

黔源电力（002039.SZ）

25H1 来水偏枯量增价稳

投资要点：

➤ **事件：**公司发布了 2025 年半年度报告，实现营业收入 8.83 亿元，同比增长 1.23%；归属于上市公司股东的净利润为 1.27 亿元，同比下降 4.54%；基本每股收益为 0.2974 元/股，同比下降 4.56%。单二季度，实现营业收入 4.82 亿元，同比下降-21.22%；归属于上市公司股东的净利润为 0.75 亿元，同比下降 38.09%。

➤ **25H1 来水偏枯量增价稳：**25H1，公司投产总装机容量 413.85 万千瓦，其中水电站装机容量为 323.35 万千瓦。公司 2025 年上半年来水较上年同期偏少 23.00%，较多年平均来水偏少 27.70%，2025 年上半年发电量为 320,090.15 万千瓦时，上年同期发电量为 315,204.52 万千瓦时，同比增加 4,885.63 万千瓦时，同比上升 1.55%，使发电收入及发电利润增加。25H1，公司水电发电量为 28.82 亿千瓦时，同比增长 3.67%，平均上网电价为 0.2713 元/千瓦时，同比下降 0.18%。单二季度来看，光照电站完成发电量 31665.97 万千瓦时（同比+15.42%）；董箐电站完成发电量 57660.76 万千瓦时（同比-28.2%）；马马崖电站完成发电量 23940.89 万千瓦时（同比-20.54%）；善泥坡电站完成发电量 14000.5 万千瓦时（同比-10.34%）；普定电站完成发电量 5846.24 万千瓦时；引子渡电站完成发电量 9942.44 万千瓦时；鱼塘电站完成发电量 6125.11 万千瓦时（同比-49.92%）；清溪电站完成发电量 1602.85 万千瓦时（同比-60.63%）；牛都电站完成发电量 1102.59 万千瓦时（同比-61.09%）。

➤ **25H1 光伏电量下滑电价增长：**25H1，光伏电站装机容量为 90.50 万千瓦。上半年公司光伏项目新投产 3.29 万千瓦，总装机达到 90.50 万千瓦，较去年同期新增 9.86 万千瓦；光伏发电量为 3.19 亿千瓦时，同比下降 14.25%，平均上网电价为 0.3357 元/千瓦时，同比增长 1.88%。单二季度来看，光照光伏分公司完成发电量 7673.75 万千瓦时（同比-6.47%）；董箐光伏分公司完成发电量 3466.57 万千瓦时（同比-4.28%）；马马崖光伏分公司完成发电量 6618.08 万千瓦时（同比-9.94%）；镇宁坝草一期光伏电站发电量 4112.67 万千瓦时（同比+255.11%）。

➤ **优化水电产业布局，关注集团优质水电资产：**国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》明确要求央企通过资产重组优化产业布局。水电业务方面，华电集团旗下乌江水电公司拥有大量优质水电资产，投产水电装机容量达 2286.90 万千瓦目前长期推进的项目主要为乌江坪上和黔西新仁抽蓄电站项目。黔源电力于 2025 年 7 月 18 日召开第十届董事会第二十五次会议，审议通过《关于聘任总经理的议案》，董事会同意聘任曾在乌江水电担任要职的戴建炜先生为公司总经理。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们维持原有的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.05、4.23 和 4.46 亿元，对应 PE 分别为 16.9/16.2/15.4 倍。此外考虑到央国企资产证券化进程，乌江水电存在潜在资产注入可能性，维持“持有”评级。

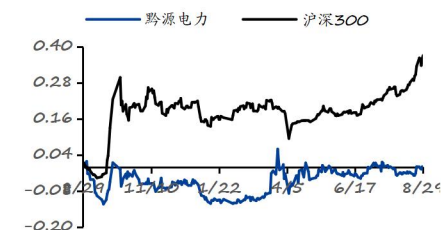
➤ **风险提示：**水库流域来水偏枯；市场交易电价波动；需求下降导致电力销售受阻。

持有（维持评级）

基本数据

日期	2025-08-29
收盘价:	16.03 元
总股本/流通股本(百万股)	427.56/427.56
流通 A 股市值(百万元)	6,853.74
每股净资产(元)	9.40
资产负债率(%)	55.36
一年内最高/最低价(元)	18.00/14.18

