

2025 年 04 月 22 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 04 月 21 日
收盘价 (元)	16.12
一年内最高/最低 (元)	18.99/14.18
总市值 (百万元)	6,892.24
流通市值 (百万元)	6,892.24
总股本 (百万股)	427.56
资产负债率 (%)	56.14
每股净资产 (元/股)	9.15

资料来源：聚源数据

黔源电力 (002039.SZ)

——来水有望改善释放业绩弹性 大股东增持显信心

投资要点：

- 事件：1) 公司发布 2024 年度报告，2024 年实现营收 19.33 亿元，同比下降 2.89%；归母净利润 2.18 亿元，同比下降 17.59%，基本符合市场预期。2) 公司发布 2025 年一季度业绩预告，预计 2025 年一季度实现归母净利润 0.5–0.54 亿元，同比增长 330%–365%。3) 公司发布 2024 年利润分配方案与 2025 年中期分红计划，2024 年末拟现金分红 0.06 元/股（含税），叠加 2024 年中期分红 0.1 元/股，2024 年全年分红占全年归母净利润的 31.35%。计划 2025 年中期分红总金额不超过当期归母净利润。4) 公司发布控股股东增持计划，华电集团拟通过子公司华电产融对黔源电力进行增持，增持比例占黔源电力总股本的 0.85%–1.7%。
- 2024 年来水较 2023 年持平，业绩下滑系 2023 年一次性收入与 2024 年补税拖累。公司 2024 年营收下滑主要系 2023 年营收中包含 2022 年的部分“黔电送粤”一次性收入 0.61 亿元，体现为 2023 年水电上网电价较 2022 年提升约 1.19 分/千瓦时（含税），2024 年回到正常价格 0.3052 元/千瓦时（含税），公司当前水电站按照批复电价上网，在无政策调整下预计未来保持稳定，短期业绩波动主要来自来水与还债。2023 年的一次性营收直接导致 2023 年的业绩高基数，同时，公司在 2024 年 12 月收到补缴税款通知，补缴 2015–2017 年的西部大开发企业所得税优惠税款及滞纳金，影响 2024 年归母净利润 0.38 亿元。
- 其他经营数据方面，公司 2024 年控股装机 410.6 万千瓦，其中水电装机 323.4 万千瓦，光伏装机 87.21 万千瓦，2024 年新增装机 7.79 万千瓦均为光伏；2024 年水电发电量 63.3 亿千瓦时，较 2023 年增长 3.35%；利用小时数 1958。2024 年光伏发电量 7.2 亿千瓦时，较 2023 年下降 12.3%；光伏上网电价 0.3603 元/千瓦时（含税），较 2023 年下降 2.65 分/千瓦时。
- 2025 年一季度来水增长业绩高增，预计全年来水回到常年中值上下。公司发布一季度业绩预告，受益于一季度来水较 2024 年同期偏多 62.7%，公司实现发电量 14.63 亿千瓦时，同比增长 59.4%，业绩弹性超过 300%。贵州省水文水资源局 2025 年 3 月 4 日至 6 日组织 2025 年贵州省雨水情中长期趋势预测会商会议，预计 2025 年贵州全省年降水量接近常年，5–7 月贵州省南部以及中西部发生暴雨洪水可能性大（公司北盘江流域水电站占比约 80%，北盘江处于贵州省西南部），公司 2014–2024 年水电平均利用小时数在 2500 小时上下。
- 公司发布 2025 年财务预算，两个方面值得注意，1) 公司预计 2025 年实现发电量 87.85 亿千瓦时，假设光伏电量不变，倒算水电利用小时数为 2500 左右。2) 公司预计 2025 年全年资本性支出 2.11 亿元，其中技改 1.7 亿，光伏投资 0.4 亿（为前期在建项目 7.79 万千瓦）。预计 2025 年利润+折旧摊销 12.5 亿，通过还债使得资产负债率下降 2 个百分点至 54.14%。我们强调公司现金流价值，一方面存在潜在分红提升空间，另一方面公司通过持续还债，利润中枢有望稳定上移。
- 华电集团水电上市平台，控股股东增持认可公司价值。公司为华电集团水电上市平台，华电集团 4 月 9 日发布《多措并举助力资本市场健康稳定》的文章，明确“推动控股上市公司高质量发展，提高股东回报”。4 月 15 日，公司发布控股股东增持计划，华电集团拟通过子公司华电产融对黔源电力进行增持，增持比例占公司总股本的 0.85%–1.7%，当前华电集团及其一致行动人持有公司股份 28.29%。4 月 16 日，公司发布《市值管理制度》，明确市值管理主要方式中，“并购重组”为首条。
- 盈利预测与评级：中性假设公司 2025–2027 年利用小时数维持 2500 左右，预计公司 2025–2027 年的归母净利润为 4.11、4.55、4.81 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 17、15、14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：电价不及预期，来水不及预期，新能源政策不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,990	1,933	2,423	2,450	2,468
同比增长率 (%)	-23.83%	-2.89%	25.34%	1.14%	0.71%
归母净利润（百万元）	265	218	411	455	481
同比增长率 (%)	-36.09%	-17.59%	88.42%	10.56%	5.77%
每股收益（元/股）	0.62	0.51	0.96	1.06	1.12
ROE (%)	6.94%	5.58%	9.79%	10.06%	9.90%
市盈率 (P/E)	26.03	31.59	16.76	15.16	14.33

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	173	230	244	214
应收票据及账款	214	332	336	338
预付账款	2	2	2	2
其他应收款	2	5	5	5
存货	2	2	2	2
其他流动资产	10	55	56	56
流动资产总计	403	626	644	617
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	14,763	14,174	13,632	13,010
在建工程	264	272	184	172
无形资产	46	42	38	35
长期待摊费用	0	0	1	3
其他非流动资产	74	72	71	72
非流动资产合计	15,160	14,573	13,940	13,304
资产总计	15,563	15,198	14,584	13,922
短期借款	1,101	801	501	101
应付票据及账款	431	476	478	480
其他流动负债	2,292	2,369	2,382	2,395
流动负债合计	3,824	3,646	3,362	2,976
长期借款	4,637	3,837	2,837	1,837
其他非流动负债	277	277	277	277
非流动负债合计	4,914	4,114	3,114	2,114
负债合计	8,738	7,760	6,475	5,090
股本	428	428	428	428
资本公积	1,022	1,022	1,023	1,025
留存收益	2,461	2,749	3,067	3,403
归属母公司权益	3,910	4,198	4,517	4,856
少数股东权益	2,916	3,241	3,592	3,976
股东权益合计	6,826	7,439	8,109	8,832
负债和股东权益合计	15,563	15,198	14,584	13,922

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	400	744	813	871
折旧与摊销	561	797	806	812
财务费用	281	223	162	104
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	8	-43	11	12
其他经营现金流	3	-9	-9	-9
经营性现金净流量	1,257	1,713	1,783	1,789
投资性现金净流量	-166	-209	-170	-171
筹资性现金净流量	-1,172	-1,447	-1,599	-1,648
现金流量净额	-81	57	14	-30

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,933	2,423	2,450	2,468
营业成本	973	1,126	1,131	1,137
税金及附加	25	31	32	32
销售费用	0	0	0	0
管理费用	132	165	167	168
研发费用	0	0	0	0
财务费用	281	223	162	104
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-2	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-4	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	1	2	2	2
营业利润	519	877	959	1,029
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	30	14	14	14
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	496	866	948	1,018
所得税	95	130	142	153
净利润	400	736	806	865
少数股东损益	182	325	351	384
归属母公司股东净利润	218	411	455	481
EPS(元)	0.51	0.96	1.06	1.12

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-2.89%	25.34%	1.14%	0.71%
营业利润增长率	-2.32%	69.08%	9.33%	7.24%
归母净利润增长率	-17.59%	88.42%	10.56%	5.77%
经营现金流增长率	-30.39%	36.22%	4.09%	0.37%
盈利能力				
毛利率	49.64%	53.54%	53.84%	53.94%
净利率	20.71%	30.39%	32.89%	35.05%
ROE	5.58%	9.79%	10.06%	9.90%
ROA	1.40%	2.71%	3.12%	3.45%
估值倍数				
P/E	31.59	16.76	15.16	14.33
P/S	3.57	2.84	2.81	2.79
P/B	1.76	1.64	1.53	1.42
股息率	0.62%	1.79%	1.98%	2.09%
EV/EBITDA	11	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

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。本公司的资产管理部门、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。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。