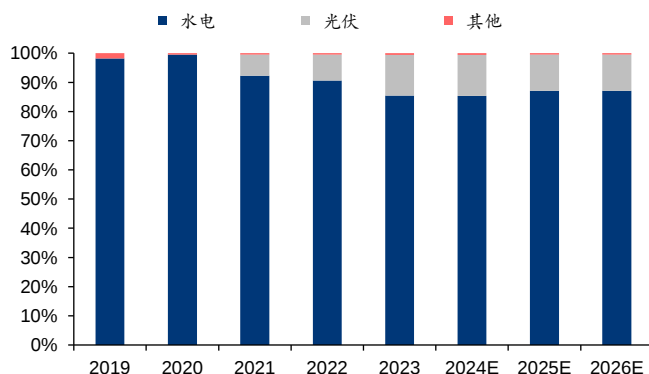
注: 图中标注项目规模为当年新增装机

资料来源: 公司公告、华泰研究

### 业绩随来水丰枯影响, 但毛利率相对稳定

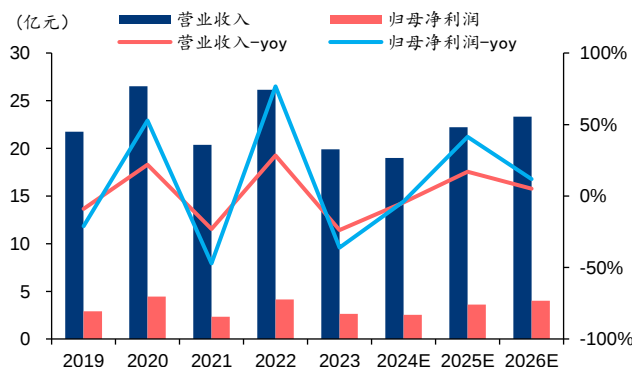
受来水偏枯影响, 公司 2023 和 2024Q1-3 业绩同比下降。水电是公司主要业绩来源, 受所在流域来水丰枯影响显著。自 2021 年光伏电站陆续投运, 公司光伏营收占比逐步提高至 1H24 的 14%。2019-2023 年公司平均水电发电量为 85.9 亿千瓦时, 其中 2020/2022 年相对偏丰, 2019/2021/2023 年较枯, 呈现枯荣交替特征。2022 年得益于来水同比偏丰叠加光伏发电量同比高增 129%, 公司营业收入/归母净利润同比+28.3%/+76.7%至 26.13/4.14 亿元。2023 年来水同比偏枯, 公司总发电量 69.5 亿千瓦时, 发电站平均利用小时数 1731.5 小时, 同比下降 28%, 营业收入/归母净利润同比下降 23.8%/36.1%至 19.90/2.65 亿元。2024 年 Q1-3 来水同比仍小幅偏枯, 公司营业收入/归母净利润同比下降 5.6%/3.9%至 14.66/2.65 亿元。我们预计 2024 年公司全年营收/归母净利润同比下降 4.5%/4%, 2025 年若来水修复, 其营收和归母净利润有望同比大幅增长 16.9%/41.3%。

图表4: 水电为公司主要收入来源



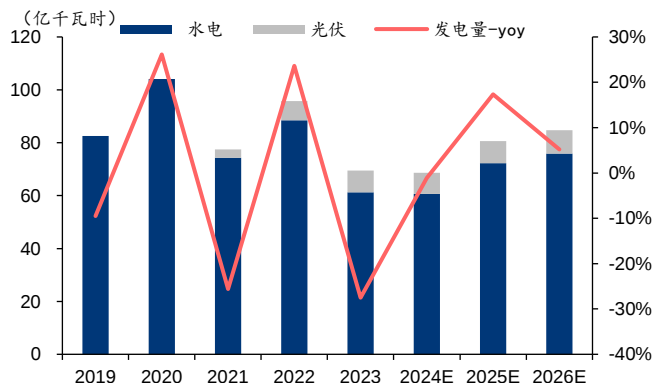
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表5: 公司营收和归母净利润有望于 2025 年大幅改善



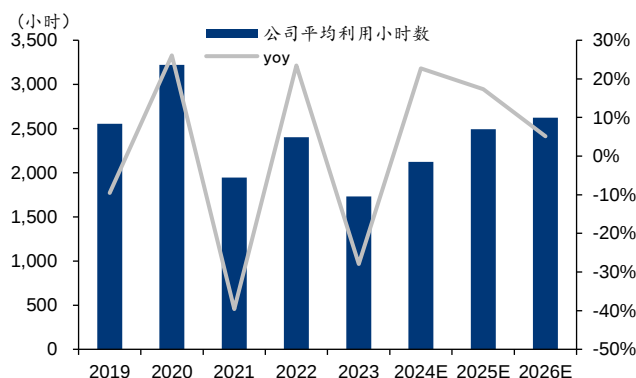
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表6：经历 2023-2024 枯水年，2025 年水电电量或将修复



资料来源：公司公告、华泰研究预测

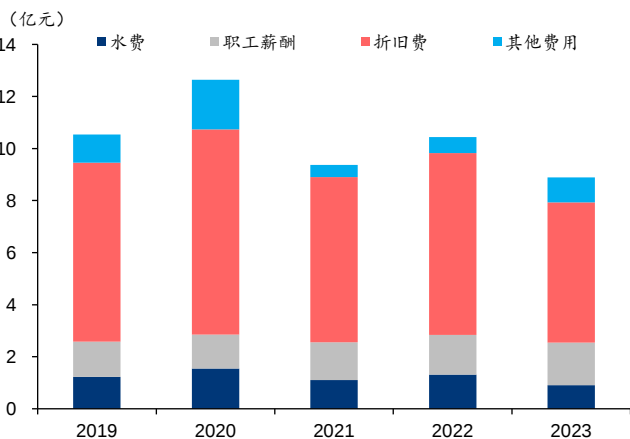
图表7：公司过去 5 年利用小时数波动较大



资料来源：公司公告、华泰研究预测

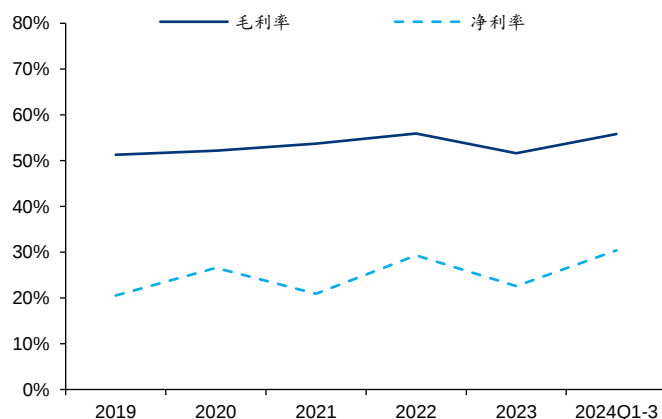
水电成本费用以折旧、财务费用为主，公司得益于工作量折旧法，毛利率稳定性较净利率更强。公司毛利率稳定性较净利率更强主要系水电公司营业成本以折旧为主，而公司自 2011 年起发电类资产采用工作量折旧法，因此收入和折旧成本都与发电量强挂钩；而费用端的财务费用为硬性支出，与来水波动造成的发电量变化无关。2019 年以来，公司净利润率虽有所波动，但中枢整体向上，主要得益于财务费用持续下降。

图表8：公司营业成本以折旧为主



资料来源：Wind、华泰研究

图表9：公司 2019-2024Q1-3 毛利率和净利率情况

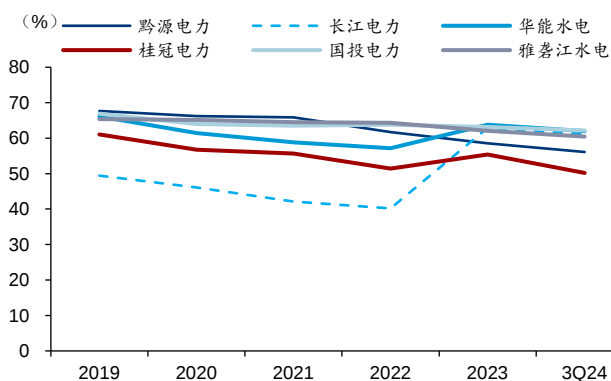


资料来源：Wind、华泰研究

### 资本开支主要用于光伏项目建设，资产负债率持续下降

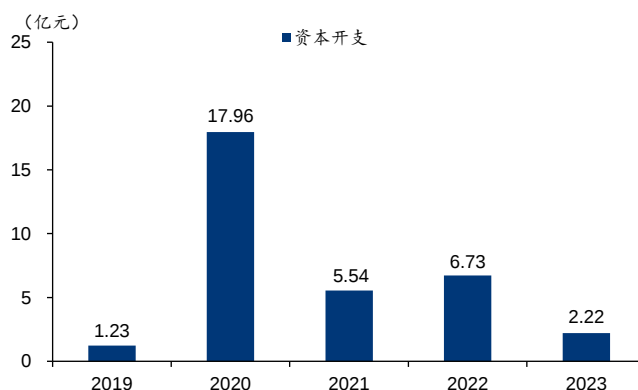
2019-2023 年公司资产负债率持续下降，资本开支主要用于光伏项目投资。近年来，由于资本开支相对较小，公司积极将自由现金流用于还债，资产负债率由 2019 年 67.66% 下降至 3Q24 的 56.09%。2019 年以来无新水电站投资，资本开支主要用于光伏项目开发。2020 年公司投资建设水光互补基地的岗坪/永新/镇良项目，资本支出同比大幅增加至 17.96 亿元；2021-2023 年公司资本开支主要用于坝草一期光伏电站建设。

图表10: 公司资产负债率较可比公司下降速度快



资料来源: Wind、华泰研究

图表11: 公司近年资本支出主要用于光伏项目



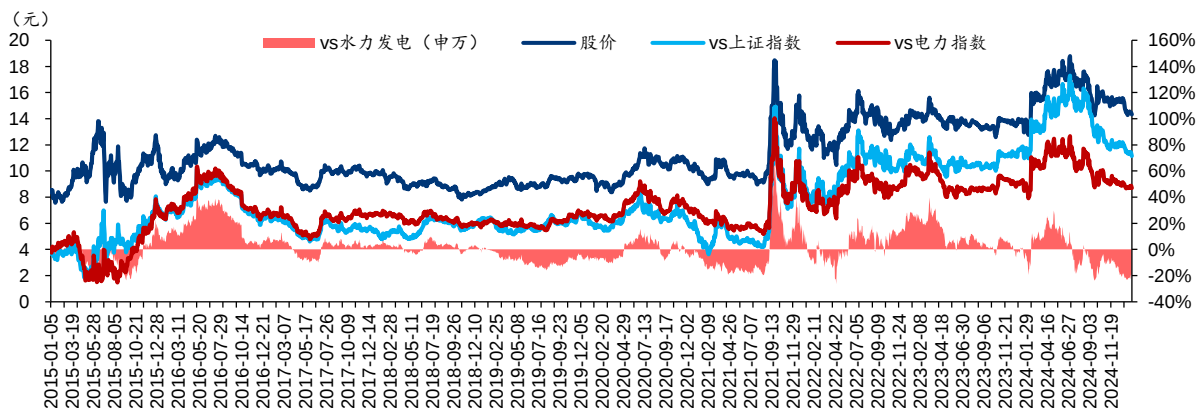
资料来源: Wind、华泰研究

### 股价复盘: 相较水电指数超额收益波动, 但较上证/电力指数超额收益显著

2015年以来, 公司股价整体呈现上涨趋势, 相较上证、电力指数超额收益显著。我们复盘了2015年以来公司股价走势和以2014/12/31作为基准日下公司较上证、电力、水电指数的超额收益。2015年至今, 公司较上证和电力指数超额收益率绝大多数时间为正, 截至2025年1月24日收盘, 上述超额收益分别高达71%/47%, 主要体现出水电资产较其他类型资产盈利模式的优越性。2015年3-9月公司相较电力指数超额收益为负, 主要系该阶段公司股价涨幅弱于火电板块, 2015年的火电板块得益于煤价处于低点, 盈利处于高位; 同时是2015年处于火电新一轮的产能增长周期。

公司三轮股价高涨主要是beta行情, 较水电指数超额收益得益于阶段性的alpha。2015年初、2021年8月和2014年1月公司出现三轮股价高涨, 分别得益于牛市、向新能源转型、红利等beta行情。水电指数中长江电力、国投电力、川投能源和华能水电的权重合计高达92.7%, 因此公司较水电指数的阶段性超额收益主要体现为公司股价走势跑赢四大水电。公司在2015/11/13-2016/10/13, 2021/9/6-2021年底, 2022/6/10-2023/4/27和2024/2/22-2024/7/9四段时期内较水电指数有显著的超额收益, 我们认为分别得益于: 1) 2015年1-5月/2015年2-6月善泥坡/马马崖电站陆续投产, 合计增厚公司截至2014年底控股装机容量29.9%, 体现出一定的成长属性; 2) 2021年双碳目标提出, 绿电公司领涨, 年中市场开始寻找既有新能源装机成长性, 估值又相对较低的其他电力公司, 公司截至2021年4月底合计与地方政府签订意向投资新能源电站装机规模605万千瓦, 较截至2020年底公司控股装机容量的潜在增长空间高达87.3%; 3) 2022年, 四大水电来水偏枯, 但公司来水丰沛, 当年发电量同比+24%; 4) 1-2Q24公司来水改善, 市场预期修复弹性较大水电更强。

图表12: 2015年以来公司股价和相较相关指数超额收益复盘



注: 1) 收益率测算基准日为2014/12/31; 2) vs 电力指数代表黔源电力收益率较电力指数收益率的超额收益, 其他同理; 4) 黔源股价为前复权股价

资料来源: Wind、华泰研究

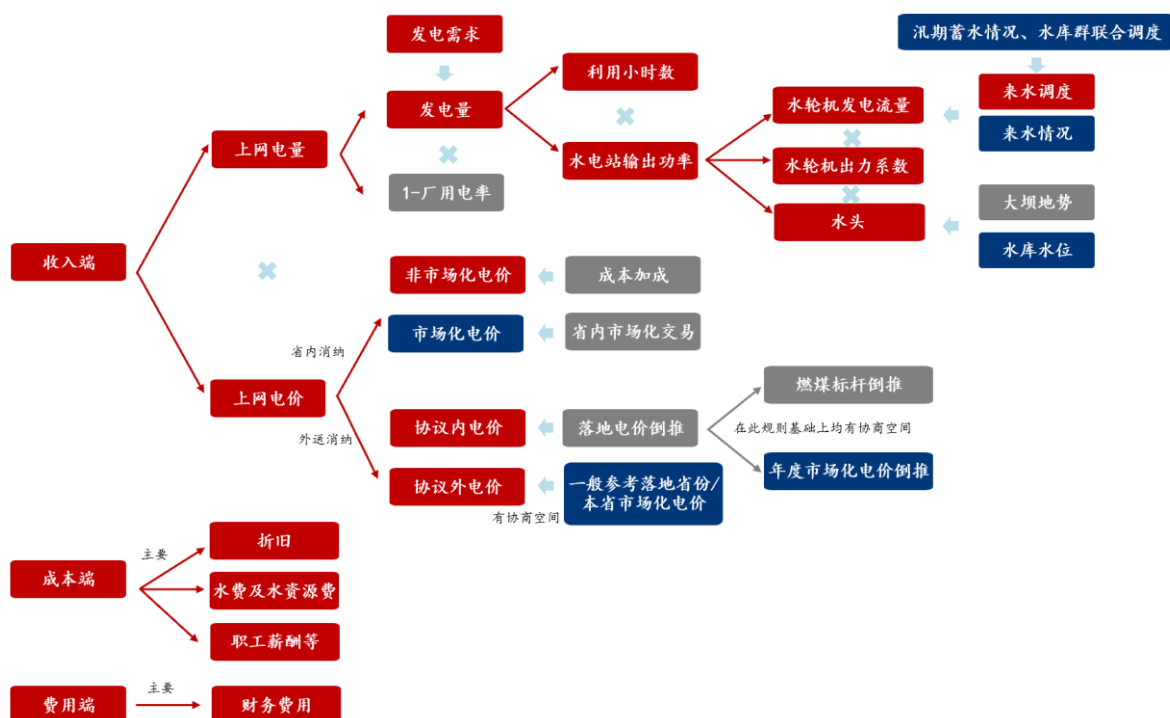
## 水电电价较为平稳，成本费用下行有望带动盈利能力增强

公司水电站上网电价以核准电价结算，暂无市场化交易水电电量，2023 年起不再承担“黔电送粤”电量 0.0276 元/千瓦时电价扣减后，上网电价有望维持稳定；水电未来收入端增长或主要依靠来水修复。成本费用端随着折旧到期和财务费用下行，有望支撑公司水电盈利能力提升。公司光伏电站虽以补贴项目为主，但出谨慎性考虑，自 2022 年开始已扣减董菁光伏电站全部可再生能源补贴电价，马马崖和光照光伏电站可再生能源补贴电价 0.02 元/千瓦时，补贴电价扣减比例为 32.6%，未来光伏板块业绩提升或主要依靠装机规模增长。匹配新能源发展带来调峰需求增加，公司 80 万千瓦的光马混合式抽水蓄能电站正处于可研阶段。

### 水电：暂无市场化交易，未来盈利能力或稳中有升

水电站盈利主要关注指标为上网电量、上网电价、折旧和财务费用。公司暂无常规水电新增装机规划，电量增长或主要依靠于来水增长。上网电价层面，公司采用核准电价上网，暂无市场化交易电量，东送电量 2023 年起也不再承担“黔电送粤”电量 0.0276 元/千瓦时电价扣减后，未来水电上网电价有望维持稳定。随时间推移，公司存量机组折旧和财务费用仍有较大下降空间。拉长时间维度看，若来水较为平稳，公司水电板块未来盈利能力或稳中有升。

图表13：水电站盈利模式图



注：1）为方便计算和理解，一般模型测算时将利用小时数定义为实际发电量/额定装机容量，即将来水、联合调度增发能力、水头等因素的变化带来的影响全部转换到利用小时数中去体现；2）上表中的描述为一般情况，并非绝对，上网电价层面各省具体规则有所差异，且在基础规则的基础上会有协商空间

资料来源：华泰研究

2015 年至今，公司控股水电装机稳定在 323.35 万千瓦，北盘江电力为水电核心子公司。截至 2023 年底，黔源电力控股水电装机集中于贵州北盘江/芙蓉江/三岔河流域，装机容量占比分别为 82%/4%/14%。公司水电板块核心子公司为北盘江电力，截至 2023 年底占公司总控股装机容量的 77%，其 2023 年净利润占公司总体净利润的比例高达 90%。北盘江为珠江流域西江上源红水河的大支流，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 38.49 亿立方米，径流主要由降水补给。公司参股沙坪/官庄水电站装机容量均为 50MW（持股比例 15%/10%）。截至 2023 年底公司合计权益水电装机容量 183.98 万千瓦，其中普定/引子渡/清溪电站具有不完全年调节能力，光照电站具有不完全多年调节能力，剩余均为日调节水电站。

图表14：贵州省水系图



注：1) 审图号：GS(2019)3333号；2) 红圈为公司电站所在流域  
资料来源：自然资源部、公司公告、华泰研究

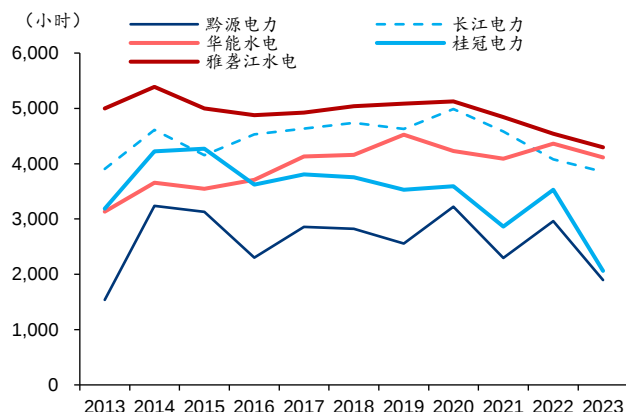
图表15：截至 2024 年 H1 黔源电力装机情况

| 所在流域 | 所属公司    | 电站           | 装机容量     |          |       | 权益装机   |              | 设计年发电量  |         |       |
|------|---------|--------------|----------|----------|-------|--------|--------------|---------|---------|-------|
|      |         |              | 机组       | (MW)     | 持股比例  | (MW)   | 投产时间投资额 (亿元) | 调节能力    | (亿 kwh) |       |
| 三岔河  | 普定发电公司  | 普定           | 3×29     | 87       | 100%  | 87     | 1995.05      | 2.4     | 不完全年    |       |
|      | 引子渡发电公司 | 引子渡          | 3×120    | 360      | 100%  | 360    | 2003.12      | 11.0    | 不完全年    |       |
| 北盘江  | 北盘江电力   | 光照           | 4×260    | 1040     | 51%   | 530.4  | 2008.12      | 66.2    | 不完全多年   | 27.54 |
|      |         | 董箐           | 4×220    | 880      | 51%   | 448.8  | 2010.06      | 69.6    | 日调节     | 30.26 |
|      |         | 马马崖          | 3×180+18 | 558      | 51%   | 284.6  | 2015.06      | 49.2    | 日调节     | 6.788 |
|      |         | 西源发电         | 善泥坡      | 2×90+5.5 | 185.5 | 30%    | 55.7         | 2015.01 | 16.9    | 日调节   |
|      | 芙蓉江     | 北源电力         | 鱼塘       | 2×37.5   | 75    | 59%    | 44           | 2006.02 | 6.0     | 周调节   |
|      |         | 清溪           | 2×14     | 28       | 59%   | 16.4   | 2009.07      | 3.2     | 不完全年    | 0.967 |
|      |         | 牛都           | 2×10     | 20       | 59%   | 11.7   | 2014.05      | 2.7     | 日调节     | 0.69  |
| 水电合计 |         |              |          | 3233.5   |       | 1838.6 |              |         |         |       |
| 北盘江  | 北盘江公司   | 关岭县光照电站（岗坪）  |          | 300      | 51%   | 153    | 2021.06      | 9.24    |         |       |
|      |         | 关岭县马马崖电站（永新） |          | 300      | 51%   | 153    | 2021.06      | 8.96    |         |       |
|      |         | 镇宁县董箐电站（镇良）  |          | 150      | 51%   | 76.5   | 2021.06      | 4.54    |         |       |
|      | 镇宁黔源新能源 | 镇宁县坝草一期光伏电站  |          | 56.4     | 100%  | 56.4   | 2022-2024.06 | 5.33    |         |       |
|      | 光伏合计    |              |          |          | 806.4 |        | 438.9        |         |         |       |

注：1) 镇宁坝草一期光伏电站总规划装机为 200MW,目前为部分投产；2) 水电站调节性能指的是水电站水库调节径流能力和满足电网负荷需求的程度。若水库调节周期越长、库容系数越大、弃水越少,则水电站调节性能越好。  
资料来源：公司公告、华泰研究

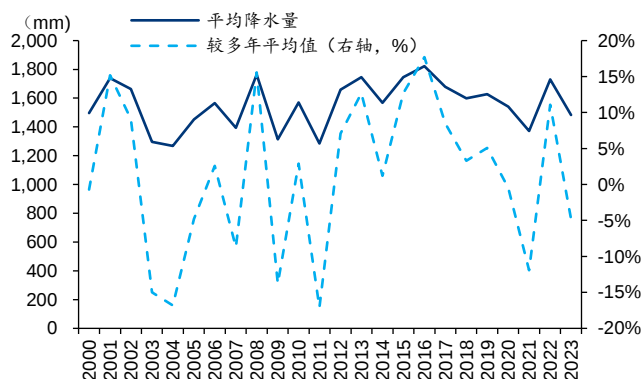
水电利用小时数波动性较大，珠江片近年降水量低，若偏枯水情修复或将带动业绩回升。黔源电力 2010-2023 年水电利用小时数平均值为 2530 小时，近五年（2019-2023 年）提升至 2586 小时，仍然远低于长江电力/华能水电/桂冠电力的 4425/4263/3115 小时，与此同时，公司利用小时数方差仅次于桂冠电力，较长江电力/华能水电利用小时数波动性显著较大。根据水利部珠江水利委员会数据,2023 年珠江片降水量 1482mm 较多年平均低 4.80%，属枯水年，我们认为公司水电业务处于平稳运营周期，短期来水波动属于正常气候现象，对水电站价值影响有限，预期来水修复后公司发电量回升或将带动营收、利润增长。

图表16：黔源电力水电利用小时数波动性较大



资料来源：Wind、华泰研究

图表17：珠江片降水量及较多年平均值情况

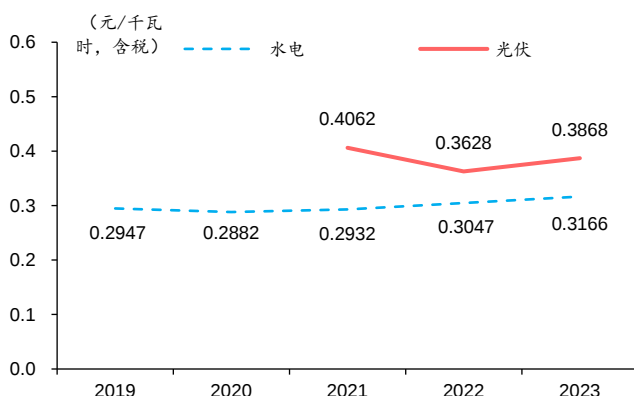


资料来源：水利部珠江水利委员会、华泰研究

公司水电执行核准电价，目前无市场化交易电量，电价较为平稳。贵州自 2000 年起“黔电送粤”，2023 年共完成 401.3 亿千瓦，占全省售电量 16.7%。公司多数电量于贵州省内消纳，少部分电量参与“黔电送粤”，我们按照公司公告测算 2022 年公司东送电量占公司总水电上网电量/总上网电量的 28.64%/26.45%。公司水电站执行“一厂一价”的核准电价制度，暂不参与市场化交易，贵州省发改委规定，公司参加“西电东送”的电量，结算电价在政府价格主管部门核定的上网电价基础上扣减 0.0276 元/千瓦时执行。根据公司 2023 年年报，2023 年开始公司无需承担“黔电送粤”分摊电量，并冲回 2022 年基于谨慎性原则暂估的 25.14 亿千瓦时“黔电送粤”电量，影响 2023 年度营收/归母净利润 6140.71/2863.58 万元。为补贴火电亏损及高耗能企业，贵州省发改委规定公司水电平均年利用小时数超过 2710 小时部分所对应的超发电量需在核准电价基础上下降 0.08 元/千瓦时结算。

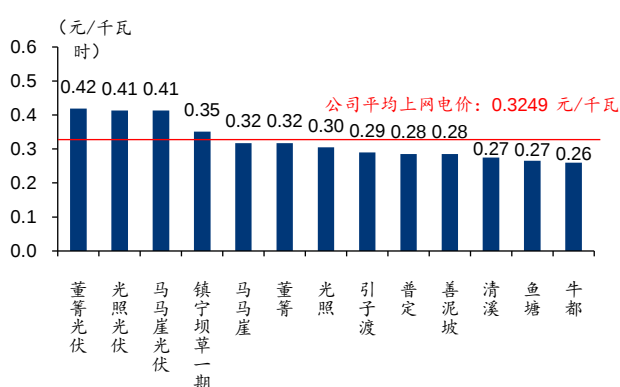
2023 年公司平均水电上网电价为 0.3166 元/千瓦时，同比大幅增长 1.9 分，主要系：1) 东送电量不再扣减电价，2) 2023 年公司水电收入中冲回 2022 年“黔电送粤”电量电费扣减，增厚 2023 年公司平均水电上网电价 1.1 分。在维持当前电价机制的情况下，我们预计公司未来上网电价获将保持稳定，小幅波动主因不同电站电量权重变化。