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、黔源电力（002039.SZ）：1Q25 水电来水强修复，业绩大幅增长——2025.04.29
- 2、黔源电力（002039.SZ）：光伏装机持续扩展&分红稳定，25 年积极全面规划——2025.04.18
- 3、【华福电力公用】黔源电力（002039.SZ）：水光共绘成长蓝图，增添经营业绩弹性——2025.02.10

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,990	1,933	2,585	2,599	2,599
增长率	-24%	-3%	34%	1%	0%
净利润（百万元）	265	218	405	423	446
增长率	-36%	-18%	86%	4%	5%
EPS（元/股）	0.62	0.51	0.95	0.99	1.04
市盈率（P/E）	25.9	31.4	16.9	16.2	15.4
市净率（P/B）	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	173	310	312	319	营业收入	1,933	2,585	2,599	2,599
应收票据及账款	110	142	130	130	营业成本	973	1,179	1,196	1,197
预付账款	2	1	2	2	税金及附加	25	28	30	30
存货	2	0	0	0	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	132	176	177	177
其他流动资产	117	228	231	231	研发费用	0	0	0	0
流动资产合计	403	681	676	683	财务费用	281	292	248	199
长期股权投资	13	25	25	25	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
固定资产	14,607	14,434	14,097	13,773	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	264	264	164	64	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	46	44	43	42	投资收益	-4	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	1	2	2	2
其他非流动资产	230	235	230	230	营业利润	519	910	949	996
非流动资产合计	15,160	15,003	14,559	14,134	营业外收入	7	7	7	10
资产合计	15,563	15,684	15,235	14,817	营业外支出	30	30	30	30
短期借款	1,101	1,025	516	0	利润总额	496	887	926	976
应付票据及账款	431	507	502	503	所得税	96	170	178	187
预收款项	0	0	0	0	净利润	400	717	748	789
合同负债	0	0	0	0	少数股东损益	182	312	325	343
其他应付款	123	123	123	123	归属母公司净利润	218	405	423	446
其他流动负债	2,169	2,049	2,049	2,049	EPS（按最新股本摊薄）	0.51	0.95	0.99	1.04
流动负债合计	3,824	3,705	3,191	2,675	主要财务比率				
长期借款	4,506	4,006	3,506	3,006		2024A	2025E	2026E	2027E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	408	459	409	359	营业收入增长率	-2.9%	33.7%	0.5%	0.0%
非流动负债合计	4,914	4,465	3,915	3,365	EBIT 增长率	-10.0%	51.9%	-0.4%	0.1%
负债合计	8,738	8,170	7,106	6,040	归母公司净利润增长率	-17.6%	85.6%	4.3%	5.5%
归属母公司所有者权益	3,910	4,287	4,577	4,881	获利能力				
少数股东权益	2,916	3,227	3,553	3,896	毛利率	49.6%	54.4%	54.0%	53.9%
所有者权益合计	6,826	7,514	8,129	8,777	净利率	20.7%	27.7%	28.8%	30.4%
负债和股东权益	15,563	15,684	15,235	14,817	ROE	3.2%	5.4%	5.2%	5.1%
现金流量表					ROIC	5.5%	8.3%	8.5%	8.7%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	1,257	1,491	1,540	1,518	资产负债率	56.1%	52.1%	46.6%	40.8%
现金收益	1,236	1,557	1,537	1,517	流动比率	0.1	0.2	0.2	0.3
存货影响	0	2	0	0	速动比率	0.1	0.2	0.2	0.3
经营性应收影响	-16	-32	11	0	营运能力				
经营性应付影响	38	76	-5	1	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
其他影响	-1	-112	-3	1	应收账款周转天数	19	18	19	18
投资活动现金流	-166	-390	-98	-103	存货周转天数	1	0		
资本支出	-187	-373	-103	-103	每股指标（元）				
股权投资	4	-12	0	0	每股收益	0.51	0.95	0.99	1.04
其他长期资产变化	17	-5	5	0	每股经营现金流	2.94	3.49	3.60	3.55
融资活动现金流	-1,172	-963	-1,440	-1,407	每股净资产	9.15	10.03	10.70	11.42
借款增加	-547	-696	-1,009	-1,016	估值比率				
股利及利息支付	-513	-532	-506	-471	P/E	31	17	16	15
股东融资	35	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	-147	265	75	80	EV/EBITDA	14	11	11	11

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn