

黔源电力(002039.SZ)

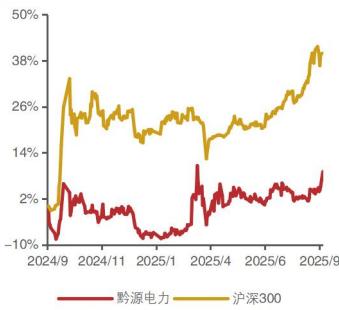
投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映忻
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年09月08日

收盘价(元)	16.92
一年内最高 / 最低(元)	18.00/14.18
总市值(百万元)	7,234.28
流通市值(百万元)	7,234.26
总股本(百万股)	427.56
资产负债率(%)	55.36
每股净资产(元/股)	9.40

资料来源：聚源数据

——来水偏枯短期业绩承压 大股东增持彰显信心

投资要点：

- **事件：**1) 公司发布2025年中期报告，上半年实现营收8.83亿元，同比增长1.23%；归母净利润1.27亿元，同比下降4.54%；扣非后归母净利润1.26亿元，同比下降6.93%。单二季度实现营收4.82亿元，同比下降21.22%；归母净利润0.75亿元，同比下降38.09%；扣非后归母净利润0.75亿元，同比下降39.66%。公司半年度归母净利润符合市场预期，已于7月17日发布业绩快报。2) 公司发布半年度利润分配方案，拟每股派发现金红利0.1元(含税)，较2024年同期持平。
- **上半年来水偏枯业绩承压，目前无核准在建装机。**公司2025年上半年来水较上年同期偏少23%，较多年平均来水偏少28%。2025年上半年营收增长主要系电量增长，上半年发电量32亿千瓦时，同比增加1.6%；其中水电28.82亿千瓦时，同比增长3.7%，在来水偏枯下电量增长得益于年初蓄水；光伏3.19亿千瓦时，同比下降14.2%。上半年上网电价0.2777元/千瓦时，同比下降0.3%；其中水电0.2713元/千瓦时，同比下降0.2%；光伏0.3357元/千瓦时，同比增长1.9%。截至2025年6月底，公司投产控股装机414万千瓦，其中水电323万千瓦，光伏91万千瓦，目前无核准在建项目。值得注意的是，公司上半年电量与营收增长，但归母净利润略有下滑，主要系不同电站的归母比例不同导致。
- **华电集团旗下贵州区域清洁能源平台，大股东增持彰显发展信心与支持。**公司在2025年4月16日披露控股股东及其一致行动人的增持计划，中国华电拟通过子公司华电产融增持公司股份，增持期限为公告之日起6个月内，拟通过集中竞价或大宗交易方式累计增持公司总股本的0.85%至1.70%。目前增持时间过半，增持股本也达到增持下限，但本次增持计划尚未实施完毕，仍有增持时间与空间。公司在公告中明确，本次大股东增持公司的目的是基于对中国资本市场的坚定信心，也是基于对公司投资价值的认可和未来发展前景的信心。我们分析，**大股东真金白银的支持比文字更有力量，此次增持也能提升大股东持股比例，为公司后续发展提供更多空间。**
- **集团旗下乌江水电位于贵州，9GW水电装机年毛利30亿量级。**公司于6月2日发布董事长辞职及补选董事的公告，补选杨焱为公司董事，并于6月19日选举杨焱为公司董事长。根据公司公告，杨焱历任乌江水电多个电厂管理层，曾担任黔源电力副总与董秘。杨焱的上任引发资本市场对于华电集团旗下贵州区域资产整合的猜想。从客观事实看，乌江水电与黔源电力的股权管理关系复杂，一方面，从乌江水电股权结构看，截至2024年底，乌江水电由华电集团控股(持股51%)，另外由乌江能投大比例参股(持股49%，乌江能投实控人为贵州省国资委)。另一方面，乌江水电为黔源电力第二大股东，截至2025年3月底持股12.4%，并且黔源电力十名董事会成员中，四位董事工作经历与乌江水电有关。
- 根据乌江水电债券信息，2024年底，乌江水电控股在运装机1356万千瓦，其中水电、火电、光伏分别为870、450、37万千瓦。乌江水电在建主要为坪上抽水蓄能电站120万千瓦，预计2031年投产发电。分板块利润看，2024年乌江水电毛利28.15亿元，其中水电、火电(含供热)、光伏分别为29.6、-1.68、0.23亿元，利润总额18.27亿元，归母净利润16.19亿元。值得注意的是，2025年一季度乌江水电火电(含供热)毛利-0.04亿元，接近扭亏。
- **公司短期业绩受降雨影响波动，但其现金流价值持续凸显。**相比于大水电站，公司主要水电站库容及调节库容较小，调节能力相对较弱，导致公司年度间与季度间电量平滑能力并不突出，其发电能力常与短期降雨情况相关，可预测性较低。但我们在此前多篇报告强调，短期来水波动虽然影响公司短期业绩，但在整个水电站运营模式下，对公司整体价值影响甚微。公司近五年年均归属于普通股东的可分配现金流达到7.5亿元，永续经营下，假设7%股权折现率，公司合理市值超过100亿元。**更直观的理解公司现金流价值，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。**
- **盈利预测与评级：**公司短期业绩受降雨波动较大，维持中性预期，预计公司2025-2027年的归母净利润为4.0、4.4、4.6亿元，当前股价对应的PE分别为18、16、16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	2,379	2,407	2,424
同比增长率(%)	-23.83%	-2.89%	23.10%	1.16%	0.72%
归母净利润(百万元)	265	218	401	441	463
同比增长率(%)	-36.09%	-17.59%	83.77%	9.96%	5.05%
每股收益(元/股)	0.62	0.51	0.94	1.03	1.08
ROE(%)	6.94%	5.58%	9.57%	9.80%	9.60%
市盈率(P/E)	27.32	33.15	18.04	16.41	15.62