图表18：公司上网电价相对稳定



资料来源：公司公告、华泰研究

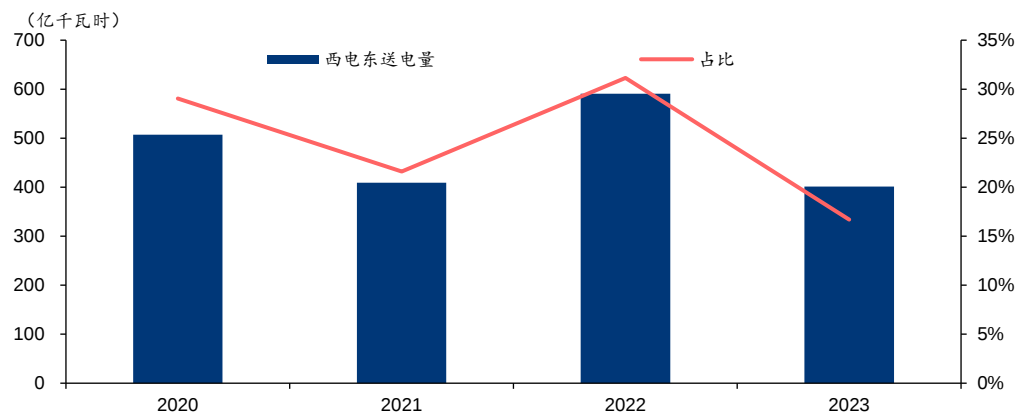
图表19：公司各电站实行批复上网电价



注：公司平均上网电价按照电站装机容量加权平均计算

资料来源：公司公告、华泰研究

图表20：贵州省“西电东送”送电量及在全省售电量中占比



资料来源：贵州电力交易中心、华泰研究

**预计 2026/2027 年牛都/马马崖/善泥坡机器设备折旧到期，推动利润释放。**公司营业成本主要由折旧构成，自 2011 年起公司调整折旧政策，与发电无直接关系的固定资产，包括非生产用房屋及构筑物、运输设备、非生产用设备及器具，仍采用年限平均法计提折旧，对发电类资产，主要包括水电站房屋及建筑物（包括大坝、发电厂房等）、发电设备等，使用工作量法而非年限平均法计提折旧，因此公司年折旧额随发电量波动。此外，经综合考虑设计发电量与实际发电情况，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，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%。

工作量法计算公式如下：①折旧额=实际发电量×度电折旧额②度电折旧额=（折旧政策变更日固定资产净值-预计净残值-固定资产减值准备）/资产剩余年限工作量③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%）④资产剩余使用年限=资产预计使用年限-折旧政策变更前已使用年限。

正常发电情况下，综合公司折旧策略，我们粗略推算公司机器设备/房屋建筑折旧年限约 12/40 年。简单推演得出：2026 年牛都发电站机器设备折旧到期，2027 年马马崖/善泥坡机器设备折旧到期，预计公司 2026/2027 年折旧额分别下降 0.06/1.55 亿元。

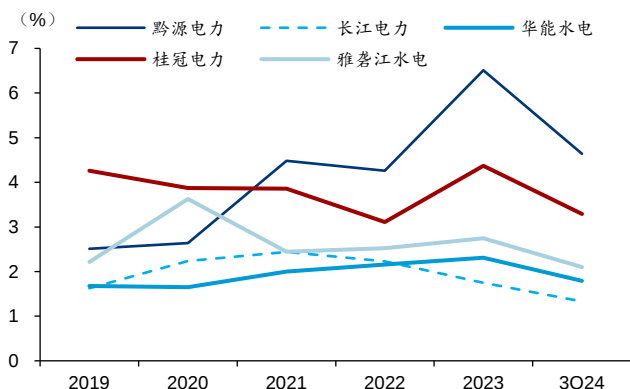
图表21：公司主要电站折旧到期时间预估

| 电站      | 电站类型 | 装机规模<br>(万千瓦) | 投产时间 | 房屋设备<br>原值 | 房屋建筑折旧<br>到期时间 | 机器设备<br>原值 | 机器设备折旧<br>到期时间 |
|---------|------|---------------|------|------------|----------------|------------|----------------|
| 普定      | 水电   | 8.7           | 1994 | 1.90       | 2034           | 0.67       | 2006           |
| 引子渡     | 水电   | 36            | 2003 | 9.09       | 2043           | 3.1        | 2015           |
| 光照      | 水电   | 104           | 2008 | 41.23      | 2048           | 18.62      | 2020           |
| 董箐      | 水电   | 88            | 2010 | 51.95      | 2050           | 19.6       | 2022           |
| 马马崖     | 水电   | 55.8          | 2015 | 35.19      | 2055           | 13.84      | 2027           |
| 善泥坡     | 水电   | 18.55         | 2015 | 12.11      | 2055           | 4.76       | 2027           |
| 鱼塘      | 水电   | 7.5           | 2005 | 4.27       | 2045           | 1.68       | 2017           |
| 清溪      | 水电   | 2.8           | 2009 | 2.28       | 2049           | 0.89       | 2021           |
| 牛都      | 水电   | 2             | 2014 | 1.93       | 2054           | 0.76       | 2026           |
| 光照（岗坪）  | 光伏   | 30            | 2021 | 6.61       | 2061           | 2.6        | 2033           |
| 马马崖（永新） | 光伏   | 30            | 2021 | 6.41       | 2061           | 2.52       | 2033           |
| 董箐（镇良）  | 光伏   | 15            | 2021 | 3.25       | 2061           | 1.28       | 2033           |
| 镇宁坝草一期  | 光伏   | 20            | 2023 | 3.82       | 2063           | 1.5        | 2035           |

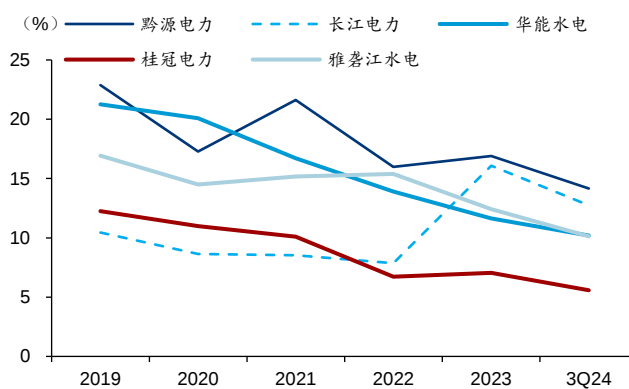
注：坝草一期项目仍未完全投产

资料来源：公司公告、华泰研究

财务费用率逐步收敛，降幅高于可比公司。水电期间费用主要为财务费用，其次是管理费用。管理费用率受公司开辟光伏板块而增加管理人员投入等影响，2020-2023 年上涨至 6.51%，较可比公司显著偏高。公司财务费用率处于可比公司中偏高水平，但由于近年来公司有息负债规模大幅下降，以及综合财务成本不断降低，公司财务费用率由 2019 年的 22.88% 下降至 3Q24 的 14.15%，降幅为 8.72pp，降幅高于可比公司长江电力/桂冠电力/雅砻江水电的 2.30/6.67/6.80pp。

**图表22：2019-2024 黔源电力管理费用率与可比公司对比情况**


资料来源：公司公告、华泰研究

**图表23：黔源电力财务费用率在可比公司中偏高**


资料来源：公司公告、华泰研究

### 致力于水光互补新能源项目发展，抽蓄项目可研开展中

公司积极探索水光互补新能源发电领域，截至 1H24 在运光伏装机 80.64 万千瓦。根据公司公告，公司合计与地方政府签订的意向投资电站装机规模 605 万千瓦，目前已于 2021 年 6 月建成投产光照（岗坪）/马马崖（永新）/董箐（镇良）水电站 30/30/15 万千瓦，另有镇宁坝草一期光伏电站 20 万千瓦装机在建，截至 1H24 已并网 5.64 万千瓦，完成度 28.2%。水光互补可充分发挥北盘江流域梯级水库的调节性能，利用水电的快速响应能力，将水电和光伏就近打捆上网，将原本不稳定的锯齿型光伏电源，调整为更加均衡的平滑稳定电能，利用原有水电的送出通道送入电网，提高通道利用率。

**图表24：公司与地方政府签订战略合作框架及投资开发意向协议**

| 协议发布时<br>间 | 协议对象        | 规划装机(万<br>千瓦) | 预计投资<br>(亿元) | 协议主要内容                                                                                                                                      |
|------------|-------------|---------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020/12/18 | 关岭自治县人民政府   | 260           | 80           | 黔源电力加快推进已列入国家 2020 年光伏补贴名单的北盘江 60 万千瓦光伏项目建设，确保 2020 年建成投运；黔源电力按照水风光一体化规划，“十四五”期间在关岭县新开发建设新能源发电项目装机 200 万千瓦，具体以实地测量的用地红线范围内剩余容量为准，投资约 80 亿元。 |
| 2020/12/18 | 镇宁自治县人民政府   | 315           | 120          | 黔源电力加快推进已列入国家 2020 年光伏补贴名单的北盘江 15 万千瓦光伏项目建设，确保 2020 年建成投运；按照水风光一体化规划，“十四五”期间在镇宁县新建设新能源装机 300 万千瓦，投资约 120 亿元。                                |
| 2021/2/4   | 晴隆县人民政府     | 10            | 4            | 在晴隆县境内光照镇新益村、者布村建设晴隆县光照水光互补农业光伏发电项目，初步规划规模 100MW，预计总投资约 4 亿元。                                                                               |
| 2021/4/1   | 六盘水市水城区人民政府 | 20            | 8            | 基于已发电的北盘江善泥坡水电站接入电力系统建设水城区北盘江流域 200MW 水光互补光伏发电项目（具体装机规模以贵州省能源局备案的最优开发方案为准），预计总投资约 8 亿元。                                                     |

资料来源：公司公告、华泰研究

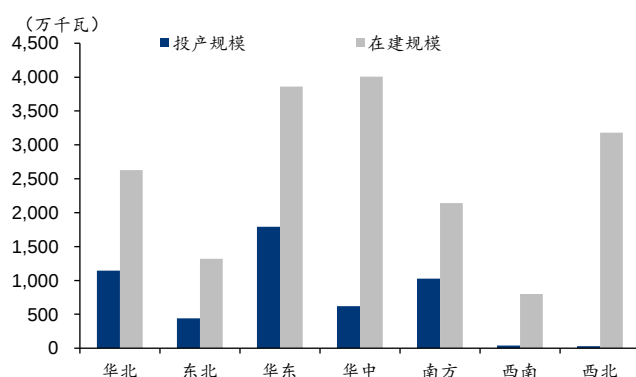
自 2022 年开始，公司已对补贴光伏电站项目的补贴电价进行扣减调整。新能源结算电价为本省燃煤基准价（含环保加价）加可再生能源补贴电价。公司所属光伏电站为分批并网发电，是否扣减补贴电价尚存在不确定性，基于谨慎性考虑，公司 2022/2023 年在确认光伏电站电费收入时，董筹光伏电站并网电价补贴全部扣减，按照 0.3515 元/千瓦时确认电费收入，马马崖光伏电站和光照光伏电站均按并网电价补贴扣减 0.02 元/千瓦时处理，按照 0.3928 元/千瓦时确认电费收入，我们测算补贴扣减影响公司光伏收入/净利润影响约为 -0.19/-0.16 亿元（按照 2023 年上网电量测算）。因此我们认为公司光伏项目的应收国补无法收回造成的减值风险较小。