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	125	146	125
应收票据及账款	214	326	330	332
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	54	55	55
流动资产总计	403	514	539	521
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	14,763	14,438	14,163	13,809
在建工程	264	272	184	172
无形资产	46	38	31	24
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	14,833	14,463	14,093
资产总计	15,563	15,347	15,003	14,614
短期借款	1,101	1,001	991	891
应付票据及账款	431	470	472	474
其他流动负债	2,292	2,339	2,352	2,364
流动负债合计	3,824	3,810	3,815	3,730
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	7,923	6,929	5,844
股本	428	428	428	428
资本公积	1,022	1,022	1,023	1,025
留存收益	2,461	2,742	3,050	3,374
归属母公司权益	3,910	4,191	4,500	4,827
少数股东权益	2,916	3,233	3,573	3,943
股东权益合计	6,826	7,423	8,074	8,770
负债和股东权益合计	15,563	15,347	15,003	14,614

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,933	2,379	2,407	2,424
营业成本	973	1,112	1,117	1,123
税金及附加	25	31	31	31
销售费用	0	0	0	0
管理费用	132	162	164	165
研发费用	0	0	0	0
财务费用	281	227	173	124
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	848	923	983
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	30	6	6	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	496	845	920	980
所得税	95	127	138	147
净利润	400	718	782	833
少数股东损益	182	317	341	370
归属母公司股东净利润	218	401	441	463
EPS(元)	0.51	0.94	1.03	1.08

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%	23.10%	1.16%	0.72%
营业利润增长率	-2.32%	63.39%	8.83%	6.57%
归母净利润增长率	-17.59%	83.77%	9.96%	5.05%
经营现金流增长率	-30.39%	12.13%	6.93%	0.40%
盈利能力				
毛利率	49.64%	53.28%	53.58%	53.69%
净利率	20.71%	30.18%	32.48%	34.37%
ROE	5.58%	9.57%	9.80%	9.60%
ROA	1.40%	2.61%	2.94%	3.17%

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
税后经营利润	400	719	782	833	
折旧与摊销	561	537	543	547	
财务费用	281	227	173	124	
投资损失	4	0	0	0	
营运资金变动	8	-72	11	12	估值倍数
其他经营现金流	3	-1	-1	-1	P/E
经营性现金净流量	1,257	1,410	1,507	1,514	P/S
投资性现金净流量	-166	-210	-171	-172	P/B
筹资性现金净流量	-1,172	-1,247	-1,315	-1,363	股息率
现金流量净额	-81	-47	21	-21	EV/EBITDA
					11
					10
					9
					8

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）。