**光马混合式抽水蓄能电站进入可研阶段。**公司于 2023 年 8 月 2 日审议通过了《关于投资开展贵州省光马混合式抽水蓄能电站可行性研究工作的议案》，是国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》“十四五”重点实施项目。电站位于安顺市关岭县与黔西南州晴隆县交界处，上下水库分别利用已建的光照水库和马马崖水库，电站建成后主要承担贵州电力系统调峰、填谷、储能、调频、调相和紧急事故备用等任务。光马混合式抽水蓄能电站初选装机容量 80 万千瓦（4×20），预计总投资 53.82 亿元。

**政策支持储能高质量发展，抽水储能具备明显优势。**根据水电水利规划设计总院数据，截至 2023 年底，全国抽水蓄能电站在运项目 50 座，规模 5094 万千瓦，核准在建项目 134 个，总规模 1.8 亿 KW，已建和在建装机规模均为世界第一。2024 年 1 月，国家发改委、国家能源局印发《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》，提出到 2027 年抽水蓄能电站投运规模达到 8000 万千瓦以上。2024 年 11 月出台的《中华人民共和国能源法》第三十二条提到，“国家合理布局、积极有序开发建设抽水蓄能电站。”此外，抽水蓄能与其他储能技术相比具有技术成熟、经济性最优、成本最低的优势，根据水利水电规划设计总院 2024 年 8 月 30 日发布的《抽水蓄能产业发展报告 2023》，抽水蓄能电站平准化度电成本仅 0.207 元/kWh，而电化学储能平准化度电成本为 0.563 元/kWh，是抽水蓄能电站的 2.7 倍。

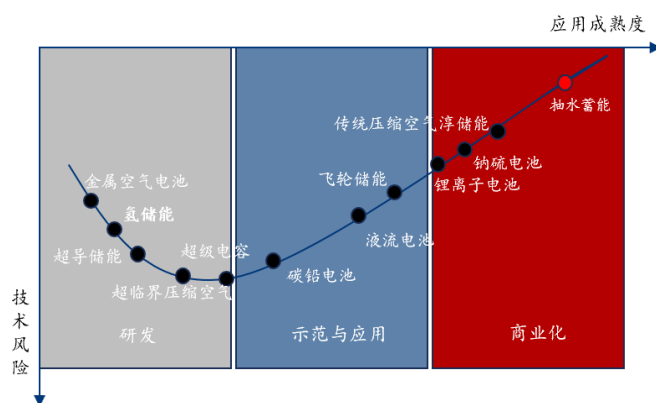
**容量电价核定明确市场对抽水蓄能盈利预期。**2023 年 5 月 15 日国家发展改革委发布《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》（发改价格〔2023〕533 号）公布了在运及 2025 年底前拟投运的 48 座抽水蓄能电站容量电价，贯彻落实两部制电价，以经营期内资本金内部收益率 6.5% 核定容量电价，并随输配电价监管周期同步调整，有利于市场明确对抽水蓄能盈利预期。

图表 25：截至 2023 年底，我国分地区抽水蓄能投产/在建规模



资料来源：《抽水蓄能产业发展报告 2023》、华泰研究

图表 26：抽水储能电站相比其他储能形式技术成熟、风险小



资料来源：《抽水蓄能产业发展报告 2023》、华泰研究

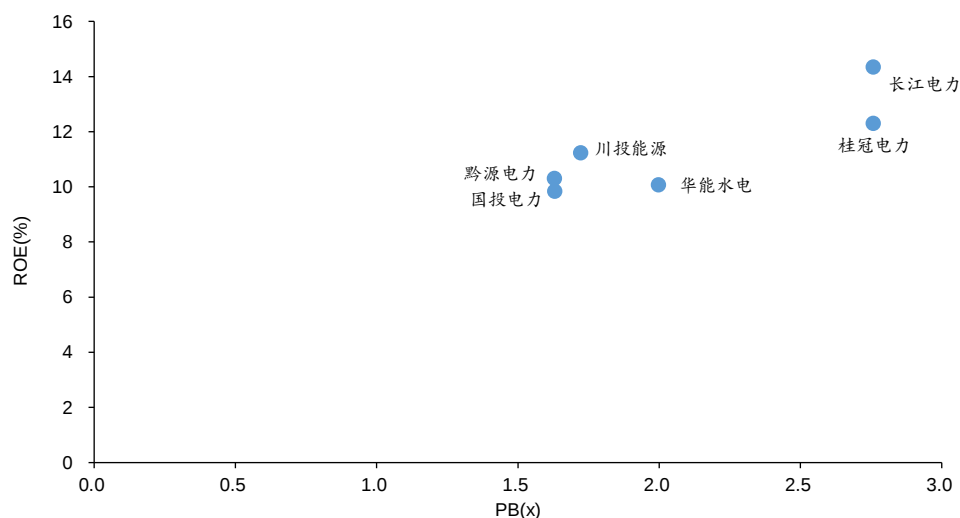
## 现金流充裕具备分红提升潜力，估值偏低有提升潜力

通过 PB-ROE、调整后单位经营净现金流对应市值、权益装机容量单位千瓦市值三种估值角度对比，黔源电力估值显著偏低，我们认为主要系公司业绩波动受来水影响波动较大，分红相对可比公司偏低。我们认为未来公司度过还债高峰、资本开支放缓，分红比例有较大提升空间，同时 DCF 估值角度，我们预计公司有望提升 47% 至 91.57 亿元。

### 多角度对比，公司估值较可比公司偏低

**PB-ROE 框架下公司估值与水电龙头相比显著偏低。**2019-2023 年公司平均 PB 值仅为 1.63x，处于可比水电公司中最低水平，且 2023 年以来差距呈现扩大趋势。与此同时，公司的 ROE 与可比公司相比差距相对有限，2019-2023 年，公司平均 ROE 为 10.31%，低于可比公司长江电力/川投能源/桂冠电力 14.34%/11.23%/12.30%，高于华能水电/国投电力 10.07%/9.84%。国投电力 PB-ROE 也相对较低，主要系其中估值水平和盈利能力偏低火电资产占比并不低。

图表27：黔源电力及可比公司 2019-2023 年 PB-ROE 均值情况



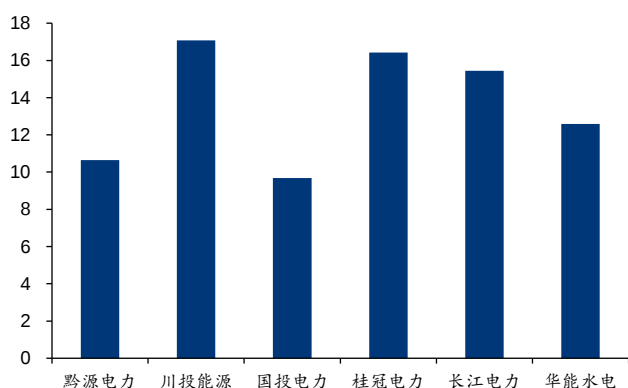
注：PB 为 2019-2023 年 PB(LF) 均值，ROE 为 2019-2023 年均值

资料来源：Wind、华泰研究

**公司调整后单位经营净现金流对应市值偏低。**由于间接法视角经营净现金流自净利润开始加回指标较多，市场对于水电公司多简化采用调整后单位经营净现金流对应市值，即市值/（1-少数股东损益比例）/（净利润+折旧）作为评价其单位经营净现金流市值的指标。黔源电力与国投电力的调整后单位经营净现金流对应市值分别为 10.65/9.68，相较其他可比公司显著偏低。

**公司水电权益装机容量单位千瓦市场价值低于可比公司。**公司存量水电权益装机容量单位千瓦市场价值为 7618 元/千瓦，仅高于川投能源的 6881 元/千瓦，低于其他可比公司；由于公司未来暂无新增水电装机预期，公司含新增装机权益装机容量单位千瓦市场价值仍远低于国投电力/长江电力，但将略高于川投能源/桂冠电力/华能水电。可比公司中国投电力两项指标高达 19625/14615 元/千瓦，主要系丰富的装机种类使国投电力市值不仅体现水电价值。

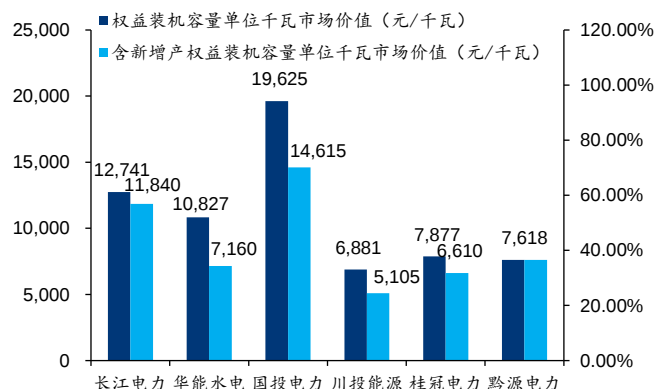
图表28：黔源电力与可比公司调整后单位经营净现金流对应市值对比



注：调整后单位经营净现金流对应市值=市值/（1-少数股东损益比例）/（净利润+折旧），1-少数股东损益比例=归母净利润/净利润（采用2023年年报数据）

资料来源：Wind、华泰研究

图表29：黔源电力权益装机容量单位千瓦市值偏低



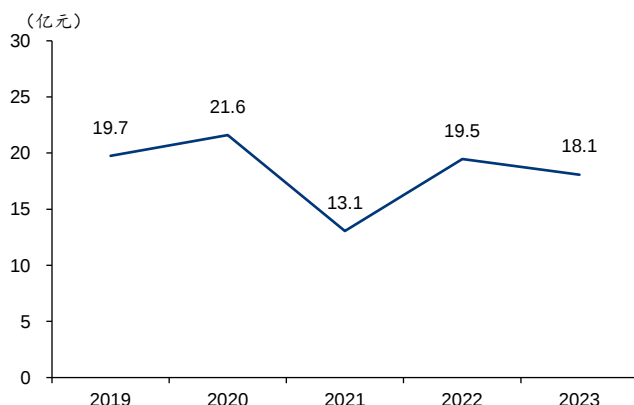
注：1) 测算市值的时间为2025/1/24；2) 由于长江电力投资收益规模较大，长江电力测算时市值中已扣减（投资收益\*15xPE）

资料来源：公司公告、华泰研究

### 估值催化：2025年FCFE或迎转正拐点，分红能力有望提升

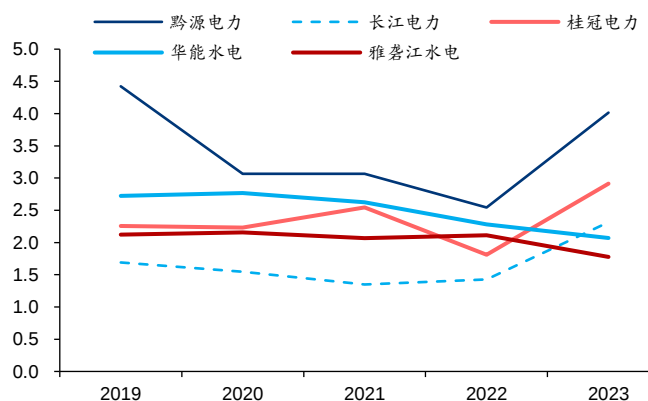
公司经营性现金流充裕，净现比高于可比公司。公司2019-2023年经营性现金流净额平均值为18.6亿元，现金流水平充裕，2021年下滑系补贴光伏电站带来应收账款增加。经营性现金流净额/净利润在同行业可比公司中居于首位，2023年净现比高达4.02倍，远高于龙头水电公司长江电力/桂冠电力/华能水电/雅砻江水电的2.31/2.91/2.07/1.78倍。

图表30：公司经营性现金流量净额



资料来源：Wind、华泰研究

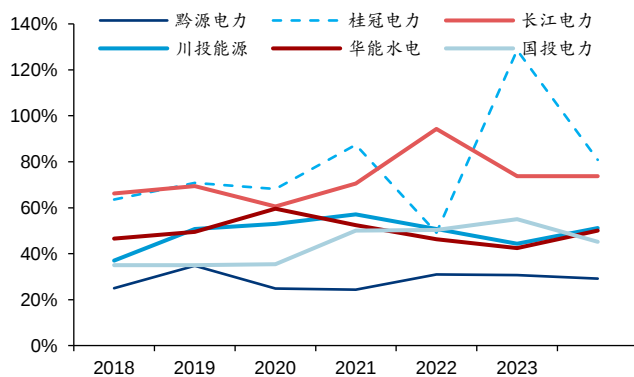
图表31：公司净现比显著高于主要可比公司



资料来源：Wind、华泰研究

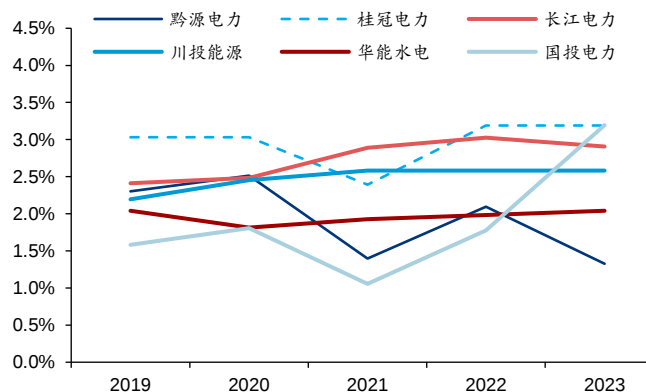
公司历史分红比例较可比公司偏低。2019-2023年，公司分红比例均值为29.1%，低于可比公司桂冠电力/长江电力/川投能源/华能水电/国投电力的80.8%/73.7%/51.2%/50.0%/45.1%；2019-2023年，公司股息率均值为1.93%，略高于国投电力1.88%，但低于桂冠电力/长江电力/川投能源/华能水电2.97%/2.74%/2.48%/1.96%，总体处于较低水平，特别是2023年公司股息率处于可比公司中最低水平。

图表32：公司 2019-2023 年分红比例对比



资料来源：Wind、华泰研究

图表33：2019-2023 年公司与可比公司股息率对比



注：股价为 2025/1/24 收盘价

资料来源：Wind、华泰研究

我们对公司股权自由现金流（FCFE）测算的主要假设包括：1）由于公司未公开披露未来具体光伏新增装机规划，2022/2023 年公司仅新并网光伏装机 1.2/3.2 万千瓦，考虑公司水电可新开发规模有限，光马抽蓄项目正处于可研阶段，距离核准尚有较长时间，开工建设更为远期且具有较大不确定性；光伏目前仅坝草一期 20 万千瓦仍有部分装机在建，假设公司 2024-2025 年每年新增 1.2/14.4 万千瓦光伏装机，2026-2035 年无新增光伏或水电装机，因此假设 2026-2035 年资本开支主要是维护性资本开支和抽蓄可研资本开支，为 1.5 亿元/年。2）结合 2023 年公司偿还有息负债情况倒算公司对截至前一年年底有息负债的平均还款年限为 8.41 年，预期 2024-2035 年每年偿还有息负债金额为截至前一年年底有息负债/8.41。3）2024 年考虑来水仍小幅偏枯，假设水电站利用小时数同比-1%，光伏电站利用小时数同比-2.5%。同时考虑来水波动性较大，保守假设 2025 年水电利用小时为 2017-2022 年平均利用小时数的 85%，2026 年同比上升 5%，此后同比持平。

公司现金流充裕，未来随着资本开支和还债高峰期度过，分红比例提升空间较大。展望至 2035 年，公司资本开支逐渐放缓，我们预期在 2026 年以后保持在每年 1.5 亿元水平，同时随着还款规模逐年下降，公司 FCFE 将在 2025 年实现由负转正，股权自由现金流/归母净利润（理论可分红比例）有望达到 86%，“十五五”及后期或将超过 100%。

图表34：黔源电力 2024-2035 年分红潜力测算表（百万元）

|                   | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 450  | 432   | 610   | 682   | 829   | 841   | 852   | 861   | 868   | 874   | 879   | 883   | 886   |
| 加：折旧摊销            | 538  | 532   | 635   | 670   | 515   | 515   | 515   | 515   | 515   | 515   | 515   | 515   | 515   |
| 减：资本开支*资本金比例（20%） | 44   | 23    | 40    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 资本开支              | 222  | 115   | 200   | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 减：偿还有息负债          | 1123 | 1007  | 898   | 810   | 728   | 656   | 592   | 536   | 486   | 443   | 404   | 371   | 341   |
| 有息负债              | 8464 | 7550  | 6812  | 6121  | 5513  | 4977  | 4505  | 4089  | 3723  | 3400  | 3116  | 2865  | 2644  |
| 新增有息负债            | 178  | 92    | 160   | 120   | 120   | 120   | 120   | 120   | 120   | 120   | 120   | 120   | 120   |
| 减：投资收益            | -6   | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    | -1    |
| FCFE              | -173 | -64   | 309   | 514   | 587   | 672   | 746   | 812   | 868   | 918   | 961   | 999   | 1032  |
| 归母净利润             | 265  | 254   | 359   | 402   | 488   | 495   | 502   | 507   | 511   | 515   | 518   | 520   | 522   |
| FCFE/归母净利润        | -65% | -25%  | 86%   | 128%  | 120%  | 136%  | 149%  | 160%  | 170%  | 178%  | 186%  | 192%  | 198%  |

注：1）理论可分红比例=股权自由现金流 FCFE/归母净利润；2）由于我们预计公司未来营运资本变动较小，本测算简化过程，不考虑营运资本变动；3）折旧摊销采用公司年报列示的营业成本中电力折旧摊销口径

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年公司上网电量同比-1.1%/17.3%/5.2%至 68/80/84 亿千瓦时, 归母净利润同比-4.0%/+41.3%/+11.8%至 2.54/3.59/4.02 亿元, 对应 EPS 为 0.59/0.84/0.94 元。DCF 估值下, 当贴现率为 7%-8%, 永续增长率为 0%-1%时, 对应公司估值为 74.36-103.85 亿元。由于我们预期公司分红比例 2025 年开始有提升潜力, 但公司现金流价值在估值中的完全体现仍需时间, 最终在参考 DCF 估值的基础上采用相对估值法, 参考可比公司 2025-2026E PE 的 Wind 一致预期为 15.4x, 考虑公司分红比例有较大提升潜力, 从而现金流价值在估值上的体现有望增强, 给予公司 18.5x 2025-2026E PE, 目标市值 70.41 亿元, 对应目标价 16.47 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 预计 2024-2026 年公司归母净利润同比-4.0%/+41.3%/+11.8%

我们预计 2024-2026 年公司营收同比-4.5%/+16.9%/+5.1%至 19.00/22.21/23.33 亿元。公司主要收入来源为电力板块的发电收入, 我们对公司各类电源的发电业务核心假设如下:

**1) 装机容量:** 公司自 2015 年以后无新增常规水电装机, 且目前暂无水电装机规划, 因此假设公司 2024-2026 年水电装机维持 2023 年的 323.35 万千瓦水平。光伏层面, 公司目前有镇宁坝草一期光伏电站 20 万千瓦项目在建, 截至 2023 年底已建成投产 4.42 万千瓦, 假设 2025 年全部建成, 2024/2025/2026 年每年新增光伏装机容量分别为 1.2/14.4/0.0 万千瓦。

#### 2) 利用小时数、电量:

**水电:** 2023 年, 由于贵州来水严重偏枯, 公司水电发电量同比-30.8%至 61.3 亿千瓦时, 2024 年来水仍偏枯, 我们预计公司 2024 年水电利用小时数仍同比-1.0%至 1876 小时。由于近年公司水电站主要分布流域珠江片来水显著低于多年平均值, 我们预计在短期内来水有较大可能修复, 因此假设 2025-2026 年公司水电利用小时数同比+19.2%/+5.0%至 2235/2347 小时。

**光伏:** 假设 2024-2026 年公司光伏利用小时数同比-3.5%/-12.4%/+6.8%至 997/874/933 小时: 2024 年同比下降主要考虑当年光照条件同比减弱。2025 年公司光伏平均利用小时数同比下降较多主要系坝草光伏电站利用小时数水平显著低于光照和马马崖, 但 2025 年坝草装机贡献将有所提升。2026 年我们虽考虑消纳问题趋严导致存量三座光伏电站利用小时数下降, 但 2026 年为坝草一期完整投产年度, 利用小时数有望较 2025 年提升, 但仍低于 2024 年 20 小时。

公司厂用电率较小, 对上网电量测算影响有限, 我们预计 2024-2026 年公司各电源厂用电率维持在 2023 年水平, 因此我们预计 2024-2026 年公司上网电量同比-1.1%/+17.3%/+5.2%至 68/80/84 亿千瓦时。

#### 3) 上网电价:

**水电:** 2021-2023 年公司水电平均上网电价为 0.2932/0.3047/0.3166 元/千瓦时。公司水电全部采用“一厂一价”的核准电价, 暂无市场化交易电量, 每个电站的核准电价 2021 年-2023 年维持稳定, 2022 年公司水电平均上网电价同比+3.9%主因不同电站电量权重变化以及“黔电送粤”分摊电量占比下降 12pp 至 29%; 2023 年, 公司平均水电上网电价为同比+3.9%, 主要系 2023 年起公司不再承担“黔电送粤”分摊电量 0.0276 元/千瓦时电价扣减, 并冲回 2022 年基于谨慎性原则暂估的 25.14 亿千瓦时“黔电送粤”电量扣减电费。为补贴火电亏损及高耗能, 根据贵州省发改委规定, 公司水电年利用小时数超过 2710 小时部分对应电量的上网电价需扣减 0.08 元/千瓦时结算, 由于我们预计公司 2024-2026 年水电利用小时数低于 2710 小时, 暂不需考虑该部分扣减。我们假设 2024-2026 年各电站核准电价维持在 2023 年水平, 根据上网电量加权平均后 2024-2026 年公司水电平均上网电价同比-3.6%/+0.1%/+0%至 0.3051/0.3053/0.3053 元/千瓦时。

光伏：2021-2023 年公司光伏平均上网电价为 0.4062/0.3628/0.3868 元/千瓦时。公司光照（岗坪）/马马崖（永新）/董箐（镇良）光伏电站调整补贴电价后的上网电价分别为 0.3928/0.3928/0.3515 元/千瓦时，由于上述三座电站暂不参与市场化交易，我们假设 2024-2026 年继续维持该水平。镇宁坝草一期光伏电站为 100%市场化交易，2024 年签订合同电价为 0.4218 元/千瓦时，考虑后续市场化交易电价下行，假设 2025-2026 年其上网电价为 0.3918/0.3618 元/千瓦时。

图表35： 预计 2024-2026 年公司营收同比-4.5%/+16.9%/+5.1%

|       |     | 2021     | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------|-----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入  | 百万元 | 2,072    | 2,613  | 1,990  | 1,900  | 2,221  | 2,333  |
|       | yoy |          | %      |        |        |        |        |
|       |     |          | 26.1   | (23.8) | (4.5)  | 16.9   | 5.1    |
| 水电    | 百万元 | 1,911    | 2,367  | 1,701  | 1,622  | 1,935  | 2,032  |
| 光伏    | 百万元 | 150      | 234    | 278    | 266    | 274    | 290    |
| 其他    | 百万元 | 11       | 12     | 11     | 11     | 11     | 11     |
| 装机容量  |     | 万千瓦      | 398    | 400    | 403    | 404    | 418    |
| 水电    |     | 323      | 323    | 323    | 323    | 323    | 323    |
| 光伏    |     | 75       | 76     | 79     | 81     | 95     | 95     |
| 利用小时数 |     | 小时       | 1,946  | 2,402  | 1,732  | 2,124  | 2,492  |
| 水电    |     | 2,298    | 2,963  | 1,894  | 1,876  | 2,235  | 2,347  |
| 光伏    |     | 428      | 979    | 1,033  | 997    | 874    | 933    |
| 发电量   |     | 亿千瓦时     | 78     | 96     | 69     | 69     | 81     |
|       | yoy |          | %      |        |        |        |        |
|       |     |          | 23.6   | (27.5) | (1.1)  | 17.3   | 5.2    |
| 水电    |     | 74       | 88     | 61     | 61     | 72     | 76     |
| 光伏    |     | 3        | 7      | 8      | 8      | 8      | 9      |
| 上网电量  |     | 亿千瓦时     | 77     | 95     | 69     | 68     | 80     |
|       | yoy |          | %      |        |        |        |        |
|       |     |          | 23.7   | (27.6) | (1.1)  | 17.3   | 5.2    |
| 水电    |     | 74       | 88     | 61     | 60     | 72     | 75     |
| 光伏    |     | 3        | 7      | 8      | 8      | 8      | 9      |
| 厂用电率  |     | %        | 0.86   | 0.78   | 0.91   | 0.91   | 0.91   |
| 水电    |     | 0.87     | 0.79   | 0.91   | 0.91   | 0.91   | 0.91   |
| 光伏    |     | 0.62     | 0.68   | 0.85   | 0.85   | 0.85   | 0.85   |
| 上网电价  |     | 元/千瓦时，含税 | 0.2979 | 0.3092 | 0.3249 | 0.3136 | 0.3127 |
| 水电    |     | 0.2932   | 0.3047 | 0.3166 | 0.3051 | 0.3053 | 0.3053 |
|       |     |          | 3.9    | 3.9    | (3.6)  | 0.1    | 0.0    |
| 光伏    |     | 0.4062   | 0.3628 | 0.3868 | 0.3777 | 0.3768 | 0.3729 |
|       |     |          | (10.7) | 6.6    | (2.4)  | (0.2)  | (1.0)  |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

我们测算 2024-2026 年公司营业成本同比+0.0%/+12.8%/+4.0%至 9.63/10.87/11.31 亿元。公司主要营业成本包括折旧、职工薪酬和水费。综合公司公告折旧测算，我们简单推演 2026/2027 年每年水电站折旧到期额 0.06/1.55 亿元；由于我们预期 2025 年坝草一期光伏电站完全投产，将带来 2025-2026 年光伏折旧增加，我们测算 2024-2026 年公司电力折旧将同比-1.1%/+19.4%/+5.5%至 5.32/6.35/6.70 亿元。2021-2023 年公司职工薪酬同比+10.9%/+4.3%/+7.5%至 145/152/163 亿元，我们认为主要系光伏项目新开发，公司人员配置有所增加，预计 2024-2026 年职工薪酬每年同比+2.0%至 1.66/1.70/1.73 亿元。2021-2023 年公司水电度电水费均为 0.0015 元/千瓦时，假设 2024-2026 年维持在该水平，预计 2024-2026 年公司水费为 0.9/1.07/1.13 亿元。

因此，我们预计公司 2024-2026 年毛利率为 49.3%/51.1%/51.5%，其中水电板块呈现先下降后增长趋势，主要系我们预期 2024 年公司水电发电量同比下降导致其固定成本的度电分摊上行，2025 年水电发电量同比大幅增长导致固定成本的度电分摊下降，2026 年有水电折旧到期。而光伏板块毛利率 2024-2026 年或将逐年下降，主要反映我们对光伏消纳问题趋严以及市场化电价下行的预期。

图表36：预计公司 2024-2026 年营业成本同比+0.0%/+12.8%/+4.0%

|             |            | 2021        | 2022         | 2023        | 2024E       | 2025E        | 2026E        |
|-------------|------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>营业成本</b> | <b>百万元</b> | <b>942</b>  | <b>1,152</b> | <b>963</b>  | <b>963</b>  | <b>1,087</b> | <b>1,131</b> |
|             | yoy        |             |              |             |             |              |              |
|             | %          |             | 22.2         | (16.3)      | (0.0)       | 12.8         | 4.0          |
| 水费          | 百万元        | 110         | 132          | 91          | 90          | 107          | 113          |
| 水电度电水费      | 元/千瓦时      | 0.0015      | 0.0015       | 0.0015      | 0.0015      | 0.0015       | 0.0015       |
| 职工薪酬        | 百万元        | 145         | 152          | 163         | 166         | 170          | 173          |
|             | yoy        |             |              |             |             |              |              |
|             | %          | 10.9        | 4.3          | 7.5         | 2.0         | 2.0          | 2.0          |
| 折旧费         | 百万元        | 635         | 699          | 538         | 532         | 635          | 670          |
| 度电折旧费       | 元/千瓦时      | 0.0082      | 0.0073       | 0.0078      | 0.0078      | 0.0079       | 0.0079       |
| <b>毛利率</b>  | <b>%</b>   | <b>54.5</b> | <b>55.9</b>  | <b>51.6</b> | <b>49.3</b> | <b>51.1</b>  | <b>51.5</b>  |
| 水电          |            | 54.5        | 57.8         | 52.6        | 50.4        | 52.8         | 53.5         |
| 光伏          |            | 54.9        | 37.2         | 44.8        | 41.9        | 38.7         | 37.3         |
| 其他          |            | 53.3        | 56.9         | 72.0        | 60.8        | 60.8         | 60.8         |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润同比-4.0%/+41.3%/+11.8%至 2.54/3.59/4.02 亿元。公司往年无销售费用，公司管理费用率 2023 年同比上升主要系光伏项目管理费用支出增加，随着光伏项目管理逐渐迈入正轨，预计未来增加速度将减缓，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率为 6.5%/6.0%/6.0%。2021-2023 年财务费用率持续下降，主要系借款规模下降，叠加利率下行债务置换带来的融资成本降低，随着公司借贷成本进一步下降，预计 2024-2026 年公司财务费用率将继续下降至 14.7%/11.4%/9.9%。综上，我们预计 2024 年公司归母净利润或因来水仍同比略下降而下滑 4.0%至 2.54 亿元，2025/2026 年公司归母净利润有望得益于来水修复和成本费用下行而同比+41.3%/+11.8%至 3.59/4.02 亿元。

图表37：预计公司 2024-2026 年归母净利润同比-4.0%/+41.3%/+11.8%

|              |     | 2021       | 2022       | 2023       | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|--------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>管理费用</b>  |     | <b>93</b>  | <b>111</b> | <b>130</b> | <b>124</b> | <b>134</b> | <b>140</b> |
|              | 费用率 |            |            |            |            |            |            |
|              | %   | 4.6        | 4.3        | 6.5        | 6.5        | 6.0        | 6.0        |
| <b>财务费用</b>  |     | <b>440</b> | <b>418</b> | <b>336</b> | <b>279</b> | <b>254</b> | <b>230</b> |
|              | 费用率 |            |            |            |            |            |            |
|              | %   | 21.3       | 16.0       | 16.9       | 14.7       | 11.4       | 9.9        |
| <b>归母净利润</b> |     | <b>234</b> | <b>414</b> | <b>265</b> | <b>254</b> | <b>359</b> | <b>402</b> |
|              | yoy |            |            |            |            |            |            |
|              | %   |            | 76.7       | (36.1)     | (4.0)      | 41.3       | 11.8       |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 目标价 16.47 元，首次覆盖给予“买入”评级

**绝对估值法：7.0%-8%贴现率，0.0%-1.0%永续增长率下，公司 DCF 估值为 74.36-103.85 亿元。**其中我们认为 7.5%贴现率和 0.5%永续增长率为中性假设，对应 DCF 估值 87.09 亿元。同为后续装机没有太大增长，FCFE 增厚主要靠财务费用和有息负债偿还规模下降的长江电力，2035 年以后永续增长率为 0.5%的假设下，截至 1/24 收盘市值对应约 6.4%贴现率。我们对黔源电力贴现率中性假设为 7.5%，较长江电力当前市值反映贴现率高约 110bp，主要考虑长江电力较黔源电力更优的盈利能力和当前更高的分红比例；对黔源电力股权自由现金流 2035 年以后的永续增长率中性假设为 0.5%，主要系在假设公司后续无新增产能的情况下，股权自由现金流增厚主要靠有息负债偿还规模和财务费用下降。

图表38：DCF 估值法（百万元）

|                   | 2025E  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FCFE              | 309    | 514   | 587   | 672   | 746   | 812   | 868   | 918   | 961   | 999   | 1,032 |
| 期数                | 0.93   | 1.93  | 2.93  | 3.93  | 4.93  | 5.93  | 6.93  | 7.93  | 8.93  | 9.93  | 10.93 |
| 折现因子              | 0.93   | 0.87  | 0.81  | 0.75  | 0.70  | 0.65  | 0.61  | 0.56  | 0.52  | 0.49  | 0.45  |
| 各期 FCFE 现值        | 289    | 447   | 475   | 506   | 522   | 528   | 526   | 517   | 504   | 487   | 468   |
| 贴现率               | 7.5%   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 永续增长率             | 0.5%   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 至 2035 年的 FCFE 现值 | 5,268  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 当期永续价值            | 14,738 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 永续价值现值            | 6,684  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益            | 3,243  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 公司估值              | 8,709  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

注：测算日为 2025/1/24

资料来源：华泰研究预测

图表39：黔源电力 DCF 估值对贴现率/永续增长率敏感性分析（百万元）

|      | 7.00%  | 7.25% | 7.50% | 7.75% | 8.00% |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 0.0% | 9,212  | 8,721 | 8,263 | 7,836 | 7,436 |
| 0.5% | 9,753  | 9,211 | 8,709 | 8,242 | 7,807 |
| 1%   | 10,385 | 9,780 | 9,223 | 8,708 | 8,230 |

注：测算日为 2025/1/24

资料来源：华泰研究预测

参考绝对估值法，使用相对估值法估值，给予公司 18.5x 2025-2026E 平均 PE，对应目标价 16.47 元。我们选择核心资产同为水电的华能水电、川投能源、国投电力、长江电力和桂冠电力作为黔源电力的可比公司。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.59/0.84/0.94，2025-2026E 平均 EPS 为 0.89 元，参考可比公司 2025-2026E PE 的 Wind 一致预期均值为 15.4x，给予公司 18.5x 2025-2026E 平均 PE（低于长江电力的 19.2x），较可比公司均值的估值溢价主要考虑公司分红比例有较大提升潜力、现金流价值在估值上的体现有望增强，目标市值 70.41 亿元，对应目标价 16.47 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表40：可比公司估值表

| 公司名称 | 股票代码      | 股价（元） 市值(百万元) |           | PE   |      |      | PB  |     |     | ROE |     |     |
|------|-----------|---------------|-----------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|      |           | 2025/1/24     | 2025/1/24 | 24E  | 25E  | 26E  | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E |
| 华能水电 | 600025 CH | 8.82          | 158,760   | 18.8 | 16.9 | 15.6 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 12% | 12% | 12% |
| 川投能源 | 600674 CH | 15.49         | 75,508    | 14.9 | 14.0 | 13.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 13% | 12% | 12% |
| 国投电力 | 600886 CH | 14.19         | 105,775   | 13.8 | 12.5 | 11.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 12% | 13% | 13% |
| 长江电力 | 600900 CH | 28.20         | 690,004   | 21.2 | 19.7 | 18.8 | 3.3 | 3.1 | 2.9 | 16% | 16% | 15% |
| 桂冠电力 | 600236 CH | 6.27          | 49,423    | 18.1 | 16.6 | 15.5 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 15% | 15% | 16% |
| 平均值  |           |               |           | 17.4 | 15.9 | 14.9 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 13% | 14% | 14% |
| 黔源电力 | 002039 CH | 14.32         | 6,123     | 24.1 | 17.0 | 15.2 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 7%  | 9%  | 9%  |

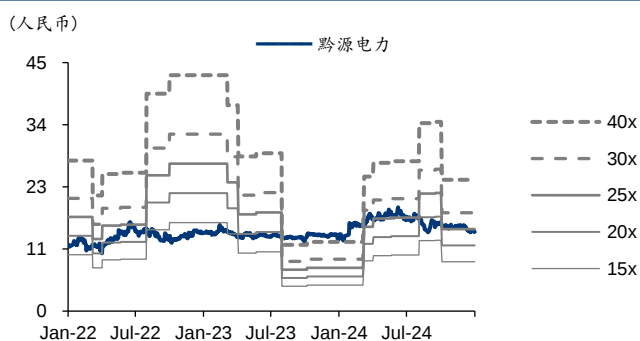
注：1) 可比公司预测来自 wind 一致预期，黔源电力来自华泰研究

资料来源：Wind，华泰研究预测

## 风险提示

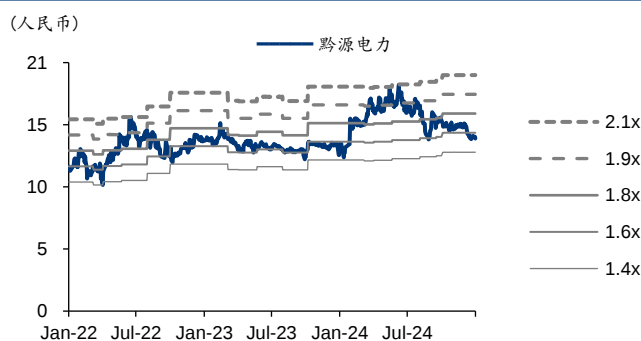
- 1) 来水不及预期。**公司主要业务为水电，发电量与电站所在流域来水密切相关，来水的不确定性对公司电力生产及经营业绩均会产生重要影响。我们预计若偏枯水情修复或将带动业绩回升，但若未来来水不及预期，公司 2024-2035 年水电发电量或低于预期，从而导致我们对公司归母净利润、股权自由现金流及估值预期值低于实际值。
- 2) 电价政策变化风险。**目前公司水电站主要执行“一厂一价”的电价政策，暂无市场化交易水电电量，我们预计未来上网电价维持稳定。如果电价政策发生变化，我们对公司营收及利润测算值将与实际情况存在偏差。
- 3) 分红提升不及预期风险。**我们测算 2025 年是公司可供分配现金流转正的关键节点，且 2025-2035 年理论可分红比例在 86% 以上，公司当前分红比例在 30% 左右，因此未来分红比例有较大提升空间。但是公司实际分红比例需要考虑因素较多，且我们的测算可能因部分参数假设值和实际值存在差异而有偏差，所以我们认为公司分红能力未来会有提升潜力，但是测算的理论可分红比例不构成对公司未来实际分红比例的预测。

图表41: 黔源电力 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表42: 黔源电力 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

## 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

## 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司